



INDUSTRY ANALYSIS

화장품(비중확대)

별은 어두울수록 빛난다

- 1) 4Q18 Preview : 상대적인 매력도를 비교하자
- 2) 중소형 관심종목: 씨티케이코스메틱스, 본느, 브레인콘텐츠
- 3) Top-picks: 애경산업, 코스메카코리아

화장품. 전영현, 3773-9181



Analyst
전영현

yj6752@sk.com
02-3773-9181

화장품

2019-01-24

별은 어두울수록 빛난다

화장품 업종을 둘러싼 환경들이 다시금 악화 조짐을 보이고 있습니다. 따이공 규제, 중국 소비 위축, 수출 감소 등의 우려가 당초 예상했던 2019년 인바운드 회복 기대감을 상쇄시키는 모습입니다. Macro 지표 악화와 더불어 화장품 업체들의 4Q18 실적 역시 대부분 시장 예상치를 하회할 것으로 추정되지만, 악재 속에서도 꾸준한 성장을 이어나갈 종목들에 대해서는 상대적인 매력도가 부각될 것으로 전망합니다.

4Q18 Preview: 상대적인 매력도를 비교하자

4 분기 화장품 산업은 성수기임에도 불구하고, 매출 및 영업이익 컨센서스를 10% 이상 크게 하회하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. 당시 화장품 커버리지 7 개사 합산 매출액은 $y-y +17.1\%$, 영업이익은 $y-y +11.5\%$ 증가할 것으로 추정한다. 전년도 기저효과로 두 자릿수 이상의 성장률을 기록했지만, 내수 채널과 매스 브랜드의 부진은 여전한 상황이다. ODM 업체들은 본격적인 투자 회수기간에 진입하며 큰 폭의 매출 성장을 이뤘음에도 불구하고, 고정비 부담과 제품 mix 변화에 따른 ASP 하락으로 수익성 개선은 더딘 상황이다.

4 분기에도 컨센서스를 부합시키며 견조한 성장세를 이어갈 종목은 LG 생활건강, 네오팜, 한국콜마로 예상하며, 주가 상승 여력을 감안해 탑픽 종목으로는 애경산업과 코스메카코리아를 제시한다. 화장품 산업의 핵심 지표들이 악화 시그널을 보이는 가운데, 두 종목은 2019년에도 꾸준한 성장을 이어갈 것으로 예상한다. 경기 위축 우려가 심화되는 국면에서 화장품 산업 내 상대적으로 실적 전망이 안정적이고, 밸류 에이션 부담이 덜한 두 종목에 대한 매력도가 커질 것으로 전망한다.

중소형 관심종목: 씨티케이코스메틱스, 본느, 브레인콘텐츠

중소형 주 관심종목으로는 씨티케이코스메틱과 본느, 브레인콘텐츠를 제시한다. 세 종목 모두 2018년 4분기 선제적인 실적 개선이 기대되며, 중국 노출도가 매우 적다는 공통점을 가지고 있다. 더딘 인바운드 회복 속에서 중국 발 Macro 불확실성이 심해지고 있는 가운데, 관련 노이즈로부터 자유로울 수 있다는 점이 긍정적이다. 또한, 세 업체 모두 2019년 큰 폭의 매출 및 영업이익 성장이 기대되며, 밸류에이션 매력 또한 존재하여 현시점에서 접근하기에 부담이 없다.

SK증권 화장품 업종 커버리지 4Q18E Preview

(단위: 십억원, 네오팜의 경우 억원)

종목	구분	4Q17	4Q18E	y-y %	컨센서스	괴리율
아모레퍼시픽	매출액	11,400	12,731	11.7%	12,545	1.5%
	영업이익	769	589	-23.4%	647	-9.9%
LG생활건강	매출액	15,309	16,283	6.4%	16,317	-0.2%
	영업이익	1,852	2,003	8.2%	2,096	-4.7%
애경산업	매출액	1,883	1,908	1.3%	1,994	-4.5%
	영업이익	79	158	99.8%	235	-48.5%
네오팜	매출액	160	194	21.0%	201	-3.5%
	영업이익	38	46	21.6%	50	-7.7%
코스맥스	매출액	2,240	3,385	51.1%	3,259	3.7%
	영업이익	64	122	91.2%	143	-17.5%
한국콜마	매출액	2,189	3,987	82.1%	3,957	0.7%
	영업이익	140	317	126.5%	308	2.8%
코스메카코리아	매출액	446	895	100.8%	970	-8.5%
	영업이익	4	49	993.8%	55	-13.2%

자료 Quantwise, SK 증권

Contents

1. 4Q18 Preview: 상대적인 매력도를 비교하자	3
2. 중소형주 관심 종목: Low China Risk 3사	13
(1) 씨티케이코스메틱스	14
(2) 본느	16
(3) 브레이인콘텐츠	19
3. 종목별 Snapshot	22
(1) 아모레퍼시픽 (090430/KS 매수(유지) T.P 200,000 원(유지))	22
(2) LG 생활건강 (051900/KS 매수(유지) T.P 1,370,000 원(유지))	25
(3) 애경산업 (018250/KS 매수(신규) T.P 64,000 원(신규))	27
(4) 네오팜 (092730/KQ 매수(유지) T.P 58,000 원(하향))	31
(5) 코스맥스 (192820/KS 매수(유지) T.P 145,000 원(하향))	33
(6) 한국콜마 (161890/KS 매수(유지) T.P 82,000 원(유지))	36
(7) 코스메카코리아 (241710/KQ 매수(유지) T.P 43,000 원(유지))	39

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 조사분석팀당사는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 (2019년 1월 21일 기준)

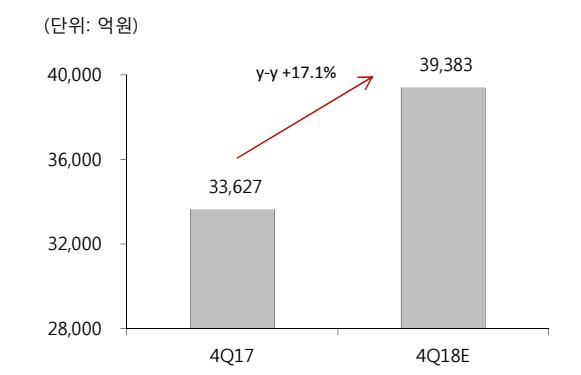
매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

1. 4Q18 Preview: 상대적인 매력도를 비교하자

국내 화장품 업체들의 4 분기 실적은 예상보다 부진할 전망이다. 당사 화장품 커버리지 합산 매출액은 y-y +17.1%, 영업이익은 y-y +11.5% 증가할 것으로 추정된다. 매출 및 영업이익의 두 자릿수 성장은 지난해 사드 기저 효과가 작용한 것으로 실질적으로는 컨센서스를 -15%이상 하회하는 수치이다. 브랜드 화장품 업체들은 매스(Mass) 브랜드 점유율 하락과 내수 채널 부진에 따른 매출 정체가 예상되지만, 럭셔리 화장품의 지속적인 성장으로 이익률 하락은 방어될 전망이다. ODM 업체들의 경우, 대부분 Capa 증설에 따른 매출 증대 구간에 있는 만큼 매출액 성장률은 높을 전망이나, 인건비 부담과 제품 mix 변화에 따른 ASP 하락으로 전년동기대비 수익성은 크게 개선되지 못할 것으로 보인다. 종합했을 때, 4Q18 컨센서스를 부합할 것으로 전망하는 업체는 한국콜마, 네오팜, LG 생활건강이며, 커버리지 종목 선호도는 애경산업 > 코스메카코리아 > 한국콜마 > LG 생활건강 > 네오팜 = 코스맥스 > 아모레퍼시픽이다.

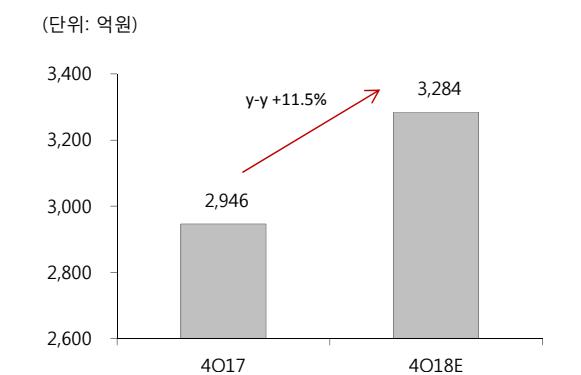
4Q18E 컨센서스를 큰 폭 하회할 것으로 전망함에도 불구하고 애경산업과 코스메카코리아를 탑픽 종목으로 제시하는 이유는 주가 상승 여력이 가장 크다고 판단하기 때문이다. 애경산업의 경우, 4 분기 컨센서스 하회가 펀더멘털 훼손에 따른 부진이 아닌 1) 연간 호실적에 따른 추가 비용과 2) 신규 브랜드 육성을 위한 투자 비용 때문이라는 점에서 그 결이 다르다. 코스메카코리아의 경우, 내수 업체들의 4 분기 타이트한 재고관리로 다소 아쉬운 국내 실적이 전망되나, 향후 중장기적 실적 성장의 폭이 가장 가파를 수 있고, 밸류에이션 매력도도 높아 매우 접근이 유효한 시점이다.

SK 증권 화장품 커버리지 4 분기 합산 매출액 추이



자료 : Quantivise, SK 증권

SK 증권 화장품 커버리지 4 분기 합산 영업이익 추이



자료 : Quantivise, SK 증권

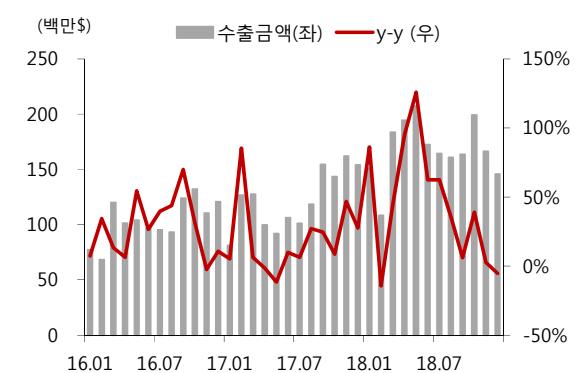
악화되고 있는 산업 지표들이 조금은 우려스럽다

최근 화장품 산업의 핵심 지표들에서 악화 시그널이 포착되고 있다. 현 시점에서는 지표들이 주는 숫자적 의미보다도, 악화되고 있는 지표 너머 팽배해 있는 시장의 경기둔화 우려와 이후 다가올 국내 및 중국의 소비 위축이 더 근본적인 리스크다. 사실, 현재와 같은 수준의 면세, 수출, 인바운드 지표라면, 당장의 실적에는 큰 영향이 없다. 다만 문제는 이제까지는 산업 지표들보다는 뉴스플로우에 더욱 민감하게 반응했던 업종주가가 1월 1일 중국 전자상거래법 시행 이후부터는 그 영향의 확인을 위해 산업의 주/월간 지표들에도 민감하게 반응하고 있다는 점이다. 결국, 당장은 산업 관련 지표들이 중단기적인 업종 주가를 좌우할 것으로 보인다.

특히, 이번 달 핵심 지표들이 상당 부분 발표되었는데, 그 중에서도 눈여겨 보아야 할 부분은 1월 화장품 수출과 다음 달 발표될 1월 면세점 실적이다. 우선 12월 화장품 수출은 y-y -3% 가량 소폭 감소했다. 전년 대비 조업일수 차이나 대외적 변수가 없었던 터라 조금은 우려스러운 실적이었다. 대중국 화장품 수출은 y-y -5.4% 감소했으며, 동기간 중국 향 마스크팩 수출은 y-y -14.3% 감소했다. 전반적인 화장품 수출이 좋지 않았던 가운데, 마스크팩 등 가벼운 소비 품목에 대한 수출이 더 안 좋았던 것으로 파악된다.

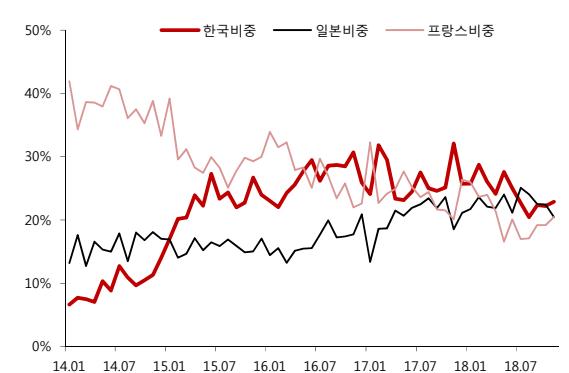
한편, 1월 20일까지의 대중국 잠정 수출액은 9,327만 달러로 y-y -4.3% 가량 감소한 것으로 보이며, 대홍콩 수출액의 경우, y-y 약 -6.5% 감소하며 더 큰 감소폭을 보였다. 1월 20일 현재까지 12월보다 감소폭이 조금 더 심화되었다는 측면에서 '중국의 소비 위축이 실제 우리나라의 수출 감소로 나타나고 있다'라는 부정적 해석이 가능하지만, 아직까지는 그 추이를 지켜볼 필요가 있다는 판단이다.

한국의 대중국 화장품 수출액과 y-y %



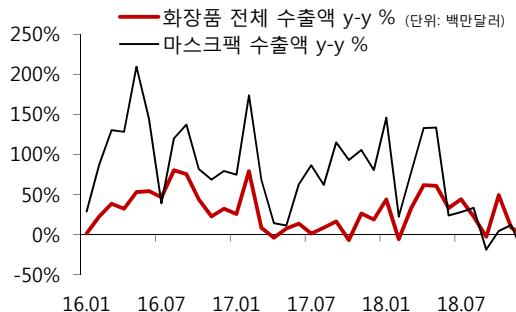
자료 : KITA, SK증권

중국의 국가별 화장품 수입 비중



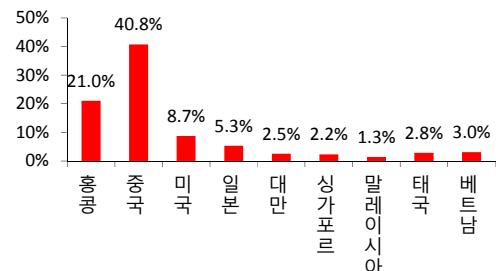
자료 : KITA, SK증권

화장품 및 마스크팩 수출 y-y %



자료 : 관세청, SK증권

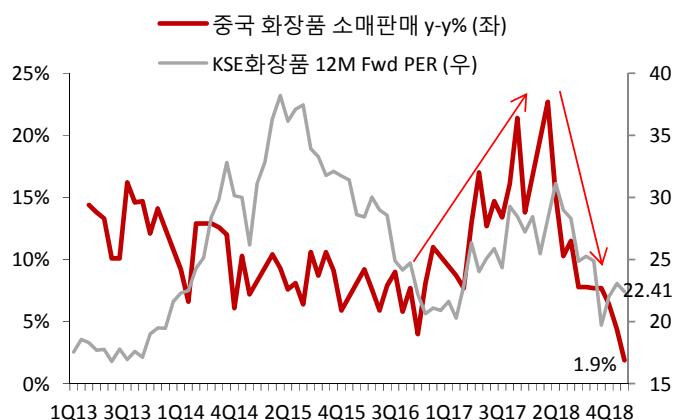
화장품 국가별 수출 비중 (18.12 YTD)



자료 : 관세청, SK증권

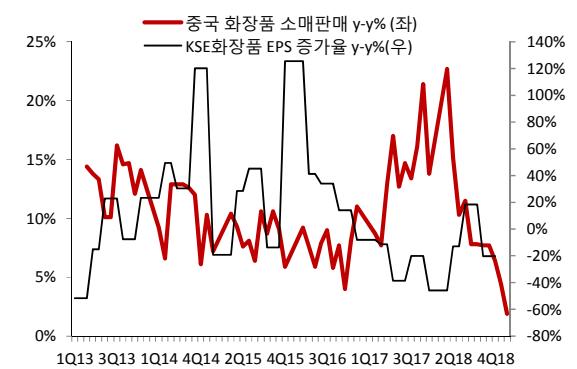
중국의 화장품 소매판매 data 역시 본격적인 하락 국면에 접어들었다. 해당 데이터의 경우, 국내 화장품 업체들의 실적에 직접적으로 영향을 미치는 요소라기 보다는 업종 밸류에이션에 더욱 막대한 영향을 끼치는 지표로서 센티먼트 악화시키는 요인으로 충분히 작용할 수 있다. 물론 2017년 중국의 화장품 소매판매가 10% 후반~20% 초반 대의 고성장을 이어갔었던 기고 효과도 고려해야겠지만, 사상 처음으로 중국의 화장품 소매판매 성장률이 1.0% 대로 낮아진 점은 우려스럽다. 특히 가장 첫 번째로, 중국 현지에 진출해 있는 국내 브랜드들(특히, 매스 브랜드)의 부진을 심화시킬 수 있어 부정적이다. 반면에 럭셔리 브랜드들의 경우, 소비자들의 구매 여력이나 구매 패턴(eg. 1,2 선 도시 위주 백화점 쇼핑, 면세 및 여행지 쇼핑 등)으로 미루어 보았을 때, 전체 화장품 소매판매 성장률 둔화에도 그 성장이 급격히 꺾이지는 않을 것으로 전망한다.

중국 화장품 소매판매 성장률과 업종 Valuation



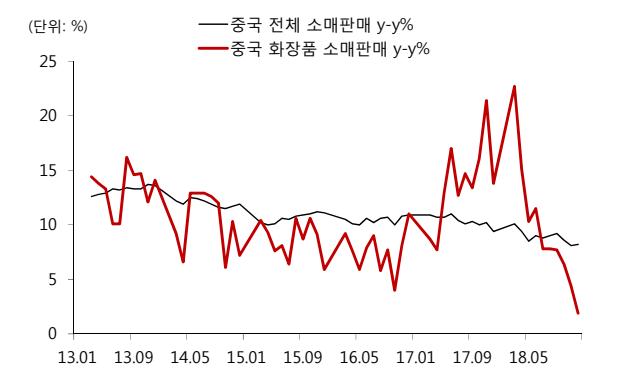
자료 : CEIC, Quantwise, SK증권

중국 화장품 소매판매와 업종 EPS 증감률



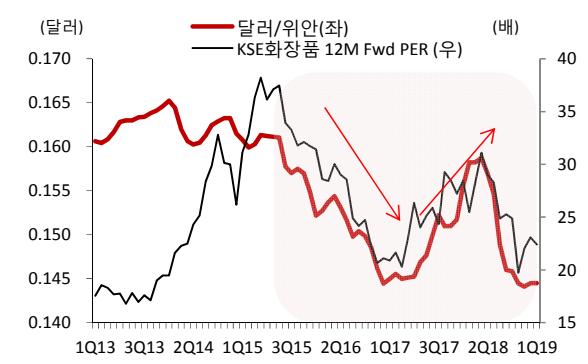
자료 : CEIC, Quantwise, SK 증권

중국 화장품 소매판매와 전체 소매판매 성장률 %



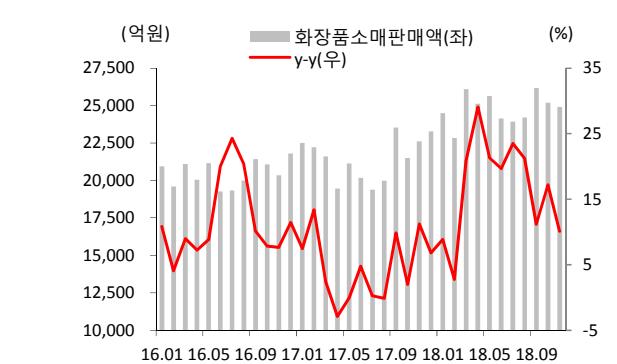
자료 : CEIC, SK 증권

중국 화장품 소매판매와 위안화 가치



자료 : CEIC, Bloomberg, SK 증권

국내 화장품 소매판매와 y-y%

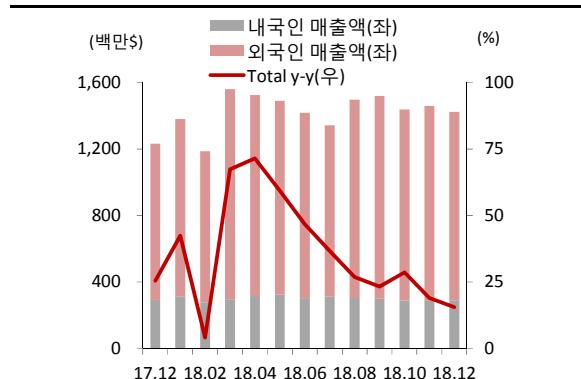


자료 : CEIC, Bloomberg, SK 증권

1 월 면세 데이터는 나쁘지 않을 것으로 전망

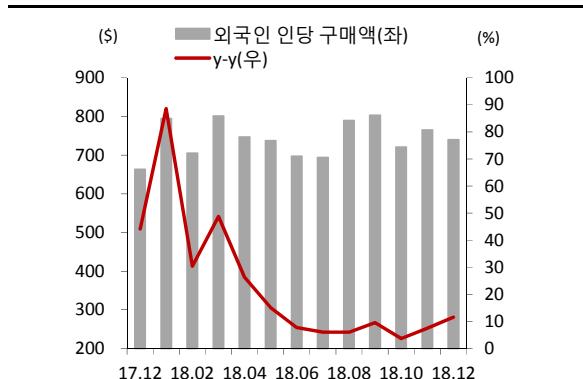
글로벌 경기둔화와 중국의 경기 경착륙에 대한 우려가 깊어지며 대부분의 화장품 산업 관련 지표들이 다운 사이클로 접어든 상황이지만, 면세점 실적은 당초 시장의 우려(1 월 면세점 매출 y-y 역성장)보다는 나쁘지 않을 것으로 보인다. 12 월 면세 매출액은 y-y +15.5% 성장하며 전월 대비 성장률이 다소 둔화되었으나, 절대적인 매출액 자체는 여전히 14.2 억 달러로 m-m 매출액 감소가 크게 우려스러운 수준은 아니다. 현재로써는 1 월 전체 면세점 매출도 낮은 한 자릿수 이상 성장할 것으로 예상되고 있어 시장의 따이공 급감 우려는 점차 완화될 전망이다.

내국인/외국인 면세 매출액과 y-y %



자료 : 면세점협회, SK증권

면세점 외국인 인당 구매액과 y-y %



자료 : 면세점협회, SK증권

월별 면세점 data

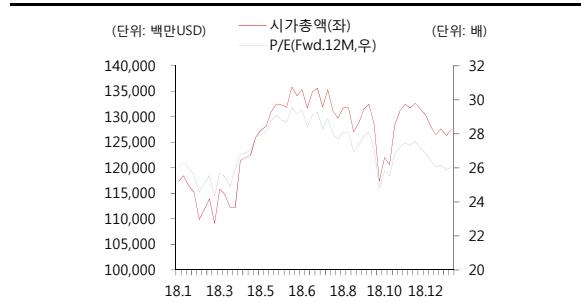
	18.01	18.02	18.03	18.04	18.05	18.06	18.07	18.08	18.09	18.10	18.11	18.12	2015	2016	2017	2018	
월별 이용객 수	내국인	2,681	2,252	2,511	2,513	2,584	2,560	2,529	2,553	2,462	2,486	2,437	2,361	24,587	27,925	30,876	29,930
(천명)	외국인	1,346	1,292	1,578	1,619	1,583	1,599	1,484	1,510	1,520	1,596	1,534	1,532	16,081	20,632	15,111	18,193
	Total	4,027	3,544	4,089	4,132	4,168	4,159	4,013	4,062	3,982	4,082	3,971	3,892	40,668	48,556	45,987	48,122
y-y %	내국인	9	-9	-1	-7	0	-3	-4	-5	-6	1	-3	-5	32	14	11	-3
	외국인	-11	-21	28	62	55	50	40	27	20	31	16	8	2	28	-27	20
	Total	1	-14	9	12	16	13	9	5	2	11	3	0	18	19	-5	5
월별 매출액	내국인	311	276	295	315	323	302	313	304	298	288	286	290	2,726	2,991	3,377	3,602
(백만\$)	외국인	1,069	911	1,265	1,209	1,167	1,115	1,030	1,192	1,221	1,150	1,173	1,133	5,417	7,618	9,427	13,636
	Total	1,380	1,187	1,560	1,524	1,491	1,417	1,343	1,496	1,519	1,438	1,459	1,423	8,143	10,609	12,803	17,238
y-y %	내국인	18	7	11	5	15	9	8	4	-1	7	-1	-1	11	10	13	7
	외국인	28	3	90	105	78	62	48	35	31	35	25	21	-1	41	24	45
	Total	26	4	67	71	59	47	37	27	23	29	19	16	3	30	21	35
인당 구매금액	내국인	116	123	118	125	125	118	124	119	121	116	117	123	111	107	109	120
(\$/명)	외국인	794	705	801	747	737	697	694	789	803	721	765	740	337	369	624	750
	Total	343	335	382	369	358	341	335	368	382	352	368	366	200	218	278	358
y-y %	내국인	8	18	12	13	15	12	13	9	6	6	3	4	-16	-3	2	10
	외국인	44	30	49	26	15	8	6	6	10	4	8	12	-3	10	69	20
	Total	24	21	54	54	38	30	26	21	21	16	15	16	-13	9	27	29

자료 : 면세점협회, SK증권

글로벌 화장품 회사들도 불가피했던 De-rating

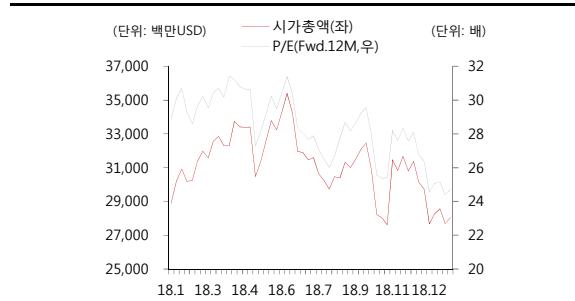
한편, 글로벌 화장품 회사들 역시도 중국 발 불확실성에 영향을 받는 모습이다. 대부분의 글로벌 화장품 업체들이 2018년 연간 산 모양의 주가 흐름을 보였다. 개별 기업들의 실적과는 관계없이 위안화 환율과 중국 경기에 더 민감하게 반응하는 모습이다. 중국 관련 매크로 지표(환율, 소매판매 등)나 뉴스에 따라서 기대와 실망을 반복하는 주가 흐름이 마치 우리나라 화장품 업체들과 유사하다.

로레알 시가총액 및 12M Fwd PER 추이



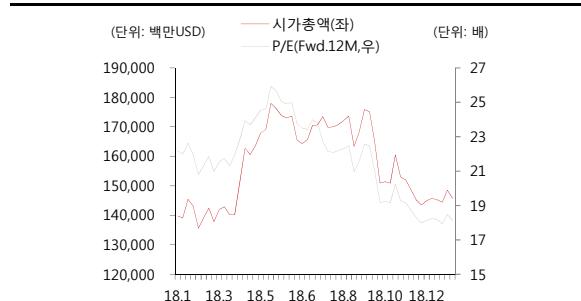
자료 : Quantwise, SK 증권

에스티로더 시가총액 및 12M Fwd PER 추이



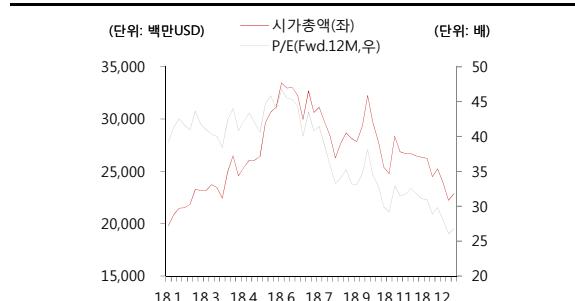
자료 : Quantwise, SK 증권

LVMH 시가총액 및 12M Fwd PER 추이



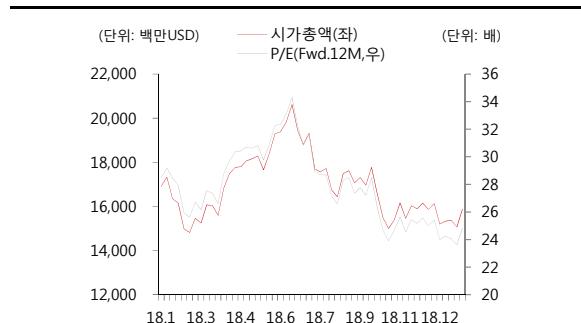
자료 : Quantwise, SK 증권

시세이도 시가총액 및 12M Fwd PER 추이



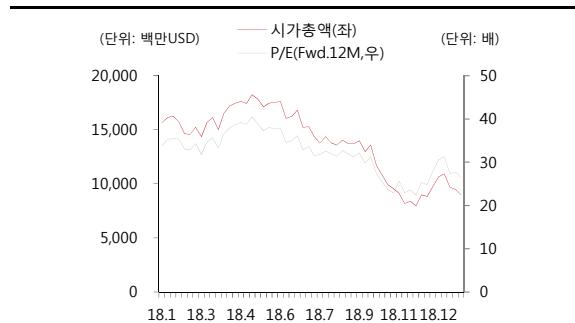
자료 : Quantwise, SK 증권

LG 생활건강 시가총액 및 12M Fwd PER 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 시가총액 및 12M Fwd PER 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

어쩔 수 없이, 결국 Key는 인바운드 성장을

앞서 언급했던 면세점이나, 수출 실적은 어떠한 이슈에 따라 결과 확인이 가능한 ‘후행’ 데이터다. 지금 같은 규제 이슈가 있는 특별한 상황에서는 follow-up 이 더욱 중요해 질 수 있다. 하지만 결국, 중장기적인 우리나라 화장품 업체들의 주가 흐름을 결정할 지표는 인바운드라는 ‘선행’ 지표다. 2018년 12월 중국인 인바운드 입국객은 y-y +25.2% 증가했다. 성장률은 m-m 으로 둔화되고 있으나, 41.6만명이라는 절대적인 중국인 입국객 숫자로 보면 크게 둔화된 수준은 아니다. 2016년 사드 이전 수준의 입국객 수의 62%까지 회복했다. 느리지만 꾸준하게 성장하고 있는 것이다.

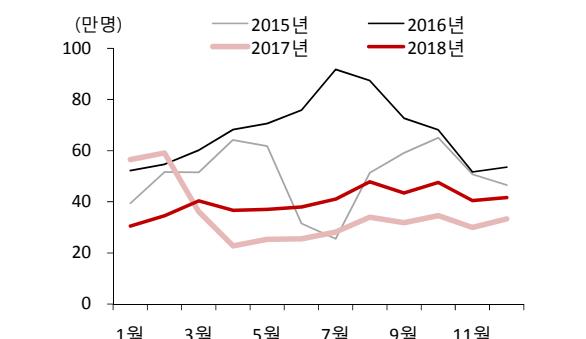
향후, 화장품 산업의 주가 모멘텀은 인바운드의 회복에 달렸다고 해도 과언이 아니다. 우선, 현재 분위기로 봐서는 최근에 가장 우려했던 전자상거래법 시행으로 인한 따이공 면세 매출 감소가 급격히 일어날 것으로 보이지는 않는다. 다만, 중국 정부의 장기적인 방향성 자체는 따이공을 줄이고, 블랙마켓을 축소시키려는 것이기 때문에 큰 그림에서는 개별 관광객이든 단체 관광객이든 일반 Tourist 들이 와서 소비를 촉진시키는 것이 편더멘털 측면에서 더욱 건전하다.

중국인 한국 입국자 수 y-y %



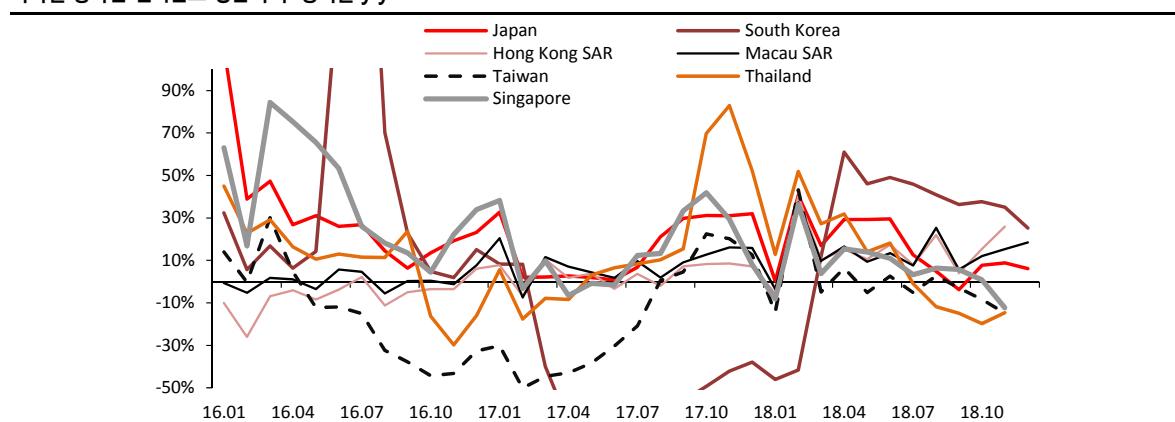
자료 : 관광지식정보시스템 SK 증권

중국인 한국 입국자 수 월간 추이



자료 : 관광지식정보시스템 SK 증권

국가별 중국인 인바운드 방문객 수 증가율 y-y %



자료: CIEC, SK 증권

인바운드 회복 시, 최대 수혜 원브랜드샵: 잇츠한불

이렇게 화장품 업종 전반을 둘러싼 Macro 환경이 좋지 않은 가운데, 유통 채널의 변화 까지 더해지며 장기적으로 편더멘털 개선이 어렵다고 판단되는 원브랜드샵에 대해서는 기본적으로 보수적인 접근이 바람직해 보인다. 5월 예정되어 있는 시진핑 국가 주석의 방한을 앞두고 한중 관계 개선에 대한 기대감은 점차 커질 수 있지만, 화장품 업체들의 실질적인 수혜는 2014~2016년 인바운드 급성장 시기보다는 덜할 것으로 전망한다. 2019년 인바운드 회복 본격화로 중국인 입국자 수 성장률을 매우 Bullish 한 수준인 y-y +40%로 가정하더라도, 2019E년 중국인 입국객 수는 670만명으로 2016년 입국객수인 800만명에 한참 못 미치는 수준이다. 또한, 2016년 대비 1) 화장품 산업 내 온라인 채널 비중 확대, 2) 기존 브랜드 노후화, 3) 신규 인디 브랜드 속출에 따른 원브랜드샵들의 MS 하락을 감안하면 인바운드 회복 시에도 로드샵들의 편더멘털이 크게 개선될 여지는 없다는 판단이다.

한편, 부진했던 2018년 실적에 대한 기저효과는 기대해 볼 수 있다. 인바운드 y-y +40% 증가 수준에서 예상되는 2019년 업체별(국내 법인 한정) y-y 이익 개선폭은 잇츠한불(100~150%) > 클리오(후진) > 토니모리(25~40%) > 이니스프리(20~35%) > 에이블씨엔씨(10~20%) = 에뛰드(적자축소) > 아리따움(5~10%) 수준일 것으로 추정한다.

점당 매출액(억원)	원브랜드샵 년도별 로드샵 점포당 매출액 및 전망						(단위: 억원)
	2014	2015	2016	2017	2018(E)	2019(E)	
미샤			7.5	6.0	6.1	7.8	
토니모리	3.2	2.8	2.7	2.0	1.8	2.0	
잇츠스킨			5.4	4.5	3.6	3.4	
클리오		4.6	5.0	3.9	3.9	5.6	

자료 각 사, SK증권

주: 2018, 2019년은 당사 추정치

원브랜드샵들 중에서는 2016년 대비 절대 영업이익이나 영업이익률 측면에서 가장 큰 폭의 하락을 보였던 잇츠한불이 이익 개선에 있어서 유리하다고 판단한다. 타 원브랜드샵들 대비 1) ASP가 높고, 2) 이익 및 이익률 하락폭도 가장 가팔랐으며, 3) 정상화 시 OPM이 가장 높을 수 있는 업체이기 때문이다. 또한, 이익률이 좋은 면세점 채널의 매출 비중이 30% 이상(단체관광객 유입 시 유리)인 점도 타 경쟁사 대비 OP 성장성 측면에서 긍정적이다.

최근 잇츠한불은 매출액과 수익성이 부진한 오프라인 채널의 비중 축소를 위해 타사 대비 점포 수를 눈에 띄게 축소시켰다. 4분기 당장은 지속되는 점포 폐점으로 인해 전사 실적은 부진할 전망이지만, 면세점 매출이 상대적으로 견조한 상황이기 때문에 인바운드 관광객이 돌아오는 시기에 원브랜드 샵들 중에서는 수혜가 가장 클 것으로 예상 한다. 또한, 주요 상권에 위치하지 않은 점포들 위주로 폐점을 진행하기 때문에 비용 효율화 측면에서도 긍정적이다. 인바운드 회복 시, 트래픽 밀집 지역의 매출 증대로 점포당 매출 성장률이 상대적으로 높을 것으로 보이기 때문이다.

원브랜드샵 연도별 오프라인 점포 수 추이 및 전망

(단위: 개)

원브랜드샵(매장수)	2014	2015	2016	2017	2018(E)	2019(E)
더페이스샵	1,183	1,204	1,138	1,056	839	760
이니스프리			786	833	820	800
미샤		381	391	388	369	310
토니모리	347	392	380	376	331	314
잇츠스킨			125	97	70	65
에뛰드			376	395	354	290
아리따움		1,350	1,347	1,329	1,289	1,210
클리오		61	95	103	113	90
클리오 H&B		726	1,020	1,310	1,489	1,500

자료 각 사, SK증권

주: 2018, 2019년은 당사 추정치

원브랜드샵 연도별 로드샵 매출액 및 전망

(단위: 억원)

	2014	2015	2016	2017	2018(E)	2019(E)
더페이스샵	6,106	6,314	6,737	5,600	4,950	4,550
이니스프리		5,921	7,679	6,420	6,280	6,350
미샤			2,942	2,315	2,262	2,415
토니모리	1,098	1,081	1,028	746	590	630
잇츠스킨			679	441	250	220
에뛰드		2,578	3,166	2,591	2,110	1,905
아리따움	4,262	4,551	4,441	3,527	3,163	3,211
클리오		280	478	403	440	500

자료 각 사, SK증권

주 1: 2018, 2019년은 당사 추정치

주 2: 미샤, 토니모리, 잇츠스킨, 클리오는 로드샵 매출, TFS, 이니스프리, 에뛰드, 아리따움의 경우 브랜드 전체 매출

국내 및 글로벌 Peer Valuation

국내 화장품 Peer Valuation

Company	(\$mn)	(각국통화)			절대수익률			상대수익률			PER			EV/EBITDA			PBR		
		시총	종가	1W%	1M%	3M%	1W%	1M%	3M%	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
국내화장품																			
아모레퍼시픽	9,256	178,000	-2.7%	-12.7%	-5.8%	-3.6%	-15.8%	-6.7%	53.3	29.6	24.8	21.1	12.9	11.2	4.3	2.6	2.4		
아모레G	4,754	65,000	-3.0%	-7.8%	-11.8%	-3.9%	-10.9%	-12.7%	58.0	30.3	24.9	12.6	7.9	6.7	3.6	1.8	1.6		
LG생활건강	15,682	1,132,000	-1.2%	3.8%	4.1%	-2.1%	0.7%	3.2%	32.8	25.9	23.3	16.4	14.8	13.5	5.8	5.3	4.6		
한국콜마	1,342	67,700	0.4%	0.6%	5.3%	-0.5%	-2.5%	4.4%	36.6	39.9	21.4	21.7	24.2	14.6	5.7	3.8	3.3		
코스맥스	1,087	122,000	-2.8%	-5.8%	-5.8%	-3.7%	-8.9%	-6.7%	62.3	35.4	22.8	27.7	20.1	15.5	5.4	4.7	4.0		
코스메카코리아	258	27,250	-1.4%	-11.5%	-9.5%	-1.7%	-14.7%	-6.2%	34.9	18.2	14.0	20.9	14.1	10.3	3.1	2.2	2.0		
클리오	189	12,550	13.1%	-10.4%	-9.4%	12.8%	-13.6%	-6.1%	77.7	93.0	27.5	38.5	165.9	12.8	4.3	1.6	1.6		
네오팜	286	43,250	0.0%	-3.5%	-9.3%	-0.3%	-6.7%	-6.0%	28.9	22.2	16.9	20.2	14.8	11.4	7.0	5.5	4.2		
연우	240	21,800	3.1%	0.2%	-5.4%	28%	-3.0%	-21%	47.9	28.5	17.9	17.1	13.1	9.6	2.0	1.4	1.3		
잇츠한불	505	25,950	6.4%	1.4%	-14.5%	5.4%	-1.7%	-15.4%	24.5	37.6	18.8	15.2	8.5	4.1	1.8	1.1	1.1		
토니모리	207	13,200	3.9%	15.8%	29.4%	3.0%	12.7%	28.5%	-	-	80.5	327.4	61.0	30.5	2.7	2.1	2.1		
제이준코스메틱	262	11,150	0.0%	1.4%	-18.0%	-0.9%	-1.7%	-18.9%	13.8	-	-	17.2	-	-	3.1	-	-		
에스디성명공학	191	9,630	9.4%	12.6%	-9.6%	9.2%	9.4%	-6.3%	22.4	-	-	14.5	-	-	3.1	-	-		
리더스코스메틱	185	11,450	3.2%	6.0%	-16.1%	29%	2.8%	-12.8%	-	-	-	61.8	-	-	3.8	-	-		
한국화장품	168	11,800	10.3%	6.8%	-1.7%	9.4%	3.7%	-2.6%	68.9	-	-	21.6	-	-	4.7	-	-		
아우디퓨쳐스	131	14,750	-1.0%	-1.7%	16.6%	-13%	-4.9%	19.9%	-	-	-	176.6	-	-	2.2	-	-		
CTK코스메틱스	226	25,200	21.2%	24.1%	63%	20.9%	20.9%	9.6%	21.2	-	-	104	-	-	2.3	-	-		
애경산업	1,045	44,850	5.7%	-12.1%	3.9%	4.7%	-15.2%	3.0%	-	16.7	13.5	-	109	9.0	-	4.7	3.7		

자료: Bloomberg, SK 증권

글로벌 화장품 Peer Valuation

Company	(\$mn)	(각국통화)			절대수익률			상대수익률			PER			EV/EBITDA			PBR		
		시가총액	종가	1W%	1M%	3M%	1W%	1M%	3M%	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
해외화장품																			
J&J	345,439	129	0.4%	0.6%	-7.3%	-1.5%	-8.4%	-3.4%	19.1	15.0	14.0	14.4	11.9	11.6	6.2	5.2	4.8		
P&G	225,323	90	-0.8%	-0.6%	3.8%	-2.7%	-9.5%	7.7%	19.0	20.5	19.2	12.4	14.3	13.8	3.9	4.3	4.3		
COTY	5,445	7	0.8%	17.7%	-30.4%	-11.1%	8.7%	-26.5%	42.3	11.0	9.6	13.3	10.2	9.3	1.2	0.6	0.6		
ESTEE LAUDER	45,632	126	0.7%	0.0%	0.4%	-1.3%	-9.0%	4.3%	31.6	25.9	23.3	19.0	15.8	14.5	11.2	10.2	9.2		
NU SKIN	3,480	63	2.7%	9.6%	-10.7%	0.8%	0.7%	-6.7%	21.1	17.3	15.7	10.2	8.8	8.3	5.1	4.6	5.0		
UNILEVER	151,859	47	0.1%	-2.6%	-1.8%	-1.6%	-7.2%	-1.0%	21.7	20.0	18.8	13.4	14.9	14.1	9.4	10.4	10.2		
L'OREAL	126,561	199	0.9%	-1.0%	4.7%	-0.4%	-4.3%	7.1%	27.1	28.0	26.0	16.9	18.1	16.9	4.2	4.2	3.9		
HENKEL	40,829	86	-10.2%	-11.1%	-9.3%	-12.0%	-15.4%	-7.7%	19.1	14.3	14.3	12.3	9.5	9.5	3.1	2.2	2.0		
BEIERSDORF	24,770	86	-2.1%	-6.3%	-7.8%	-3.9%	-10.6%	-6.1%	33.1	25.5	23.7	14.4	13.9	13.0	4.4	3.5	3.1		
SHANGHAI JAHWA	2,744	28	3.5%	-1.2%	9.6%	3.1%	-3.8%	10.1%	63.6	35.3	28.0	55.1	25.1	21.0	4.6	3.2	2.9		
L'OCCITANE	2,606	14	-2.3%	-3.9%	-5.6%	-2.7%	-8.8%	-12.2%	22.8	20.4	18.3	9.2	9.8	9.0	2.4	2.3	2.2		
UNICHARM	18,602	3,286	-2.2%	-2.8%	5.3%	-3.1%	-7.1%	11.3%	32.6	31.4	28.3	14.3	15.5	14.4	4.4	4.5	4.1		
SHISEIDO	22,063	6,049	-0.5%	-9.5%	-12.8%	-1.4%	-13.8%	-6.8%	95.6	321	264	17.4	14.5	12.4	5.1	5.1	4.4		
KAO	33,537	7,526	0.3%	-6.8%	-3.2%	-0.6%	-11.0%	2.8%	25.5	24.5	22.8	13.5	13.2	12.4	4.7	4.3	3.9		

자료: Bloomberg, SK 증권

2. 중소형주 관심 종목: Low China Risk 3사

화장품 중소형주 관심 종목으로 씨티케이코스메틱스, 본느, 브레인콘텐츠를 제시한다. 세 종목 모두 2018년 4분기에 당장 선제적인 실적 개선이 기대되며, 중국 노출도가 매우 적다는 공통점을 가지고 있다. 더딘 인바운드 회복 속 중국 발 Macro 불확실성이 심해지고 있는 현 시점에서 중국 관련 노이즈로부터 자유로울 수 있다는 점은 세 회사들에게 오히려 긍정적이다. 또한, 이 회사들은 중국 노출도가 적음에도 불구하고 실적 전망이 밝다. 세 회사 모두 2019년 큰 폭의 매출액 및 영업이익 성장을 이어갈 것으로 예상하며, 밸류에이션 매력 또한 존재해 현 시점에서 접근하기에 부담이 없다. 종목 선호도는 주가 업사이드 여력을 고려해 브레인콘텐츠 > 본느 > 씨티케이코스메틱스 순으로 제시한다.

중소형 3사 요약

(단위: 억원)											
	2016 2017 2018E 2019E				2016 2017 2018E 2019E				18E PER	19E PER	
	Sales				OP						
	씨티케이코스메틱스	억원	1,339	1,130	1,089	1,395	267	244	50	169	
	y-y		119%	-16%	-4%	28%	114%	-8%	-79%	235%	
	비고	4Q18부터 시작되는 실적 텐어라운드									
본느	억원	165	236	298	396	22	32	48	67	714.3	14.9
	y-y	47%	43%	26%	33%	59%	49%	51%	39%		
	비고	모든 사업 부문(ODM, 브랜드)의 고성장세와 이에 따른 레버리지 효과로 매출액과 수익성의 동반 성장 국면									
브레인콘텐츠	억원	201	762	886	1,125	49	47	27	136	-	13.3
	y-y	33%	279%	16%	27%	145%	-3%	-43%	408%		
	비고	온라인 판매 화장품 브랜드 '스와니코코'의 성장으로 수익성 개선 전망되나 화장품 피어 대비 밸류에이션 매력적									

자료: SK증권 각 사

주: 2018, 2019년 실적은 당사 추정치

2019/01/24

투자의견 Not Rated

목표주가 N/A

Company Data	
자본금	51 억원
발행주식수	1,012 만주
자사주	36 만주
액면가	500 원
시가총액	2,556 억원
주요주주	
정인용	50.66%
스마일게이트인베스	16.93%
트먼트(외3)	
외국인지분률	0.00%
배당수익률	13.0%

Stock Data	
주가(19/01/23)	25,250 원
KOSDAQ	695.63 pt
52주 Beta	0.67
52주 최고가	42,150 원
52주 최저가	20,000 원
60일 평균 거래대금	3 억원

(1) 씨티케이코스메틱스(260930/KQ): 텐어라운드 기점

- 밸류에이션:** 2019년 예상 실적(지배주주순이익 128 억 추정) 기준 PER 19.1 배로 KSE 화장품 업종 평균(22.1x) 대비 크게 저평가 되어있는 상황은 아님. 아직까지 생산성 회복이 진행되고 있는 구간으로 불확실성이 존재함에 따라 이익률 전망치를 다소 보수적으로 잡았음. 향후, 생산효율화 작업, 한국 공장 생산비증 확대 등의 원가 절감으로 영업이익률이 10% 후반까지 올라간다는 가정 하에서 주가 업사이드는 3~40%까지 열려있다고 판단
- 4Q18 Preview:** 4 분기 매출액과 영업이익은 각각 358 억원(q-q +12.5%)과 42 억 원(OPM 11.7%)으로 추정. 작년 하반기 이후 60%까지 떨어졌던 오더 대비 제품 공급률은 80% 이상까지 올라온 것으로 파악되며, 기존 IT 코스메틱로의 공급 정상화와 북미향 인디 브랜드들의 신규 오더가 외형 성장을 견인한 것으로 추정. 한편, 이의 단에서는 지난 3 분기에 20 명 가량의 신규 인력채용이 있었고, 1Q19부터는 미국 풀필먼트 센터 오픈에 따른 감가상각비도 추가적으로 소요될 예정. 미국 공장 생산 비중 확대에 따라 원가율도 2017년 대비 약 5%p 증가했음. 이로 인해 향후에도 GP 마진은 25% 내외에서 유지될 전망
- 투자포인트:** 2017년 미국 FDA 승인 이슈로 생산 중단되었던 OTC 물량(매출비 중 30%)을 2Q18 부터 미국 공장에서 생산을 시작하며 2019년 본격적인 매출 및 수익성 회복이 기대됨. 1) 신규 오더 증가 및 2) 히트제품 생산 여부, 그리고 3) 이익률의 개선 속도가 향후 주가 흐름을 좌우할 전망

씨티케이코스메틱스 분기별 실적 추정											(단위: 억원)	
	Sales	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
Sales	매출액	280.9	446.1	217.5	185.4	145.5	266.5	318.4	358.4	1,129.9	1,088.7	1,395.5
	y-y %	24.7%	13.1%	-41.6%	-46.5%	-48.2%	-40.3%	46.4%	93.3%	-15.6%	-3.6%	28.2%
Full Service		231.6	403.7	185.3	138.9	119.3	226.3	280.6	307.0	959.5	933.3	1,201.1
Package		49.3	42.4	32.2	46.5	26.2	40.2	37.8	51.3	170.4	155.5	194.4
y-y %	Full Service	29.9%	31.8%	-37.7%	-46.3%	-48.5%	-43.9%	51.4%	121.0%		-2.7%	28.7%
	Package	4.8%	-51.9%	-57.1%	-47.4%	-46.8%	-5.3%	17.3%	10.5%		-8.7%	25.0%
% Sales	Full Service	82.4%	90.5%	85.2%	74.9%	82.0%	84.9%	88.1%	85.7%	84.9%	85.7%	86.1%
	Package	17.6%	9.5%	14.8%	25.1%	18.0%	15.1%	11.9%	14.3%	15.1%	14.3%	13.9%
매출원가		188.5	298.6	156.5	132.9	109.5	223.0	243.9	270.9	776.5	847.2	1,053.5
% Sales		67.1%	66.9%	72.0%	71.7%	75.3%	83.7%	76.6%	75.6%	68.7%	77.8%	75.5%
GP	매출총이익	92.5	147.5	61.0	52.5	36.0	43.5	74.5	87.5	353.4	241.5	341.9
	GPM %	32.9%	33.1%	28.0%	28.3%	24.7%	16.3%	23.4%	24.4%	31.3%	22.2%	24.5%
판관비		15.5	26.3	31.0	36.0	41.8	51.3	52.5	45.5	108.9	191.1	173.1
	% Sales	55.5%	5.9%	14.3%	19.4%	28.7%	19.2%	16.5%	12.7%	9.6%	17.5%	12.4%
OP	영업이익	76.9	121.1	29.9	16.5	-5.8	-7.7	22.0	41.9	244.4	50.4	168.9
	y-y %					-107.5%	-106.4%	-26.3%	154.7%	-	-79.4%	234.8%
	OPM %	27.4%	27.2%	13.7%	8.9%	-4.0%	-2.9%	6.9%	11.7%	-21.6%	-4.6%	12.1%

자료: 씨티케이코스메틱스, SK증권

재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산				640	1,635
현금및현금성자산				217	407
매출채권및기타채권				351	203
재고자산				44	39
비유동자산				105	217
장기금융자산				11	25
유형자산				81	180
무형자산				2	3
자산총계				745	1,852
유동부채				368	119
단기금융부채				136	
매입채무 및 기타채무				170	109
단기충당부채					
비유동부채				14	15
장기금융부채					
장기매입채무 및 기타채무					1
장기충당부채					
부채총계				382	134
지배주주지분				363	1,716
자본금				5	51
자본잉여금				29	1,192
기타자본구성요소				-4	-5
자기주식					-2
이익잉여금				333	478
비지배주주지분					2
자본총계				363	1,718
부채와자본총계				745	1,852

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동현금흐름				126	222
당기순이익(순실)				233	153
비현금성활동등				69	67
유형자산감가상각비				5	6
무형자산상각비				0	1
기타				64	60
운전자본감소(증가)				-138	88
매출채권및기타채권의 감소(증가)				-162	144
재고자산감소(증가)				-5	6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)				33	-59
기타				-329	286
법인세납부				-38	-89
투자활동현금흐름				-67	-1,090
금융자산감소(증가)				-9	-977
유형자산감소(증가)				-40	-108
무형자산감소(증가)				-2	-2
기타				16	2
재무활동현금흐름				130	1,060
단기금융부채증가(감소)					
장기금융부채증가(감소)				102	-16
자본의증가(감소)				28	1,088
배당금의 지급					12
기타					2
현금의 증가(감소)				194	191
기초현금				23	217
기말현금				217	407
FCF				-43	132

자료 : 씨티케이코스메틱스 SK증권

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액					1,339
매출원가					955
매출총이익					384
매출총이익률 (%)					28.7
판매비와관리비					117
영업이익					267
영업이익률 (%)					20.0
비영업순익					32
순금융비용					0
외환관련손익					19
관계기업투자등 관련손익					
세전계속사업이익					299
세전계속사업이익률 (%)					22.4
계속사업법인세					66
계속사업이익					233
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익					233
순이익률 (%)					17.4
지배주주					233
지배주주계속 순이익률(%)					17.42
비지배주주					0
총포괄이익					233
지배주주					233
비지배주주					0
EBITDA					272
EBITDA					251

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
성장성 (%)					
매출액					-15.6
영업이익					-8.5
세전계속사업이익					-36.8
EBITDA					-7.9
EPS(계속사업)					-42.9
수익성 (%)					
ROE					14.7
ROA					11.8
EBITDA마진					20.4
안정성 (%)					
유동비율					173.8
부채비율					105.2
순차입금/자기자본					-29.5
EBITDA/이자비용(배)					316.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)					3,327
BPS					4,979
CFPS					3,404
주당 현금배당금					320
Valuation지표 (배)					
PER(최고)					24.2
PER(최저)					19.5
PBR(최고)					2.7
PBR(최저)					2.2
PCR					19.8
EV/EBITDA(최고)					-0.3
EV/EBITDA(최저)					13.1
					0.3
					9.5

2019/01/24

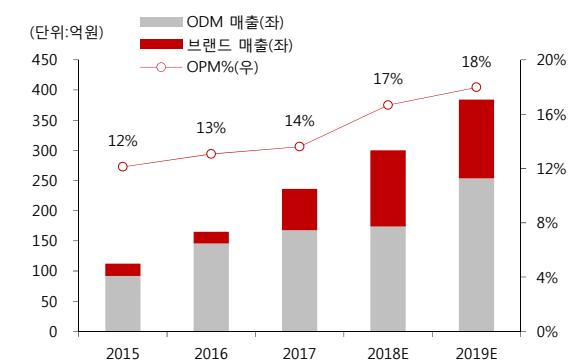
투자의견 Not Rated

목표주가 N/A

(2) 본느 (226340/KQ): 탑라인과 수익성의 동반 확대

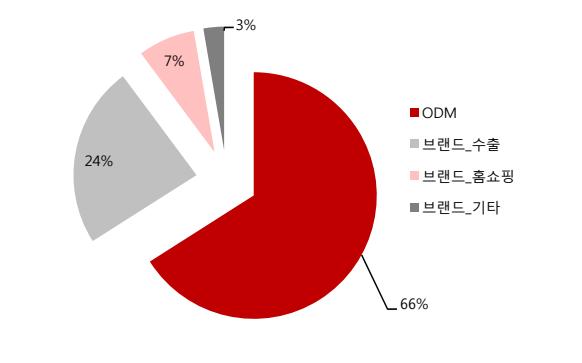
- 밸류에이션:** 2019년 예상 실적 기준 PER 14.9 배로 중소형 화장품 업종 평균 (19.2x) 대비 29%, KSE 화장품 업종 평균(22.1x) 대비 49%로 피어 대비 저평가 되어있는 상황. 현재 시가총액은 730 억원으로, 3분기 말 기준 보유 현금은 약 100 억원 수준
- 4Q18 Preview:** 4분기 매출액과 영업이익은 각각 150 억원과 40 억원으로 추정. 2018년 3분기 누적 기준 매출액과 영업이익이 각각 150 억원과 10 억원이었던 점을 감안하면, q-q 성장세가 매우 가파른 모습. 다만, 4분기가 통상 화장품 산업의 성수기 시즌이고, 3분기 공급예정이었던 일부 신규 오더들이 4분기에 집중되어 매출이 인식될 것이라는 점을 감안해야 함. 또한 3분기에 15 명의 신규 인력 채용과 상장 관련 일회성 비용, 그리고 추가적인 광고비 집행으로 소폭의 적자를 기록했던 터라 q-q 이익 성장률이 더욱 두드러지고 있는 상황. 2018년 연간 매출액은 298 억원, 영업이익은 49 억원 수준이 될 것으로 추정하는데, 합병에 따른 자산가치평가손실이 4분기에 30 억 가량 발생할 것으로 보여 순이익 단에서는 1 억원 가량의 BEP 수준의 흑자가 예상됨
- 투자포인트:** 1) 고마진 브랜드 매출 비중의 확대와 핵심, 펜타뷰티, 칸도 등 기존 ODM 고객사들의 신규 수주에 따른 이익 레버리지 효과로 2018~19년 큰 폭의 이익률 개선이 기대됨. 2019E 브랜드 매출 비중은 35%로 비중 자체는 2018E 42% 대비 축소될 것으로 보이나, 이는 큰 폭의 ODM 신규 수주에 따라 비중이 감소한 것으로 절대적인 브랜드 매출액 자체는 여전히 10% 이상 성장할 전망. 2) ODM 신규 수주가 계속해서 늘어나고 있다는 점이 긍정적. 통상 신규 오더 수주를 받는 경우, 해당 제품에 대한 고객사의 생산 오더가 약 3년간은 지속되는 모습을 보였음. 결국, 향후 2~3년간의 캐쉬카우를 성공적으로 확보해나가고 있는 상황. ODM 매출 내 신규 오더의 비중은 2016년 20%에서 2017년 30%, 2018년 40%까지 올라온 만큼 향후 안정적인 ODM 매출 성장이 기대됨

본느 부문별 매출액 및 전사 영업이익률 추이



자료 : 본느, SK증권

본느 유통 채널별 매출 비중



자료 : 본느, SK증권

본느 년도별 실적 추정							(단위: 억원)
	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	
매출액	59.0	112.2	165.4	236.3	297.8	396.1	
y-y %	-	90.2%	47.4%	42.9%	26.0%	33.0%	
ODM	-	92.0	145.5	167.8	172.7	257.4	
브랜드	-	20.2	19.8	68.5	125.1	138.6	
ODM y-y%	-	-	58.2%	15.3%	2.9%	49.1%	
브랜드 y-y%	-	-	-1.7%	245.4%	82.5%	10.8%	
ODM % sales	-	82.0%	88.0%	71.0%	58.0%	65.0%	
브랜드 % sales	-	18.0%	12.0%	29.0%	42.0%	35.0%	
영업이익	4.5	13.6	21.6	32.1	48.5	67.3	
y-y %	-	202.0%	58.9%	48.9%	50.9%	38.8%	
OPM%	7.6%	12.1%	13.1%	13.6%	16.3%	17.0%	
ODM	-	10.6	18.6	21.0	22.1	34.8	
브랜드	-	3.0	3.0	11.1	26.4	32.6	
ODM margin %	-	11.5%	12.8%	12.5%	12.8%	13.5%	
브랜드 margin %	-	15.0%	15.0%	16.2%	21.1%	23.5%	
세전이익	3.4	20.2	15.2	33.9	1.0	57.2	
지배주주순이익	2.7	18.2	9.8	28.4	1.0	48.0	
NPM %	4.6%	16.2%	5.9%	12.0%	0.3%	12.1%	
현금성자산	1.7	29.9	16.8	49.7	-	-	
총차입금	5.5	7.7	6.5	5.4	-	-	
순부채	3.7	(22.3)	(10.2)	(44.3)	-	-	
총 배당금	0.0	0.0	0.0	0.8	0.0	1.4	
배당성향	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%	

자료 SK 증권 본느

본느 사업부별 주요 제품

BRAND



티치인솔 노 포아블루 립프라이미

- 티치인솔 브랜드 판매 1위 제품
- 미국 아마존 브랜드 부문 전체 랭크 9~11위
- 일본 드럭스토어 2000여개 매장 입점
- 미국 SEPHORA 온·오프라인 4000개 매장 입점
- 2017 연간 판매량 50만개 돌파



티치인솔 메탈리스트 립스틱 & 세도우 듀오

- 미국 SEPHORA, ULTA, Urban, Forever21 입점
- 일본 드럭스토어, 이인즈 입점
- 국내 롯데 홉스팅 2회 완판
- 인기 종가로 5종 → 39종으로 색상 추가 확장
- 2017 티치인솔 하이로 제품 라인 등극



MDS 후레쉬 비타 미스트 세레비레

- 원진 셀베라 브랜드 플라보 제품
- 2017.04 GS홈쇼핑 런칭
- 2017.09 NS홈쇼핑 런칭



TIS 메탈리스트 리퀴드 포일 립스틱 듀오(스페셜에디션)

- 메탈릭(파인) 메이크업
- 2017.12 롯데홈쇼핑 런칭(연속 2회 매진)
- 2017.12 NS홈쇼핑 런칭



TIS 메탈리스트 리퀴드 포일 립스틱 듀오(로맨틱에디션)

- 미국 SEPHORA, ULTA, Urban, Forever21 입점
- 일본 드럭스토어, 이인즈 입점
- 국내 롯데 홉스팅 2회 완판
- 인기 종가로 5종 → 39종으로 색상 추가 확장
- 2017 티치인솔 하이로 제품 라인 등극

ODM



왓슨 퓨어뷰티 멀티 퍼션 비비크림

- ODM 판매 1위 제품
- 홍콩, 말레이시아 등 아시아 전 지역과 터키에서 큰 각광



픽시 PIXI 글로우 미스트

- 아름간 오일 함유, 유수분 밸런스용 미스트



SEPHORA 세팅 스프레이

- 화장 물증방지용 SEPHORA STEADY SELLER

자료: 본느 SK 증권

재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	16	19	72	87	111
현금및현금성자산	0	2	30	21	40
매출채권및기타채권	10	10	17	31	30
재고자산	5	7	13	18	15
비유동자산	4	1	9	6	11
장기금융자산	2	0	0	0	1
유형자산	1	0	1	1	1
무형자산	0	0	0	0	0
자산총계	20	21	81	93	122
유동부채	15	12	26	30	33
단기금융부채	7	2	8	6	9
매입채무 및 기타채무	7	7	12	15	14
단기충당부채					0
비유동부채	5	5	3	2	3
장기금융부채	5	3			
장기매입채무 및 기타채무					
장기충당부채					
부채총계	20	17	29	31	35
지배주주지분	-1	3	52	62	86
자본금	1	4	5	16	16
자본잉여금			29	18	28
기타자본구성요소	0	0			-9
자기주식					
이익잉여금	-1	-1	17	28	51
비지배주주지분					
자본총계	-1	3	52	62	86
부채와자본총계	20	21	81	93	122

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동현금흐름	-4	3	7	0	26
당기순이익(순실)	1	3	18	10	22
비현금성활동등	0	2	-3	9	12
유형자산감가상각비	1	0	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	0	2	-4	8	11
운전자본감소(증가)	-5	-2	-8	-19	0
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4	-2	-8	-17	-2
재고자산감소(증가)	0	-2	-7	-6	3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	0	6	3	-1
기타	-9	-3	-15	-34	-3
법인세납부					-8
투자활동현금흐름	-3	1	-12	-6	-4
금융자산증가(증가)	-2	2	-10	-6	-2
유형자산증가(증가)	0	0	-1	0	0
무형자산증가(증가)	0	0	0	0	0
기타	0	0	1	0	2
재무활동현금흐름	6	-3	33	-3	3
단기금융부채증가(감소)	0	-1	5	-3	4
장기금융부채증가(감소)	5	-2	-3	0	0
자본의증가(감소)			30		
배당금의 지급					1
기타	1		0		
현금의 증가(감소)	-1	2	28	-9	24
기초현금	1	0	2	30	16
기말현금	0	2	30	21	40
FCF	-8	4	4	3	N/A(IFRS)

자료 : 본느 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	52	59	112	150	202
매출원가	40	41	75	100	137
매출총이익	12	18	37	50	65
매출총이익률 (%)	23.1	30.0	32.9	33.3	32.1
판매비와관리비	11	13	23	26	33
영업이익	1	5	14	24	32
영업이익률 (%)	11	7.6	12.1	16.0	15.9
비영업손익	0	-1	7	-7	-4
순금융비용	0	0	0	0	0
외환관련손익	0	0	0	1	-5
관계기업투자등 관련손익			7	-7	
세전계속사업이익	1	3	20	17	28
세전계속사업이익률 (%)	1.1	5.8	18.0	11.1	13.8
계속사업법인세		1	2	6	6
계속사업이익	1	3	18	10	22
중단사업이익					
*법인세효과		1	3	10	22
당기순이익	1	3	18	10	22
순이익률 (%)	1.1	4.6	16.2	7.0	10.9
지배주주	1	3	18	10	22
지배주주기속 순이익률(%)	1.09	4.64	16.19	6.97	10.94
비지배주주					
총포괄이익	1	3	18	10	21
지배주주	1	3	18	10	21
비지배주주					
EBITDA	1	5	14	25	33

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
성장성 (%)					
매출액		14.4	90.2	34.0 N/A(IFRS)	
영업이익		697.3	202.1	76.7 N/A(IFRS)	
세전계속사업이익		504.0	495.9	-17.8 N/A(IFRS)	
EBITDA		845.0	164.9	73.5 N/A(IFRS)	
EPS(계속사업)		-23.4	396.5	-42.4 N/A(IFRS)	
수익성 (%)					
ROE			66.0	18.4 N/A(IFRS)	
ROA			13.6	35.9	12.0 N/A(IFRS)
EBITDA마진	1.1	9.0	12.6	16.3	16.1
안정성 (%)					
유동비율	104.9	152.4	272.7	295.4	336.3
부채비율		56.6	50.6	41.0	
순자본금/자기자본		-61.5	-50.2	-62.5	
EBITDA/이자비용(배)	2.9	27.7	81.8	138.1	24.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	21	16	79	46	84
BPS	-21	15	225	263	297
CFPS	21	21	82	48	85
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)			29.7	50.9	28.3
PER(최저)			28.9	49.3	26.8
PBR(최고)			10.5	8.8	8.0
PBR(최저)			10.2	8.6	7.5
PCR			28.2	48.1	27.2
EV/EBITDA(최고)	203	0.9	7.3	4.1	2.5
EV/EBITDA(최저)	203	0.9	7.1	4.0	2.3

2019/01/24

투자의견 Not Rated

목표주가 N/A

Company Data

자본금	792 억원
발행주식수	15,842 만주
자사주	3 만주
액면가	500 원
시가총액	1,418 억원
주요주주	
문양근(외4)	31.87%
ODM	
외국인지분률	3.10%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(19/01/23)	894 원
KOSDAQ	695.63 pt
52주 Beta	0.90
52주 최고가	1,350 원
52주 최저가	741 원
60일 평균 거래대금	7 억원

오버행 관계: 2018년 스와니코코 인수
자금 마련 목적으로 소프트뱅크와
키움증권에 각각 140억원씩 280억원
규모 CB 발행해 투자 받은 바 있음

(3) 브레인콘텐츠(066980/KQ): 부진의 끝자락

- 밸류에이션:** 2019년 예상 실적 기준 PER 13.3 배로 중소형 화장품 업종 평균 대비 44% 디스카운트 되어있음. 동사에게는 화장품 사업부 외에도 여러 사업부들이 존재. 다만, 2019년 화장품 사업부의 이익 기여도가 69% 이상일 것으로 전망됨에 따라 PER 밸류에이션에 있어 지배주주순이익 69%에 대해서는 화장품 업종 밸류에이션 멀티플을 부여해도 무리가 없다는 판단. 현재 시가총액은 1,418 억 수준이며, 현금 자산 약 370 억원과 글로벌텍스프리(이하 GTF) 지분율 33.2%(GTF 시가총액 1,288 억원)를 보유 중. 2019년 GTF를 제외한 예상 영업이익이 109 억 원임을 감안 시, 현재 주가는 저평가 구간
- 4Q18 Preview:** 4 분기 연결기준 매출액과 영업이익은 283 억원(y-y+ 42.7%)과 37 억원(y-y +86.0%)으로 추정. 지난 3 분기부터 연결 편입된 화장품 자회사 '스와니코코'(지분 70%)의 실적 인식으로 y-y 성장률이 높아진 모습. 스와니코코의 4Q18 예상 매출액과 영업이익은 각각 71 억원과 13 억원으로 영업이익률 18%를 달성할 것으로 전망. 다만, 4 분기 스와니코코의 본사 이전 및 점포 리뉴얼 관련 일회성 비용이 발생할 것으로 예상, 이를 제외한 영업이익은 23 억원으로 30% 수준의 OPM을 시현했을 것으로 추정. 2018년 상반기 브레인콘텐츠 별도 법인의 수익성은 인수관련 일회성 비용반영으로 적자를 기록했으나, 4 분기에는 특별한 비용 이슈 없이 영업이익률 11%를 기록하며 무난한 실적을 시현할 것으로 예상
- 투자포인트:** 1) 화장품 자회사 스와니코코의 연결 편입과 동시에 분기당 매출이 q-q로 늘어나고 있는 국면. 일부 자회사의 사업 특성상 적자가 상반기에 몰려있고, 하반기에 20~30%의 고마진 화장품 사업부 실적이 더해지며 4 분기 이익 및 이익률 성장이 가파를 것으로 전망. 2) 연결 자회사 GTF의 2019년 실적 성장도 기대됨. 2019년 케이티스 인수와 더불어 본격적인 인바운드 회복과 함께 매출액은 y-y +27.5% 증가하고 영업이익률도 y-y +3.2%pp 가량 개선될 것으로 전망

브레인콘텐츠 관계회사 현황

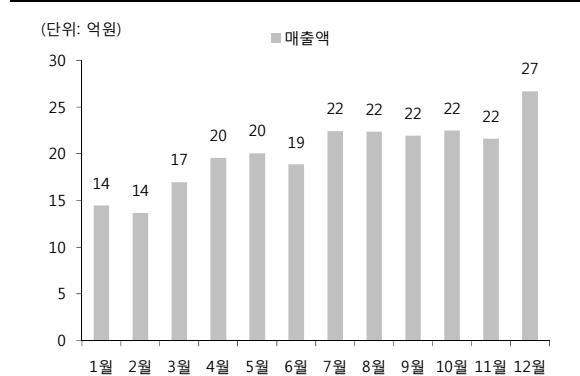
자료 : 브레인콘텐츠, SK증권

브레인콘텐츠 분기별 실적 추정											(단위: 억원)	
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E	
Sales	매출액	206.4	173.0	184.1	198.5	168.1	181.3	253.2	283.2	762.0	885.9	1,125.4
y-y%		351.4%	257.2%	250.7%	125.2%	-18.6%	4.8%	37.5%	42.7%	279.5%	16.3%	27.0%
	브레인콘텐츠(68.5	61.5	56.1	52.7	52.8	47.1	48.6	45.9	238.7	194.5	200.3
	GTF	96.8	74.3	73.5	85.0	86.4	107.4	104.3	102.5	329.6	400.5	500.7
	스와니코코	49.6	45.5	42.1	42.9	45.1	58.5	66.7	71.0	180.1	137.7	316.7
	넷크루즈	9.9	14.7	16.9	40.1	14.4	7.2	7.2	41.3	81.5	70.0	66.5
	핑거스토리	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	7.8	11.0	13.0	0.0	31.8	41.3
	기타(하이셀 등)	31.3	22.6	37.7	19.3	14.7	10.9	16.33	9.7	110.9	51.6	0.0
y-y %	브레인콘텐츠					-22.8%	-23.3%	-13.3%	-13.0%		-18.5%	3.0%
	GTF					-10.7%	44.5%	41.9%	20.5%		21.5%	25.0%
	스와니코코					-9.2%	28.4%	58.6%	65.5%		-23.5%	130.0%
	넷크루즈					44.7%	-50.9%	-57.7%	3.0%		-14.2%	-5.0%
	핑거스토리					-52.9%	-51.7%	-56.6%	-50.0%		-53.4%	30.0%
	기타(하이셀 등)										-100.0%	
OP	영업이익	8.6	7.1	12.0	19.6	-18.8	-9.2	18.3	36.5	47.3	26.8	136.2
y-y%						-319.2%	-229.8%	52.1%	86.0%		-43.4%	408.3%
OPM%		4.2%	4.1%	6.5%	9.9%	-11.2%	-5.1%	7.2%	12.9%	6.2%	3.0%	12.1%
	브레인콘텐츠	12.5	12.6	7.7	24	-2.7	0.9	73	5.1	35.3	10.6	19.0
	GTF	8.8	0.5	-1.6	0.3	0.7	5.4	-0.2	3.1	8.1	8.9	27.5
	스와니코코	6.5	6.3	6.0	1.0	12.6	15.9	25.7	12.8	19.7	38.5	93.4
	넷크루즈	-10.9	-3.5	0.0	18.8	-9.3	-4.9	-7.0	18.6	4.5	-2.6	0.3
	핑거스토리	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-2.3	-1.7	-2.7	0.0	-6.8	-4.1
	기타(하이셀 등)	0.9	0.4	8.5	-0.6	-7.4	-8.2	-5.9	-0.3	-12.3	-21.8	0.0
OPM %	브레인콘텐츠	18.3%	20.5%	13.8%	4.6%	-51%	1.8%	14.9%	11.1%	14.8%	5.4%	9.5%
	GTF	9.1%	0.7%	-2.2%	0.4%	0.8%	5.0%	-0.2%	3.0%	2.5%	2.2%	5.5%
	스와니코코	13.2%	13.8%	14.2%	2.3%	27.9%	27.2%	38.6%	18.0%	10.9%	28.0%	29.5%
	넷크루즈	-109.9%	-23.6%	0.3%	46.9%	-64.7%	-68.6%	-97.8%	45.0%	5.5%	-3.8%	0.5%
	핑거스토리						-1.3%	-21.1%	-21.0%		-21.4%	-10.0%
	기타(하이셀 등)	2.9%	1.6%	22.7%	-2.9%	-50.3%	-75.1%	-36.1%	-2.9%	-11.1%	-42.2%	0.0%

자료: 브레인콘텐츠, SK 증권

주: 2018년 4분기 적자 사업부 하이셀이나 매각으로 2019년부터는 매출액 및 영업이익이 발생하지 않을 예정이나, 매각 시점과 감사 결과에 따라 2018년에도 하이셀이나의 매출액 및 영업이익이 잡히지 않을 가능성도 존재(이럴 경우, 영업권 자산 평가 손실로 영업외 비용으로 인식 예정).

스와니코코 회장품 2018년 월별 매출액 추이



자료 : 브레인콘텐츠, SK 증권

주: 4분기 수치는 결산 전 예상치

브레인콘텐츠 연결 매출액과 영업이익 추이



자료 : 브레인콘텐츠, SK 증권

주: 4Q18 실적은 추정치

재무상태표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산	373	296	400	918	845
현금및현금성자산	141	146	97	638	629
매출채권및기타채권	117	112	138	200	191
재고자산	41	17	1	1	1
비유동자산	316	377	348	1,090	1,073
장기금융자산	16	6	31	77	
유형자산	221	263	241	201	186
무형자산	71	84	84	820	746
자산총계	689	674	748	2,008	1,918
유동부채	121	217	145	515	316
단기금융부채	53	112	75	259	126
매입채무 및 기타채무	62	88	58	90	81
단기충당부채	0	1	0	0	0
비유동부채	174	15	78	96	85
장기금융부채	163	0	68	53	14
부채총계	296	232	223	611	401
지배주주지분	393	406	453	1,043	1,076
자본금	194	351	414	752	758
자본잉여금	808	947	1,036	351	401
기타자본구성요소	-30	-26	-23	-100	-88
자기주식	-1	-1	-1	-117	-117
이익잉여금	-603	-868	-954	40	7
비지배주주지분	35	72	354	442	
자본총계	393	442	525	1,397	1,518
부채와자본총계	689	674	748	2,008	1,918

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동현금흐름	-46	-55	-78	87	-31
당기순이익(순실)	26	-256	-84	16	-53
비현금성활동등	6	163	72	49	106
유형자산감가상각비	12	15	20	1	17
무형자산상각비	1	2	3	0	20
기타	-7	146	49	48	69
운전자본감소(증가)	-71	47	-52	20	-56
매출채권및기타채권의 감소(증가)	23	53	-49	-15	-17
재고자산감소(증가)	-13	0	6	0	
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-69	-8	-5	12	3
기타	35	108	-102	-7	-76
법인세납부	-3	-2	-14		-35
투자활동현금흐름	-145	-28	-186	-30	53
금융자산감소(증가)	4	57	-125	-2	116
유형자산감소(증가)	-44	-46	-11	-1	-3
무형자산감소(증가)	0	4	-3		-13
기타	43	10	9	0	26
재무활동현금흐름	333	149	215	1	-30
단기금융부채증가(감소)	-38	30	-95		
장기금융부채증가(감소)	220	-103	127	1	-13
자본의증가(감소)	151	222	131		
배당금의 지급					
기타	0	51		104	
현금의 증가(감소)	132	5	-49	627	-9
기초현금	9	141	146	11	638
기말현금	141	146	97	638	629
FCF	-147	-144	-89	-987	115

자료 : 브레인콘텐츠, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	590	507	528	235	762
매출원가	510	486	290		
매출총이익	80	22	238	235	762
매출총이익률 (%)	13.6	43	45.0	100.0	100.0
판매비와관리비	66	159	293	186	715
영업이익	15	-137	-55	49	47
영업이익률 (%)	2.5	-27.1	-10.4	20.8	62
비영업손익	15	-113	-24	-39	-84
순금융비용	21	21	8	0	1
외환관련손익	2	3	1		-9
관계기업투자등 관련손익	-5	-1	-5	-39	-1
세전계속사업이익	29	-250	-79	10	-37
세전계속사업이익률 (%)	5.0	-49.3	-14.9	4.3	-4.8
계속사업법인세	3	6	5	-6	17
계속사업이익	26	-256	-84	16	-53
중단사업이익					
*법인세효과					
당기순이익	26	-256	-84	16	-53
순이익률 (%)	4.5	-50.4	-15.9	6.9	-7.0
지배주주	26	-267	-91	10	-28
지배주주기속 순이익률(%)	4.48	-52.54	-17.3	4.26	-3.62
비지배주주		11	7	6	-26
총포괄이익	40	-253	-76	6	-56
지배주주	40	-263	-83	0	-31
비지배주주		11	7	6	-25
EBITDA	28	-120	-32	50	84

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
성장성 (%)					
매출액	373	-140	41	55.7	224.6
영업이익		흑전	적전	적지	-3.1
세전계속사업이익		흑전	적전	적지	-45.1
EBITDA		흑전	적전	적지	139.4
EPS(계속사업)		흑전	적전	적지	-59.1
수익성 (%)					
ROE	9.4	-66.7	-21.3	1.8	-2.6
ROA	4.9	-37.6	-11.8	1.5	-2.7
EBITDA마진	4.7	-23.7	-6.0	21.2	111
안정성 (%)					
유동비율	307.3	136.8	275.6	178.3	267.7
부채비율	75.3	52.6	42.5	43.7	26.4
순차입금/자기자본	3.5	-10.5	-20.1	-27.8	-32.6
EBITDA/이자비용(배)	1.2	-5.2	-3.0	158.6	8.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	75	-552	-119	11	-18
BPS	909	580	549	772	787
CFPS	112	-517	-89	13	6
주당 현금배당금					
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	39.6	N/A	N/A	149.6	N/A
PER(최저)	15.9	N/A	N/A	97.4	N/A
PBR(최고)	3.3	3.2	4.3	2.2	1.8
PBR(최저)	1.3	1.5	1.9	1.4	1.1
PCR	11.0	-2.0	-15.3	106.6	147.6
EV/EBITDA(최고)	40.5	-9.4	-53.1	30.1	23.3
EV/EBITDA(최저)	21.1	-3.8	-22.4	18.0	14.0

3. 종목별 Snapshot

2019/01/24

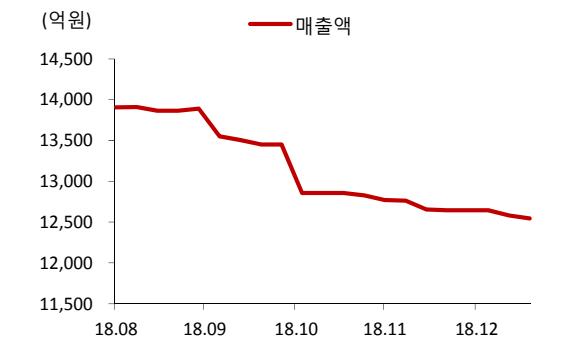
투자의견 매수 (유지)

목표주가 200,000 원 (유지)

(1) 아모레퍼시픽 (090430/KS): 매스(Mass)와 내수 부진의 지속

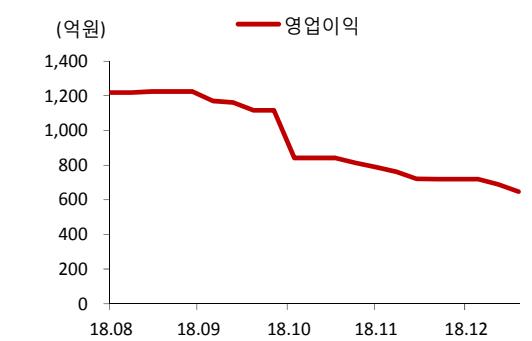
- 4분기 매출액과 영업이익은 각각 1조 2,731 억원(y-y +11.7%)과 589 억원(y-y -23.4%)으로 영업이익 컨센서스 665 억원을 하회할 것으로 추정
- 국내 화장품의 경우, 백화점, 방판, 전문점, 할인점 모두 역신장하며 순수 국내 채널 매출액은 y-y -11.4% 감소할 것으로 예상하나, 면세점 채널이 전년도 낮은 기저와 구매제한 완화 효과의 온기 반영으로 y-y +60.0% 가량 증가하며 전체 국내 화장품 매출액 성장(y-y +17.5%)을 확인할 것으로 추정. 순수 내수 채널의 부진으로 이번 분기에 처음으로 전체 국내 화장품에서 면세점 채널이 차지하는 비중이 50%를 넘어설 것으로 전망
- 중국은 11월 광군제 판매 호조로 매출액은 y-y +4~7% 증가할 것으로 예상. 이니스프리는 지난 3분기 보다는 소폭 나이진 흐름을 보였으나, 중국 1~2선 도시 중심으로 신규 고객 유입에 있어 여전히 어려움을 겪고 있는 것으로 파악. 중국 현지는 설화수가 지속적으로 y-y +15% 이상 성장을 이어가며 전체 성장을 견인 할 전망
- 미국은 세포라에 입점한 라네즈와 로드샵 출점을 지속하고 있는 이니스프리가 호조를 보이며 매출액이 y-y +30% 이상 성장한 것으로 추정
- 1) 중국 현지 매출은 지속적으로 성장하고 있으나, 그 성장률이 눈에 띄게 둔화되었고, 2) 전반적인 국내 내수 채널의 업황 부진은 장기화될 것으로 예상. 3) 면세점 채널은 회복 국면에 있으나, 성수기임에도 불구하고 q-q 성장세는 제한적. 전 채널에서 단기적인 성장 동력이 부재한 상황. 다만 2019년 2분기 중국 내 이니스프리 브랜드 리뉴얼과 3분기 설화수 자음생 라인 런칭이 예정되어 있어 그 성과에 대한 기대감은 여전히 존재. 투자의견 Buy 와 목표주가 20만원 유지

아모레퍼시픽 4Q18 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 4Q18 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 분기별 실적 추정

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,273.1	1,525.6	1,469.5	1,318.8	1,356.8	5,123.9	5,326.8	5,670.8
% y-y	-8.8%	11.5%	5.7%	11.7%	6.6%	9.4%	3.2%	6.6%	-9.2%	4.0%	6.5%
Cosmetics	780.7	760.8	697.1	652.6	835.5	832.4	714.1	692.7	2,830.2	2,891.2	3,074.6
% y-y	-17.1%	9.5%	9.1%	17.5%	7.0%	9.4%	2.4%	6.1%	-17.9%	2.2%	6.3%
MC&S	160.2	116.9	142.7	89.1	159.0	124.4	136.0	87.4	517.2	508.9	506.7
% y-y	-18%	54%	-5.7%	-3.0%	-0.8%	64%	-4.7%	-2.0%	-6.3%	-1.6%	-0.4%
Asia	478.0	456.2	422.3	513.5	515.2	498.9	446.9	552.9	1,731.9	1,870.0	2,014.0
% y-y	6.5%	16.4%	3.9%	5.9%	7.8%	9.4%	5.8%	7.7%	9.9%	8.0%	7.7%
Europe	7.6	6.3	6.4	6.2	7.4	6.9	6.8	6.8	35.7	26.5	27.9
% y-y	-53.7%	16.7%	-11.1%	-7.0%	-3.0%	10.0%	7.0%	9.0%	-47.6%	-25.7%	5.3%
USA	153	14.2	18.6	21.9	19.5	17.4	24.7	28.9	52.9	70.0	90.5
% y-y	30.8%	25.7%	35.8%	35.0%	27.8%	22.7%	32.8%	32.0%	-0.8%	32.3%	29.4%
* Duty Free Shop	320.2	304.8	332.0	338.6	400.3	365.8	361.9	386.0	1,103.4	1,295.6	1,513.8
% y-y	-23.6%	29.3%	40.1%	60.0%	25.0%	20.0%	9.0%	14.0%	-26.4%	17.4%	16.8%

영업이익	235.9	145.8	76.5	58.9	246.0	163.5	93.6	95.1	596.4	517.1	598.1
% y-y	-25.5%	43.5%	-24.3%	-23.4%	4.3%	12.1%	22.3%	61.5%	-29.7%	-13.3%	15.7%
% Margin	16.5%	10.9%	6.0%	4.6%	16.1%	11.1%	7.1%	7.0%	11.6%	9.7%	10.5%
Cosmetics	140.5	94.4	46.2	35.9	137.8	107.4	60.2	50.6	403.2	317.0	356.0
% y-y	-34.5%	11.6%	-17.9%	-24.9%	-1.9%	13.8%	30.3%	40.9%	-40.2%	-21.4%	12.3%
% Margin	18.0%	12.4%	6.6%	5.5%	16.5%	12.9%	8.4%	7.3%	14.2%	11.0%	11.6%
MC&S	16.9	(1.8)	2.9	(15.2)	16.9	(1.8)	2.9	(10.5)	14.5	2.8	7.6
% y-y	-13.3%	적지	-72.6%	적지	0.2%	적지	0.0%	적지	417.9%	-80.4%	165.4%
% Margin	10.5%	-1.5%	2.0%	-17.0%	10.6%	-14%	2.1%	-12.0%	2.8%	0.6%	1.5%
Asia	85.0	53.6	30.1	51.2	96.1	62.7	35.3	59.6	217.7	219.9	253.7
% y-y	-3.0%	66.5%	-42.0%	11.3%	13.0%	17.0%	17.4%	16.4%	4.0%	1.0%	15.4%
% Margin	17.8%	11.7%	7.1%	10.0%	18.6%	12.6%	7.9%	10.8%	12.6%	11.8%	12.6%
Europe	(1.9)	(3.5)	(3.3)	(4.1)	0.2	0.2	(0.1)	(0.1)	(17.2)	(12.8)	0.3
USA	(1.6)	(4.7)	(0.6)	(3.0)	1.0	0.9	1.2	1.4	(6.3)	(9.9)	4.5

자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,116	1,677	2,361	2,696	3,090
현금및현금성자산	624	604	1,242	1,523	1,849
매출채권및기타채권	340	369	384	408	439
재고자산	410	375	390	415	446
비유동자산	3,065	3,698	3,331	3,447	3,553
장기금융자산	54	85	74	74	74
유형자산	2,359	2,613	2,240	2,303	2,353
무형자산	228	240	258	300	343
자산총계	5,182	5,376	5,692	6,143	6,643
유동부채	1,171	1,046	1,054	1,118	1,199
단기금융부채	145	87	59	59	59
매입채무 및 기타채무	481	344	358	381	410
단기충당부채	20	15	13	14	15
비유동부채	114	154	166	176	167
장기금융부채	3	43	45	45	45
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	4	5	5	5	6
부채총계	1,285	1,200	1,219	1,294	1,365
지배주주지분	3,879	4,154	4,448	4,820	5,245
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	3,755	4,117	4,531
비지배주주지분	18	22	25	29	32
자본총계	3,897	4,175	4,473	4,849	5,278
부채와자본총계	5,182	5,376	5,692	6,143	6,643

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	664	503	1,342	782	833
당기순이익(순실)	646	398	374	442	507
비현금성활동등	409	451	733	493	503
유형자산감가상각비	181	224	425	337	350
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	21	47	279	-1	-1
운전자본감소(증가)	-163	-93	363	1	1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-11	-37	19	-25	-31
재고자산감소(증가)	-86	35	-6	-25	-32
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	-32	80	23	29
기타	-73	-60	270	28	34
법인세납부	-227	-253	-128	-154	-177
투자활동현금흐름	-593	-387	-584	-421	-417
금융자산감소(증가)	-215	396	-10	0	0
유형자산감소(증가)	-494	-767	-350	-400	-400
무형자산감소(증가)	-40	42	-42	-42	-42
기타	156	27	-181	21	25
재무활동현금흐름	-137	-115	-121	-79	-91
단기금융부채증가(감소)	-5	-49	-28	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	45	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-95	-109	-88	-77	-89
기타	-38	-3	-4	-2	-2
현금의 증가(감소)	-63	-20	638	281	325
기초현금	687	624	604	1,242	1,523
기말현금	624	604	1,242	1,523	1,849
FCF	423	-222	422	339	397

자료 : 아모레퍼시픽 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,645	5,124	5,327	5,671	6,102
매출원가	1,425	1,380	1,429	1,516	1,625
매출총이익	4,221	3,744	3,898	4,155	4,477
매출총이익률 (%)	74.8	73.1	73.2	73.3	73.4
판매비와관리비	3,373	3,148	3,380	3,557	3,818
영업이익	848	596	517	598	659
영업이익률 (%)	15.0	11.6	9.7	10.6	10.8
비영업순이익	8	-29	-12	-1	24
순금융비용	-13	-11	-8	-18	-23
외환관련손익	-3	-21	-21	-21	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	857	567	505	597	684
세전계속사업이익률 (%)	15.2	11.1	9.5	10.5	11.2
계속사업법인세	211	169	131	154	177
계속사업이익	646	398	374	442	507
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	646	398	374	442	507
순이익률 (%)	11.4	7.8	7.0	7.8	8.3
지배주주	639	394	370	439	503
지배주주기속 순이익률(%)	11.32	7.69	6.95	7.73	8.24
비지배주주	6	4	4	4	4
총포괄이익	632	386	385	453	517
지배주주	626	384	381	449	514
비지배주주	7	2	4	4	4
EBITDA	1,029	820	942	935	1,009

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	18.4	-9.2	4.0	6.5	7.6
영업이익	9.7	-29.7	-13.3	15.7	10.2
세전계속사업이익	10.1	-33.8	-11.0	18.2	14.6
EBITDA	11.9	-20.3	14.9	-0.7	8.0
EPS(계속사업)	10.7	-38.4	-6.0	18.4	14.7
수익성 (%)					
ROE	17.7	9.8	8.6	9.5	10.0
ROA	13.4	7.5	6.8	7.5	7.9
EBITDA마진	18.2	16.0	17.7	16.5	16.5
안정성 (%)					
유동비율	180.7	160.3	224.0	241.2	257.8
부채비율	33.0	28.8	27.3	26.7	25.9
순자금/자기자본	-24.2	-12.9	-27.1	-30.8	-34.5
EBITDA/이자비용(배)	264.0	266.2	327.3	407.9	440.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,262	5,709	5,367	6,354	7,286
BPS	56,202	60,186	64,444	69,844	76,003
CFPS	11,888	8,950	11,523	11,234	12,358
주당 현금배당금	1,580	1,280	1,110	1,284	1,415
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	47.6	63.2	65.5	30.6	26.7
PER(최저)	33.2	42.0	28.0	27.2	23.7
PBR(최고)	7.9	6.0	5.5	2.8	2.6
PBR(최저)	5.5	4.0	2.3	2.5	2.3
PCR	27.0	34.0	18.2	154	14.0
EV/EBITDA(최고)	26.7	27.9	22.6	11.8	10.6
EV/EBITDA(최저)	18.5	18.4	9.0	10.3	9.2

2019/01/24

(2) LG 생활건강 (051900/KS): 대외 악재 속 돋보이는 호실적

투자의견 BUY (유지)

목표주가 1,370,000 원 (유지)

- 4 분기 매출액과 영업이익은 각각 1 조 6,283 억원(y-y +9.5%)과 2,003 억원(y-y +8.2%)으로 영업이익 컨센서스 2,096 억원을 소폭 하회할 것으로 추정. 2018년 연간 예상 매출액은 6 조 6,685 억원(y-y +9.2%), 영업이익은 1 조 288 억원(y-y +10.6%)으로 여러 악재 속에서도 호실적을 달성할 전망
- 화장품 부문 매출액은 y-y +14.9%, 영업이익은 y-y +7.7% 증가, 면세점 매출액은 전년도 높은 베이스에도 불구하고 y-y +33.0% 증가할 것으로 예상. 중국 현지 판매는 3 분기와 유사한 성장 기조를 이어갈 것으로 추정하며, 연간 화장품 사업부 호조에 따른 4 분기 성과급 지급으로 12.3%의 다소 아쉬운 영업이익률이 예상됨. 성과급 제외 시, 영업이익률은 13.5%로 추정
- 생활용품 부문 매출액은 y-y -2.7%, 영업이익은 y-y -10.8% 감소 추정. SKU 축소 등 구조조정 지속 중이나, 시장 내 경쟁 심화로 탑라인 감소가 불가피. 음료 부문은 매출액 y-y +6.1%, 영업이익 y-y +8.2% 증가 전망. 원재료 가격 안정화로 영업이익이 매출액 대비 더 큰 폭으로 성장할 것으로 예상
- 대외 악재 속에서도 화장품 사업부의 꾸준한 성장이 돋보임. 다만, 중국 경기 위축과 따이공 수요 축소 전망에 따라 2019년 탑라인 성장률은 y-y +5.2%로 2018년 대비 둔화될 것으로 전망. 투자의견 Buy 와 목표주가 1,370,000 원 유지

LG 생활건강 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
매출액	1,659.2	1,652.6	1,737.2	1,628.3	1,742.2	1,743.5	1,832.6	1,695.3	6,105.3	6,668.5	7,013.6
% growth (y-y)	6.5%	11.1%	10.6%	9.5%	5.0%	5.5%	5.5%	4.1%	2.9%	9.2%	5.2%
Healthy	394.7	337.2	389.5	315.3	386.6	336.8	407.3	330.9	1,517.7	1,429.2	1,461.7
% growth (y-y)	-4.5%	-6.0%	-7.6%	-2.7%	-2.0%	-0.1%	4.6%	4.9%	-0.9%	-5.8%	2.3%
% Sales	23.8%	20.4%	22.4%	19.4%	22.2%	19.3%	22.2%	19.5%	24.9%	21.4%	20.8%
Beautiful	947.7	953.4	954.2	1,020.6	1,028.2	1,032.3	1,018.3	1,057.5	3,279.9	3,874.6	4,136.3
% growth (y-y)	12.1%	23.2%	23.5%	14.9%	8.5%	8.3%	6.7%	3.6%	4.9%	18.1%	6.8%
% Sales	57.1%	57.7%	54.9%	62.7%	59.0%	59.2%	55.6%	62.4%	53.7%	58.1%	59.0%
DFS	338.3	349.9	391.2	400.4	372.2	381.4	404.1	410.4	1,038.6	1,479.9	1,568.1
% growth (y-y)	20.9%	69.4%	55.8%	33.0%	10.0%	9.0%	3.3%	2.5%	1.0%	42.5%	6.0%
Refreshing	316.8	362.0	393.5	292.3	327.4	374.3	406.9	306.9	1,307.7	1,364.6	1,415.6
% growth (y-y)	5.7%	1.8%	4.5%	6.1%	3.4%	3.4%	3.4%	5.0%	2.6%	4.4%	3.7%
% Sales	19.1%	21.9%	22.7%	18.0%	18.8%	21.5%	22.2%	18.1%	21.4%	20.5%	20.2%
영업이익	283.7	267.3	277.5	200.3	307.2	290.2	298.9	218.0	929.9	1,028.8	1,114.4
% growth (y-y)	9.2%	15.1%	9.8%	8.2%	8.3%	8.6%	7.7%	8.9%	5.6%	10.6%	8.3%
% Margin	17.1%	16.2%	16.0%	12.3%	17.6%	16.6%	16.3%	12.9%	15.2%	15.4%	15.9%
Healthy	41.8	27.3	42.8	6.9	41.0	27.3	44.8	12.2	166.6	118.9	125.3
% growth (y-y)	-23.9%	-27.5%	-35.3%	-10.8%	-2.0%	-0.1%	4.6%	76.5%	-10.7%	-28.6%	5.4%
% Margin	10.6%	8.1%	11.0%	2.2%	10.6%	8.1%	11.0%	3.7%	11.0%	8.3%	8.6%
Beautiful	212.3	194.5	184.2	181.7	235.4	215.8	201.6	193.5	635.4	772.6	846.4
% growth (y-y)	20.1%	30.2%	31.0%	7.7%	10.9%	10.9%	9.5%	6.5%	10.1%	21.6%	9.5%
% Margin	22.4%	20.4%	19.3%	17.8%	22.9%	20.9%	19.8%	18.3%	19.4%	19.9%	20.5%
Refreshing	29.8	45.6	50.8	11.7	30.8	47.2	52.5	12.3	127.5	137.8	142.7
% growth (y-y)	4.6%	1.0%	11.4%	41.4%	3.4%	3.4%	3.4%	5.0%	9.6%	8.1%	3.5%
% Margin	9.4%	12.6%	12.9%	4.0%	9.4%	12.6%	12.9%	4.0%	9.7%	10.1%	10.1%

자료: LG 생활건강, SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,425	1,513	1,677	2,130	2,795
현금및현금성자산	339	386	473	866	1,473
매출채권및기타채권	493	540	575	603	632
재고자산	536	547	582	612	640
비유동자산	3,078	3,265	3,629	3,758	3,866
장기금융자산	6	56	11	11	11
유형자산	1,464	1,617	1,881	2,020	2,137
무형자산	1,420	1,393	1,536	1,524	1,512
자산총계	4,502	4,778	5,306	5,887	6,661
유동부채	1,147	1,244	1,218	1,267	1,315
단기금융부채	277	336	251	251	251
매입채무 및 기타채무	444	466	497	522	546
단기충당부채	11	10	11	11	12
비유동부채	734	451	434	292	301
장기금융부채	517	268	250	100	100
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	37	21	21	22	23
부채총계	1,881	1,695	1,653	1,559	1,616
지배주주지분	2,532	2,997	3,572	4,238	4,946
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
기타자본구성요소	-101	-101	-118	-118	-118
자기주식	-71	-71	-71	-71	-71
이익잉여금	2,539	3,045	3,627	4,285	4,984
비지배주주지분	88	86	81	90	99
자본총계	2,621	3,083	3,653	4,328	5,045
부채와자본총계	4,502	4,778	5,306	5,887	6,661

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	730	742	1,035	1,106	1,177
당기순이익(손실)	579	619	745	820	877
비현금성항목등	452	467	547	574	607
유형자산감가상각비	116	127	224	261	284
무형자산상각비	18	19	21	19	19
기타	137	66	46	16	16
운전자본감소(증가)	-135	-108	10	-13	-14
매출채권및기타채권의 감소증가	-48	-62	2	-29	-28
재고자산감소(증가)	-93	-17	-15	-29	-29
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	10	-50	25	24
기타	-4	-40	73	20	19
법인세납부	-165	-235	-267	-274	-294
투자활동현금흐름	-402	-326	-560	-399	-393
금융자산감소(증가)	3	-31	-5	0	0
유형자산감소(증가)	-327	-282	-498	-400	-400
무형자산감소(증가)	-8	-7	-7	-7	-7
기타	-70	-7	-50	7	13
재무활동현금흐름	-388	-345	-388	-314	-176
단기금융부채증가(감소)	-287	-204	-302	0	0
장기금융부채증가(감소)	13	16	89	-150	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-93	-134	-151	-154	-169
기타	-20	-23	-13	-10	-7
현금의 증가(감소)	-58	47	87	393	607
기초현금	397	339	386	473	866
기밀현금	339	386	473	866	1,473
FCF	406	481	495	695	768

자료 : LG생활건강, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,094	6,270	6,677	7,014	7,342
매출원가	2,434	2,461	2,695	2,929	3,029
매출총이익	3,660	3,810	3,982	4,085	4,313
매출총이익률 (%)	60.1	60.8	59.6	58.2	58.7
판매비와관리비	2,779	2,879	2,954	2,970	3,131
영업이익	881	930	1,029	1,114	1,182
영업이익률 (%)	14.5	14.8	15.4	15.9	16.1
비영업순익	-128	-69	-34	-20	-11
순금융비용	16	10	6	3	-6
외환관련손익	0	-4	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	7	1	-1	-1	-1
세전계속사업이익	753	861	995	1,095	1,171
세전계속사업이익률 (%)	12.4	13.7	14.9	15.6	16.0
계속사업법인세	174	243	249	274	294
계속사업이익	579	619	745	820	877
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	579	619	745	820	877
순이익률 (%)	9.5	9.9	11.2	11.7	12.0
지배주주	568	607	737	812	869
지배주주가속 순이익률(%)	9.32	9.67	11.03	11.57	11.83
비지배주주	11	12	9	9	9
총포괄이익	602	603	754	829	886
지배주주	591	591	746	820	878
비지배주주	11	12	9	9	9
EBITDA	1,015	1,077	1,274	1,394	1,484

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	14.4	2.9	6.5	5.0	4.7
영업이익	28.8	5.6	10.6	8.3	6.1
세전계속사업이익	16.7	14.4	15.5	10.0	7.0
EBITDA	25.1	6.1	18.3	9.5	6.5
EPS(계속사업)	23.4	6.8	21.4	10.2	7.0
수익성 (%)					
ROE	24.9	21.9	22.4	20.8	18.9
ROA	13.3	13.3	14.8	14.7	14.0
EBITDA마진	16.7	17.2	19.1	19.9	20.2
안정성 (%)					
유동비율	124.2	121.7	137.6	168.1	212.6
부채비율	71.8	55.0	45.2	36.0	32.0
순자본/자기자본	16.4	6.5	0.2	-12.4	-22.7
EBITDA/이자비용(배)	51.1	77.2	105.6	139.4	211.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	32,070	34,240	41,577	45,801	49,027
BPS	142,927	169,155	201,583	239,201	279,177
CFPS	39,616	42,503	55,397	61,589	66,102
주당 현금배당금	7,500	9,000	9,174	10,092	11,101
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	36.8	36.5	35.6	25.1	23.5
PER(최저)	23.1	22.7	25.1	23.6	22.1
PBR(최고)	8.3	7.4	7.3	4.8	4.1
PBR(최저)	5.2	4.6	5.2	4.5	3.9
PCR	21.6	28.0	19.9	18.5	17.3
EV/EBITDA(최고)	20.1	19.8	19.5	13.7	12.4
EV/EBITDA(최저)	12.9	12.5	14.0	12.8	11.6

2019/01/24

투자의견 BUY (신규편입)

목표주가 64,000 원 (신규편입)

12M Fwd PER 14 배로 실적 성장률

감안 시, 현저히 저평가

(3) 애경산업 (018250/KS): 화장품 섹터 내 가장 저평가된 성장주

화장품 섹터 내 가장 저평가된 성장주

현재 애경산업의 12 Fwd PER 은 약 14 배로 2018 년과 2019 년 매출액 성장률과 영업이익률을 감안 시, 동종 섹터 내 가장 저평가된 수준. 2018 년 전사 매출액과 영업이익은 각각 y-y +13.6% 와 y-y +63.7% 증가한 7,146 억원과 814 억원을 기록할 것으로 추정. 생활용품 부문은 업황 부진이 지속되며 매출액이 y-y -7.0% 감소할 것으로 예상하나, 화장품 부문이 y-y +40.6% 증가하며 전사 매출액과 영업이익률 성장을 견인 할 것으로 전망

2019 년 E 매출액과 영업이익은

8,144 억원(y-y+23.0%)과

1,093 억원(y-y +32.6%)

- 1) 기존 역직구 채널 성장 지속과
- 2) 중국 오프라인 진출에 따른 고객 연령층 다변화에 따른 수혜 기대

Age 20's 의 본격적인 중국 진출로 2019 년 화장품 고성장 지속 전망

2019 년에도 성장의 흐름은 지속될 것으로 예상하며, 주요 브랜드인 Age 20's의 본격적인 중국 진출로 2019 년 매출액과 영업이익은 y-y +11.8% 와 y-y +32.0% 증가한 7,987 억원과 1,074 억원이 될 것으로 전망. 기존에는 역직구(수출) 채널로만 유통되던 중국 향 화장품 매출이 현지 범인을 통해 보다 빠르게 늘어날 수 있는 환경이 만들어 졌기 때문. 특히, 주력제품 Age 20's 에센스 커버팩트는 2018 티몰 광군제에서 BB 크림 부문 판매 순위 1 위를 기록했는데, 이는 중국 현지에서의 동사의 브랜드 인지도가 상당 부분 올라왔다는 뜻으로 해석 가능함. 이에 따라 향후 중국 온/오프라인 채널 진출에 있어 타 신규 브랜드들의 런칭 때와는 달리 보다 빠른 속도로 매출이 증가할 수 있을 것으로 전망. 2019 년 중국 내 드럭스토어 및 화장품 소매점에 Age 20's 브랜드 입점이 1,000 점 이상 계획되어 있는 만큼, 오프라인 유통 채널 확장에 따른 중국 고객 연령층 확대도 기대됨

투자의견 Buy 와 목표주가 64,000 원 제시

애경산업에 대해 투자의견 Buy 와 목표주가 64,000 원을 제시하며 커버리지를 개시. 목표주가는 2019 년 예상 실적을 기준으로 산출하였으며, 단일 브랜드 비중이 크다는 점을 감안해 국내 화장품 2 개사의 평균 멀티플을 10% 할인 적용함. 동사의 예상 EPS 성장률은 국내 타 화장품 업체들의 예상치를 크게 상회하고 있으며, 영업이익률 측면에서도 마진이 확대되는 국면에 있어 타 업체들 대비 성장성 측면에서 비교 우위에 있다 는 판단. 주가 상승 여력 감안하여 업종 내 Top-Pick 종목으로 제시

4Q18 Preview

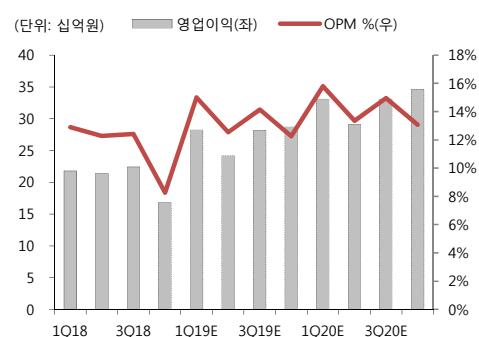
- 한편, 애경산업의 4 분기 매출액과 영업이익은 1,908 억원(y-y +1.3%)과 158 억원(y-y +99.5%)으로 영업이익 컨센서스 235 억원을 크게 하회할 것으로 전망. 화장품 부문 매출액은 y-y +6.2% 성장한 1,162 억원을 시현할 것으로 예상. 10 월은 광군제 물량 확보로 사상 최대 월매출을 기록했으나, 11, 12 월은 다소 슬로우 해진 것으로 파악. 11 월과 12 월 화장품 매출액의 m-m 성장률 둔화는 다소 아쉽지만, 여전히 절대적인 매출액 성장률이 견조하고, 2017년 4 분기 회계기준 변경에 따른 일시적인 추가 매출 인식이 있었던 만큼 전년도 베이스가 높다는 점도 감안해야 함
- 영업이익 컨센서스 하회의 주요 원인은 1) 9~12 월 사이에 있었던 신규 브랜드 (스니커, 더마에스페, 아이솔브, 에이솔루션) 런칭 및 리브랜딩에 따른 마케팅 비용 증가와 2) 화장품 및 생활용품 재고 폐기 비용 증가, 그리고 3) 인센티브 지급 때문인 것으로 파악. 다만, 4 분기가 통상 인센티브 지급 및 재고 폐기에 따른 비용이 몰리는 분기임을 감안하면, 크게 우려스럽지 않은 실적이라는 평가. 회사 자체적으로 신규 브랜드 육성에 힘을 쏟고 있는 상황이기 때문에 q-q 영업이익률의 감소는 펀더멘털의 훼손보다는 투자 및 연말 비용 발생의 일환으로 보는 것이 더 바람직하다는 판단
- 생활용품의 경우, 4 분기 매출액은 y-y -5.5% 감소한 746 억원으로 추정. 여전한 업황 부진속에 매출액은 감소 추세이나, 사업부 체질 개선을 위한 재편작업을 연중 내내 지속한 결과, 4 분기 영업이익률은 1.3%로 전년 대비 2.3%p 개선된 것으로 추정. 생활용품 사업부문이 매출 비중 45%인데 반해, 이익 비중이 13%인 점을 고려하면, 향후 매출액 감소에 따른 부정적 영향보다는 영업이익률 개선에 따른 수익성 개선 효과가 더 클 것으로 기대

애경산업 분기 매출액과 y-y 증감률



자료: 애경산업 SK 증권

애경산업 분기 영업이익과 OPM



자료: 애경산업 SK 증권

애경산업 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2019년 예상 지배주주순이익	십억원	84	20.0	1,680	2019년 화장품 예상 이익비중 80%와 생활용품 예상 이익비중 20% 감안
생활용품 (a)	십억원	17	14.9	251	글로벌 생활용품 3사 19년 예상실적 기준 평균 PER을 10% 할인
화장품 (b)	십억원	67	21.2	1,429	국내 화장품 2사 19년 예상실적 기준 평균 PER 10% 할인
Shares outstanding ('000)	천주			26,218	보통주 발행주식수 - 자기주식수
Fair Value Per Share	원			64,019	
Target Price	원			64,000	Upside +51.7%

자료: Bloomberg, SK 증권

애경산업 분기별 실적추정

		(단위: 십억원)										
		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
Sales	매출액	169.1	174.3	180.4	190.8	188.1	192.7	199.4	218.4	628.9	714.6	798.7
	% growth (y-y)	16.9%	30.9%	10.9%	1.3%	11.2%	10.6%	10.5%	14.5%	-	13.6%	11.8%
	화장품	81.7	95.8	88.9	116.2	101.7	115.6	109.2	144.5	272.1	382.6	471.0
	Age20's	74.3	86.2	81.8	107.7	90.7	100.9	97.3	129.2	241.6	350.0	418.1
	Luna	5.7	7.7	5.3	6.3	8.0	10.7	7.5	8.9	19.0	25.1	35.1
	기타(화장품)	1.6	1.9	1.8	2.1	2.9	4.0	4.4	6.4	10.9	7.5	17.8
	생활용품	87.4	78.5	91.5	74.6	86.4	77.1	90.2	73.9	356.8	332.0	327.6
	홈케어	34.1	37.7	43.9	27.4	33.4	36.7	42.4	27.2	150.0	143.1	139.7
	퍼스널케어	34.1	35.3	35.7	36.0	33.6	34.8	35.1	35.4	146.1	141.1	139.0
	기타(생활용품)	19.2	5.5	11.0	11.2	19.5	5.6	12.6	11.3	60.7	46.9	48.9
	기타(전체)	-	-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
y-y	화장품	49.1%	76.4%	65.9%	6.2%	24.4%	20.7%	22.9%	24.4%	-	40.6%	23.1%
	Age20's	59.6%	82.5%	73.4%	7.0%	22.0%	17.0%	19.0%	20.0%	-	44.9%	19.5%
	Luna	44.4%	56.8%	24.4%	45.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	-	31.7%	40.0%
	기타(화장품)	-40.4%	-11.8%	-33.7%	-35.0%	80.0%	110.0%	150.0%	200.0%	-	-31.4%	138.7%
	생활용품	-2.8%	-0.5%	-16.1%	-5.5%	-11%	-18%	-1.5%	-0.9%	-	-7.0%	-1.3%
	홈케어	-9.7%	-4.5%	0.6%	-6.0%	-2.0%	-2.5%	-3.5%	-1.0%	-	-4.6%	-2.4%
	퍼스널케어	-2.8%	4.1%	-9.1%	-5.0%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-	-3.5%	-1.5%
	기타(생활용품)	6.9%	-0.5%	-58.1%	1.0%	1.2%	1.2%	15.0%	1.2%	-	-22.8%	4.4%
	기타(전체)	-	-	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-	-	100.0%
OP	영업이익	21.8	21.4	22.4	15.8	28.2	24.2	28.2	26.8	49.7	81.4	107.4
	% growth (y-y)	32.1%	105.8%	50.3%	99.5%	29.5%	13.0%	26.0%	69.9%	-	63.7%	32.0%
	% Margin	12.9%	12.3%	12.4%	8.3%	15.0%	12.5%	14.1%	12.3%	7.9%	11.4%	13.4%
	화장품	19.5	19.3	18.9	13.4	21.7	21.4	20.9	20.8	47.5	71.1	84.7
	생활용품	2.3	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	22	105	23.0
	기타(전체)	-	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	-0.1	-0.3
OPM	화장품	11.5%	11.1%	10.5%	7.0%	11.5%	11.1%	10.5%	9.5%	7.6%	9.9%	10.6%
	생활용품	1.4%	1.2%	2.0%	1.3%	3.5%	1.5%	3.7%	2.8%	0.3%	1.5%	2.9%
	기타(전체)	-	-	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

자료: 애경산업, SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	141	129	300	406	522
현금및현금성자산	21	12	91	180	279
매출채권및기타채권	55	52	53	60	68
재고자산	62	63	63	73	81
비유동자산	76	92	110	105	103
장기금융자산	0	1	0	0	0
유형자산	60	65	83	75	69
무형자산	6	4	4	3	3
자산총계	217	221	409	510	625
유동부채	122	91	79	89	99
단기금융부채	5	19	5	5	5
매입채무 및 기타채무	93	62	63	72	80
단기충당부채	12	0	0	0	0
비유동부채	9	12	20	29	35
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	2	2	2	3
부채총계	130	103	99	118	134
지배주주지분	87	118	311	392	490
자본금	21	21	26	26	26
자본잉여금	5	5	141	141	141
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	60	91	146	231	332
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	87	118	311	392	490
부채와자본총계	217	221	409	510	625

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	54	-6	73	84	92
당기순이익(순실)	22	38	63	84	102
비현금성활동등	37	29	34	31	33
유형자산감가상각비	6	6	7	7	6
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	25	11	9	2	2
운전자본감소(증가)	3	-65	-14	-6	-11
매출채권및기타채권의 감소(증가)	0	3	-1	-8	-7
재고자산감소(증가)	-8	-8	-5	-9	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	13	-27	-1	9	9
기타	-2	-33	-8	1	-3
법인세납부	-7	-9	-10	-25	-31
투자활동현금흐름	-9	-11	-114	5	8
금융자산감소(증가)	0	0	-91	0	0
유형자산감소(증가)	-8	-12	-26	0	0
무형자산감소(증가)	0	1	0	0	0
기타	-1	1	3	5	8
재무활동현금흐름	-28	9	120	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	13	-13	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	141	0	0
배당금의 지급	-3	-4	-7	0	0
기타	-1	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	17	-9	79	89	100
기초현금	4	21	12	91	180
기말현금	21	12	91	180	279
FCF	59	-20	43	81	93

자료 : 애경산업 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	507	629	715	799	895
매출원가	266	303	353	401	449
매출총이익	241	326	362	398	446
매출총이익률 (%)	47.6	51.8	50.6	49.8	49.8
판매비와관리비	201	276	280	290	318
영업이익	40	50	81	107	127
영업이익률 (%)	7.9	7.9	11.4	13.5	14.2
비영업순이익	-13	-1	1	3	6
순금융비용	1	0	-3	-5	-8
외환관련손익	0	-1	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	27	49	82	110	133
세전계속사업이익률 (%)	5.4	7.8	11.5	13.8	14.9
계속사업법인세	6	11	19	26	31
계속사업이익	22	38	63	84	102
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	22	38	63	84	102
순이익률 (%)	4.3	6.1	8.8	10.5	11.3
지배주주	22	38	63	84	102
지배주주기록 순이익률(%)	4.25	6.05	8.76	10.54	11.34
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	20	35	60	81	99
지배주주	20	35	60	81	99
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	46	57	90	116	135

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	103	241	13.6	11.8	12.1
영업이익	53.0	24.4	63.6	32.1	18.7
세전계속사업이익	21.0	78.2	67.5	34.6	20.6
EBITDA	44.8	22.9	57.8	29.1	16.3
EPS(계속사업)	20.9	76.7	39.1	29.2	20.6
수익성 (%)					
ROE	27.5	37.2	29.2	24.0	23.0
ROA	10.5	17.4	19.9	18.3	17.9
EBITDA마진	9.1	9.0	12.5	14.5	15.0
안정성 (%)					
유동비율	115.7	141.0	381.1	454.3	524.7
부채비율	150.1	87.4	31.7	30.2	27.4
순차입금/자기자본	-17.6	5.6	-56.8	-67.7	-74.4
EBITDA/이자비용(배)	66.4	170.6	369.0	636.1	739.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,011	1,785	2,482	3,207	3,867
BPS	4,072	5,524	11,827	14,920	18,673
CFPS	1,303	2,117	2,812	3,523	4,137
주당 현금배당금	0	350	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	0.0	31.4	14.5	12.1
PER(최저)	0.0	0.0	12.7	13.1	10.9
PBR(최고)	0.0	0.0	6.6	3.1	2.5
PBR(최저)	0.0	0.0	2.7	2.8	2.3
PCR	0.0	0.0	16.9	12.1	10.3
EV/EBITDA(최고)	0.0	0.0	21.0	8.4	6.5
EV/EBITDA(최저)	0.0	0.0	7.3	7.4	5.6

2019/01/24

투자의견 BUY (유지)

목표주가 58,000 원 (하향)

네오팜 (092730/KQ): 꾸준한 성장, 안정적인 수익성

- 4 분기 매출액과 영업이익은 194 억원(y-y +21.0%)과 46 억원(y-y +38.0%)으로 컨센서스 매출액과 영업이익 200 억원과 40 억원에 부합할 것으로 예상
- 브랜드별로는 아토팜 y-y +8%, 리얼베리어 y-y +42%, 제로이드 y-y +43%, 더 마비 y-y +21%의 매출 성장을 추정. 리얼베리어는 4 분기 100 개의 올리브영에 추가 입점되며 외형 성장을 지속해 나간 것으로 보이며, 제로이드 역시 병·의원 입점을 지속하며 고성장 이어나갈 전망. 아토팜의 경우, 온라인, H&B, 면세점 채널 위주로 성장하고, 홈쇼핑 채널은 flat 성장에 그칠 것으로 예상
- 채널별로는 면세점 매출 비중이 아직까지 5% 가량으로 미미하나, y-y +50% 가량 큰 폭 성장 중이며, 북미 향 ODM 매출 역시 확대 국면에 있음
- 이익 단에서는 과거 4 분기에 몰려있던 인센티브 지급이 2018 년부터 4 개 분기에 나뉘어 반영되며 소폭의 기저효과를 기대해 볼 수 있겠으나, 일회성 재고폐기손실이 매출원가에 일부 반영되며 y-y 수익성은 크게 개선되지 않을 전망
- 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 기존 64,000 원에서 58,000 원으로 하향함. 기존 할증 적용 하였던 국내 화장품 4 사 평균 Multiple 을 할증 없이 적용해 산출. 부진한 국내 Macro 상황과 예상보다 더딘 중국향 매출 성장률을 반영함

네오팜 PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2019년 예상 지배주주순이익	억원	184	224	4,115	국내 메이저 화장품 4사 평균 PER 적용
Shares outstanding ('000)	천주			7,075	보통주 - 자기주식수
Fair value per share	원			58,161	
Target Price	원			58,000	Upside +35.5%

자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 국내 메이저 화장품 4 사는 아모레퍼시픽, LG 생활건강, 한국콜마, 코스맥스를 포함

네오팜 분기별 실적 추정

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E	(단위: 억원)
매출액	166.3	160.9	143.8	194.2	202.1	205.0	173.4	229.5	536.3	665.1	809.9	
y-y %	27.1%	23.5%	25.4%	21.0%	21.5%	27.4%	20.6%	18.2%	26.6%	24.0%	21.8%	
스킨 케어	113.1	119.1	97.8	124.2	133.0	140.8	114.3	140.7	374.5	454.1	528.8	
페이셜 케어	31.6	27.3	28.8	42.5	43.9	38.9	36.2	53.2	97.3	130.2	172.1	
바디 케어	11.6	12.9	11.5	20.5	18.2	17.3	15.0	26.6	44.1	56.5	77.0	
기타	10.0	1.6	5.8	7.0	7.0	8.0	8.0	9.0	22.1	24.3	32.0	
스킨 케어 y-y %	20.0%	21.9%	20.1%	22.8%	17.7%	18.3%	16.9%	13.3%	19.0%	21.3%	16.5%	
페이셜 케어 y-y %	34.1%	23.5%	47.5%	32.5%	38.9%	42.2%	25.8%	25.0%	68.7%	33.8%	32.1%	
바디 케어 y-y %	27.1%	97.6%	25.4%	64%	56.0%	34.5%	30.0%	30.0%	71.1%	28.1%	36.4%	
기타 y-y %	154.1%	-58.8%	25.4%	-27.3%	-29.8%	397.3%	39.1%	28.6%	-13.7%	10.4%	31.5%	
매출총이익	126.0	113.9	106.4	144.3	153.8	145.7	127.3	171.2	401.4	490.6	598.0	
y-y %	24.9%	18.5%	27.4%	19.4%	22.0%	28.0%	19.7%	18.6%	27.7%	22.2%	21.9%	
% Sales	75.8%	70.8%	74.0%	74.3%	76.1%	71.1%	73.4%	74.6%	74.8%	73.8%	73.8%	
판관비	69.1	71.1	71.9	98.3	81.1	86.4	84.0	113.5	261.1	310.4	365.0	
y-y %	18.3%	16.5%	22.8%	18.3%	17.3%	21.5%	16.9%	15.5%	16.9%	18.9%	17.6%	
% Sales	41.6%	44.2%	50.0%	50.6%	40.1%	42.1%	48.5%	49.5%	48.7%	46.7%	45.1%	
영업이익	56.9	42.8	34.5	46.0	72.7	59.3	43.3	57.7	140.4	180.2	233.0	
y-y %	33.9%	21.9%	38.0%	21.7%	27.7%	38.7%	25.5%	25.4%	46.9%	28.3%	29.3%	
% Sales	34.2%	26.6%	24.0%	23.7%	36.0%	28.9%	25.0%	25.1%	26.2%	27.1%	28.8%	

자료: 네오팜, SK 증권

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	337	440	561	764	1,002
현금및현금성자산	76	42	87	257	466
매출채권및기타채권	46	72	89	108	124
재고자산	42	48	60	73	84
비유동자산	128	126	140	148	155
장기금융자산	21	17	17	17	17
유형자산	86	89	100	107	114
무형자산	12	12	12	12	12
자산총계	465	567	701	912	1,158
유동부채	78	90	111	135	156
단기금융부채	1	1	0	0	0
매입채무 및 기타채무	54	60	75	91	105
단기충당부채	1	1	1	2	2
비유동부채	2	1	8	13	18
장기금융부채	0	0	4	4	4
장기매입채무 및 기타채무	1	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	79	91	119	148	174
지배주주지분	386	476	582	764	984
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	437	621	843
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	386	476	582	764	984
부채와자본총계	465	567	701	912	1,158

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	90	102	137	180	217
당기순이익(순실)	77	116	142	184	222
비현금성활동등	31	43	54	59	68
유형자산감가상각비	6	6	7	8	8
무형자산상각비	2	2	2	2	2
기타	10	11	9	3	3
운전자본감소(증가)	-5	-38	-22	-11	-9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2	-27	-17	-19	-16
재고자산감소(증가)	-4	-11	-15	-13	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	5	10	16	14
기타	-5	-5	0	5	4
법인세납부	-12	-18	-37	-52	-62
투자활동현금흐름	-78	-108	-61	-11	-8
금융자산감소(증가)	-68	-102	-45	0	0
유형자산감소(증가)	-10	-9	-15	-15	-15
무형자산감소(증가)	-3	-2	-2	-2	-2
기타	3	5	1	6	9
재무활동현금흐름	-18	-25	-32	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	4	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	45	169	209
기초현금	80	76	42	87	257
기말현금	76	42	87	257	466
FCF	83	94	121	164	202

자료 : 네오팜, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	424	536	665	810	932
매출원가	105	135	175	212	241
매출총이익	319	401	491	598	691
매출총이익률 (%)	75.2	74.9	73.8	73.8	74.1
판매비와관리비	223	261	310	365	412
영업이익	96	140	180	233	279
영업이익률 (%)	22.6	26.2	27.1	28.8	29.9
비영업순익	-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	181	236	284
세전계속사업이익률 (%)	22.3	26.2	27.3	29.1	30.5
계속사업법인세	17	25	40	52	62
계속사업이익	77	116	142	184	222
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	77	116	142	184	222
순이익률 (%)	18.3	21.6	21.3	22.7	23.8
지배주주	77	116	142	184	222
지배주주기속 순이익률(%)	18.27	21.55	21.28	22.7	23.77
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	76	113	140	182	220
지배주주	76	113	140	182	220
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	104	148	189	243	289

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	17.8	26.6	24.0	21.8	15.0
영업이익	52.6	47.0	28.4	29.3	19.6
세전계속사업이익	118.4	48.7	29.3	29.9	20.5
EBITDA	44.5	42.8	27.3	28.8	19.0
EPS(계속사업)	127.2	49.3	22.5	29.9	20.5
수익성 (%)					
ROE	21.8	26.8	26.8	27.3	25.3
ROA	17.8	22.4	22.3	22.8	21.4
EBITDA마진	24.5	27.7	28.4	30.0	31.0
안정성 (%)					
유동비율	434.6	488.6	504.1	564.2	643.2
부채비율	20.6	19.2	20.4	19.4	17.6
순자기자본/자기자본	-62.7	-65.9	-68.8	-74.6	-79.1
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,038	1,549	1,897	2,464	2,969
BPS	5,170	6,377	7,798	10,241	13,189
CFPS	1,149	1,656	2,012	2,599	3,111
주당 현금배당금	350	500	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	38.5	30.4	33.1	17.9	14.8
PER(최저)	23.0	14.8	19.9	17.2	14.2
PBR(최고)	7.7	7.4	8.1	4.3	3.3
PBR(최저)	4.6	3.6	4.8	4.1	3.2
PCR	22.7	28.5	22.4	16.5	13.8
EV/EBITDA(최고)	26.4	21.6	22.7	11.2	8.7
EV/EBITDA(최저)	14.9	-2.1	12.8	10.6	8.2

2019/01/24

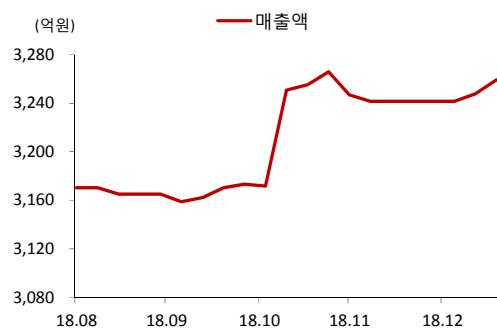
(5) 코스맥스 (192820/KS): 더딘 수익성 개선 속도

투자의견 BUY (유지)

목표주가 145,000 원 (하향)

- 4 분기 매출액과 영업이익은 각각 3,385 억원(y-y +51.1%)과 122 억원(y-y +91.7%)으로 컨센서스 영업이익 143 억원을 하회할 것으로 추정
- 국내 화장품은 로드샵 → 온라인으로의 고객사 전환이 빠르게 이루어지며 전년 동기 대비 +42.0%라는 큰 폭의 매출 증가를 시현할 것으로 예상. 2017년 4분기 국내 화장품 매출액이 y-y -0.7% 역성장하며 부진한 실적을 기록한 바 있어, 기저효과도 존재. 다만, 저마진 제품인 마스크팩의 비중 확대와 인센티브 지급으로 국내 화장품 부문 영업이익률은 y-y +0.7%p 증가한 1.8%에 그칠 것으로 예상
- 중국 법인은 색조 시장 성장에 따른 수혜가 지속되고 있는 상황으로 상해와 광저우 합산 매출액은 1,303 억원으로 y-y +29.3% 증가한 것으로 추정. 가동률은 30~50% 사이였던 2017년 대비 2018년 40~60%까지 올라온 것으로 보이나, 여전한 고정비 부담으로 영업이익률은 7.4%로 크게 개선되지 않은 것으로 추정
- 이외 미국과 인도네시아는 매출액이 지속 증가하며, 영업 적자는 다소 축소될 것으로 전망. 이번 4분기 인도네시아, 오하이오, 누월드 합산 영업적자는 10 억원 안팎이 될 것으로 예상
- 사드 이후 업황이 회복되고, 중소 브랜드들이 여럿 신생되며 국/내외 고객사의 오더량은 빠른 속도로 늘어나고 있음. 다만, 제품 mix 변화와 인건비 등 고정비 부담이 지속적으로 가중되며 영업이익률 개선이 더딘 상황
- 투자의견 Buy 유지하나, 2019년 이익 전망치 하향 조정에 따라 목표주가는 145,000 원으로 하향함. 목표주가는 2019년 예상 EPS에 글로벌 화장품 4사의 평균 PER을 10% 할증한 28.8 배를 적용하여 산출. 글로벌 경기 위축 우려가 불거지고, 신생 브랜드들이 난립하고 있는 국면에서 브랜드 노후화와 고객 이탈 리스크가 상대적으로 적은 ODM 사라는 점을 감안 시, 업종 평균 이상의 Target Multiple 부여는 합리적인 밸류에이션이라 판단

코스맥스 4Q18 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

코스맥스 4Q18 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

코스맥스 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2019년 예상 지배주주순이익	십억원	500	28.8	14,407	글로벌 화장품 4개사 19년 평균 PER을 10% 할증
Shares Outstanding('000)	천주			10,046	발행 주식수 - 자기주식수
Fair Value per share	원			143,413	
Target Price	원			145,000	Upside +20.3%

자료: Bloomberg, SK 증권 / 주1: 글로벌 화장품 4개사는 에스티로더, 로레알, 시세이도, 상해자화 포함

코스맥스 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)												
		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
Sales	Sales	288.7	327.5	314.6	338.5	339.7	382.7	366.0	393.8	884.0	1,269.4	1,482.3
	y-y	31.8%	41.0%	50.9%	51.1%	17.7%	16.9%	16.3%	16.3%	16.8%	43.6%	16.8%
	KOREA	152.4	190.2	167.3	183.2	172.2	206.3	188.2	204.2	528.2	693.0	771.0
	CHINA	99.1	121.6	120.2	130.3	122.6	151.3	145.5	156.8	371.2	471.2	576.2
	Shanghai	80.4	106.5	105.0	114.4	100.4	130.9	126.0	136.2	326.8	406.3	493.6
	Guangzhou	18.8	15.1	15.2	15.9	22.1	20.4	19.5	20.6	44.5	64.9	82.6
	Indonesia	1.7	2.4	2.5	2.5	2.6	3.7	3.7	3.8	9.0	9.2	13.7
	USA(오하이오)	15.5	14.5	18.2	19.5	21.0	20.2	23.6	26.7	38.1	67.6	91.5
	USA(뉴욕)	27.3	24.2	28.0	33.5	29.6	30.3	29.6	37.2	-	113.0	126.6
y-y	KOREA	7.1%	38.2%	40.3%	42.0%	13.0%	8.5%	12.5%	11.5%	4.5%	31.2%	11.2%
	CHINA	28.7%	15.2%	36.7%	29.3%	23.7%	24.5%	21.0%	20.3%	30.8%	26.9%	22.3%
	Shanghai	18.7%	15.5%	35.6%	28.0%	25.0%	23.0%	20.0%	19.0%	29.2%	24.3%	21.5%
	Guangzhou	102.2%	13.0%	45.0%	40.0%	18.0%	35.0%	28.0%	30.0%	43.6%	46.0%	27.2%
	Indonesia	-40.0%	31.4%	7.9%	29.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	201.0%	1.9%	50.0%
	USA(오하이오)	115.4%	127.8%	52.0%	55.0%	35.0%	40.0%	30.0%	37.0%	116.9%	77.7%	35.3%
	USA(뉴욕)	-	-	-	-	8.5%	25.0%	5.5%	11.0%	-	-	12.0%
OP (추정)	OP	10.4	18.6	13.2	12.2	17.9	27.1	17.5	17.8	35.1	54.5	80.3
	y-y	10.6%	29.7%	163.7%	91.7%	72.3%	46.0%	32.0%	45.6%	-33.2%	55.0%	47.5%
	OPM	3.6%	5.7%	4.2%	3.6%	5.3%	7.1%	4.8%	4.5%	4.0%	4.3%	5.4%
	KOREA	5.0	7.7	4.0	3.3	6.5	9.4	5.4	4.7	18.8	20.0	26.1
	CHINA	7.4	11.0	7.0	9.7	9.5	14.4	9.0	12.2	30.6	35.1	45.0
	Shanghai	5.2	8.0	5.0	8.0	6.8	10.2	6.4	9.9	23.9	26.3	33.4
	Guangzhou	2.2	3.0	2.0	1.7	2.7	4.1	2.6	2.2	6.7	8.9	11.6
	Indonesia	-0.8	-1.1	-0.6	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	-2.7	0.3
	USA(오하이오)	-3.6	-3.8	-2.8	-2.5	-2.5	-2.8	-2.1	-2.1	-17.0	-12.8	-9.6
	USA(뉴욕)	0.0	1.2	2.8	2.0	2.0	2.5	2.3	3.0	-	6.0	9.8
% Margin	KOREA	3.3%	4.1%	2.4%	1.8%	3.8%	4.6%	2.9%	2.3%	3.6%	2.9%	3.4%
	CHINA	7.5%	9.1%	5.8%	7.4%	7.7%	9.5%	6.2%	7.8%	8.2%	7.5%	7.8%
	Shanghai	6.5%	7.5%	4.8%	7.0%	6.8%	7.8%	5.1%	7.3%	7.3%	6.5%	6.8%
	Guangzhou	11.7%	20.0%	13.0%	10.5%	12.0%	20.3%	13.3%	10.8%	15.2%	13.6%	14.1%
	Indonesia	-45.3%	-45.7%	-22.0%	-10.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	3.3%	-29.4%	2.0%
	USA(오하이오)	-23.3%	-26.6%	-15.4%	-12.8%	-12.0%	-14.0%	-9.0%	-8.0%	-44.6%	-18.9%	-10.5%
	USA(뉴욕)	0.0%	5.0%	10.0%	6.0%	6.8%	8.3%	7.8%	8.1%	-	5.3%	7.7%

자료: 코스맥스, SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	396	500	649	724	864
현금및현금성자산	68	39	40	36	0
매출채권및기타채권	192	251	312	342	429
재고자산	125	185	265	310	389
비유동자산	270	434	442	454	475
장기금융자산	11	16	16	16	16
유형자산	236	307	306	311	315
무형자산	6	91	93	92	91
자산총계	666	934	1,091	1,178	1,339
유동부채	384	522	648	693	796
단기금융부채	190	242	290	290	290
매입채무 및 기타채무	162	256	323	363	455
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	75	184	196	196	200
장기금융부채	60	163	175	175	179
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	459	706	844	889	996
지배주주지분	211	218	264	310	368
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	137	184	243
비지배주주지분	-4	10	-16	-21	-26
자본총계	207	228	247	289	342
부채와자본총계	666	934	1,091	1,178	1,339

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	31	0	-20	45	18
당기순이익(순실)	31	16	27	45	64
비현금성활동등	38	45	62	61	72
유형자산감가상각비	12	20	24	25	25
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	6	5	2	-5	-5
운전자본감소(증가)	-26	-41	-102	-37	-85
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-47	-57	-72	-30	-87
재고자산감소(증가)	-41	-60	-81	-44	-79
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	56	94	66	39	93
기타	6	-19	-16	-2	-11
법인세납부	-13	-20	-8	-23	-33
투자활동현금흐름	-97	-172	-18	-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	2	0	0
재무활동현금흐름	117	143	39	-20	-23
단기금융부채증가(감소)	-5	53	17	0	0
장기금융부채증가(감소)	44	107	42	0	4
자본의증가(감소)	93	0	0	0	0
배당금의 지급	-6	-10	-3	-3	-10
기타	-8	-7	-17	-17	-17
현금의 증가(감소)	51	-29	1	-5	-36
기초현금	17	68	39	40	36
기말현금	68	39	40	36	0
FCF	-58	-169	-38	11	-17

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	757	884	1,269	1,482	1,862
매출원가	639	772	1,100	1,258	1,574
매출총이익	118	112	170	224	287
매출총이익률 (%)	15.6	12.7	13.4	15.1	15.4
판매비와관리비	65	77	115	144	177
영업이익	53	35	54	80	110
영업이익률 (%)	7.0	4.0	4.3	5.4	5.9
비영업순이익	-6	-10	-13	-12	-12
순금융비용	7	9	18	17	17
외환관련손익	-1	-3	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	46	25	42	68	98
세전계속사업이익률 (%)	6.1	2.9	3.3	4.6	5.3
계속사업법인세	15	10	14	23	33
계속사업이익	31	16	27	45	64
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	31	16	27	45	64
순이익률 (%)	4.2	1.8	2.2	3.0	3.5
지배주주	35	19	32	50	69
지배주주기속 순이익률(%)	4.59	2.13	2.54	3.37	3.72
비지배주주	-3	-3	-5	-5	-5
총포괄이익	24	16	27	44	64
지배주주	28	19	31	49	68
비지배주주	-4	-3	-5	-5	-5
EBITDA	65	55	79	106	136

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	41.9	168	43.6	16.8	25.6
영업이익	46.4	-33.2	55.0	47.5	36.6
세전계속사업이익	57.6	-45.7	64.7	64.6	42.9
EBITDA	44.6	-15.0	43.4	33.8	28.0
EPS(계속사업)	63.4	-50.1	71.3	54.7	38.7
수익성 (%)					
ROE	22.5	8.8	13.4	17.4	20.5
ROA	5.7	1.9	2.7	4.0	5.1
EBITDA마진	8.6	6.3	6.3	7.2	7.3
안정성 (%)					
유동비율	103.2	95.8	100.2	104.4	108.5
부채비율	221.2	309.0	341.2	308.0	291.1
순자기자본/자기자본	86.5	158.4	171.1	148.3	136.6
EBITDA/이자비용(배)	9.5	5.9	4.4	6.2	7.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,759	1,876	3,215	4,974	6,899
BPS	20,990	21,704	26,249	30,830	36,636
CFPS	5,115	3,890	5,698	7,554	9,508
주당 현금배당금	1,000	300	300	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	51.0	84.5	55.7	25.7	18.6
PER(최저)	25.9	54.6	33.6	24.2	17.5
PBR(최고)	9.1	7.3	6.8	4.2	3.5
PBR(최저)	4.6	4.7	4.1	3.9	3.3
PCR	23.4	30.1	22.8	16.0	12.7
EV/EBITDA(최고)	30.1	35.9	28.0	16.1	12.9
EV/EBITDA(최저)	17.9	25.7	19.0	15.4	12.3

2019/01/24

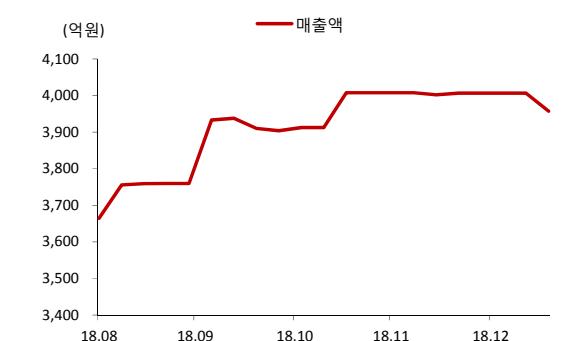
(6) 한국콜마 (161890/KS): 회계 비용 제외 시, 무난한 실적

투자의견 BUY (유지)

목표주가 82,000 원 (유지)

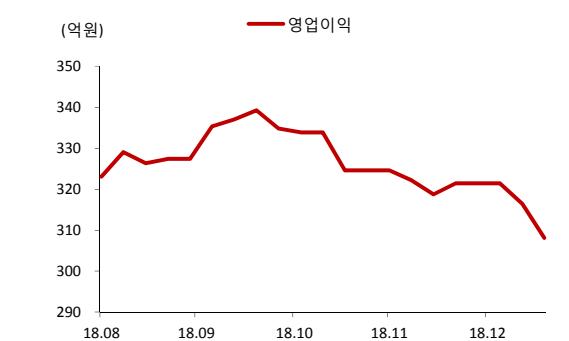
- 4 분기 매출액과 영업이익은 3,928 억원과 320 억원으로 전년동기대비 각각 +79.4%와 +128.9% 증가하며 컨센서스에 부합할 것으로 추정. 2019년에도 화장 품 산업 내 피어 대비 상대적으로 안정적인 매출액 및 영업이익 성장 전망
- 국내 화장품은 최근 특정 브랜드의 마스크팩 오더가 소폭 줄고 있는 것으로 파악 되나, 전체 국내 전체 탑라인은 y-y +39.4% 고성장 예상. 북경은 꾸준한 오더 증 가와 성수기 효과로 분기 최대 매출액인 233 억원을 시현할 것으로 예상하나, 무 석 법인의 경우, 당초 예상보다는 초기 가동률이 더디게 올라오며 약 20 억정도의 매출만 발생 예정. 캐나다와 미국 법인은 3 분기와 유사한 흐름 지속되며 4 분기 매출액 성장률이 각각 y-y +12.0%, y-y -10.0%를 기록할 것으로 전망
- 제약 부문은 CSO 사업 철수 영향으로 매출액이 y-y -4.5% 감소할 것으로 예상 되나, 절대 이익 훼손은 없는 이슈인 만큼, 영업이익률은 14.5%로 소폭 개선될 전망
- CKM의 경우, 최대주주 변경에 따른 일부 라이선스 제품 판매 중단으로 4 분기 매출액은 1,308 억과 영업이익률 14.5% 기록할 것으로 추정. 한편, 2018년 CJ 헬 스케어의 연간 매출 전망치가 낮아짐에 따라 CKM의 영업권 자산 평가 손실이 금번 4 분기에 인식될 가능성 존재. 평가 손실 인식 시, 예상 손실 금액은 342 억 ~ 685 억 사이로 추정(매출 감소분 300 억 x 평균 EBITDA 마진율 12% x 10~20 년(무위험이자율 5% 적용))되며, 회계적 이슈로 주가 영향은 제한적일 전망
- 현재 전반적인 Macro 상황이 좋지 않은 가운데, 동사는 브랜드 업체 대비 위험 노출도가 상대적으로 적음. 올해 ODM 산업이 본격적인 투자 회수 구간에 진입 하며 높은 성장률을 기록한 만큼 2019년 연간 성장률은 둔화 전망. 그럼에도 불구하고 타사 대비 비교적 안정적인 재무구조와 고객 포트폴리오를 보유 중이며, 밸류에이션 매력도 역시 높은 수준. 투자의견 Buy 와 목표주가 82,000 원 유지

한국콜마 4Q18 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

한국콜마 4Q18 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

한국콜마 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
Sales	Sales	242.5	360.1	375.4	392.8	386.2	433.6	418.7	436.8	822	1,371	1,675
	y-y %	20.4%	73.9%	93.3%	79.4%	59.3%	20.4%	11.5%	11.2%	23.1%	66.8%	22.2%
	KOREA	208.4	245.8	222.0	227.8	225.2	260.8	247.3	253.7	681.6	904.0	987.0
	Cosmetic	156.4	193.0	177.4	181.8	174.5	208.7	197.0	201.8	489.5	708.6	782.0
	Domestic	146.2	175.8	159.3	164.0	162.3	188.1	175.2	180.4	457.0	645.3	706.0
	Export	10.2	17.2	18.1	17.8	12.2	20.6	21.7	21.4	32.5	63.3	76.0
	Bio	52.0	52.8	44.6	45.9	50.7	52.0	50.4	51.9	192.1	195.3	205.0
	Beijing	15.8	21.7	18.4	23.3	18.2	25.0	21.2	26.8	57.6	79.2	91.1
	무석	-	-	-	2.0	5.0	10.0	11.5	12.5	-	2.0	39.0
	PTP	14.2	13.4	13.4	13.1	14.6	13.8	13.8	13.4	66.9	54.1	55.7
	CSR	8.0	8.2	7.9	10.5	8.8	9.0	8.7	11.6	27.9	34.6	38.1
	CKM	0.1	80.0	124.0	127.0	125.0	127.0	127.7	130.8	-	331.1	510.5
y-y	KOREA	22.9%	43.7%	36.6%	27.6%	8.1%	6.1%	11.4%	11.4%	10.0%	32.6%	9.2%
	Cosmetic	27.2%	58.2%	55.5%	39.4%	11.6%	8.2%	11.0%	11.0%	7.8%	44.8%	10.4%
	Domestic	27.0%	52.5%	51.6%	35.0%	11.0%	7.0%	10.0%	10.0%	11.2%	41.2%	9.4%
	Export	29.1%	156.7%	101.1%	100.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	-24.9%	94.8%	20.0%
	Bio	11.8%	7.5%	-7.9%	-4.5%	-2.5%	-1.5%	13.0%	13.0%	16.1%	1.7%	5.0%
	Beijing	47.7%	51.7%	61.4%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	10.5%	37.5%	15.0%
	무석	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1850.0%
	PTP	-14.5%	-18.8%	-30.6%	-10.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-	-19.2%	3.0%
	CSR	21.2%	0.0%	113.5%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-	24.1%	10.0%
	CKM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	54.2%
OP	OP	18.0	24.6	7.8	32.0	35.2	40.3	37.0	43.8	67.0	82.4	156.4
	y-y %	-12.8%	44.8%	-49.5%	128.9%	96.1%	64.1%	375.0%	36.9%	-8.8%	23.0%	89.9%
	% Sales	7.4%	6.8%	2.1%	8.2%	9.1%	9.3%	8.8%	10.0%	8.2%	6.0%	9.3%
	KOREA	17.1	22.3	11.6	19.4	19.7	25.2	20.0	22.6	61.3	70.4	87.5
	Cosmetic	10.3	15.4	10.6	12.7	11.9	17.1	12.2	14.5	37.1	49.1	55.7
	Bio	6.8	6.9	0.4	6.7	7.9	8.1	7.8	8.0	24.3	20.7	31.8
	Beijing	(0.3)	0.4	0.1	0.3	1.5	2.0	1.7	2.1	2.3	0.6	7.3
	무석	-	(0.4)	(0.7)	(2.5)	(2.0)	(1.0)	(0.3)	0.6	-	(3.6)	(2.7)
	PTP	0.6	0.7	(0.6)	(0.6)	0.4	0.4	0.4	0.4	2.9	0.0	1.7
	CSR	0.7	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7	0.9	1.4	2.8	3.1
	CKM	-	1.6	(3.0)	15.9	16.3	14.6	16.0	19.0	-	14.5	65.8
OPM	KOREA	8.2%	9.1%	5.2%	8.5%	8.8%	9.7%	8.1%	8.9%	9.0%	7.8%	8.9%
	Cosmetic	6.6%	8.0%	6.0%	7.0%	6.8%	8.2%	6.2%	7.2%	7.6%	6.9%	7.1%
	Bio	13.0%	13.0%	1.0%	14.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	12.6%	10.6%	15.5%
	Beijing	-2.0%	2.0%	0.5%	1.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	4.0%	0.7%	8.0%
	무석	0.0%	0.0%	0.0%	-125.0%	-40.0%	-10.0%	-3.0%	5.0%	-	-177.5%	-7.0%
	PTP	4.0%	5.0%	-4.5%	-4.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	4.3%	0.1%	3.0%
	CSR	8.8%	8.0%	8.0%	7.5%	8.9%	8.1%	8.1%	7.6%	5.1%	8.0%	8.1%
	CKM	-	-	-24%	12.5%	13.0%	11.5%	12.5%	14.5%	-	4.4%	12.9%

자료: 한국콜마, SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	264	366	573	712	841
현금및현금성자산	27	14	60	93	176
매출채권및기타채권	128	161	268	327	353
재고자산	86	106	176	216	233
비유동자산	229	303	1,508	1,494	1,482
장기금융자산	0	4	11	11	11
유형자산	185	236	374	367	361
무형자산	40	58	1,116	1,109	1,102
자산총계	493	669	2,081	2,206	2,322
유동부채	196	212	430	471	484
단기금융부채	59	79	207	199	191
매입채무 및 기타채무	114	112	187	228	246
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9	124	936	939	943
장기금융부채	5	119	887	887	887
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	205	336	1,366	1,410	1,427
지배주주지분	270	305	345	433	540
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	216	216	216
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	141	181	121	209	316
비지배주주지분	18	28	370	363	356
자본총계	288	333	716	796	896
부채와자본총계	493	669	2,081	2,206	2,322

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	39	9	3	127	171
당기순이익(순실)	53	49	-61	80	100
비현금성활동등	35	38	188	129	128
유형자산감가상각비	11	16	29	37	36
무형자산상각비	1	3	11	16	15
기타	3	2	93	2	2
운전자본감소(증가)	-32	-61	-68	-56	-25
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-28	-34	-49	-60	-26
재고자산감소(증가)	-24	-18	-21	-39	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	29	-3	36	41	18
기타	-10	-6	-34	1	0
법인세납부	-17	-17	-56	-25	-32
투자활동현금흐름	-21	-155	-1,212	-36	-35
금융자산감소(증가)	23	-68	54	0	0
유형자산감소(증가)	-45	-68	-36	-30	-30
무형자산감소(증가)	-1	-8	-8	-8	-8
기타	1	-11	-1,222	2	3
재무활동현금흐름	10	131	1,255	-58	-53
단기금융부채증가(감소)	0	0	-2	-8	-8
장기금융부채증가(감소)	15	141	846	0	0
자본의증가(감소)	0	0	450	0	0
배당금의 지급	-4	-6	-6	0	0
기타	-1	-4	-33	-50	-45
현금의 증가(감소)	11	-13	45	33	83
기초현금	16	27	14	60	93
기말현금	27	14	60	93	176
FCF	-21	-62	-44	77	122

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	667	822	1,371	1,675	1,808
매출원가	514	644	1,023	1,233	1,327
매출총이익	154	178	347	442	480
매출총이익률 (%)	23.0	21.6	25.3	26.4	26.6
판매비와관리비	80	111	265	286	304
영업이익	73	67	82	156	177
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.0	9.3	9.8
비영업순이익	-2	-5	-129	-51	-45
순금융비용	1	3	38	48	42
외환관련손익	-2	-1	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	71	62	-46	105	131
세전계속사업이익률 (%)	10.7	7.6	-3.4	6.3	7.3
계속사업법인세	18	13	15	25	32
계속사업이익	53	49	-61	80	100
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	53	49	-61	80	100
순이익률 (%)	8.0	5.9	-4.5	4.8	5.5
지배주주	53	47	-53	88	107
지배주주기속 순이익률(%)	79.5	57.5	-389	5.22	5.94
비지배주주	0	1	-8	-8	-8
총포괄이익	55	39	-61	80	100
지배주주	53	40	-53	87	107
비지배주주	2	-1	-7	-7	-7
EBITDA	85	86	122	209	228

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	24.6	23.1	66.8	22.2	7.9
영업이익	20.9	-8.8	23.0	89.9	13.1
세전계속사업이익	21.3	-13.0	적전	흑전	24.8
EBITDA	21.2	1.1	42.2	70.8	9.0
EPS(계속사업)	16.7	-11.0	적전	흑전	22.7
수익성 (%)					
ROE	21.6	16.4	-16.4	22.5	22.1
ROA	12.7	8.4	-4.4	3.7	4.4
EBITDA마진	12.8	10.5	8.9	12.5	12.6
안정성 (%)					
유동비율	134.6	172.6	133.5	151.2	173.6
부채비율	71.3	101.0	190.9	177.3	159.3
순자기자본/이자비용(배)	10.9	34.7	138.9	119.7	96.1
EBITDA/이자비용(배)	85.2	21.7	3.1	4.2	5.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,516	2,240	-2,460	3,916	4,803
BPS	12,790	14,458	15,452	19,359	24,152
CFPS	3,077	3,149	-607	6,279	7,095
주당 현금배당금	250	300	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	42.7	40.3	N/A	18.1	14.8
PER(최저)	24.7	26.4	N/A	16.2	13.2
PBR(최고)	8.4	6.2	6.0	3.7	2.9
PBR(최저)	4.9	4.1	3.5	3.3	2.6
PCR	21.4	26.0	-116.1	10.3	9.1
EV/EBITDA(최고)	27.2	23.8	27.1	13.9	12.3
EV/EBITDA(최저)	16.0	16.2	21.1	13.1	11.6

2019/01/24

(7) 코스메카코리아 (241710/KQ): 낮춰진 눈높이

투자의견 BUY (유지)

목표주가 43,000 원 (유지)

- 4 분기 매출액 895 억원(y-y +100.8%), 영업이익 49 억원(y-y +993.8%)으로 컨센서스 매출액 970 억원과 영업이익 55 억원을 하회할 것으로 추정
- 내수 화장품은 온라인 고객 비중이 지속 증가하는 가운데, y-y +45.0% 성장할 것으로 예상. 다만, 일부 고객사들의 재고조정으로 성수기 시즌임에도 불구하고 당사의 기준 예상 증가율(y-y +60%)에는 미치지 못할 것으로 추정. 중국 법인의 경우, 3 분기와 비슷한 수준의 매출액을 기록할 전망. 기존 오프라인 고객 수수가 일부 감소했고, 온라인 로컬 고객사 집객에 있어 다소 미흡했던 것으로 파악. 이로써 연간 중국 매출액 역시 y-y +3.4%로 다소 아쉬운 성장률을 시현할 전망. 다만, 향후 중국 현지 영업력 강화에 따른 신규 온라인 고객 유치 여부에 따라 2019년 상반기부터 기저효과도 기대해볼 수 있음
- 잉글우드랩의 경우, 4 분기 매출액은 q-q -25% 감소한 299 억원, 영업이익률은 전 분기 대비 -3%p 가량 줄어든 9.3%를 기록한 것으로 추정. 지난 3 분기 미국 법인의 선 반영 매출이 있었고, 빠른 정상화를 위한 비용 절감 노력과 일부 초과 노동력 투입 등도 있었던 것으로 파악돼 영업이익률은 q-q로 감소할 전망
- 2019년, 모든 사이트에서의 CAPA 증가로 각 법인별 지속적인 탑라인 성장과 이에 따른 이익 레버리지 효과가 나타날 것으로 기대. 투자의견 Buy 와 목표주가 43,000 원 유지

코스메카코리아 분기별 실적 추정

(단위: 백만원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
Sales	Sales	53,161	79,600	95,289	89,455	89,143	113,223	106,753	100,977	182,328	317,506	410,097
	y-y %	5.1%	59.7%	155.1%	100.8%	67.7%	42.2%	12.0%	12.9%	10.4%	74.1%	29.2%
Domestic		39,544	62,221	41,728	45,496	45,674	65,332	48,195	52,548	119,511	188,989	211,749
Export		6,749	8,013	7,244	7,378	7,424	8,815	7,968	8,116	33,205	29,384	32,323
China		8,319	11,267	8,854	8,896	9,151	12,394	10,182	10,675	36,107	37,336	42,402
잉글우드랩		-	-	39,832	29,874	29,740	30,297	43,815	32,861	-	69,706	136,713
연결조정		-1,451	-1,901	-2,368	-2,189	-2,845	-3,614	-3,407	-3,223	-14,323	-7,909	-13,090
y-y %	Domestic	17.6%	97.5%	81.3%	45.0%	15.5%	5.0%	15.5%	15.5%	5.5%	58.1%	12.0%
	Export	-40.0%	18.7%	-3.7%	-4.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-17.4%	-11.5%	10.0%
	China	-7.0%	33.6%	-3.2%	-7.2%	10.0%	10.0%	15.0%	20.0%	61.6%	3.4%	13.6%
	잉글우드랩	-	-	-	-	25.0%	35.0%	10.0%	10.0%	-	-	17.9%
	연결조정	-55.3%	-59.1%	1.7%	-46.6%	96.0%	90.1%	43.9%	47.3%	34.8%	-44.8%	65.5%
OP	OP	649	9,640	5,991	4,899	2,691	12,706	5,686	7,007	10,992	21,178	28,089
	y-y %	-86.6%	84.1%	1145.4%	993.8%	314.9%	31.8%	-5.1%	43.0%	-16.3%	92.7%	32.6%
	OPM %	1.2%	12.1%	6.3%	5.5%	3.0%	11.2%	5.3%	6.9%	6.0%	6.7%	6.8%
코스메카 개별		673	8,863	1,517	2,534	1,257	9,501	1,928	3,102	7,585	13,588	15,789
중국법인		-25	776	-443	-427	64	482	101	342	3,407	-119	989
잉글우드랩		-	-	4,917	2,792	1,370	2,722	3,656	3,564	-	7,709	11,312
OPM %	코스메카 개별	1.5%	13.0%	3.3%	5.0%	2.5%	13.5%	3.7%	5.4%	5.5%	6.5%	6.8%
	중국법인	-0.3%	6.9%	-5.0%	-4.8%	0.7%	3.9%	1.0%	3.2%	9.4%	-0.3%	2.3%
	잉글우드랩	-	-	12.3%	9.3%	4.6%	9.0%	8.3%	10.8%	-	3.8%	8.3%

자료: 코스메카코리아, SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	101	91	205	546	942
현금및현금성자산	50	38	116	432	817
매출채권및기타채권	31	32	56	72	79
재고자산	15	15	27	35	38
비유동자산	42	61	157	170	181
장기금융자산	2	2	2	2	2
유형자산	38	53	105	116	126
무형자산	1	3	47	48	50
자산총계	143	151	362	716	1,123
유동부채	36	35	80	96	103
단기금융부채	2	2	23	23	23
매입채무 및 기타채무	31	29	50	65	71
단기충당부채	0	0	1	1	1
비유동부채	2	3	109	423	794
장기금융부채	0	0	105	418	789
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	38	38	189	519	898
지배주주지분	105	113	132	154	180
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	57	79	106
비지배주주지분	0	0	41	43	45
자본총계	105	113	173	197	225
부채와자본총계	143	151	362	716	1,123

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	4	10	44	25	35
당기순이익(순실)	12	10	19	25	29
비현금성활동등	7	6	12	13	15
유형자산감가상각비	3	4	6	9	10
무형자산상각비	0	0	0	1	2
기타	2	1	2	-1	-1
운전자본감소(증가)	-14	-4	16	-9	-4
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-9	-1	-9	-16	-7
재고자산감소(증가)	-6	-1	22	-8	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	-1	5	15	6
기타	-2	-1	-2	0	0
법인세납부	0	-2	-3	-4	-5
투자활동현금흐름	-13	-22	-74	-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	-57	1	4
재무활동현금흐름	55	0	107	312	369
단기금융부채증가(감소)	-10	0	15	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	78	316	385
기초현금	3	50	38	116	432
기말현금	50	38	116	432	817
FCF	-7	-11	-7	2	13

자료 : 코스메카코리아, SK증권

포괄손익계산서

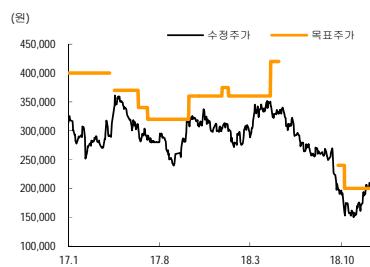
월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	165	182	318	410	449
매출원가	130	143	256	330	360
매출총이익	35	39	61	80	89
매출총이익률 (%)	21.3	21.4	19.4	19.6	19.8
판매비와관리비	22	28	40	52	57
영업이익	13	11	21	28	32
영업이익률 (%)	8.0	6.0	6.7	6.9	7.1
비영업순익	0	0	1	1	2
순금융비용	0	0	0	0	-2
외환관련손익	0	-1	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	13	11	22	29	34
세전계속사업이익률 (%)	8.1	5.9	6.9	7.1	7.6
계속사업법인세	2	1	3	4	5
계속사업이익	12	10	19	25	29
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	12	10	19	25	29
순이익률 (%)	7.0	5.5	5.9	6.1	6.5
지배주주	12	10	16	22	27
지배주주기속 순이익률(%)	6.97	5.45	5.13	5.45	5.96
비지배주주	0	0	2	2	2
총포괄이익	11	9	18	24	28
지배주주	11	9	16	22	26
비지배주주	0	0	2	2	2
EBITDA	16	15	28	38	44

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	66.6	104	74.1	29.2	9.4
영업이익	105.5	-163	92.7	32.6	13.4
세전계속사업이익	142.1	-203	104.5	32.4	17.7
EBITDA	79.5	-6.9	87.2	38.1	14.9
EPS(계속사업)	114.9	-31.1	63.9	37.4	19.6
수익성 (%)					
ROE	18.0	9.1	13.3	15.7	16.1
ROA	10.8	6.8	7.3	4.6	3.2
EBITDA마진	9.6	8.1	8.7	9.3	9.8
안정성 (%)					
유동비율	279.5	260.8	257.1	567.6	9134
부채비율	36.4	33.1	109.4	264.0	398.8
순차입금/자기자본	-48.0	-33.6	6.3	4.2	-2.6
EBITDA/이자비용(배)	38.9	151.7	301.4	59.5	19.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,350	930	1,525	2,094	2,505
BPS	9,816	10,624	12,368	14,394	16,831
CFPS	1,670	1,283	2,129	3,036	3,624
주당 현금배당금	0	200	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	25.1	40.4	29.4	14.5	12.2
PER(최저)	18.1	27.0	16.2	12.8	10.7
PBR(최고)	3.5	3.5	3.6	2.1	1.8
PBR(최저)	2.5	2.4	2.0	1.9	1.6
PCR	16.8	25.3	15.3	8.9	7.4
EV/EBITDA(최고)	19.8	24.8	19.3	9.9	8.4
EV/EBITDA(최저)	13.4	-2.4	11.5	8.9	7.5

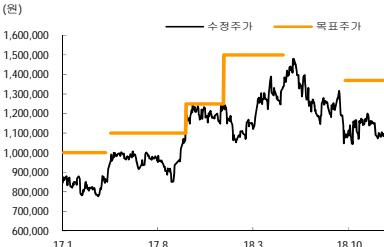
일시	투자의견	목표주가	목표가격	고리율		
				대상시점	평균주기대비	최고(최저)주기대비
2019.01.24	매수	200,000원	6개월			
2018.10.30	매수	200,000원	6개월	-11.94%	4.75%	
2018.10.15	매수	240,000원	6개월	-21.00%	-17.50%	
2018.05.30	담당자 변경					
2018.05.10	매수	420,000원	6개월	-32.06%	-18.45%	
2018.04.02	매수	360,000원	6개월	-13.45%	-236%	
2018.02.01	매수	360,000원	6개월	-18.53%	-11.94%	
2018.01.17	매수	375,000원	6개월	-17.70%	-16.53%	
2017.10.31	중립	360,000원	6개월	-12.99%	-639%	
2017.07.27	중립	320,000원	6개월	-13.51%	203%	
2017.07.05	매수	340,000원	6개월	-14.25%	-10.74%	
2017.05.10	매수	370,000원	6개월	-10.42%	-243%	
2017.05.01	담당자 변경					

아모레퍼시픽



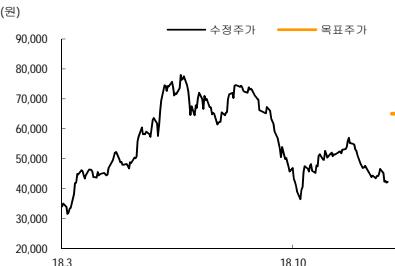
일시	투자의견	목표주가	목표가격	고리율		
				대상시점	평균주기대비	최고(최저)주기대비
2019.01.24	매수	1,370,000원	6개월			
2018.10.24	매수	1,370,000원	6개월	-17.92%	-1241%	
2018.10.15	매수	1,370,000원	6개월	-20.55%	-18.69%	
2018.05.30	담당자 변경					
2018.01.24	매수	1,500,000원	6개월	-16.87%	-133%	
2018.01.17	매수	1,500,000원	6개월	-18.28%	-17.07%	
2017.10.25	중립	1,250,000원	6개월	-4.22%	0.00%	
2017.07.26	중립	1,100,000원	6개월	-12.22%	282%	
2017.07.05	매수	1,100,000원	6개월	-11.66%	-8.45%	
2017.06.13	매수	1,100,000원	6개월	-10.52%	-8.45%	
2017.05.10	매수	1,100,000원	6개월	-10.43%	-8.91%	
2017.04.29	담당자 변경					

LG 생활건강



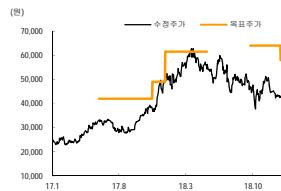
일시	투자의견	목표주가	목표가격	고리율		
				대상시점	평균주기대비	최고(최저)주기대비
2019.01.24	매수	65,000원	6개월			

애경산업



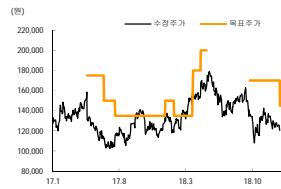
일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율		
				대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비
2019.01.24	매수	58,000원	6개월			
2018.11.26	매수	64,000원	6개월	-29.39%	-20.00%	
2018.10.15	매수	64,000원	6개월	-31.30%	-25.47%	
2018.05.30	담당자 변경					
2018.01.17	매수	61,500원	6개월	-13.44%	211%	
2017.12.07	매수	49,000원	6개월	-12.07%	286%	
2017.08.03	매수	42,000원	6개월	-23.28%	-6.43%	
2017.06.20	매수	42,000원	6개월	-22.45%	-20.48%	

네오팜



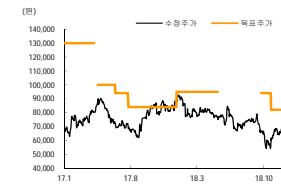
일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율		
				대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비
2019.01.24	매수	145,000원	6개월			
2018.11.08	매수	170,000원	6개월	-24.72%	-16.18%	
2018.10.15	매수	170,000원	6개월	-26.58%	-20.00%	
2018.05.30	담당자 변경					
2018.05.11	매수	200,000원	6개월	-23.12%	-10.50%	
2018.04.16	매수	180,000원	6개월	-14.04%	-11.39%	
2018.02.14	중립	135,000원	6개월	1.51%	1444%	
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%	

코스맥스



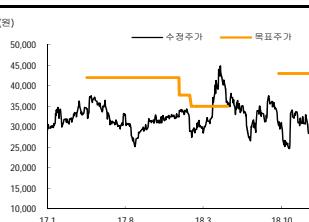
일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율		
				대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비
2019.01.24	매수	82,000원	6개월			
2018.11.15	매수	82,000원	6개월	-18.78%	-13.54%	
2018.10.15	매수	94,000원	6개월	-35.92%	-29.04%	
2018.05.30	담당자 변경					
2018.02.14	중립	95,000원	6개월	-18.02%	-242%	
2018.01.17	매수	95,000원	6개월	-6.09%	-242%	
2017.08.16	매수	84,000원	6개월	-7.41%	548%	
2017.07.05	매수	94,000원	6개월	-24.61%	-21.06%	
2017.06.13	매수	100,000원	6개월	-18.51%	-9.80%	

한국콜마



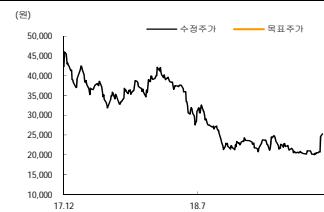
일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율		
				대상시점	평균주가대비	최고(최저)주가대비
2019.01.24	매수	43,000원	6개월			
2018.11.16	매수	43,000원	6개월	-30.84%	-20.81%	
2018.10.15	매수	43,000원	6개월	-35.95%	-27.44%	
2018.05.30	담당자 변경					
2018.02.19	매수	35,000원	6개월	-3.93%	28.14%	
2018.01.17	매수	37,750원	6개월	-11.43%	-9.01%	
2017.06.27	매수	42,000원	6개월	-24.02%	-10.48%	
2017.05.24	매수	42,000원	6개월	-15.41%	-10.48%	
2017.05.10	매수	42,000원	6개월	-16.00%	-10.48%	
2017.05.01	담당자 변경					

코스메카코리아



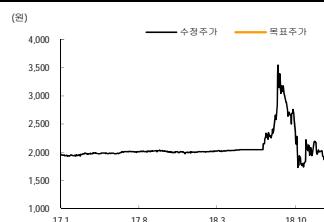
일시	투자의견	목표주가	목표가격		고리율
			대상시점	평균주기대비	최고(최저)주기대비
2019.01.24	Not Rated				

씨티케이코스메틱스



일시	투자의견	목표주가	목표가격		고리율
			대상시점	평균주기대비	최고(최저)주기대비
2019.01.24	Not Rated				

본느



일시	투자의견	목표주가	목표가격		고리율
			대상시점	평균주기대비	최고(최저)주기대비
2019.01.24	Not Rated				

브레인콘텐츠



Compliance Notice

- 작성자(진영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 (2019년 1월 24일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----