

2019년 02월 13일

키움증권 리서치센터 | 산업분석

화장품 | Overweight (Initiate)

China는 럭셔리

최근 2년간 대외 이슈를 통해 다시 한번 화장품 산업의 높은 중국 기여도를 확인했다. 중국 인바운드(단체관광객)의 회복, 면세 채널의 성장 지속, 내수 채널 구조조정 등의 불확실성이 존재하나, 수출 및 럭셔리 화장품 판매 성장을 통해 중국을 포함한 글로벌 시장에서 K뷰티 수요는 지속되고 있음을 확인했다. 향후 화장품 산업의 메가트렌드는 기능성 화장품 시장의 성장으로 전망된다. 그중에서도 인구 노령화와 피부 보호 및 노화에 대한 관심 증가로 안티에이징 시장 확대가 예상되는 가운데, 국내 대형 브랜드가 보유한 1)기능성, 2)럭셔리, 3)한방 화장품은 K뷰티의 주역이자 경쟁력으로 작용할 것으로 전망한다.

기업분석팀 의류/화장품

Analyst 조경진

02-3787-4776, kjcho@kiwoom.com

ORIENTAL SKIN

Cosmetics are substances or products used to enhance or alter the appearance or fragrance of the body.

키움증권 

Contents



| | |
|--|-----------|
| > Summary | 3 |
| > Valuation 및 투자전략 | 4 |
| 국내 화장품 시장 | 10 |
| > 중국 의존도 여전히 높아 | 11 |
| 화장품 생산 규모에서 알 수 있는 기능성 화장품의 가능성 | 16 |
| 한국 화장품의 안티에이징 경쟁력: 한방 | 24 |
| 글로벌 화장품 시장 | 31 |
| > 중국 | 33 |
| > 일본 | 40 |
| > 미국 | 43 |
| > Appendix | 46 |
| 기업분석 | 49 |
| > LG생활건강 (051900) | 50 |
| > 아모레퍼시픽 (090430) | 60 |
| > 애경산업 (018250) | 67 |
| > 한국콜마 (161890) | 75 |
| > 코스맥스 (192820) | 82 |

Compliance Notice

- 당사는 2월 12일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료 상에 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 산업의 메가트렌드는 안티에이징

>> 화장품 업종 투자의견 'Overweight'

화장품 업종에 대해 'Overweight'로 투자의견을 제시한다. 화장품 업종의 밸류에이션은 중국발 수요에 힘입어 고성장 시기 40배 수준까지 프리미엄을 받아왔던 멀티플이 중국의 사드 보복 조치 이후 12개월 FWD PER 기준 20-25배 수준으로 내려오며 밴드 하단에 위치하고 있다. 바닥은 지났고, 부담도 없는 수준이다. 그러나, 밸류에이션 상승의 주요 요인이었던 1) 중국인 인바운드, 2) 면세점 채널 고성장, 3) 수출 증가(K뷰티)에 따른 프리미엄 부여는 당분간 어려울 것으로 판단. 화장품 산업의 채널 구조조정, 인바운드의 회복 지연, 면세 채널의 불확실성도 존재한다. 그러나 중장기적 관점에서 럭셔리 화장품의 중국발 수요는 견조하고, 화장품 업종의 메가트렌드인 기능성 화장품 시장 성장 속 한국 화장품만의 경쟁력을 보유하고 있음에 따라 화장품 업종의 구조적 성장에 따른 수혜가 가능할 것으로 전망한다.

>> 럭셔리 화장품 중국발 수요 견조

지난해 화장품 수출액은 +26.1%(중국 성장을 +37.5%, 비중+40.9%) 증가, 면세점 외국인 매출액은 +23.8% 증가하며 중국 내 한국 화장품에 대한 수요가 지속되고 있음을 확인했다. 또한 중국에 진출해 있는 국내 Mass 브랜드의 판매 실적은 부진했으나, 럭셔리 브랜드는 10~30%의 성장 하며 견조한 성장을 이어갔고, 글로벌 업체들의 아시아 지역 매출도 20% 이상 성장하는 모습을 확인했다.

>> 기능성 화장품의 잠재 수요 존재

또한, 의존도가 높은 중국의 소비 지역 확대, 가처분 소득 증가, 수출국 다변화 등 구조적 변화에 따른 국내 화장품 기업들의 기회는 열려있으며 한국 화장품의 경쟁력은 여전히 존재한다는 결론이다. 과거 수준의 폭발적 성장을 기대하기는 어렵지만 기능성 화장품 시장이 화장품 산업을 견인할 것으로 전망함에 따라 1) 기능성, 2) 럭셔리, 3) 한방 화장품을 중심으로 한 국내 대형 브랜드들의 화장품 업체들의 수출 모멘텀이 존재한다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 고성장을 가능케 한 한방 화장품이라는 K뷰티 경쟁력도 보유하고 있다.

>>> Summary

메가트렌드는 기능성 화장품, 한방 화장품이 K뷰티 경쟁력

화장품 산업에 대한 투자의견을 'Overweight'으로 커버리지를 개시한다. 2019년 화장품 업종의 반등 기대감은 1) 중국인 단체 관광객 회복, 2) 따이공 중심의 면세 채널 성장, 3) 중국 내 고가 브랜드의 입지 강화이다. 사드 배치 이후 국내 화장품 업체들은 아직도 후폭풍을 겪고 있다. 한국 화장품의 주요 소비자인 중국인 단체 관광객은 예상보다 더딘 속도로 회복되고 있으며, 따이공(대리상)들의 구매력 지속 가능성, 전자상거래법과 같은 규제의 불확실성도 지속되고 있다. 그러나 그 사이 중국향 수출과 면세점 외국인 매출액 증가, 대형 브랜드들의 럭셔리 화장품 판매 실적을 미루어봤을 때 고가의 한국 화장품에 대한 수요는 여전히 존재하는 것으로 확인됐다. 또한 17년 2분기 이후 글로벌 럭셔리 브랜드의 아시아 지역 매출액은 평균 20% 이상 고성장하며 중국 내 럭셔리 브랜드 수요는 지속되고 있다.

반면, 중국 로컬 브랜드의 약진으로 Mass브랜드는 고전을 면치 못했고, 중국 진출 브랜드 믹스 차이 및 일부 대형 브랜드의 면세점 내 구매 수량 제한에 따른 시장점유율 감소는 불가피했다. 대외 이슈를 통해 해외 수출 다변화와 브랜드력 강화 등의 체질 개선을 진행하고 있으나 당장에 효과는 기대하기 어려울 것으로 판단한다. 이에 따라 화장품 수출의 약 40%의 비중을 차지하는 중국과 주요 판매 채널인 면세점에서 글로벌 화장품 업체들과의 경쟁에서 K뷰티에 대한 중국인들의 수요를 잃지 않는 게 중요한 시점이다. 다행인 점은 의존도가 높은 중국 화장품 시장의 고성장과 한국의 럭셔리 화장품 수요가 견조하다는 점에서 국내 화장품 업체들의 실적 개선의 여지는 뚜렷하다. 면세점 내 따이공의 수요 지속과 인바운드 회복 시 화장품 업종의 실적 개선폭 상승에 따른 주가 상승을 기대할 수 있다.

화장품 산업의 메가트렌드는 기능성 화장품, 그중에서도 안티에이징이 될 것으로 전망한다. 삶의 질에 대한 인식 변화와 인구 노령화로 기능성 화장품 시장이 꾸준히 성장하고 있으며 화장품 시장규모가 가장 큰 미국, 중국을 비롯해 기능성 화장품 시장 성장은 글로벌 트렌드이다. 이에 국내 업체들의 대표 브랜드인 '후', '설화수'와 같은 대표 안티에이징 제품인 한방 화장품이 K뷰티의 경쟁력이 될 것으로 전망하며 기능성 화장품 시장의 구조적인 성장에 따른 화장품 산업의 비중 확대가 유효하다는 판단이다.

2017년 기준 국내 화장품 생산 실적의 약 59.6%가 LG생활건강(29.4%)과 아모레퍼시픽(30.3%) 화장품이며 각 업체의 대표 브랜드인 '후'와 '설화수'의 화장품 라인이 품목별 상위 20개 품목에서 19개를 차지하고 있다. ①럭셔리, ②기능성, ③한방 화장품의 범주에 속한다. 고가의 기능성 화장품 수요 증가와 한방 원료로 만들어진 화장품 생산국이 한국에 집중되어 있다는 점을 미루어봤을 때 향후 한국의 고가의 기능성 한방 화장품이 K뷰티의 경쟁력이 될 것으로 판단한다.

>>> Valuation 및 투자전략

아직은 중국인 인바운드와 면세점 외국인 매출액 성장이 실적 변수

과거 화장품 업종의 밸류에이션 상승을 견인했던 1) 중국인 인바운드의 폭발적 증가, 2) 중국의 한국 화장 품 수입 비중 증가(K뷰티), 3) 면세 채널의 고성장과 같은 밸류에이션 상승 동력이 당장은 부재하나, 긴 호흡에서 사드 이슈로 인한 악재와 불안한 투자심리는 이미 주가에 반영됐다. 화장품 업체들의 실적 개선과 주가 상승의 방향성은 중국인 관광객 회복과 면세점 채널의 외국인 매출액 상승폭에 달려있다.

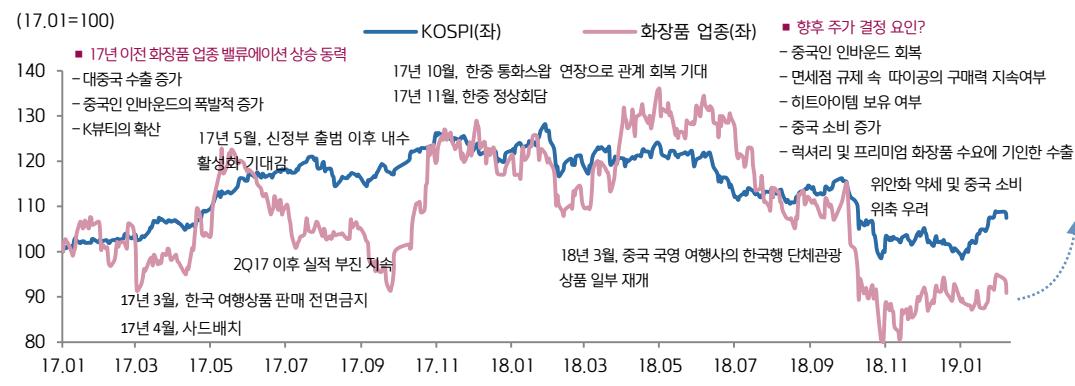
2014년에서 2016년까지 화장품 업종은 평균 32배, 고점 시기 44배 수준까지 밸류에이션이 리레이팅 됐다. 그러나 2017년 사드 배치 등의 이슈는 인바운드 감소를 초래했고, 그 사이 화장품 업체 간 경쟁 심화와 면세점 규제 등의 불확실성이 지속되며 밸류에이션이 25배 이하 수준으로 하락하는 모습을 보였다. 외부 환경에 따른 업종의 내 변동성을 통해 화장품 산업의 높은 중국 의존도를 다시 한번 확인했다.

이후 2017년 9월을 저점으로 중국 일부 지역의 단체관광 재개, 면세점 외국인 매출 및 객단가 증가 등의 긍정적인 뉴스, 이벤트 등으로 일시적인 주가 상승을 보였으나, 실적 저하가 장기화되며 밸류에이션 하락을 초래했다. 한편으로는 업체들의 기초 체력과 향후 방향성을 파악할 수 있는 기회였다. 반면, 글로벌 업체들의 경우 국내 화장품 업체들이 고전하는 사이 아시아 지역(중국)에서 매출액 고성장과 점유율이 확대되는 모습을 보였으며 2016년 이전 18~20배 수준으로 받아왔던 멀티플은 2017년 이후 30배 수준까지 상승했다. 국내 화장품 산업이 중국발 수요로 폭발적으로 성장하던 시기와 비교해 주가 조정으로 밸류에이션이 하향 조정됐지만 중국 내 글로벌 업체들의 점유율 확대와 로컬 브랜드들이 빠르게 성장하며 프리미엄을 부여받은 상황에서 현 수준의 밸류에이션이 매력적인가에 대한 고민이 존재하는 시점이다.

주요 변수인 2019년 중국인 인바운드는 단체 관광객 회복의 불확실성에 따라 570만 명, 보수적인 수치로 추정한다. 한편, 중국인 인바운드의 의미 있는 회복을 확인하기 전까지는 단기적으로 히트아이템을 보유한 중소업체들의 실적 회복이 대형업체 대비 빠르게 나타날 것으로 판단하고, 중국 로컬 브랜드 및 글로벌 고객사를 두고 있는 ODM/OEM 업체들이 브랜드 업체 대비 비교적 안정적 성장을 이어갈 것으로 판단한다. 주요 수출국인 중국의 가치분 소득 증가, 기능성 화장품 시장 성장과 글로벌 고가 럭셔리 화장품 수요 증가와 같은 구조적 변화에 따른 국내 화장품 업체들의 판매 수혜는 중장기적 접근이 유효한 것으로 전망한다.

화장품 업종 내 Top pick으로는 LG생활건강을 제시한다. **LG생활건강**은 고가의 기능성 한방 화장품인 '후'와 자연주의 화장품 '숨'이 고성장을 지속하며 화장품 사업부의 매출을 견인하고 있다. 중국 법인 매출액은 36.7% 증가, 면세점 매출액은 25% 증가할 것으로 전망하며, ①럭셔리, ②기능성, ③한방 화장품 경쟁력을 모두 갖춘 화장품 업종 내 매수 요인이 가장 뚜렷한 기업이라는 판단이다.

화장품 업종 지수 추이



자료: 키움증권 리서치

중국인 인바운드와 면세점 매출액 추정

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E |
|-------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 중국인입국자수(명) | 6,126,865 | 5,984,170 | 8,067,722 | 4,169,353 | 4,789,512 | 5,679,217 |
| YoY | 41.6% | -2.3% | 34.8% | -48.3% | 14.9% | 18.6% |
| 면세점매출액(십만달러) | 79,032 | 81,426 | 106,086 | 128,035 | 172,382 | 225,458 |
| YoY | 26.6% | 3.0% | 30.3% | 20.7% | 34.6% | 30.8% |
| 면세점외국인매출액(십만달러) | 54,514 | 54,169 | 76,177 | 94,270 | 136,360 | 185,917 |
| 비중 | 69.0% | 66.5% | 71.8% | 73.6% | 79.1% | 82.5% |
| YoY | 39.9% | -0.6% | 40.6% | 23.8% | 44.6% | 36.3% |
| 면세점 외국인 매출액 내 중국인 비중 가정(십만달러) | | | | | | |
| 60% | 32,708 | 32,501 | 45,706 | 56,562 | 81,816 | 111,550 |
| 70% | 38,160 | 37,918 | 53,324 | 65,989 | 95,452 | 130,142 |
| 80% | 43,611 | 43,335 | 60,942 | 75,416 | 109,088 | 148,734 |
| 면세점 외국인 매출액 내 라이브 가정(십만달러) | | | | | | |
| 40% | 21,806 | 21,668 | 30,471 | 37,708 | 54,544 | 74,367 |
| 50% | 27,257 | 27,085 | 38,089 | 47,135 | 68,180 | 92,959 |
| 60% | 32,708 | 32,501 | 45,706 | 56,562 | 81,816 | 111,550 |
| 브랜드 업체 면세점 매출액 | | | | | | |
| LG 생활건강(십억원) | 300 | 638 | 1,021 | 1,040 | 1,484 | 1,854 |
| YoY | 203% | 113% | 60% | 2% | 43% | 25% |
| 면세점매출비중 | 15% | 25% | 33% | 32% | 38% | 41% |
| 아모레퍼시픽(십억원) | 703 | 1,069 | 1,499 | 1,103 | 1,271 | 1,406 |
| YoY | 102% | 52% | 40% | -26% | 15% | 11% |
| 면세점매출비중 | 28% | 35% | 43% | 39% | 45% | 46% |

자료: 한국관광공사, 면세점협회, LG생활건강, 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

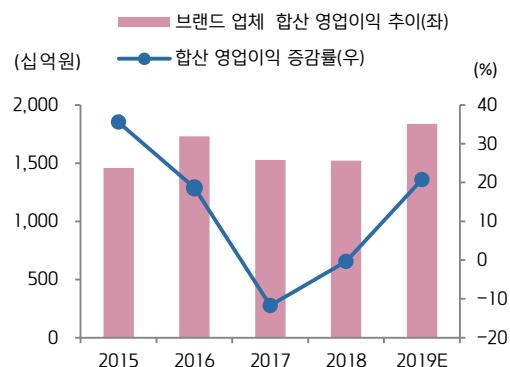
화장품 커버리지 밸류에이션 테이블 및 투자전략

| 종목 | 투자의견 | 목표주가 (원) | 증가 (원) | 상승여력 (%) | 투자포인트 |
|--------|------|-------------|-----------|-------------|--|
| LG생활건강 | BUY | 1,530,000 | 1,219,000 | 25.5 | <ul style="list-style-type: none"> - 럭셔리, 기능성, 한방 화장품 경쟁력 보유 - 면세 채널과 중국 현지 법인 럭셔리 부문 매출 고성장 - 생활용품 및 음료 부문까지 다변화된 포트폴리오 보유 |
| 아모레퍼시픽 | BUY | 220,000 | 171,500 | 28.3 | <ul style="list-style-type: none"> - 2019년 브랜드 리빌딩 및 유통채널 재정비 시기 - 럭셔리 및 프리미엄 라인 보유한 원조 K뷰티 강자 - 해외 매출처 다변화는 장기적 접근 유효 |
| 애경산업 | BUY | 65,000 | 39,450 | 64.8 | <ul style="list-style-type: none"> - 에센스 커버팩트 국내에서는 스테디셀러이자 베스트셀러 - 고마진 수출(온/오프) 채널 판매 확대 - 제품 라인 확대 및 믹스 개선을 통한 화장품 사업 확대 |
| 한국콜마 | BUY | 80,000 | 65,900 | 21.4 | <ul style="list-style-type: none"> - 안정적인 제약 사업부와 화장품 사업의 시너지 - 해외 법인 매출 성장 기대 - CJ헬스케어 인수에 따른 R&D 및 영업 시너지 |
| 코스맥스 | BUY | 175,000 | 126,500 | 38.3 | <ul style="list-style-type: none"> - 글로벌 ODM 경쟁력 보유, 해외 법인의 이익 기여도 증가 - 색조 ODM 우위에 있어 색조 화장품 성장에 따른 수혜 가능 - H&B 및 홈쇼핑 채널 확장에 따른 중소 브랜드의 수요 증가 |

주: 증가는 2월 11일 기준

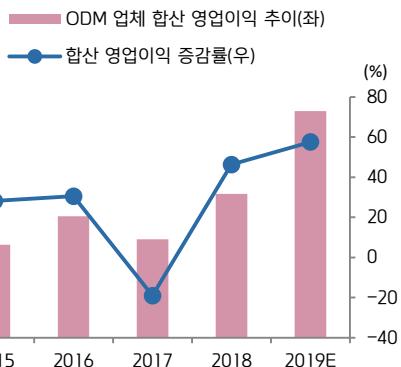
자료: 키움증권 리서치

브랜드 업체 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

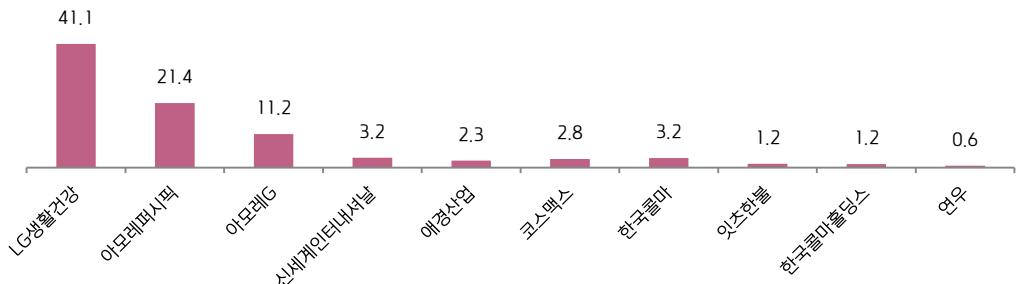
ODM 업체 합산 영업이익 추이 및 전망



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

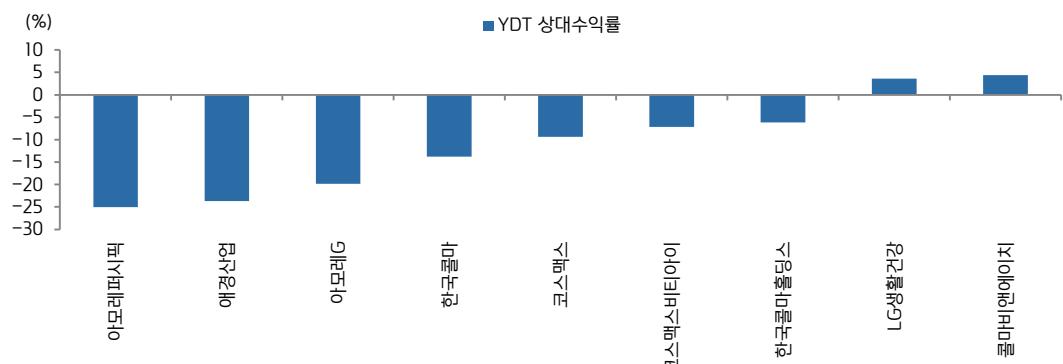
화장품 업종 시가총액 상위 10개 업체

■ 화장품 업종 내 시가총액 상위 10개 (비중, %)



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

주요 화장품 업체 YTD 상대수익률



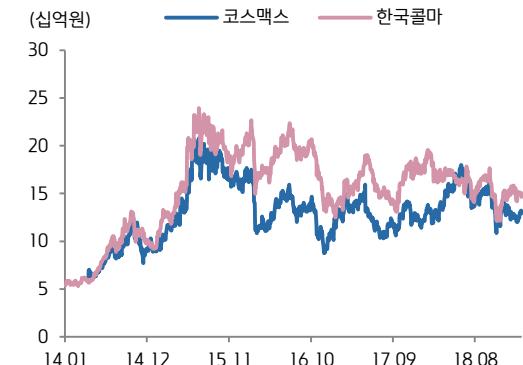
자료: Bloomberg 키움증권 리서치

대형 브랜드 업체 시가총액 추이



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

ODM/ODM 업체 시가총액 추이



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

>>> 국내 화장품 업체 밸류에이션 테이블

| | 아모레퍼시픽 | 아모레G | LG생활건강 | 애경산업 | 한국콜마 | 코스맥스 | 코스메카코리아 |
|--------------|---------|--------|-----------|--------|--------|---------|---------|
| 통화 | KRW | KRW | KRW | KRW | KRW | KRW | KRW |
| 결산월 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 주가(원) | 177,500 | 65,900 | 1,249,000 | 40,100 | 67,300 | 131,500 | 27,450 |
| 시가총액 | 103,764 | 54,340 | 195,071 | 10,542 | 15,039 | 13,215 | 2,932 |
| 매출액 | 2017 | 52,778 | 60,782 | 67,475 | 6,996 | 8,216 | 8,840 |
| | 2018E | 53,196 | 61,275 | 66,755 | 7,144 | 13,671 | 12,570 |
| | 2019E | 57,142 | 65,789 | 71,832 | 7,766 | 17,024 | 14,917 |
| 영업이익 | 2017 | 4,820 | 5,495 | 10,393 | 786 | 670 | 351 |
| | 2018E | 5,257 | 6,017 | 10,413 | 858 | 820 | 560 |
| | 2019E | 5,883 | 7,004 | 11,545 | 972 | 1,485 | 779 |
| 순이익 | 2017 | 3,322 | 1,423 | 6,827 | 381 | 473 | 189 |
| | 2018E | 3,749 | 1,810 | 7,163 | 667 | 307 | 349 |
| | 2019E | 4,227 | 2,058 | 7,886 | 772 | 727 | 553 |
| EPS(원) | 2017 | 5,711 | 2,432 | 36,199 | 1,785 | 2,240 | 1,877 |
| | 2018E | 5,866 | 2,113 | 43,359 | 2,614 | 1,403 | 3,454 |
| | 2019E | 6,630 | 2,509 | 47,941 | 2,944 | 3,144 | 5,370 |
| EBITDA | 2017 | 8,201 | 9,998 | 10,768 | 568 | 862 | 554 |
| | 2018E | 7,516 | 8,882 | 11,984 | 944 | 1,172 | 814 |
| | 2019E | 8,435 | 10,272 | 13,155 | 1,087 | 1,932 | 1,050 |
| ROE(%) | 2017 | 7.9 | 5.0 | 18.3 | 37.2 | 9.2 | 11.9 |
| | 2018E | 8.8 | 6.0 | 21.9 | 33.3 | 9.4 | 14.7 |
| | 2019E | 9.2 | 6.7 | 20.5 | 28.4 | 17.4 | 19.5 |
| PER(배) | 2017 | 35.2 | 32.7 | 31.6 | 22.5 | 42.7 | 47.0 |
| | 2018E | 30.3 | 31.2 | 28.8 | 15.3 | 48.0 | 38.1 |
| | 2019E | 26.8 | 26.3 | 26.1 | 13.6 | 21.4 | 24.5 |
| PBR(배) | 2017 | 2.4 | 1.6 | 5.4 | 7.3 | 3.5 | 5.1 |
| | 2018E | 2.6 | 1.7 | 5.8 | 4.1 | 3.9 | 5.1 |
| | 2019E | 2.4 | 1.6 | 5.1 | 3.3 | 3.3 | 4.3 |
| EV/EBITDA(배) | 2017 | 18.6 | 9.7 | 16.2 | | 30.5 | 27.3 |
| | 2018E | 13.0 | 7.7 | 16.4 | 10.1 | 20.6 | 21.3 |
| | 2019E | 11.4 | 6.2 | 14.6 | 8.1 | 12.5 | 16.5 |

주: 컨센서스 기준, 주가 및 EPS 제외 각국통화 백만단위

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

>>> 해외 화장품 업체 밸류에이션 테이블

| | PROCTER & GAMBLE CO/THE | L'OREAL | ESTEE LAUDER COMPANIES-CL A | SHANGHAI JAHWA UNITED CO-A | SHISEIDO CO LTD | KAO CORP | KOSE CORP |
|--------------|-------------------------|---------|-----------------------------|----------------------------|-----------------|-----------|-----------|
| 통화 | USD | EUR | USD | CNY | JPY | JPY | JPY |
| 결산월 | 06 | 12 | 06 | 12 | 12 | 12 | 03 |
| 주가 | 98 | 219 | 155 | 29 | 7,017 | 7,673 | 16,540 |
| 시가총액 | 244,429 | 122,619 | 55,875 | 19,499 | 2,806,800 | 3,749,795 | 1,002,200 |
| 매출액 | 2017 | 66,832 | 26,937 | 13,683 | 1,094,825 | 1,508,007 | 303,399 |
| | 2018E | 66,858 | 26,761 | 13,639 | 1,099,426 | 1,525,176 | 305,408 |
| | 2019E | 67,134 | 28,439 | 14,540 | 8,510 | 1,185,505 | 1,577,354 |
| 영업이익 | 2017 | 13,711 | 4,827 | 2,052 | 108,350 | 207,703 | 48,408 |
| | 2018E | 14,568 | 4,909 | 2,273 | 639 | 120,568 | 213,124 |
| | 2019E | 14,422 | 5,300 | 2,469 | 840 | 143,468 | 228,865 |
| 순이익 | 2017 | 9,750 | 3,895 | 1,108 | 61,403 | 153,698 | 30,611 |
| | 2018E | 11,132 | 4,003 | 1,672 | 516 | 75,507 | 150,384 |
| | 2019E | 11,662 | 4,304 | 1,850 | 656 | 92,581 | 162,052 |
| EPS(원) | 2017 | 4 | 7 | 3 | 154 | 314 | 537 |
| | 2018E | 4 | 7 | 4 | 1 | 188 | 308 |
| | 2019E | 4 | 8 | 5 | 1 | 229 | 334 |
| EBITDA | 2017 | 16,545 | 5,937 | 2,583 | 152,195 | 268,365 | 56,201 |
| | 2018E | 17,405 | 6,130 | 2,797 | 737 | 163,222 | 273,882 |
| | 2019E | 17,169 | 6,545 | 3,034 | 879 | 191,433 | 290,992 |
| ROE(%) | 2017 | 19.8 | 15.1 | 36.8 | 14.1 | 18.9 | 20.3 |
| | 2018E | 19.6 | 15.6 | 35.4 | 8.9 | 17.3 | 18.1 |
| | 2019E | 21.4 | 15.3 | 39.9 | 10.5 | 18.9 | 18.2 |
| PER(배) | 2017 | 23.6 | 31.4 | 31.4 | 45.6 | 24.4 | 24.3 |
| | 2018E | 23.4 | 30.8 | 34.6 | 36.9 | 25.0 | 32.5 |
| | 2019E | 21.9 | 28.6 | 30.8 | 29.8 | 23.0 | 24.7 |
| PBR(배) | 2017 | 4.6 | 4.5 | 13.0 | 6.2 | 4.5 | 4.6 |
| | 2018E | 4.5 | 4.6 | 12.4 | 3.4 | 4.4 | 5.2 |
| | 2019E | 4.5 | 4.3 | 13.5 | 3.1 | 4.0 | 4.5 |
| EV/EBITDA(배) | 2017 | 15.6 | 18.5 | 17.5 | 17.9 | 14.3 | 14.1 |
| | 2018E | 15.8 | 19.5 | 20.6 | 25.7 | 16.8 | 16.6 |
| | 2019E | 16.1 | 18.0 | 18.9 | 21.5 | 14.2 | 13.8 |

주: 컨센서스 기준, 주가 및 EPS 제외 각국통화 백만단위

자료: Bloomberg, 기움증권 리서치

국내 화장품 시장

>>> 화장품 개요

화장품의 정의와 사용 목적과 부문별 분류

화장품이란 인체를 청결·미화하여 매력을 더하고 용모를 밝게 변화시키거나 피부·모발의 건강을 유지 또는 증진하기 위하여 인체에 바르고 문지르거나 뿌리는 등 이와 유사한 방법으로 사용되는 물품으로서 인체에 대한 작용이 경미한 것으로 정의된다(「화장품법」 제2조제1호 본문). 의약품과 비교하여 안전성은 높고 효과가 낮은 특성을 갖고, 인체에 사용하는 물품이라도 질병의 진단이나 치료, 처치, 증상 경감 또는 예방을 목적으로 사용하는 것은 화장품이 아니라 의약품에 해당된다는 점에서 차별성을 갖는다. 화장품의 사용 목적은 피부의 청정, 미화, 보호로 볼 수 있으며 청정은 피부 표면의 노폐물 등을 제거하여 청결히 하는 것, 미화는 피부의 유수분 균형을 이루어 아름답게 가꾸는 것, 보호는 외부 유해 환경으로부터 피부를 보호해 주는 기능을 말한다.

2000년대 초 기능성 화장품 인증제도가 생기면서 미백, 주름개선, 자외선 차단 등의 효과가 높은 기능성 소재 개발이 본격화 되기 시작했다. 기능성 화장품은 화장품과 의약품의 중간적인 성격을 갖는 제품으로 볼 수 있으며, 기능성화장품은 세부적으로 ① 피부의 미백에 도움을 주는 제품, ② 피부의 주름개선에 도움을 주는 제품, ③ 피부를 곱게 태워주거나 자외선으로부터 피부를 보호하는 데에 도움을 주는 제품, ④ 모발의 색상 변화·제거 또는 영양 공급에 도움을 주는 제품, ⑤ 피부나 모발의 기능 약화로 인한 건조함, 갈라짐, 빠짐, 각질화 등을 방지하거나 개선하는 데에 도움을 주는 제품 중 어느 하나에 해당되는 것으로서 총리령으로 정하는 화장품을 말한다.

스킨케어와 메이크업의 대표 품목별 분류

스킨케어

| | |
|------|---|
| 화장수 | 화장수란 스키로션이라 하며 스키이란 용어로 명명되며, 동의어로 토너, 소프너 등 여러 명칭으로 불림 |
| 에멀전 | 화장수와 크림의 중간적 성격을 가지며, 유분량은 적고 유동성이 있는 에멀전 |
| 크림 | 피부에 모이스춰 뱃런스를 유지하는 수분, 보습제, 유분을 공급하고 피부의 보습 및 유연기능을 하는 화장품 |
| 클렌징 | 유분, 보습제, 수분 등을 매우 큰 비율로 배합할 수 있기 때문에 기초화장품의 대표적인 제형 |
| 에센스 | 피부의 모이스춰 뱃런스를 지켜주고 주로 수분, 보습제, 유분을 공급하여 피부의 보습, 유연 기능 |
| 바디 | 피부를 깨끗하게 관리해주는 제품군으로 피부의 피지나 노폐물과 외부환경에서 얻은 더러움 그리고 메이크업 잔여물을 제거함 |
| 어린이용 | 피부에 색조효과를 주고 피부의 결점을 감추며 피부보호, 건조방지를 위하여 사용되는 제품 |

메이크업

| | |
|----------|---|
| 메이크업 베이스 | 색조화장 전 피부톤을 보정하고 보습을 주기 위해 사용하는 제품 |
| 파운데이션 | 피부에 색조효과를 주고 피부의 결점을 감추며 피부보호, 건조방지를 위하여 사용되는 제품 |
| 컨실러 | 얼굴에 있는 점, 트러블 자국 등 국소부위에 결점을 감추기 위한 제품 |
| 튜웨이케이크 | 피부에 색조효과를 주고 매끄럽게 해주며, 결합이나 피부가 화장품에 의한 수분이나 오일성분으로 번들거리는 것을 감추기 위한 제품 |
| 페이스파우더 | 피부 색조효과를 주고 매끄럽게 해주며, 작은 피부 결합이나 피부가 화장품에 의한 수분이나 오일성분으로 번들거리는 것을 감추기 위한 제품 |
| 아이섀도 | 눈꺼풀에 입체감을 주는 색채효과를 주어 눈을 아름답게 하기 위하여 사용되는 제품 |
| 마스カラ | 속눈썹을 길게 보이게 하거나 눈썹끝을 위로 올려주어 눈을 아름답게 하기 위하여 사용되는 제품 |
| 아이라이너 | 속눈썹의 털이 난 언저리를 따라서 선을 그어 눈의 윤곽을 선명하게 하고 아름답게 하기 위하여 사용되는 제품 |
| 립스틱 | 입술에 색조효과와 윤기를 주고 입술을 보호하며 건조를 방지하여 입술을 건강하고 부드럽게 해주는 제품 |
| 프라이머 | 색조화장 전 모공이나 잔주름 등을 커버하고 매끄러운 피부로 표현하기 위하여 사용되는 제품 |
| 비비크림 | 피부에 보습, 윤기를 더해주고 영양을 공급하며 동시에 색조 효과를 부여하므로 피부 톤을 보정해주는 제품 |

자료: 코스맥스, 한국콜마, 키움증권 리서치

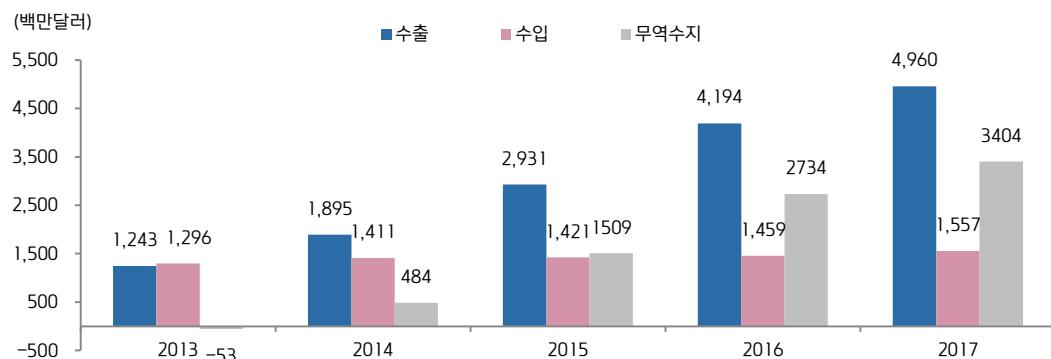
>>> 국내 화장품 시장: 중국 의존도 여전히 높아

화장품 수출액 중국 비중 40.9%, 해외 매출처 다변화는 진행 중

우리나라 화장품 시장은 연평균 ('12-'16년) 7.4% 성장했으며 2017년 국내 화장품 시장 규모는 9조 2,552 억 원을 기록(-2.1%, YoY). 2017년 사드 영향으로 인한 중국인 관광객 감소가 내수 화장품 시장 위축에 기인했다. 2017년 수출은 중국이 19억 3,228만 달러(2조 1,844억 원)로 1위를 차지했고, 홍콩(12억 2,245 만 달러, 1조 3,820억 원), 미국(4억 4,547만 달러, 5,036억 원), 일본(2억 2,539만 달러, 2,548억 원)로 높은 순위를 차지했다. 사드 이슈가 있었음에도 2017년 중국의 수출은 2016년 대비 23.1% 증가하는 모습을 보이며 여전히 중화권의 화장품 수출이 강세인 것으로 나타났다.

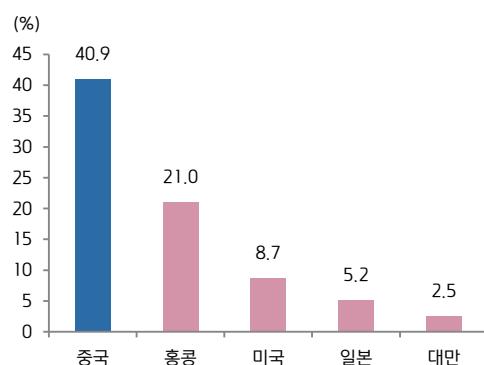
2018년 화장품 수출액은 62.8억 달러로 전년 대비 26.6% 증가하며 7년 연속 두 자릿수 증가했으며, 화장품 수출 상위 5개국은 중국(20.2억 달러), 홍콩(10.4억 달러), 미국(4.2억 달러), 일본(2.5억 달러), 베트남(1.5억 달러) 순으로 나타났다. 이 외 러시아가 1.3억 달러, 인도네시아가 0.5억 달러로 전년 대비 각각 66.3%, 107.6%로 수출 증가 폭이 가장 커졌으며 카자흐스탄 57.7%, 우크라이나 115.7% 등의 국가도 큰 폭의 성장을 보였으며 수출국 다변화가 이루어지고 있다. 수입액은 12억 2천만 달러(1조 4천억 원)로 2.9% 증가, 무역수지는 수출 증가에 힘입어 34억 9천만 달러로 흑자 폭이 더욱 확대됐으며 2014년 이후 5년 연속 흑자를 달성했다.

화장품 수출입 추이 및 무역수지



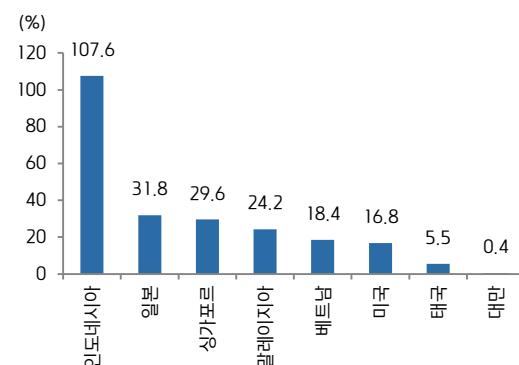
자료: KITA, 키움증권 리서치

2018년 화장품 수출 상위 5개국 비중 추이



자료: KITA, 키움증권 리서치

2018년 주요 수출국 수출액 성장률



자료: KITA, 키움증권 리서치

국가별 화장품 수출현황 (2013~2017) (단위: 백만달러, %)

| 순위 | 국가명 | 2013년 | 2014년 | 2015년 | 2016년 | 2017년 | 비중 | YoY | CAGR ('13-'17) |
|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------------------|
| 1 | 중국 | 305 | 595 | 1,186 | 1,577 | 1,939 | 39.1 | 23 | 58.8 |
| 2 | 홍콩 | 215 | 411 | 688 | 1,245 | 1,222 | 24.6 | -1.8 | 54.3 |
| 3 | 미국 | 108 | 156 | 241 | 350 | 450 | 9.1 | 28.4 | 43 |
| 4 | 일본 | 152 | 145 | 138 | 183 | 226 | 4.6 | 23.5 | 10.5 |
| 5 | 대만 | 95 | 126 | 140 | 136 | 155 | 3.1 | 13.6 | 13 |
| 6 | 태국 | 80 | 88 | 94 | 119 | 152 | 3.1 | 28 | 17.3 |
| 7 | 베트남 | 38 | 44 | 54 | 72 | 141 | 2.8 | 96.6 | 38.4 |
| 8 | 싱가포르 | 41 | 48 | 66 | 94 | 104 | 2.1 | 11.2 | 26.1 |
| 9 | 러시아 | 24 | 38 | 36 | 48 | 97 | 2 | 101.3 | 42 |
| 10 | 말레이시아 | 40 | 46 | 49 | 61 | 67 | 1.4 | 9.9 | 13.7 |
| 11 | 프랑스 | 4 | 6 | 14 | 33 | 46 | 0.9 | 40.1 | 84.7 |
| 12 | 필리핀 | 11 | 12 | 13 | 23 | 31 | 0.6 | 37.5 | 31 |
| 13 | 캐나다 | 8 | 11 | 11 | 16 | 26 | 0.5 | 62.4 | 36.2 |
| 14 | 호주 | 15 | 30 | 32 | 25 | 26 | 0.5 | 4.8 | 14.2 |
| 15 | 인도네시아 | 10 | 13 | 13 | 15 | 24 | 0.5 | 60.8 | 23.4 |
| 16 | 영국 | 10 | 7 | 9 | 12 | 24 | 0.5 | 91.9 | 24.8 |
| 17 | 아랍에미리트연합 | 8 | 8 | 8 | 10 | 14 | 0.3 | 44.1 | 14.2 |
| 18 | 독일 | 4 | 8 | 9 | 8 | 14 | 0.3 | 71.9 | 37.9 |
| 19 | 이탈리아 | 0 | 1 | 5 | 15 | 14 | 0.3 | -10.1 | 145.4 |
| 20 | 폴란드 | 2 | 3 | 4 | 7 | 13 | 0.3 | 100.9 | 55.9 |
| 합계(A) | | 1,170 | 1,796 | 2,810 | 4,049 | 4,785 | 96.6 | 18.2 | 42.2 |
| 전체 수출액(B) | | 1,243 | 1,895 | 2,931 | 4,194 | 4,960 | 100 | 18.3 | 41.3 |
| 비중(A/BX100) | | 94.3 | 94.8 | 95.9 | 96.6 | 96.5 | | | |

자료: KITA, 한국보건산업진흥원, 키움증권 리서치

유형별 화장품 수출현황 (2013~2017) (단위: 백만달러, %)

| 순위 | 품목명 | 2013년 | 2014년 | 2015년 | 2016년 | 2017년 | 비중 | YoY | CAGR ('13-'17) |
|--------------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------------------|
| 1 | 기초화장용제품류 | 513 | 832 | 1223 | 1678 | 1989 | 40.1 | 18.5 | 40.3 |
| 2 | 기타(인체세정용) | 293 | 464 | 777 | 1144 | 1228 | 24.8 | 7.3 | 43 |
| 3 | 기타(기초화장용) | 66 | 102 | 198 | 395 | 693 | 14 | 75.4 | 79.9 |
| 4 | 메이크업용제품류 | 121 | 148 | 244 | 342 | 372 | 7.5 | 8.8 | 32.5 |
| 5 | 기타(눈화장용) | 43 | 65 | 96 | 121 | 120 | 2.4 | -1.4 | 29 |
| 6 | 샴푸 | 40 | 62 | 97 | 120 | 118 | 2.4 | -1.9 | 30.8 |
| 7 | 피부세척용 | 16 | 27 | 69 | 97 | 89 | 1.8 | -7.9 | 54.2 |
| 유기계면활성제품과조제품 | 기타(두발용) | 42 | 54 | 64 | 82 | 88 | 1.8 | 6.9 | 20.1 |
| | 립스틱 | 9 | 18 | 19 | 31 | 64 | 1.3 | 102.6 | 64.7 |
| | 기타(색조화장용) | 11 | 16 | 28 | 55 | 62 | 1.3 | 13.2 | 53.4 |
| | 페이스파우더 | 15 | 20 | 23 | 25 | 24 | 0.5 | -3.9 | 12.5 |
| | 아이섀도 | 7 | 10 | 7 | 14 | 21 | 0.4 | 44.9 | 30.6 |
| | 향수 | 5 | 5 | 8 | 6 | 16 | 0.3 | 155.7 | 30.8 |
| | 기타(인체세정용) | 11 | 21 | 20 | 15 | 16 | 0.3 | 2.5 | 8 |
| | 그밖의목욕용제품류 | 5 | 9 | 13 | 17 | 14 | 0.3 | -18.3 | 28.8 |
| | 헤어린스 | 7 | 9 | 10 | 13 | 12 | 0.2 | -10.4 | 15.6 |
| | 기타(손발톱용) | 9 | 9 | 6 | 6 | 8 | 0.2 | 38.1 | -1.6 |
| | 네일에나멜 | 13 | 8 | 10 | 8 | 8 | 0.2 | -5.7 | -11.4 |
| | 기타(색조화장용) | 3 | 4 | 5 | 6 | 6 | 0.1 | 1.9 | 16.5 |
| | 어린이용제품류 | 1 | 1 | 1 | 4 | 4 | 0.1 | 2.7 | 40 |
| 합계(A) | | 1155 | 1787 | 2815 | 4067 | 4824 | 97.2 | 18.6 | 43 |
| 전체 수출액(B) | | 1243 | 1895 | 2931 | 4194 | 4960 | 100 | 18.3 | 41.3 |
| 비중(A/BX100) | | 92.9 | 94.3 | 96.1 | 97 | 97.2 | | | |

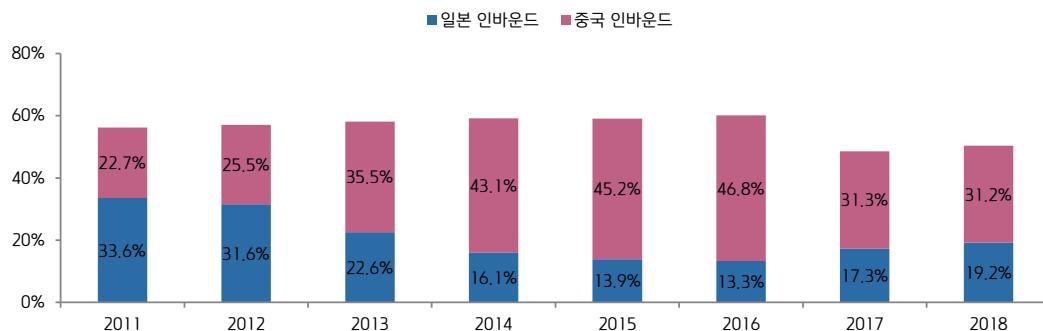
자료: KITA, 한국보건산업진흥원, 키움증권 리서치

중국인 인바운드 비중 30% 수준으로 가장 높아

화장품 산업에서 중국의 높은 의존도를 여실히 보여준 사례가 2015년 메르스와 2016년 사드 이슈이다. 2015년 5월 메르스 발생 이후 중국인 인바운드는 6월부터 8월까지 각각 -45%, -63%, -32% 역성장했다. 이듬해 동기간 141%, 259%, 70% 증가하며 폭발적으로 성장했다(K뷰티의 영향 존재). 그러나 중국인 관광객 비중이 최고치를 기록했던 2016년 46.8%에서 2017년 3월부터 사드 이슈 이후에는 방문객이 급감하며 31.3%까지 감소하는 모습을 보였다. 12개월 연속 중국인 인바운드가 역성장하는 모습을 보였으며 이후에도 쉽게 회복하지 못했다. 18년 4월 이후 중국인 입국자 수는 플러스 성장으로 전환하며 회복하고 있으나, 회복 속도가 더딘 상황이다. 지역별로 중국인 단체 관광객 제재(금한령, 한국 단체 관광 금지)가 풀리고 있고 있지만 16년 중국인 인바운드 관광객 800만 명(+34.8%, YoY) 수준의 관광객 회복 시기는 여전히 미지수이다.

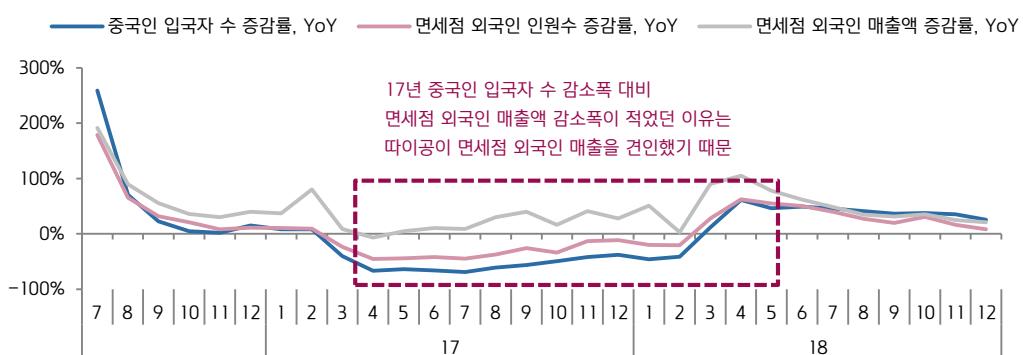
고무적인 부분은 중국인 입국자 수 감소에 따라 대형 업체들의 면세점 매출액 감소에도 불구하고 따이공이 면세점 외국인 매출을 견인하면서 2017년 중국인 관광객이 전년대비 48.3% 감소했음에도 면세점 외국인 매출액은 23.8% 증가, 2018년에는 44.6% 증가했다. 면세점 외국인 1인당 객단가 또한 2017년에 624달러(전년대비 +69%), 18년에는 749달러(+20%, YoY)로 증가했다. 이는 따이공(대리상)이 면세점 내 강한 구매력을 가지고 있으며 규제 우려 속에서도 따이공(대리상)의 구매력이 지속되고 있는 것으로 추정된다.

방한 중국과 일본의 인바운드 비중



자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치

면세점 외국인 매출액 및 인원 수와 중국인 입국자 수 증감률 비교

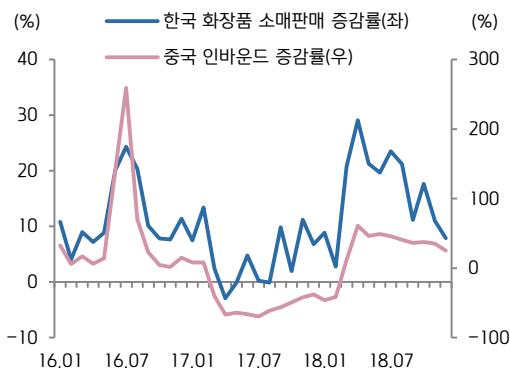


중국인 관광객 회복 방향성은?

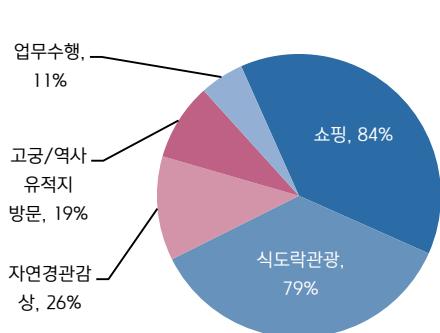
2019년 중국인 인바운드는 전년대비 +18.6% 증가한 570만 명으로 추정하며, 인바운드 회복의 불확실성으로 보수적인 수치로 전망했다. 중국의 소득수준 향상과 항공권 공급 확대와 같은 구조적 요인에 의한 아웃바운드 증가 추세는 지속될 것으로 전망하며 인접국가인 한국행 여행자 수가 증가할 것으로 예상된다. 다만, 모바일을 중심으로 한 전자상거래 플랫폼의 발달로 온라인 구매 비중이 증가하고 있고, 소비자들이 한국에 직접 방문해 Made in Korea 화장품을 구매해야 하는 이유가 줄었다.

또한 2015~2016년 중국인 인바운드가 폭발적으로 증가하던 시기 중국인 관광객 입국자 수 증감률과 한국의 화장품 소매판매 증감률은 동행하는 모습을 보였으나 사드 영향 발생 후 상관계수는 하락했다. 중국인 인바운드의 성장은 둔화됐지만 여전히 인바운드에서 가장 높은 비중을 차지하고 있으며, 중국인 관광객이 유의미한 수준으로 회복될 경우 브랜드 이미지 및 가격정책 훼손 우려에 따라 시행했던 구매 수량 제한 정책 완화에 따른 대형 업체들의 면세점 채널 매출액 성장폭은 더욱 확대될 것으로 예상한다.

중국인 입국자 수와 화장품 소매판매 증감률 추이 중국의 방한 기간중 활동(2017년)

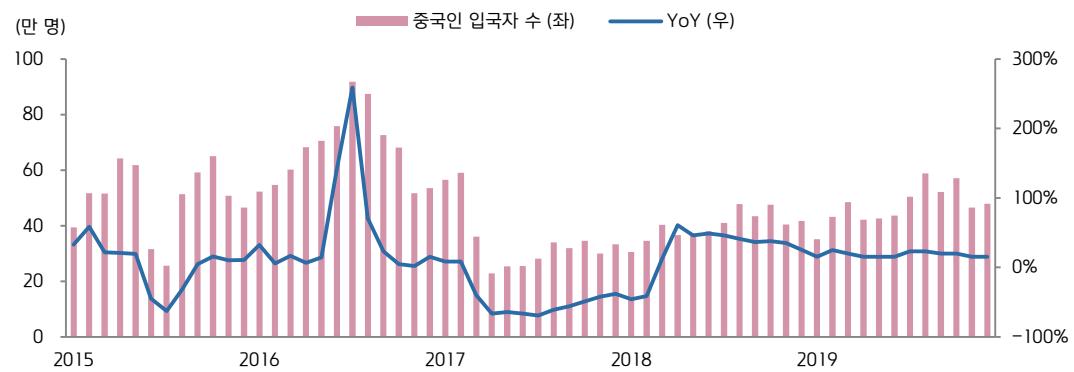


자료: 통계청, 키움증권 리서치



자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치

중국인 입국자 수 추이 및 전망



자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

최근 5년간 인천공항 면세점 매출 상위 브랜드 10개

| 순위 | 2013년 | | | 2014년 | | | 2015년 | | |
|----|-------|------------|-----|-------|------------|-----|-------|-----------|------|
| | 품목 | 브랜드명 | 억원 | 품목 | 브랜드명 | 억원 | 품목 | 브랜드명 | 억원 |
| 1 | 피혁 | LUIVITTON | 848 | 피혁 | LUIVITTON | 732 | 담배 | KT&G | 1031 |
| 2 | 화장품 | SK-II | 647 | 담배 | KT&G | 662 | 화장품 | 설화수 | 732 |
| 3 | 담배 | KT&G | 587 | 식품 | 정관장 | 607 | 피혁 | LUIVITTON | 691 |
| 4 | 화장품 | LANCOME | 545 | 화장품 | 설화수 | 596 | 식품 | 정관장 | 682 |
| 5 | 화장품 | E.LAUDER | 521 | 화장품 | LANCOME | 552 | 화장품 | SK-II | 515 |
| 6 | 화장품 | CHANEL COS | 469 | 화장품 | SK-II | 534 | 화장품 | LANCOME | 506 |
| 7 | 화장품 | 설화수 | 446 | 화장품 | CHANEL COS | 503 | 화장품 | DIOR COS | 487 |
| 8 | 화장품 | DIOR COS | 398 | 화장품 | E.LAUDER | 466 | 화장품 | 후 | 469 |
| 9 | 피혁 | PRADA | 342 | 화장품 | DIOR COS | 458 | 담배 | 필립모리스 | 425 |
| 10 | 화장품 | KIEHL'S | 304 | 피혁 | MCM | 382 | 화장품 | E.LAUDER | 409 |

| 순위 | 2016년 | | | 2017년 | | |
|----|-------|-----------|-------|-------|-----------|-------|
| | 품목 | 브랜드명 | 억원 | 품목 | 브랜드명 | 억원 |
| 1 | 담배 | KT&G | 1,496 | 담배 | KT&G | 1,590 |
| 2 | 식품 | 정관장 | 808 | 피혁 | LUIVITTON | 818 |
| 3 | 피혁 | LUIVITTON | 794 | 식품 | 정관장 | 745 |
| 4 | 화장품 | 설화수 | 757 | 담배 | 필립모리스 | 604 |
| 5 | 화장품 | DIOR COS | 560 | 화장품 | LANCOME | 581 |
| 6 | 화장품 | LANCOME | 559 | 화장품 | DIOR COS | 580 |
| 7 | 담배 | 필립모리스 | 531 | 시계 | ROLEX | 538 |
| 8 | 화장품 | 후 | 487 | 화장품 | 설화수 | 533 |
| 9 | 화장품 | SK-II | 482 | 화장품 | SK-II | 500 |
| 10 | 화장품 | E.LAUDER | 440 | 화장품 | E.LAUDER | 470 |

자료: 관세청, 키움증권 리서치

최근 5년간 인천공항 면세점 품목별 매출 현황 (단위: 억원)

| 구분 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.06 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 향수/화장품 | 7,004 | 8,005 | 7,951 | 8,857 | 8,758 | 5,277 |
| 피혁 | 3,840 | 3,767 | 3,067 | 3,167 | 3,404 | 1,882 |
| 담배 | 1,533 | 1,679 | 2,376 | 3,121 | 3,238 | 1,467 |
| 주류 | 1,564 | 1,679 | 1,348 | 1,903 | 1,946 | 828 |
| 포장식품 | 1,446 | 1,532 | 1,516 | 1,863 | 1,711 | 987 |
| 시계 | 1,287 | 1,332 | 1,140 | 1,080 | 1,234 | 472 |
| 선글래스 | 761 | 863 | 914 | 1,034 | 1,062 | 564 |
| 패션악세사리 | 787 | 796 | 669 | 750 | 850 | 294 |
| 보석 | 478 | 481 | 409 | 550 | 584 | 263 |
| 전자제품 | 488 | 502 | 377 | 405 | 323 | 170 |
| 기념품 | 116 | 108 | 73 | 69 | 76 | 43 |
| 기타 | 195 | 191 | 150 | 140 | 127 | 72 |
| 총합계 | 19,499 | 20,935 | 19,990 | 22,939 | 23,313 | 12,319 |

자료: 관세청, 키움증권 리서치

화장품 생산 규모에서 알 수 있는 기능성 화장품의 가능성

안티 에이징이 미래다

2017년 국내 화장품 생산실적 규모는 13조 5,155억원으로 2016년 대비 3.6% 증가하며 성장세를 지속했다. 화장품 생산실적의 주요 특징은 동남아, 유럽 등 화장품 수출 국가가 다변화되고 있으며 기능성 화장품 산업의 꾸준한 성장세가 이어지고 있는 점이다. 특히, 2017년 기능성 화장품의 생산실적은 4조 8,558 억원(전년대비 9.3% 증가)으로 전체 생산실적의 35.9%이며 생산실적과 점유율이 꾸준히 상승하고 있다. 화장품 구매 시 소비자의 제품 선택 요인이 과거 브랜드 인지도에서 목적성/기능성으로 옮겨지고 있으며, 환경 오염, 유전자 변형 등에 따라 성분에 대한 중요도가 높아지면서 기능성 화장품의 수요가 증가하고 있다. 기능성 화장품의 종류로는 1) 피부의 미백에 도움을 주는 제품, 2) 피부의 주름개선에 도움을 주는 제품, 3) 자외선으로부터 피부를 보호하는데 도움을 주는 기능성 화장품, 4) 복합유형 크게 네 가지로 구분되고, 생산 점유율은 2017년 기준 복합기능성 17.4% > 주름개선 7.6% > 자외선차단 3.6% > 미백 3.2%의 순으로 높은 점유율을 차지하고 있다. 기능성 화장품은 미백, 주름개선, 자외선 차단 등 제품의 효과별, 제형별 다양한 형태로 생산이 가능해 확장성이 높은 시장이다. 로션, 액제, 크림, 마스크팩, BB 크림 등으로 적용이 가능하고, 최근 관심이 높은 탈모 개선을 위한 샴푸, 트리트먼트, 에센스 등 헤어케어 제품으로도 생산하는 등 다양한 제품으로 생산이 가능하다.

기능성 화장품의 유형

| 유형 | 내용 |
|-------|---|
| 미백 | - 피부에 멜라닌색소가 침착하는 것을 방지하여 기미·주근깨 등의 생성을 억제함으로써 피부의 미백에 도움을 주는 기능을 가진 화장품. 피부에 침착된 멜라닌색소의 색을 얇게 하여 피부의 미백에 도움을 줌 |
| 주름개선 | - 피부에 탄력을 주어 피부의 주름을 완화 또는 개선하는 기능을 가진 화장품 |
| 자외선차단 | - 강한 햇볕을 방지하여 피부를 곱게 태워주는 기능을 가진 화장품 |
| 복합유형 | - 미백, 주름개선, 자외선차단 기능 중 2 가지 이상의 기능을 복합적으로 가지고 있는 화장품 유형 |

자료: 업계자료, 키움증권 리서치

기능성 화장품 생산실적 추이 (단위: 억원)

| 구분 | '12년 | '13년 | '14년 | '15년 | '16년 | '17년 | '17년 점유율 |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|---------------|
| 총 계 | 21,483 | 25,638 | 29,744 | 38,559 | 44,439 | 48,558 | 35.90% |
| 복합기능성 | 7,804 | 12,259 | 16,438 | 20,980 | 22,326 | 23,565 | 17.40% |
| 주름개선 | 6,665 | 6,903 | 7,518 | 10,087 | 11,462 | 10,299 | 7.60% |
| 자외선차단 | 4,027 | 3,809 | 3,408 | 3,934 | 4,855 | 4,831 | 3.60% |
| 미백 | 2,987 | 2,667 | 2,379 | 3,558 | 5,796 | 4,361 | 3.20% |
| 염모 | | | | | | 3,916 | 2.90% |
| 탈모 완화 | | | | | | 1,507 | 1.10% |
| 여드름성 피부완화 | | | | | | 60 | 0.04% |
| 제모 | | | | | | 17 | 0.01% |
| 아토파성 피부보습 | | | | | | 2 | 0.00% |

자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

다양한 제품으로 공급이 가능한 기능성 화장품

| 기능 | | 생산 가능 제형 |
|-------------|----------------|------------------------------|
| 기능성화장품 | 미백 기능성 화장품 | 로션, 액제, 크림, 부착형 화장품 등 |
| | 주름개선 기능성 화장품 | 로션, 액제, 크림, 부착형 화장품 등 |
| | 자외선 차단 기능성 화장품 | 로션, 액제, 크림, BB 크림 등 |
| | 복합기능성 화장품 | 로션, 액제, 크림, 부착형 화장품, BB 크림 등 |
| 탈모 헤어케어 화장품 | | 샴푸, 트리트먼트, 애센스, 스프레이, 미스트 |

자료: 중소벤처기업부, 중소기업기술정보진흥원, NICE평가정보, 키움증권 리서치

화장품 유형별 생산실적 추이 (단위: 억원)

| 구 분 | 유형 | '16년 | | '17년 | |
|-----|-----------|---------|--------|---------|--------|
| | | 생산금액 | 점유율 | 생산금액 | 점유율 |
| | 총 계 | 130,512 | 100% | 135,155 | 100% |
| 1 | 기초화장용 제품류 | 75,858 | 58.12% | 76,178 | 56.36% |
| 2 | 색조화장용 제품류 | 22,919 | 17.56% | 21,417 | 15.85% |
| 3 | 두발용 제품류 | 14,098 | 10.80% | 15,298 | 11.32% |
| 4 | 인체세정용 제품류 | 11,637 | 8.92% | 12,601 | 9.32% |
| 5 | 두발염색용 제품류 | 164 | 0.13% | 4,213 | 3.12% |
| 6 | 눈화장용 제품류 | 2,952 | 2.26% | 2,637 | 1.95% |
| 7 | 면도용 제품류 | 1,209 | 0.93% | 1,199 | 0.89% |
| 8 | 손발톱용 제품류 | 561 | 0.43% | 407 | 0.30% |
| 7 | 영.유아용 제품류 | 652 | 0.50% | 746 | 0.55% |
| 10 | 방향용 제품류 | 382 | 0.29% | 355 | 0.26% |
| 11 | 목욕용 제품류 | 52 | 0.04% | 49 | 0.04% |
| 12 | 체취방지용 제품류 | 29 | 0.02% | 32 | 0.02% |
| 13 | 체모제거용 제품류 | | | 23 | 0.02% |

자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

국내 기능성 화장품 시장 이끄는 아모레퍼시픽과 LG생활건강

제조판매 업체별 화장품 생산실적으로는 아모레퍼시픽과 LG생활건강이 2017년 기준 각각 30.26%, 29.35%의 비중으로 두 업체가 우리나라 화장품 생산의 절반 이상을 차지한다. 화장품 상위 20개 품목별 생산 실적에서도 아모레퍼시픽의 '설화수', LG생활건강의 '후'가 생산 품목에서 상위권을 차지하고 있으며 그 외 애경산업의 에이지투웨니스 에센스커버팩트, 코스토리의 파파레서피 봄비 꿀단지 마스크가 포함되어 있다. 상위 20개 품목의 세부 제품을 살펴보면 아모레퍼시픽의 설화수 윤조에센스, 자음수, 자음유액과 LG생활건강의 더히스토리오브후 천기단화현로션, 비첩자생에센스, 천기단화현밸런서 등 기능성 제품이 높은 생산 실적을 기록했으며, 대형 브랜드 업체들이 생산 실적 우위에 있음을 확인할 수 있다.

화장품 상위 20개 제조판매업체별 화장품 생산실적 (단위: 억원)

| 순위 | 제조판매업자 | '17년 | | '16년 | |
|----|--------------|---------|--------|---------|--------|
| | | 생산금액 | 점유율 | 생산금액 | 점유율 |
| | 총 계 | 135,155 | 100% | 130,512 | 100% |
| | 소계(상위 20위) | 102,856 | 76.10% | 101,661 | 77.91% |
| 1 | 아모레퍼시픽 | 40,898 | 30.26% | 43,899 | 33.64% |
| 2 | (주)엘지생활건강 | 39,672 | 29.35% | 35,825 | 27.45% |
| 3 | 애경산업(주) | 3,998 | 2.96% | 2,528 | 1.94% |
| 4 | 이니스프리 | 1,905 | 1.41% | 1,961 | 1.50% |
| 5 | (주)코리아나화장품 | 1,724 | 1.28% | 1,450 | 1.11% |
| 6 | (주)카버코리아 | 1,666 | 1.23% | 1,436 | 1.10% |
| 7 | 애터미(주) | 1,364 | 1.01% | 1,169 | 0.90% |
| 8 | (주)에이블씨엔씨 | 1,286 | 0.95% | 1,084 | 0.83% |
| 9 | (주)더페이스샵 | 1,223 | 0.90% | 1,692 | 1.30% |
| 10 | (주)코스토리 | 1,108 | 0.82% | 820 | 0.63% |
| 11 | 엘앤피코스메틱(주) | 999 | 0.74% | 1,549 | 1.19% |
| 12 | (주)에뛰드 | 976 | 0.72% | 1,120 | 0.86% |
| 13 | 네이처리퍼블릭 | 862 | 0.64% | 810 | 0.62% |
| 14 | (주)리더스코스메틱 | 824 | 0.61% | 1,168 | 0.90% |
| 15 | (주)코스모코스 | 789 | 0.58% | 827 | 0.63% |
| 16 | (주)클리오 | 751 | 0.56% | 834 | 0.64% |
| 17 | (주)잇츠한불 | 732 | 0.54% | 1,008 | 0.77% |
| 18 | (주)씨티케이코스메틱스 | 713 | 0.53% | 603 | 0.46% |
| 19 | 해브앤비(주) | 699 | 0.52% | 433 | 0.33% |
| 20 | (주)토니모리 | 667 | 0.49% | 820 | 0.63% |

자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

화장품 상위 20개 품목 생산실적

| 순위 | 제조판매업자 | 제품명 | 생산금액 (천원) |
|----|-----------|----------------------------|--------------|
| 1 | 아모레퍼시픽 | 설화수 윤조에센스 | 189,016,480 |
| 2 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후천기단화현로션 | 174,490,667 |
| 3 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후비침자생에센스 | 155,895,415 |
| 4 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후천기단화현밸런서 | 154,469,393 |
| 5 | 아모레퍼시픽 | 설화수 자음수 | 134,968,749 |
| 6 | 아모레퍼시픽 | 설화수 자음유액 | 128,506,390 |
| 7 | 애경산업(주) | 에이지투웨니스 애센스커버팩트 화이트베이지 21호 | 113,978,204 |
| 8 | 아모레퍼시픽 | 설화수 자음생크림오리지널 | 80,995,373 |
| 9 | 아모레퍼시픽 | 미장센퍼펙트세럼오리지널 | 79,101,571 |
| 10 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후공진향인양로션 | 75,397,617 |
| 11 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후천기단화현크림 | 74,980,002 |
| 12 | 아모레퍼시픽 | 려함빛극손상케어샴푸 | 66,665,526 |
| 13 | (주)코스토리 | 파파레서피 봄비 꿀단지 마스크 | 66,496,643 |
| 14 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후공진향인양밸런서 | 62,577,868 |
| 15 | 아모레퍼시픽 | 라네즈 스킨베일베이스EX 40호 라이트퍼플 | 60,497,504 |
| 16 | 아모레퍼시픽 | 설화수 여윤팩 | 59,085,050 |
| 17 | 아모레퍼시픽 | 해피바스내추럴에센스시트마스크-로즈1매 | 57,034,992 |
| 18 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후공진향수수연로션 | 56,489,089 |
| 19 | (주)엘지생활건강 | 솜37도워터풀리밸런싱젤로션 | 54,577,151 |
| 20 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후진율향진율로션 | 53,938,161 |

자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

국내에서 가장 많은 기능성 천연화장품 소재 특허를 출원한 아모레퍼시픽의 경우 Glycin속 (113건), Panax속(105건), solanum속(38건), ammillaria속(26건), cryptomeria속(20건) 등에 대해 다수 출원했으며, LG생활건강은 Cordyceps속(16건), Paecilomyces속(10건), Asparagus속(7건), Bupleu-rum(5건) 등에 대한 출원이 많으며, 세부적으로 동충하초, 시넨시스 동충하초, 눈꽃동충하초 등 한방 원료를 제품에 주로 사용한다.

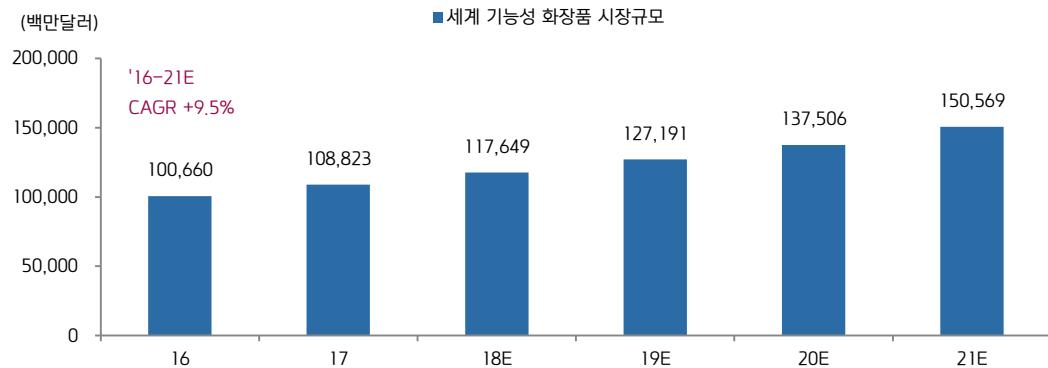
아모레퍼시픽은 1990년대 후반 국내 최초로 프레스티지 기반의 화장품 브랜드 설화수 (인삼사포닌 성분의 바이오 활용)를 출시하였으며, 지속적인 제품 혁신을 통해 높은 성장을 이어가고 있다. 이후 Biologics를 활용한 제품 사례로는 생체 내 물질을 모사하는 Biomimetics 기술 기반 소재를 활용한 IOPE 바이오에센스와 해라 모디파이어 등을 출시 했으며 후성유전학 (Epigentics, 후성유전체의 변형으로 피부 체질, 노화가 조절됨) 연구를 적용한 IOPE Urban Aging Corrector와 Amorepacific Epidynamic Activating Creme 등도 있다.

LG생활건강의 바이오 기술 접목 사례로는 줄기세포배양액 모사체(줄기세포 배양액 중 피부 재생 효과가 뛰어난 성분을 분석한 뒤 이를 인공적으로 재조합)를 함유한 오크리 더 퍼스트 라인을 출시했다. 이후 전 세계적으로 우리나라가 강점을 가지고 있는 발효 기술 (당질이 미생물에 의해 무산소적으로 분해되는 현상, 분해효소의 작용에 의해 분자의 입자가 작아져 피부 흡수력 증대, 독성 성분 제거)을 활용한 숨 브랜드가 높은 성장을 이어가고 있다.

기능성 화장품 시장 성장은 글로벌 트렌드

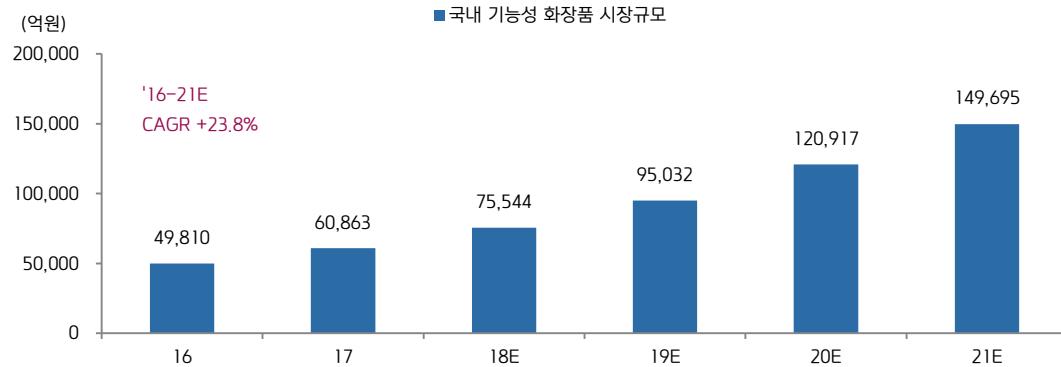
유로모니터에 따르면 2016년 세계 기능성 화장품 시장 규모는 1,006억 달러로 추산되며, 연평균 9.5%씩 상승해 2021년에는 1,505억 달러 규모로 성장 할 것으로 전망된다. 특히, 전 세계적으로 건강한 피부에 대한 욕구 확산, 기대수명 연장과 노화방지에 대한 욕구, 소비 연령층이 다양하기 때문에 타 화장품 대비 지속적인 수요 창출이 가능해 기능성 화장품이 시장 성장을 이끌 것으로 전망한다.

세계 기능성 화장품 시장 규모



자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

국내 기능성 화장품 시장 규모



자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

연대별 안티에이징 화장품의 발전



자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

인구 노령화와 안티에이징 시장은 정비례

안티에이징 화장품은 안티에이징 효과를 목적으로 얼굴에 사용되는 모든 제품을 일컬으며 일반적으로 비타민과 항산화제를 포함하는 화장품으로 정의된다. 글로벌 안티에이징 시장은 2015년 1,403억 달러에서 2021년 2,165억 달러로 성장하여 연평균 +7.5% 성장할 것으로 전망하며, 한국보건산업진흥원에 따르면 국내 안티에이징 시장 규모는 지난 2011년 이후 성장을 거듭해 2020년에는 약 27조원에 달할 것으로 전망된다.

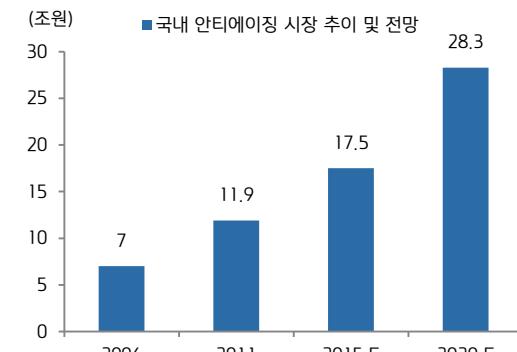
또한 유엔의 세계인구전망에 따르면 2015년 9억 100만 명 이었던 60세 이상 인구는 2030년 약 14억 명으로 증가할 것으로 전망했다. 전세계적으로 고령화가 진행되고 있고, 향후 5~6년 내 국내의 상황만 보더라도 2015년 40.9세였던 중위연령은 2025년 46.2세로 증가할 것으로 전망된다. 국내 안티에이징 관련 분야의 시장에서 화장품은 약 75%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 안티에이징 화장품 사용자의 타깃 연령이 정해져 있는 것은 아니지만 노인 인구의 증가는 노화방지 제품의 수요 증가와 정비례하는 경향이 있다. 향후 중위연령 상승, 인구 노령화는 기능성 화장품 수요를 증가 시킬 것으로 예상하며, 안티에이징 제품을 노화 방지 화장품의 개념으로 이해 했을 때 고령인구 증가에 따라 안티에이징 시장이 확대될 것으로 예측됨은 분명하다.

글로벌 안티에이징 시장 추이 및 전망



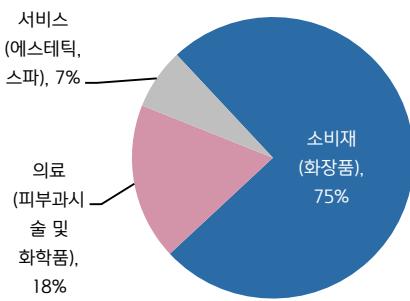
자료: Zion Market Research, 키움증권 리서치

국내 안티에이징 시장 추이 및 전망



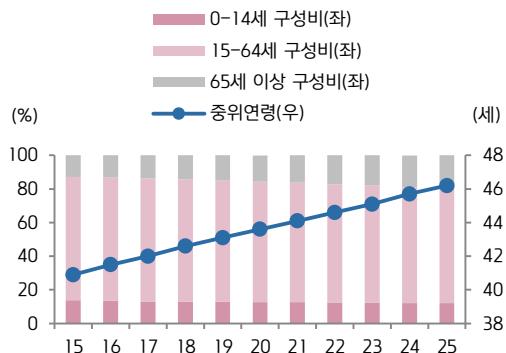
자료: 삼성경제연구소, 키움증권 리서치

국내 안티에이징 관련 분야의 시장 현황



자료: 삼성경제연구소, 키움증권 리서치

한국의 연령별 인구 비중 변화



자료: KOSIS, 키움증권 리서치

화장품 Big 2 시장도 관심 많은 안티에이징

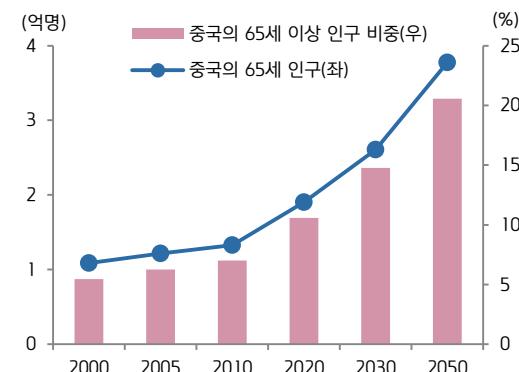
유로모니터에 따르면 **중국**의 안티에이징 시장 규모는 연평균 10~20% 성장 할 것으로 전망하고 있다. 2016년에 이미 410억 위안의 시장규모를 달성한 규모가 큰 시장이다. 중국 산업정보가 2016년 12월 발표한 '안티에이징 시장 산업 분석'에 따르면 45세 이상의 여성보다 오히려 20~30대가 안티에이징에 관심이 많은 것으로 나타났으며 소비 연령층 확대에 따라 안티에이징 시장이 확대될 것으로 예상된다. 또한, 최근 **미국** 화장품 시장에서는 매스 브랜드가 고전하고 있는 반면 프리미엄 시장에서 안티에이징 부문이 높은 성장세를 보이고 있다. 비건(Vegan)으로 불리는 천연성분 제품과 안티에이징, 복합 기능 제품을 중심으로 관심도가 높아지고 있다. 특히 콜라겐(collagen), 레티놀(Retinol)이 함유된 안티에이징 제품이 많이 출시되어 있으며, K뷰티에 대한 관심이 높아지면서 아시아 소비자들이 사용하는 안티에이징 스킨케어에 대한 관심이 높아지고 있다.

중국의 안티에이징 시장 규모



자료: Euromonitor, Kotra, 키움증권 리서치

중국의 인구 고령화 추세



자료: UN인구국, 키움증권 리서치

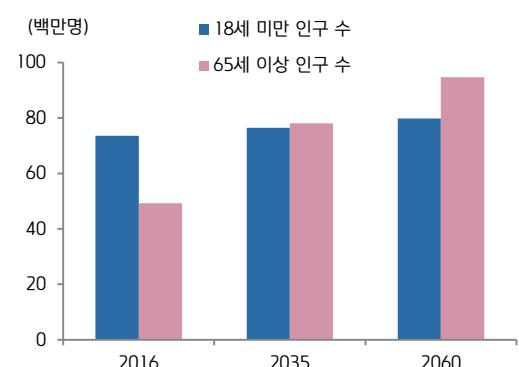
미국의 화장품 레이블 선호도 조사

| 구분 | 제품구매 시 중요하게 생각하는 레이블 | 해당 레이블에 대한 추가비용 지불 용의 | | |
|----|-------------------------|--------------------------|-------------------|-----|
| | | 응답률 | 레이블 | 응답률 |
| 1 | 동물실험 금지 | 57% | 순 천연(all natural) | 46% |
| 2 | 자외선차단제 성분 함유 | 56% | 자외선차단제 성분 함유 | 44% |
| 3 | 순 천연(all natural) | 53% | 안티에이징/주름방지 | 44% |
| 4 | 동물성 원료 무첨가 | 52% | 피부탄력증진/리프팅 | 44% |
| 5 | 안티에이징/주름방지 | 44% | 동물실험 금지 | 43% |

주: 성인 1,000명 대상 설문조사 실시, 매우 중요 혹은 중요하다고 응답한 비율, 복수응답 가능

자료: 닐슨, 키움증권 리서치

미국의 연령별 인구 비중 변화

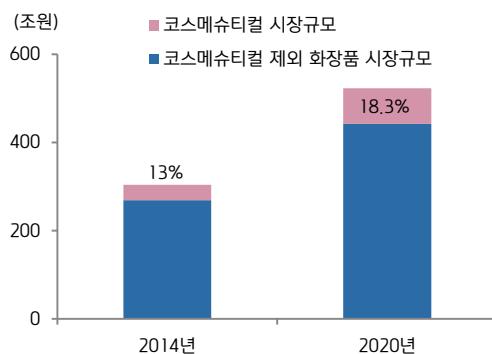


자료: UN인구국, 키움증권 리서치

코스메슈티컬 시장도 함께 성장할 전망

코스메슈티컬이란(Cosmeceutical = Cosmetic + Pharmaceutical) 화장품과 의약품의 합성어로 의사, 제약사 등 의료 전문가가 연구 및 개발에 참여한 제품을 의미한다. 기능성 화장품에 의약품의 전문적인 치료 기능을 합친 코스메슈티컬 시장도 기능성 화장품 시장과 함께 성장세에 있다. 기존 화장품에 의학적 기능이 더해져 미백, 주름 개선에서 나아가 피부 질환 치료까지 돋는 제품으로 소비자들의 신뢰를 받으며 고부가 성장 분야로 주목 받고 있다. 안티에이징 제품은 코스메슈티컬의 대표 제품으로 전체 코스메슈티컬 시장 매출의 30% 비중을 차지하고 있으며 선진 시장인 유럽에서는 스킨케어 제품 중 코스메슈티컬 제품에 대한 선호가 높다. 한편, 국내에서는 제약사들이 뛰어들며 시장이 포화 상태로 변하고 있어 새로운 경쟁구도 전략의 필요성과 시장 활성화 방안 마련이 강조되고 있다. 소비자들의 요구가 세분화 되고 효능이 더 높은 제품을 찾고자 하는 경향이 강해 복합 기능을 강조한 화장품 소재 개발이 지속적으로 요구되는 상황이다.

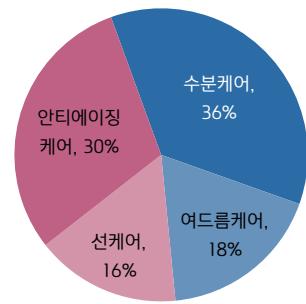
코스메슈티컬 시장규모



주: %는 코스메슈티컬 시장 비중

자료: 한국코스메슈티컬교육연구소, 키움증권 리서치

코스메슈티컬 내 안티에이징이 차지하는 비중



자료: IBIS World, 키움증권 리서치

국내 코스메슈티컬 진출 기업 현황

| 구분 | 기업현황 |
|--|--|
| 화장품기업 | 해브앤비, 씨앤피코스메틱스, 이지함화장품, 넥스트BT, 고운세상코스메틱, 리젠, 미가코스메틱, 셀트리온스킨큐어, 메디웨이코리아, 아미코스메틱, 씨에이팜, 씨엠에스랩, 에이치피앤씨, 아이디퓨체스, 엘앤피코스메틱, 파코메리, SD생명공학, 닥터엘시아, 닥터크롬셀, 더코스라이즈, 라비오뜨, 메디스킨홀딩스, 미네랄바이오, 바이허브㈜, 셀아이콘랩, 셀트루먼트, 스키아바이오, 스킨메드, 스킨큐어, 아리지온, 오베론코스메틱, 일스코스메틱, 이노진, 정진호이펙트, 제이앤팜, 존제이콥스, 코페랑, 후메이저 |
| 제약기업 | GSK, JW중외제약, 갈더마코리아, 국제P&B, 나노팜, 대웅제약, 동구바이오제약, 동국제약, 동성제약, 동화약품, 보령제약, 삼성제약, 신풍제약, 에스트라, 유한양행, 일동제약, 종근당, 한국오츠카제약, 한미약품, 한올바이오파마, 함소아제약, 현대약품, 환인제약, 휴온스, 휴젤파마 |
| 바이오기업 | 강스템바이오텍, 나이벡, 네이처셀, 라파스, 메디포스트, 서울프로폴리스, 세원셀론텍, 씨트리, 아리바이오, 아미코젠, 엘엔씨바이오, 원진바이오에이치씨, 캐럿티카, 케어젠, 테고사이언스, 티에스바이오, 파마리서치프로덕트, 파미셀 |
| 의료기기: 루트로닉, 원텍(원메디코), 하이로닉 | |
| 성형외과(플라코스메틱): 그랜드성형외과, 마인성형외과, 바노바기, 바이준성형외과, 신데렐라 성형외과, 아이디성형외과, 오앤영성형외과, 울트라브이, 제이준성형외과, MVP성형외과 | |
| 의료관련기업 | |
| 피부과의원: 오라클피부과, 닥터노트, 웰킨, 더삼점영 | |
| 한의원: 고운결한의원, 우보한의원 | |

자료: 임팩트, 키움증권 리서치

한국 화장품의 안티에이징 경쟁력: 한방

한방 화장품, 여전히 대한민국이 최고

현행 우리나라 화장품법에는 한방화장품에 대한 정의나 기준은 명확하지 않으나, 중량 100g 또는 용량 100ml의 화장품 내용량 중에서 한방 성분의 중량이 1mg 이상 함유한 경우에 한하여 한방화장품 등으로 표시, 광고할 수 있다는 “한방화장품 표시 광고 가이드라인”이 제정되어 있다. 국내에서 한방 화장품의 역사는 1973년 태평양에서 출시한 ‘진생삼미’에서 시작됐다. 인삼에서 사포닌을 분리해 피부 효능을 검증하여 세계 최초로 인삼사포닌을 적용한 제품이다. 이후 1980년 정산생명공학이 ‘백옥생’을 출시, 1997년 태평양에서 출시한 ‘설화수’에 의해 소비자들이 한방 화장품에 대한 인지도가 상승했다.

아모레퍼시픽과 LG생활건강이 양분하던 국내 한방 화장품 시장에 신세계인터내셔널이 뛰어들면서 Big 3의 한방 화장품 구도가 형성될 것으로 전망한다. 아모레퍼시픽의 ‘설화수’는 2015년 단일 브랜드로는 국내 최초로 연 매출 1조원, 후는 8,000억원을 돌파했다. 국내 면세점에서는 해외 유명 브랜드를 제치고 매출액 순위 1, 2위를 다투고 있다. LG생활건강의 ‘후’는 ‘궁중 한방’이라는 키워드를 내세워 ‘왕’, ‘왕후’라는 궁중 스토리, 비단, 자개 장식 등을 이용한 화려한 패키지 디자인으로 중국 소비자를 사로잡았다. 신세계인터내셔널도 한방 화장품 시장에 뛰어 들었다. 한방 프리미엄 화장품 컨셉의 자체 브랜드 ‘연작’을 2018년 10월 론칭하며 중국 소비자를 공략하고 있다.

한방 화장품이 사랑받을 수 있던 이유는 1) 수입 명품 화장품과는 차별화된 한방 화장품의 고급화 전략, 2) 웰빙 트렌드와 자연주의 표방, 3) 기능성 효과로 요약된다. 무엇보다 동양에서만 할 수 있는 한국 화장품 고유의 이미지와 중국 소비자를 겨냥한 패키징이 주요 요인인 것으로 판단한다. 향후에는 1) 한방 화장품 이용 연령층 확대, 2) 메이크업 트렌드와 맞는 연구 및 개발, 3) 헤어케어, 바디, 마스크팩 제품 등으로 카테고리 확대와 함께 한방 화장품 시장이 확대될 것으로 전망한다.

| 기업명 | 브랜드 | 판매 전략 |
|----------|--------------------|---|
| 아모레퍼시픽 | 설화수(1997) | - 설화수: 천 년의 지혜가 담긴 아시아의 한방원료를 현대 피부과학으로 재창조해 총체적인 피부 솔루션과 함께 몸과 마음의 균형을 찾아주는 ‘홀리스틱(Holistic) 뷰티’를 선사한다는 브랜드 정체성을 가지고 있음. 안티에이징 기초제품을 주력 상품으로 내세우며 구매력 있는 중년 여성 대상 프리미엄 럭셔리 라인 화장품으로 마케팅, 중국에서 인지도 높은 한류스타 송혜교를 모델로 하여 고급 화장품 이미지를 구축함 |
| | 한율(2007) | - 한율: 계열사 유통망인 ‘아리따움’ 오프라인 매장 중심으로 납품하며 2030 젊은 연령층이 타깃임 |
| | 설화수 남성(2008) | - 러: 탈모예방과 해어 안티에이징을 컨셉으로 하며 광고모델로 배우 박서준을 전속 모델로 프리미엄 샴푸 이미지를 구축하고 있음 |
| | 효시아(2010) | - 2006년부터 배우 이영애를 전속 모델로 ‘후’의 인지도를 높임 |
| | 동인비 려(헤어, 2008) | - ‘후’와 ‘수려한’은 중국 최고급 백화점 중심으로 영업을 확대했음 - 빨간색과 금색의 화려한 용기를 내세워 중국시장 공략 |
| LG 생활건강 | 후, 수려한 | - 면세점 채널 확대 및 바이럴 마케팅, NO 모델 전략 - 계열사 유통망인 신세계 백화점과 면세점을 통한 판매 |
| 신세계인터내셔널 | 연작(YUNJAC) | - 인스타그램, 왕홍 등 SNS를 통한 마케팅에 집중 - 유명 모델보다 제품과 기술력을 부각 |

대형 업체가 견인하는 한방 화장품 시장

한방화장품을 생산하는 업체는 226개로 제조판매 업체의 7.2%를 차지하고 있으며 한방화장품 매출은 1조 6,641억원으로 전체 매출의 약 12% 비중을 차지한다. 제조판매업체 중 매출규모가 1,000억 이상인 업체의 한방화장품 취급 비율이 36.8%로 가장 높으며 한방화장품 매출액 또한 1조 4,306억원으로 전체 한방화장품의 매출 대부분을 차지하고 있다. 또한 매출 규모가 1억 원 미만인 업체의 경우 한방화장품을 생산하는 업체가 없는 것으로 파악됐다. 아모레퍼시픽의 '설화수' 단일 브랜드 2018년 매출액은 1조 2,173억 원, LG생활건강의 '후' 매출액은 2조 226억 원으로 두 업체가 한방화장품 시장을 견인하고 있으며 규모의 경제를 실현할 수 있는 독보적인 브랜드라고 할 수 있다.

제조판매업체 한방화장품 매출액 (단위: 개, 백만원, %)

| 구분 | 취급업체수 | 합계 | 국내매출 | 수출 |
|-------|-------|------------|------------|---------|
| 전체 | 3,127 | 13,828,245 | 12,987,593 | 840,652 |
| 한방화장품 | 226 | 1,664,094 | 1,563,824 | 100,270 |
| 비중 | 7.2 | 12 | 12 | 11.9 |

주1: 2015년 기준, 영세업체 감소로 취급 업체 수 줄어들었을 것으로 추정

주2: 화장품 제조판매업체로써 자사 브랜드로 판매한 매출과 수입하여 판매한 매출을 의미함

자료: 업계자료, 키움증권 리서치

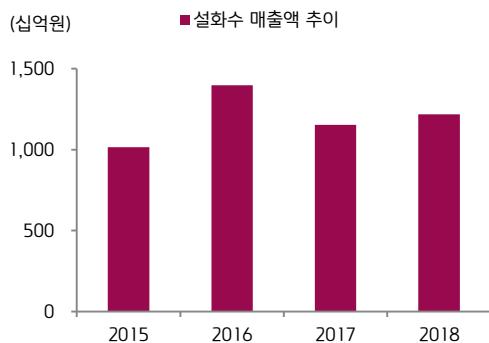
제조판매업체 매출규모별 한방화장품 매출액 (단위: 백만원, %)

| 구분 | 취급비율 | 금액 | 국내매출 | 수출 |
|---------------------|------|-----------|-----------|---------|
| 합계 | 7.2 | 1,664,094 | 1,563,824 | 100,270 |
| 1억 이상 ~ 10억 미만 | 11.4 | 18,586 | 18,586 | - |
| 10억 이상 ~ 100억 미만 | 7.7 | 49,795 | 48,138 | 1,657 |
| 100억 이상 ~ 1,000억 미만 | 18.3 | 165,095 | 155,858 | 9,237 |
| 1,000억 이상 | 36.8 | 1,430,619 | 1,341,243 | 89,376 |

주: 매출 규모가 1억 미만인 업체의 경우 한방화장품을 생산하는 업체가 없음

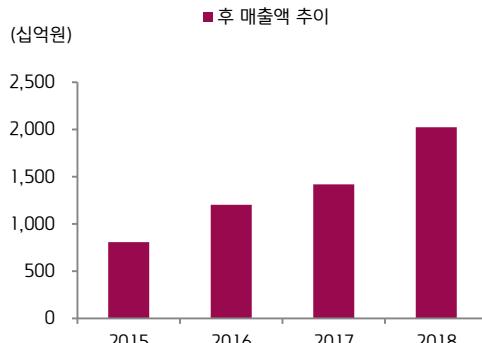
자료: 업계자료, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽 '설화수'의 매출 추이



자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

LG생활건강 '후'의 매출 추이



자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽의 대표 브랜드 '설화수'의 History

| 1996년 | 1973년 | 1981년 | 1987년 | 1997년 | 2004년 | 2009년 | 현재 |
|------------------------|-------------------------------|------------------------|----------------------------------|---|--|--|----------------------------------|
| 설화수의 모태가된 ABC 인삼크림' | 세계 최초 인삼 사포닌 화장품 '진생삼미' | 전 세계 25 개국 수출 '삼미진' | 한방 원료 연구 및 유효성분 추출 '설화' 탄생 | 7세 주기론 근거 피부노화 연구, 설화수만의 처방 완성 브랜드'설화수'출시 | 홍콩에 첫 매장을 시작으로 글로벌 브랜드로의 설화수 '진화' | 모던해진 디자인과 강화된 제품라인으로 설화수 브랜드 리뉴얼 | 오늘날 아시아의 지혜 '한방', 세계를 물들이다 |

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

LG생활건강의 대표 브랜드 '후'의 아이덴티티

| 브랜드명 | 로고 | 디자인 |
|--------------------|----|-----|
| The history of | | |

자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

대형 업체의 브랜드별 특징

| 기업명 | 대표 브랜드 | 특징 |
|---------|---|--|
| 아모레퍼시픽 | 설화수 | 아시아의 한방원료를 현대 피부과학으로 재창조해 총체적인 피부 솔루션과 함께 몸과 마음의 균형을 찾아주는 '홀리스틱(Holistic) 뷰티'를 선사 |
| | 라네즈(2014) | 맑고 투명한 피부처럼 반짝반짝 빛나는 매력을 추구 수분 라인 강화와 메이크업 신제품 출시를 통하여 젊은 고객층을 유치하는데 노력 |
| | 마몽드(1991) | 놀라운 에너지로 생명을 만들고 아름다움을 피워내는 꽃처럼 여성의 아름다움을 발명한다는 정체성을 가지고 있음 플라워 스토리를 체험할 수 있는 플래그십 스토어 오픈을 통하여 고객에게 차별화된 브랜드 경험을 제공 |
| | 이니스프리(2000) | 청정 섬 제주의 자연이 주는 혜택을 담아 고객에게 건강한 아름다움을 제공하는 자연주의 화장품 브랜드 |
| LG 생활건강 | 에뛰드하우스(1997) | 모든 여성의 매력적인 '공주'가 되는 경험을 선사하며 메이크업이 즐겁고 쉬운 놀이라는 테마를 전파 |
| | 헤라(1995) | 울 여성의 아름다움을 말하는 '서울리스타(Seoulista)' 브랜드 콘셉트 |
| | 아이오페(1996) | 식물에서 찾은 생명력을 통해 피부 고민에 적합한 솔루션을 제공하는 고기능성 브랜드 |
| | 바이오 사이언스의 브랜드 정체성을 견고히 하기 위하여 유통채널 정비와 더마, 안티에이징 카데고리를 강화 | |
| | 후(2003) | 국내 화장품 브랜드 최초로 매출 2조원 돌파(2018년) 왕실의 독특한 궁중처방을 바탕으로 한 뛰어난 품질, 궁중 스토리를 담은 화려한 디자인, 왕후의 궁중문화 럭셔리 마케팅으로 기존의 한방화장품을 뛰어넘는 차별화된 가치를 고객들에게 제공 |
| | 솜(2007) | 피부를 살아 숨쉬게 하는 자연발효의 지혜를 담은 고기능 화장품 |
| | 오휀(1997) | 여성들의 피부 변화를 위해 19년간 노력해 온 O HUI 가 이제 피부를 넘어 삶 자체에 기분 좋은 변화를 선사 |
| | 빌리프 (2010) | 뛰어난 성분과 효능을 안전하고 정직하게 피부위에 구현하는 이름, 빌리프 |

주: 현재 상호 사용 및 대표 브랜드 론칭 시점

자료: 업계자료, 키움증권 리서치

>>> 제 2의 IOPE의 등장을 기대하며

쿠션 열풍: IOPE의 역사와 현재

2014년, 아모레퍼시픽이 2007년부터 개발해 자사 브랜드인 아이오페를 통해 2008년 처음 '쿠션' 화장품을 선보였다. '쿠션'은 선크림과 메이크업 베이스, 파운데이션 등 기초 메이크업 제품을 특수 스폰지 재질에 흡수시켜 팩트형 용기에 담아낸 형태의 화장품으로 특수 스폰지 재질이 푹신하다는 점을 활용해 지은 이름이다. 이후 BB크림이 일반화 되면서 2012년부터 팩트 제품이 다시 주목 받기 시작하며 다양한 형태의 쿠션이 등장하기 시작했다.

2008년 3월 처음 출시한 아이오페의 쿠션은 피부 보호를 위해 자외선 차단제를 여러 차례 덧바르는 과정에 번거로움이 있다는 점에 주목했다. 적당량을 간편하게 덧바르면서 메이크업을 수정할 수 있는 방법을 고안하다가 자외선 차단과 메이크업이 동시에 가능한 제품을 안정성과 휴대성을 동시에 갖춘 제품 연구하다가 액체가 흐르지 않고 균일하게 주차 티켓에 찍히는 주차 도장에서 영감을 얻어 *셀트랩기술을 적용하여 탄생한 제품이다.

처음 홈쇼핑에서 쿠션 선불록이 폭발적인 반응을 얻었지만 '선불록'이라는 이름 때문에 여름 이후 판매량이 감소했다. 이에 "쿠션 파운데이션"으로 재탄생해 새로운 카테고리가 생겨났다. 이후 주름개선, 모공축소 등 다양한 기능이 추가되며 피부 타입별로 쿠션이 진화하고 있으며 화장하는 남성들이 늘어나면서 2017년 6월 아이오페 맨 에어쿠션을 출시하기도 했다. 또한 아모레퍼시픽에서는 브랜드별 쿠션 제품이 출시됐으며, 에어쿠션 블러셔, 아이브로우 쿠션, 스파클링 바디쿠션 등 다양한 형태의 쿠션 제품이 출시되고 있다.

아이오페(IOPE)가 출시한 최초의 쿠션



자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

아이오페가 출시한 남성용 에어쿠션



맨 에어쿠션® SPF 50+ PA+++

맨 에어쿠션® 선블록 SPF 34 PA++

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽의 쿠션 기술 발전사

| 연도 | 세대 | 기술 | 주요 성과 |
|------|---------|---|--|
| 2008 | 1 세대 쿠션 | 액상을 담는 담지체 개발 | 업계 최초로 담지체인 밸포 우레탄 폼을 이용해 쿠션 제품 최초 개발 액상 담지 기술이 적용된 최초의 제품 아이오페 에어쿠션 출시 |
| 2010 | 2 세대 쿠션 | 셀트랩(Cell Trap) | 담지체의 물리적 속성을 최적화 하여 점도가 낮은 액상 내용물을 안정화 |
| 2012 | 3 세대 쿠션 | 텍스처 및 기능 보강 구축 | 다양한 고객의 니즈를 만족시키기 위한 기능 세분화, 쿠션 포트폴리오 글로벌 고객을 위한 제품군 개발 및 확산 |
| | | | 내용물이 균일하게 토출되는 3D 담지체 기술 개발 |
| 2016 | 4 세대 쿠션 | 3D 담지체 및 초미립 내용물의 입자 크기를 30% 이상 세밀하게 축소시킨 초미립 분산 기술 분산 기술 개발 개발, 인삼, 녹차 등 스킨케어 효능을 가진 아시안 뷰티 원료와 쿠션 기술의 결합 | 개발, 인삼, 녹차 등 스킨케어 효능을 가진 아시안 뷰티 원료와 쿠션 기술의 결합 |

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽의 쿠션라인



자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

* 셀 트랩(Cell Trap): 폴리 우레탄 폼의 스펀지를 내장해 흐르지 않는 액체인 내용물을 안정적으로 머금고, 이것을 팩트형 용기에 담아 휴대성을 높인 휴대 가능한 액상 담지 파운데이션 조합

쿠션의 히트가 의미있는 이유는 창의적이고 신선한 발상으로 시작된 제품이 글로벌 트렌드가 됐기 때문이다. 아모레퍼시픽의 쿠션 제품의 히트 이후 디올, 랑콤, 바비브라운 등 글로벌 럭셔리 화장품 브랜드도 다양한 패키지와 제형으로 쿠션 제품을 출시했다. BB크림과 CC크림, 시트 마스크 등이 뒤를 이어 중국에서 히트상품으로 자리매김했다. 이후 '쿠션'과 같은 혁신적인 아이템이 신규로 등장한 사례는 없지만 2013년 드라마 '별에서 온 그대'가 중국에서 인기를 얻으면서 전지현이 극 중 사용했던 IOPE의 '컬러 팟 립스틱'은 천송이 립스틱으로 알려지며 선풍적인 인기를 끌기도 했고, 이후, 드라마 '프로듀사' 공효진이 사용한 클리오의 '틴티드 타투 키스 브로우', 태양의 후예에서 송혜교가 'BB쿠션'과 '투톤 립 바' 등 한국 드라마 흥행 성공에 따라 화장품 매출도 고공 성장하는 등 개별 아이템들이 주목을 받았다.

최근에는 각 라인별 특정 제품이 히트아이템으로 등장하는 사례가 늘고 있다. 쿠션, 립스틱, 수분 크림 등 각 라인별로 특정 브랜드의 특정 제품이 유행하는 추세로 예를 들면, 블리블리(온라인 의류 및 화장품 브랜드)의 꿀광쿠션, 3CE의 벨벳립틴트, 닥터자르트 시카페어, VT코스메틱 시카 마스크팩 등 중소형 벤처 브랜드에서 히트 아이템이 속속 등장하고 있다. 벤처 화장품 업체들이 기존 대형 브랜드 및 원브랜드들이 부진한 사이 약진을 거듭하고 있는 이유로는 다양한 소비자의 기호, 낮아진 화장품 시장 진입장벽, 모바일과 H&B 스토어를 통한 접점 확대, ODM 업체들의 높은 기술력, 벤처캐피탈을 통한 자금 조달이 용이한 것으로 꼽고 있다.

온라인 쇼핑몰 화장품 업체들의 히트 아이템



자료: 스타일난다, 블리블리, 키움증권 리서치

시카 성분을 내세워 주목받은 아이템들



자료: 각 사, 키움증권 리서치

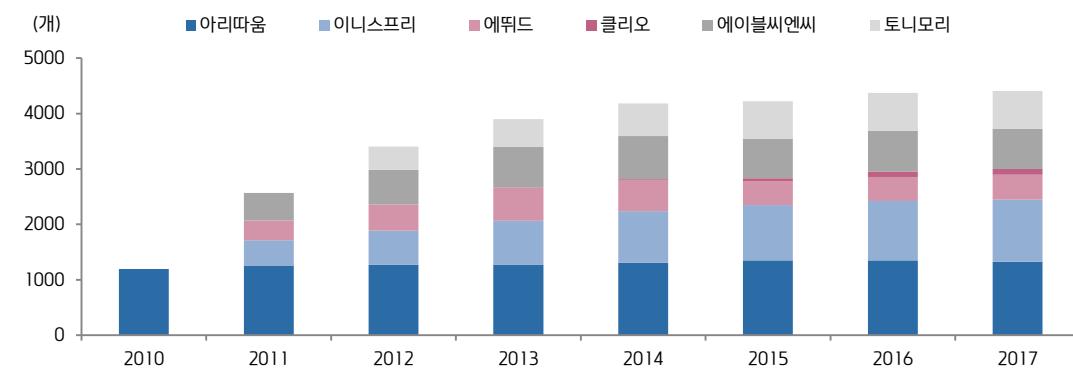
>>> 채널별: 온라인과 H&B 스토어의 성장

국내 화장품의 대표 유통채널은 방문판매, 백화점, 면세점, 대형마트, 브랜드숍, 편집숍, 온라인쇼핑몰 등이다. 2000년대 중반 미샤, 더페이스샵, 잇츠스킨, 토니모리 등의 원브랜드숍(로드숍)의 고성장으로 전량 외주 생산 형태로 유통하면서 자본력과 네트워크를 갖춘 브랜드 업체들의 진입이 용이해 지면서 이 시기 화장품 상위 OEM/ODM 업체인 한국콜마와 코스맥스를 축으로 OEM/ODM 업체들이 구조적으로 성장했다.

원브랜드샵과 대기업 브랜드샵 채널의 구조조정이 진행되고 있는 가운데 화장품 유통 채널이 변화 과정을 거치고 있다. 2016년 CJ올리브영이 등장하며 H&B(Health & Beverage) 스토어 시대를 열었다. 해외의 경우 H&B(Drug Store)가 의약품 중심으로 발전했다면 국내는 뷰티와 건강관련 식품을 전문으로 판매하는 채널로 성장했다. 후발주자로 Boots(이마트), LOHBs(롯데쇼핑), 랄라블라(GS리테일)이 등장하며 2009년 1,500억 원 수준이었던 시장규모는 2016년 1조 2,000억원, 2017년에는 1조 7,000억 원 규모(연평균성장률 +15%)로 성장했다.

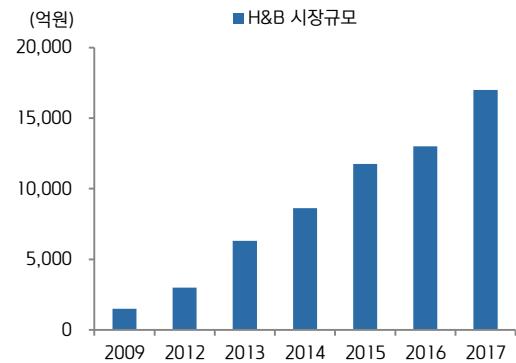
최근에는 이러한 편집샵(멀티샵)과 온라인 채널을 중심으로 AHC, JM솔루션, 3CE등 중소, 중견 기업들이 틈새 시장을 겨냥하고 있으며, 트렌드에 민감하고 제품 주기가 짧은 화장품 산업 트렌드에 따라 쿠션파운데이션, 마스크팩 등 히트아이템(혁신아이템) 개발에 주력하고 있는 추세이다. 또한 중소 업체들이 브랜드 론칭 초기 홍보 수단으로 적극 활용하고 있는 홈쇼핑 채널도 꾸준한 성장세를 보이고 있다.

원브랜드 샵 점포 수 추이



자료: 업계자료, 키움증권 리서치

H&B 시장규모



자료: 업계자료, 키움증권 리서치

H&B 스토어 점포 수 추이



자료: 업계자료, 키움증권 리서치

화장품 유통채널 분류

| 유통채널 | 설명 |
|---------|---|
| 전문점 | 화장품을 주로 판매하는 개인사업체로 개별 상호로 운영되며, 대리점과 도매상으로 부터 제품을 공급받아 판매하는 형태 |
| 브랜드숍 | 기업의 브랜드 중심으로 판매하는 형태 또는 여러 회사의 여러 브랜드를 한곳에 모아 판매하는 체인점 형태 통상 단일 브랜드가 입점하는 매장을 지칭함. MISSHA, Innisfree, THE FACESHOP, ETUDE, Nature Republic 등이 있음 |
| 편집숍 | 한 매장에 2개 이상의 브랜드 제품을 모아 판매하는 유통 형태로 다양한 브랜드가 입점하는 멀티브랜드숍을 의미하며, H&B, 화장품사 운영숍, 백화점 운영숍 등으로 세분화 됨 |
| H&B | Olive Young(CJ), Watsons(GS), LOHB(롯데), Boots(이마트) |
| 화장품사 운영 | Aritaum(아모레), Nature Collection(LG생건), Bequie(LG생건) |
| 백화점 운영 | La cosmetique(롯데), at Beauty(현대), CHICOR(신세계), Tag on(AK), 고가 브랜드 비중이 높은 편 |
| 방문판매 | 방문판매 등에 관한 법률에 의한 방문판매, 후원방문판매 형태, 다단계판매 형태 |
| 온라인쇼핑몰 | 판매업자가 온라인 상에 제품에 대한 정보를 제공하고 소비자로부터 구매 정보를 받아 물건을 판매할 수 있도록 만든 온라인 상점 |
| 대형마트 | 단일 경영체제 하에서 대형매장(백화점 제외)을 갖추고 각종 상품을 종합적으로 판매하는 판매점 |
| 면세점 | 여행자에게 부과되는 세금을 면제하여 판매하는 소매점 |

자료: 업계자료, 키움증권 리서치

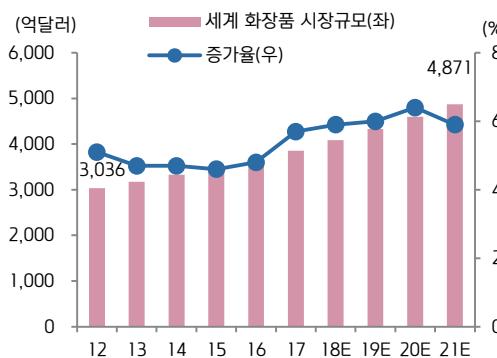
글로벌 화장품 시장

>>> 세계 화장품 시장동향 및 전망

2021년 글로벌 화장품 시장 4,871억 달러로 성장 전망

2018년 글로벌 화장품 시장 규모는 4,450억 달러(약 497조 원), 권역별로는 유럽과 북미가 각각 22.8%, 20.2%를 차지하며 화장품 시장 성장을 견인하고 있으며 북미 지역의 화장품 성장률이 3.2%, 유럽이 2.4%로 북미 지역의 화장품 산업 성장률이 상대적으로 높다. 선진시장의 특성은 성분을 중요시 하며 천연원료, 친환경, 유기농, 기능성 제품에 대한 수요가 확대되고 있다. 한편, 중국을 포함한 신흥시장의 특성은 경제 성장에 따른 중산층 확대, 여성 사회활동 인구 증가 등으로 화장품 소비 구매력이 확대되고 있는 추세이다. 향후 글로벌 화장품 시장은 가장 높은 점유율을 차지하고 있는 미국, 중국, 일본 등의 주요 시장을 중심으로 성장할 것으로 전망되며, 특히 중국은 연평균 6.3% 이상의 성장세를 기록하며 향후 화장품 산업 성장을 견인할 것으로 전망된다.

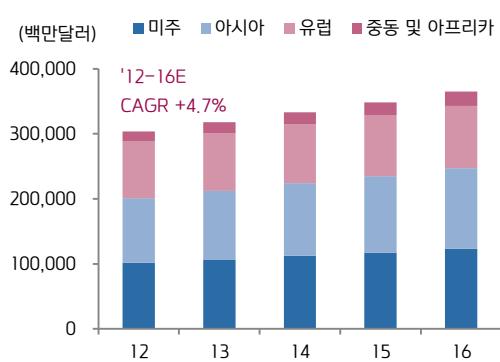
세계 화장품 시장규모 추이 및 전망



주: 2017년 이후 시장규모는 Euromonitor 추정치

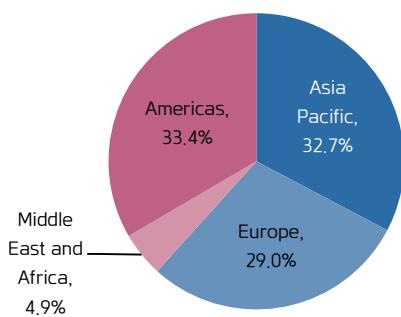
자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

지역별 화장품 시장규모



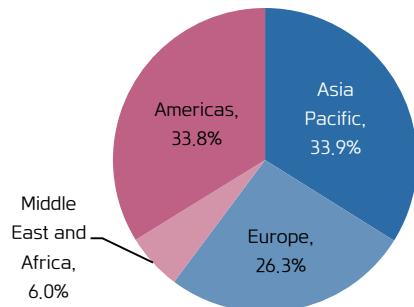
자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

2012년 지역별 화장품 시장규모



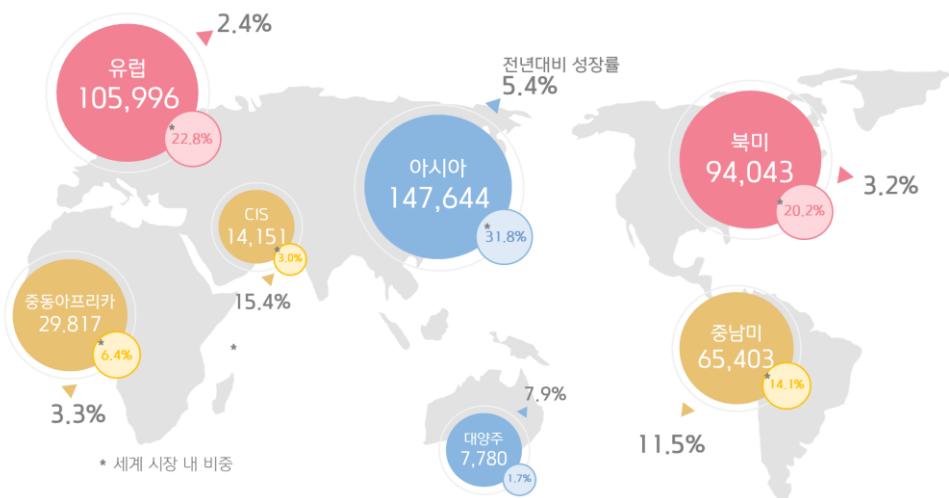
자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

2016년 지역별 화장품 시장규모



자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

2017년 권역별 화장품 시장(단위: 백만달러, %)



자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

2017년 기준 화장품 시장규모 TOP 20개 국가

| 순위 | 국가명 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | CAGR ('17~'22) | 비중 ('17) | 비중 ('22) |
|----|------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|----------------|----------|----------|
| 1 | 미국 | 86,071 | 89,640 | 93,282 | 96,920 | 100,504 | 104,161 | 3.9 | 18.5 | 17.3 |
| 2 | 중국 | 53,494 | 58,768 | 63,620 | 69,321 | 75,175 | 81,313 | 8.7 | 11.5 | 13.5 |
| 3 | 일본 | 36,072 | 37,619 | 39,060 | 40,168 | 41,247 | 42,335 | 3.3 | 7.8 | 7.0 |
| 4 | 브라질 | 32,129 | 34,572 | 37,158 | 39,870 | 42,954 | 46,386 | 7.6 | 6.9 | 7.7 |
| 5 | 독일 | 18,638 | 19,790 | 20,316 | 20,873 | 21,312 | 21,723 | 3.1 | 4.0 | 3.6 |
| 6 | 영국 | 16,430 | 17,262 | 17,829 | 18,481 | 19,113 | 19,737 | 3.7 | 3.5 | 3.3 |
| 7 | 프랑스 | 14,546 | 15,226 | 15,494 | 15,830 | 16,142 | 16,468 | 2.5 | 3.1 | 2.7 |
| 8 | 인도 | 13,581 | 14,534 | 15,664 | 16,986 | 18,464 | 20,119 | 8.2 | 2.9 | 3.3 |
| 9 | 한국 | 12,560 | 12,791 | 12,930 | 13,086 | 13,247 | 13,426 | 1.3 | 2.7 | 2.2 |
| 10 | 이탈리아 | 11,174 | 11,746 | 11,975 | 12,244 | 12,460 | 12,706 | 2.6 | 2.4 | 2.1 |
| 11 | 러시아 | 10,875 | 11,380 | 11,856 | 12,286 | 12,683 | 13,066 | 3.7 | 2.3 | 2.2 |
| 12 | 멕시코 | 9,448 | 10,211 | 10,863 | 11,475 | 12,066 | 12,702 | 6.1 | 2.0 | 2.1 |
| 13 | 스페인 | 8,382 | 8,888 | 9,138 | 9,437 | 9,715 | 10,003 | 3.6 | 1.8 | 1.7 |
| 14 | 캐나다 | 7,972 | 8,430 | 8,735 | 9,029 | 9,313 | 9,605 | 3.8 | 1.7 | 1.6 |
| 15 | 호주 | 6,827 | 7,319 | 7,731 | 8,088 | 8,422 | 8,765 | 5.1 | 1.5 | 1.5 |
| 16 | 태국 | 5,838 | 6,152 | 6,503 | 6,956 | 7,470 | 8,045 | 6.6 | 1.3 | 1.3 |
| 17 | 아르헨 | 5,444 | 5,712 | 6,305 | 6,730 | 7,158 | 7,623 | 7.0 | 1.2 | 1.3 |
| 18 | 인니 | 5,030 | 5,603 | 6,160 | 6,872 | 7,804 | 8,820 | 11.9 | 1.1 | 1.5 |
| 19 | 폴란드 | 4,597 | 5,062 | 5,268 | 5,532 | 5,799 | 6,074 | 5.7 | 1.0 | 1.0 |
| 20 | 이란 | 3,505 | 4,086 | 4,667 | 5,272 | 5,951 | 6,754 | 14.0 | 0.8 | 1.1 |
| | 폴란드 | 4,597 | 5,062 | 5,268 | 5,532 | 5,799 | 6,074 | 5.7 | 1.0 | 1.0 |

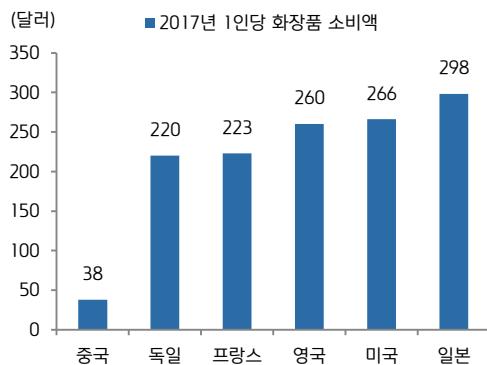
자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

>>> 글로벌 화장품 시장: 중국

글로벌 화장품 성장의 축은 중국

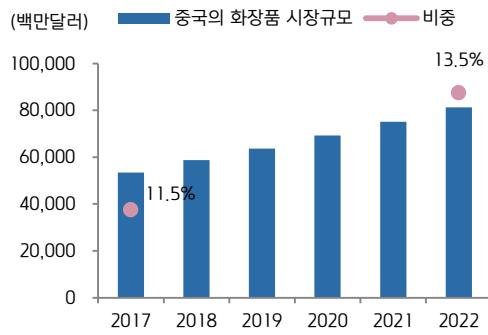
2017년 중국의 화장품 시장규모는 535억달러로 성장하며 세계 2위(11.5%)로 높은 비중을 차지했다.'12년-'15년 연평균 6.3%의 고성장을 기록했으며, 2017년부터 2022년까지 연평균 8.7%의 높은 성장률을 기록하며 2022년에는 세계시장에서 점유율이 13.5%까지 확대될 것으로 전망되고 있다. 2018년 기준 중국의 1인당 GDP는 전년대비 +6.6%성장, 1인당 가처분 소득은 +6.5% 증가한 2만 8,228위안을 기록했다. 소득 증가, 신소비층 부상, 도시화가 진행되면서 고가 소비재에 대한 수요는 더욱 증가할 것으로 예상한다. 또한 1인당 중국의 1인당 스킨케어 용품 소비액은 38달러로 일본 298달러, 독일 220달러, 미국 266달러 등 선진국과 비교해 6~8% 수준으로 소비 상승 여력이 높다. 또한 소득 증가에 따라 프리미엄 제품에 대한 선호도가 증가하고 있으며 2·3선급 도시를 중심으로 소비가 확대될 것으로 전망한다. 중국 시장은 '17-'22년 연평균 8.7%의 높은 성장률을 기록하며 2022년에는 세계 시장 점유율 13.5%로 확대될 것으로 전망된다.

국가별 1인당 화장품 소비액



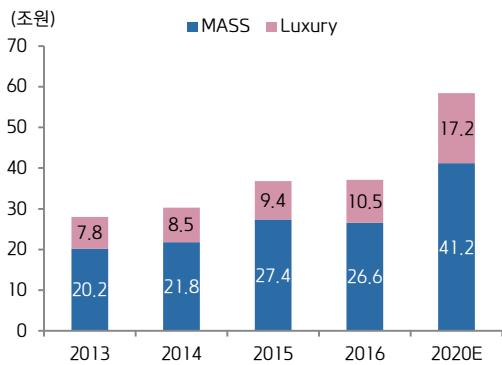
자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

중국의 화장품 시장규모 및 전망



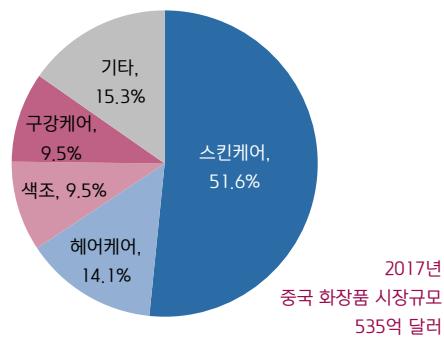
자료: 키움증권 리서치

중국의 럭셔리 및 프리미엄 브랜드 비중 확대



자료: 한국보건산업진흥원, 키움증권 리서치

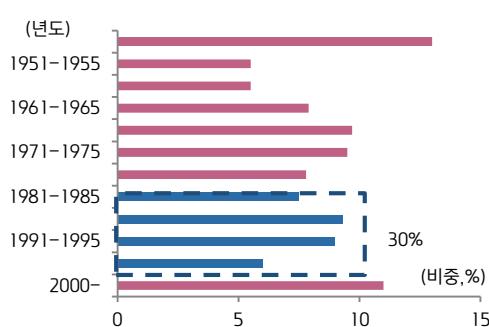
중국의 화장품 제품별 시장규모



자료: KOTRA, 키움증권 리서치

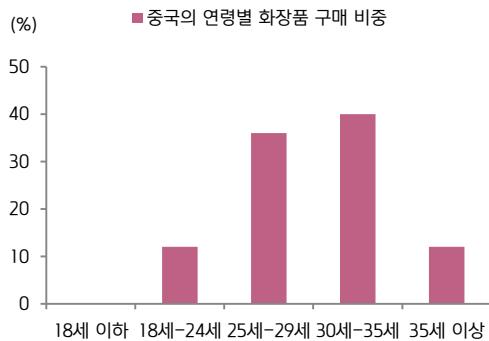
향후 중국의 소비 시장은 80년대에서 90년대에 출생한 빠링허우, 주링허우가 이끌어 갈 것으로 전망된다. 중국 화장품 소비의 50%는 1990년대 이후 태어난 소비층에서 발생하고 있는 것으로 추정되며 이를 이어 95년 이후 태어난 세대의 뷰티에 대한 관심이 높아지며 12~25세의 신세대의 영향력이 확대될 것으로 내다보고 있다. 주요 소비층인 빠링허우(80년대생) 및 주링허우(90년대생)와 청년층이 중국 인구의 비율이 약 30.8%를 차지하는 한편, 2020년 이들의 소비 공헌도가 전체 소비의 35%에 달할 것으로 전망하고 있다. 이 세대들의 특징은 온라인(모바일) 사용이 익숙하고, 개성을 추구하는 성향이 강해 신제품 사용에도 거부감이 적은 편이다. 대형 업체 브랜드에 집중됐던 수요가 중소형 브랜드로 분산되고 있는 것도 이러한 요인에 기인한 것으로 파악된다.

출생연도별 중국의 인구 비중



자료: Kotra, 키움증권 리서치

중국의 연령별 화장품 구매 비중



자료: Kotra, 키움증권 리서치

2017년 전 세계 스킨케어 시장 매출액은 1,246억 달리이며 아시아 지역의 매출액은 631억 달러를 기록했다. 이 중 중국 시장의 매출액이 약 43%를 차지하고 있으며 타 지역 대비 빠른 성장을 보이고 있다. '12-'17년 중국 스킨케어 시장의 연평균 성장률은 8% 수준이었으나, 2017년에는 2016년대비 10.3% 증가하는 모습을 보였다. 스킨케어 제품 중에서는 페이셜 케어 시장의 성장률이 두드러지는데 2017년 중국의 페이셜케어 매출액은 2016년대비 9.9% 성장한 1,624억 위안을 기록했으며 전체 스킨케어 시장 매출액의 약 87% 수준이다. 페이셜 케어 중에서는 수분/보습 그리고 안티 에이징 제품의 시장의 비중이 높은 것으로 나타났다.

중국 스킨케어시장 매출동향

| 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|
| 126,917.8 | 139,005.2 | 150,687.1 | 160,597.3 | 169,269.6 | 186,655 |

자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

중국 페이셜 케어 제품별 매출 동향 (단위:백만위안)

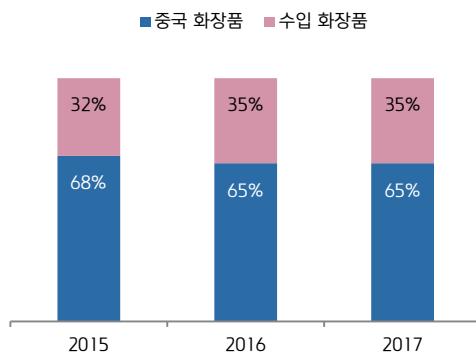
| 구분 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 마스크팩 | 9,972 | 11,551 | 13,655 | 15,833 | 18,072 | 20,748 |
| 안티에이징 | 27,934 | 31,207 | 32,954 | 34,120 | 35,645 | 39,936 |
| 수분/보습 크림 | 53,089 | 568,437 | 60,839 | 62,968 | 64,119 | 68,713 |
| 립 케어 제품 | 1,408 | 1,480 | 1,545 | 1,623 | 1,703 | 1,796 |
| 토너 | 8,646 | 9,585 | 10,447 | 11,342 | 12,033 | 13,758 |

자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

중국 로컬 브랜드의 도약, 국내 브랜드의 입지는?

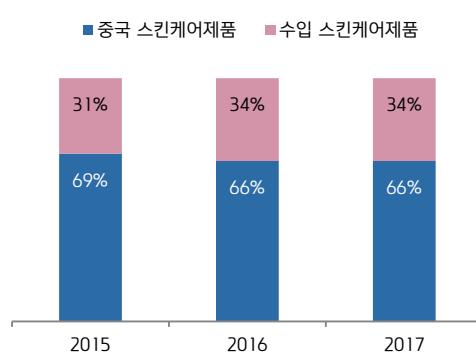
중국의 주요 화장품 수입국은 프랑스, 한국, 미국, 일본, 영국 등이다. 중국 로컬 브랜드들이 강세를 보이고 있지만 고가의 프리미엄 스킨케어 시장에서는 여전히 글로벌 브랜드를 선호하는 것으로 나타났다. 또한 중국의 시장조사 전문 기관에서는 3년간 수입화장품 시장이 안정적으로 성장하고 있으며 수입화장품이 전체 판매액의 약 35% 이상을 차지하는 것으로 나타났으며, 특히 색조 화장품에서 미국 및 유럽 국가의 판매 점유율이 빠르게 상승하고 있는 것으로 파악된다. 수입화장품 선호에 따라 국내 프리미엄 화장품 제품 판매도 수혜가 가능할 것으로 판단한다.

15-17년 중국 로컬 및 수입 화장품 시장점유율



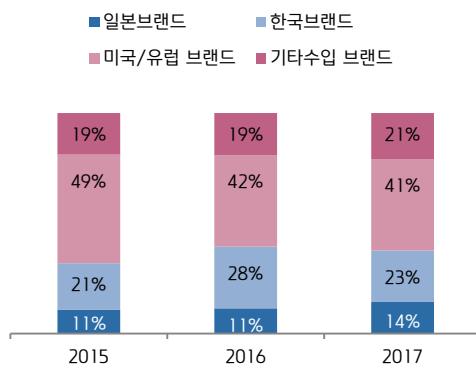
자료: 카이두 소비자지수, 키움증권 리서치

15-17년 중국의 수입 스킨케어 판매액 점유율



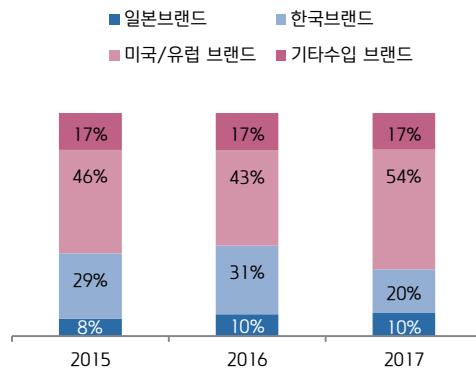
자료: 카이두 소비자지수, 키움증권 리서치

스킨케어제품 국가별 브랜드 판매액 점유율



자료: 카이두 소비자지수, 키움증권 리서치

색조화장품 국가별 브랜드 판매액 점유율



자료: 카이두 소비자지수, 키움증권 리서치

또한 국내를 포함한 글로벌 브랜드와 중국 로컬 업체 화장품의 브랜드별 가격대를 비교 해보면 중국 로컬 업체들은 저가에서 중가의 가격대를 형성하고 있다. 글로벌 업체의 제품은 중가에서 고가의 가격대에 판매되고 있으며 일부 중저가 수입 브랜드를 제외하면 소비층이 분리되어 있다. 중국 로컬 브랜드 내 글로벌 화장품과 비교해 고가의 프리미엄 화장품이 부재한 상황이긴 하지만 향후 중국 로컬 업체들의 중저가 라인의 고성장이 예상되는 가운데 국내 브랜드 업체들은 프리미엄 화장품으로서의 입지를 더욱 견고히 해나가야 할 것으로 판단한다.

중국의 뷰티 시장 기초화장품과 색조화장품 브랜드 TOP10

| 순위 | 기초화장품 | | 색조화장품 | |
|----|--------------------|------------------|--------------|--------------|
| | 브랜드 | 제조사 | 브랜드 | 제조사 |
| 1 | 바이체링(Pechoin, 百雀羚) | 바이체링 | 메이블린 | 로레알 |
| 2 | 다바오 | Johnson &Johnson | 카즈란(卡姿兰) | 카즈란(卡姿兰) |
| 3 | 로레알 파리 | 로레알 | 마리달가(瑪麗黛佳) | 마리달가(瑪麗黛佳) |
| 4 | 나베아 | 바이어스도르프 | 입생로랑 | 로레알 |
| 5 | 올레이 | P&G | 이니스프리 | 아모레퍼시픽 |
| 6 | 이노허브(相宜本草) | 이노허브(相宜本草) | 디올 | LVMH |
| 7 | 한수(韓束) | 상메이(上美) | 미스틴(mistine) | 미스틴(mistine) |
| 8 | 위메이징(郁美淨) | 위메이징(郁美淨) | 한수(韓束) | 상메이(上美) |
| 9 | 왓슨스(屈臣氏) | 왓슨스(屈臣氏) | 미샤 | ABLE C&C |
| 10 | 메이자징(美加淨) | 자화(上海家化) | 에뛰드 하우스 | 아모레 퍼시픽 |

주1: 중국 소비자 뷰티 패널(3만 2천 명)의 실제 구매 데이터에 기반, 가장 많이, 자주 구매된 화장품 브랜드 순위

주2: 분홍색은 중국 로컬 브랜드, 파란색은 한국 브랜드

자료: 칸타월드패널, 키움증권 리서치

화장품 브랜드별 가격대

| | 미국/유럽 브랜드 | 일본 브랜드 | 한국 브랜드 | 중국 브랜드 |
|-------------------|--|---|----------------------------------|--|
| 프리스티지 (600위안~) | CHANEL, Dior, Estee Lauder, Lancome, Shu emura | Shiseido, SKII, Dew Superior, FANCL POLA, Epsiteme | | |
| 고가 (300~500위안) | Artistry, Biotherm, Clinique, Clarins, Kiehls, MAC | Aupres, WHITIST, ASTALIFT, BRNCHIR SUPERIOR | Laneige | |
| 중가 (100~300위안) | L'Oreal, Olay, Ponds, Marykay, Avee, Maybelline NY | URARA, reliever, CHIFURE, ORBIS, Nature&Co, Za, Azua Lunash | The Face Shop, MISSHA, SKIN FOOD | |
| 저가 (~100위안) | | | | Herbon Tjoy Maxam Dabao Longliqi |

자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

중국 화장품 브랜드별 시장점유율

| 브랜드 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------------|------|------|------|------|
| Pechoin(百雀羚) | 2.6 | 3.4 | 4 | 4.5 |
| Mary Kay(玫琳凯) | 5.4 | 5 | 4.1 | 3.6 |
| L'Oréal Paris(巴黎欧莱雅) | 4.7 | 4.1 | 3.7 | 3.3 |
| Chando(自然堂) | 2.3 | 2.5 | 2.8 | 3.1 |
| Olay(玉兰油) | 4.6 | 3.9 | 3.2 | 2.8 |
| KanS(韩束) | — | 2.4 | 2.7 | 2.7 |
| Lancôme(兰蔻) | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.5 |
| Estée Lauder(雅斯兰黛) | 2 | 2.1 | 2 | 2.5 |
| Beautrio(萃雅) | 1.5 | 1.7 | 2.1 | 2.1 |
| One Leaf(一叶子) | — | 0.9 | 1.3 | 2 |
| Herborist(佰草集) | 2.2 | 2.1 | 2 | 1.8 |
| Perfect(完美) | 2.3 | 2.3 | 2.1 | 1.8 |
| Proya(珀莱雅) | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 1.8 |
| Aupres(欧珀莱) | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 1.7 |
| Hanhoo(韩后) | 0.7 | 1 | 1.3 | 1.6 |
| Innisfree(悦诗风吟) | 0.4 | 0.9 | 1.4 | 1.5 |
| Artistry(雅姿) | 2.5 | 2.2 | 1.8 | 1.5 |
| Inoherb(相宜本草) | 2 | 1.9 | 1.7 | 1.5 |
| Watsons(屈臣氏) | 1.3 | 1.4 | 1.2 | 1.1 |
| Wetcode(水密码) | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| Avène(雅漾) | 0.9 | 1 | 1 | 1 |
| SK-II(SK-II) | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 1 |
| Longrich(隆力奇) | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1 |
| Yunifang(御泥坊) | 0.4 | 0.7 | 1 | 1 |
| Pechoin(百雀羚) | 2.6 | 3.4 | 4 | 4.5 |
| Mary Kay(玫琳凯) | 5.4 | 5 | 4.1 | 3.6 |
| L'Oréal Paris(巴黎欧莱雅) | 4.7 | 4.1 | 3.7 | 3.3 |
| Chando(自然堂) | 2.3 | 2.5 | 2.8 | 3.1 |

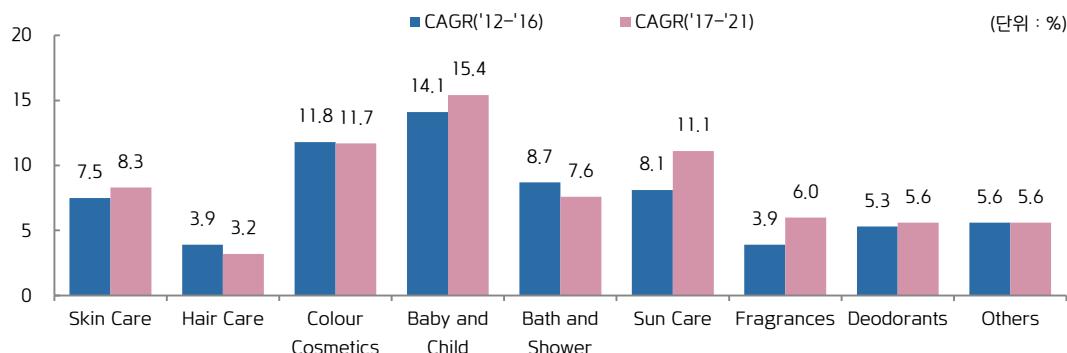
자료: Euromonitor, KOTRA, 키움증권 리서치

화장품 유통채널 별 비중

| 구 분 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------------------|------|------|------|------|------|------|
| 오프라인(매장 기반) | 70.3 | 68.2 | 65.7 | 63.8 | 62.8 | 62.3 |
| 편의점 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.6 |
| 대형 슈퍼마켓(hyper market) | 12.1 | 11.4 | 10.1 | 9.1 | 8.6 | 8.5 |
| 슈퍼마켓(supermarkets) | 6.1 | 5.9 | 5.7 | 5.5 | 5.4 | 5 |
| 백화점 | 30.1 | 28.4 | 27.1 | 25.8 | 25.3 | 25 |
| 약국(chemists/pharmacies) | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| * 처방전이 필요한 | | | | | | |
| 약국(drug store) | 5.6 | 5.7 | 5.9 | 6 | 6.7 | 5.7 |
| 뷰티제품(화장품) 전문 매장 | 14.7 | 15.1 | 15.3 | 15.8 | 16.2 | 16.2 |
| 온라인 채널(매장 기반이 아닌) | 29.7 | 31.8 | 34.3 | 36.2 | 37.2 | 37.7 |
| 직접판매(Direct selling) | 17.2 | 16.4 | 16.6 | 16.4 | 15.7 | 14.3 |
| 온라인 쇼핑 | 11.9 | 14.7 | 17 | 19.1 | 20.9 | 22.8 |
| 홈쇼핑 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| 합 계 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

자료: Euromonitor, KOTRA, 키움증권 리서치

중국의 화장품 유형별 연평균 증가율



자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

중국의 유형별 화장품 시장규모

| 유형 | 2012년 | 2013년 | 2014년 | 2015년 | 2016년 | | YoY |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|
| | | | | | 시장규모 | 비중 | |
| SkinCare | 19,101 | 20,921 | 22,678 | 24,170 | 25,475 | 58.4 | 5.4 |
| FacialCare | 17,182 | 18,750 | 20,198 | 21,308 | 22,249 | 51.0 | 4.4 |
| SkinCareSets/Kits | 965 | 1,132 | 1,347 | 1,631 | 1,906 | 4.4 | 16.8 |
| HandCare | 420 | 474 | 541 | 613 | 677 | 1.6 | 10.4 |
| BodyCare | 535 | 565 | 592 | 618 | 644 | 1.5 | 4.1 |
| HairCare | 6,187 | 6,592 | 6,789 | 7,002 | 7,201 | 16.5 | 2.8 |
| Shampoos | 4,646 | 4,911 | 5,024 | 5,165 | 5,294 | 12.1 | 2.5 |
| Conditioners | 926 | 1,040 | 1,087 | 1,116 | 1,143 | 2.6 | 2.4 |
| Colourants | 298 | 315 | 346 | 381 | 417 | 1.0 | 9.4 |
| StylingAgents | 238 | 245 | 251 | 256 | 260 | 0.6 | 1.8 |
| SalonHairCare | 47 | 52 | 56 | 61 | 67 | 0.2 | 9.0 |
| 2-in-1Products | 32 | 29 | 26 | 23 | 20 | 0.0 | -12.2 |
| ColourCosmetics | 2,729 | 3,090 | 3,407 | 3,792 | 4,261 | 9.8 | 12.4 |
| FacialMake-Up | 1,237 | 1,473 | 1,639 | 1,841 | 2,080 | 4.8 | 13.0 |
| LipProducts | 722 | 769 | 851 | 951 | 1,077 | 2.5 | 13.2 |
| EyeMake-Up | 625 | 689 | 747 | 817 | 909 | 2.1 | 11.3 |
| ColourCosmeticsSets/Kits | 82 | 93 | 103 | 114 | 124 | 0.3 | 8.6 |
| NailProducts | 64 | 66 | 68 | 70 | 72 | 0.2 | 3.6 |
| BabyandChild-SpecificProducts | 1,271 | 1,481 | 1,733 | 1,938 | 2,155 | 4.9 | 11.2 |
| BathandShower | 1,533 | 1,692 | 1,846 | 1,990 | 2,136 | 4.9 | 7.4 |
| BodyWash/ShowerGel | 1,271 | 1,388 | 1,501 | 1,603 | 1,707 | 3.9 | 6.5 |
| LiquidSoap | 141 | 164 | 185 | 208 | 230 | 0.5 | 11.0 |
| IntimateHygiene | 121 | 140 | 160 | 179 | 199 | 0.5 | 11.0 |
| SunCare | 611 | 648 | 702 | 763 | 833 | 1.9 | 9.2 |
| AdultSunCare | 593 | 628 | 680 | 739 | 807 | 1.8 | 9.2 |
| BabyandChild-specificSunCare | 17 | 19 | 22 | 24 | 27 | 0.1 | 10.4 |
| Fragrances | 694 | 743 | 792 | 804 | 808 | 1.9 | 0.4 |
| PremiumFragrances | 470 | 508 | 543 | 563 | 575 | 1.3 | 2.1 |
| MassFragrances | 224 | 235 | 248 | 241 | 232 | 0.5 | -3.6 |
| Deodorants | 87 | 92 | 98 | 103 | 107 | 0.2 | 4.2 |
| Others | 527 | 547 | 582 | 617 | 656 | 1.5 | 6.2 |
| 합계(A) | 32,740 | 35,805 | 38,626 | 41,178 | 43,632 | 100.0 | 6.0 |
| 전체화장품(B) | 303,553 | 317,846 | 332,908 | 348,370 | 364,928 | - | 4.8 |
| 비중(A/B × 100) | 10.8 | 11.3 | 11.6 | 11.8 | 12.0 | - | - |

주: 단위는 백만달러

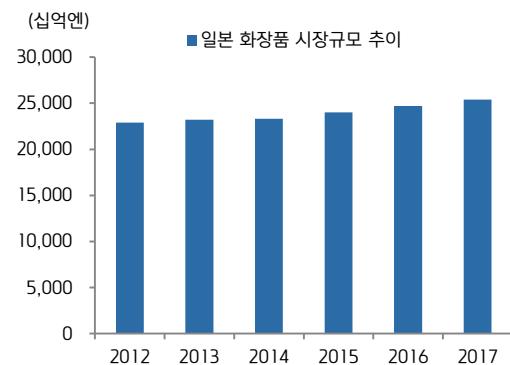
자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

>>> 글로벌 화장품 시장: 일본

인바운드 수요 확보된 일본 화장품 시장

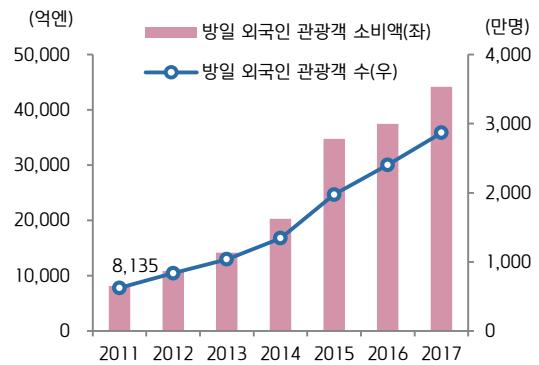
일본의 화장품 시장 규모는 360억 달러(2017년)로 글로벌 화장품 시장의 7.8%의 점유율을 차지하는 세계 3위의 시장이다. 일본의 화장품 시장은 2012년 이후 연평균 성장률은 3.52% 수준으로 낮은 성장률을 보이고 있으나 방일 인바운드 관광객이 급증 소비액 또한 증가하는 추세를 보이고 있다. 2017년 1인당 인바운드 쇼핑 지출에서 중국인 관광객이 11만 9,319엔으로 가장 지출이 많았으며 이들의 1인당 구입품목 및 단가에서는 화장품 구입단가가 5만 7,242엔으로 가장 높은 것으로 나타났다. 이처럼 방일 외국인 관광객 인바운드 수요가 시장 확대를 견인하고 있으며 2014년 10월 화장품이 면세 대상으로 선정된 후 인바운드 수요는 더욱 증가하기 시작했다. 일본 정부는 2020년까지 방일 외국인 목표 인원을 4,000만 명, 2030년 까지 6,000만 명으로 정했으며, 2020년 도쿄 올림픽과 같은 외국인 관광객 증가 요인이 존재함에 따라 인바운드 증가에 따른 화장품 수요도 증가할 것으로 전망한다.

일본의 화장품 시장규모 및 전망



자료: 야노경제연구소, 키움증권 리서치

방일 외국인 관광객 수 및 소비액 추이



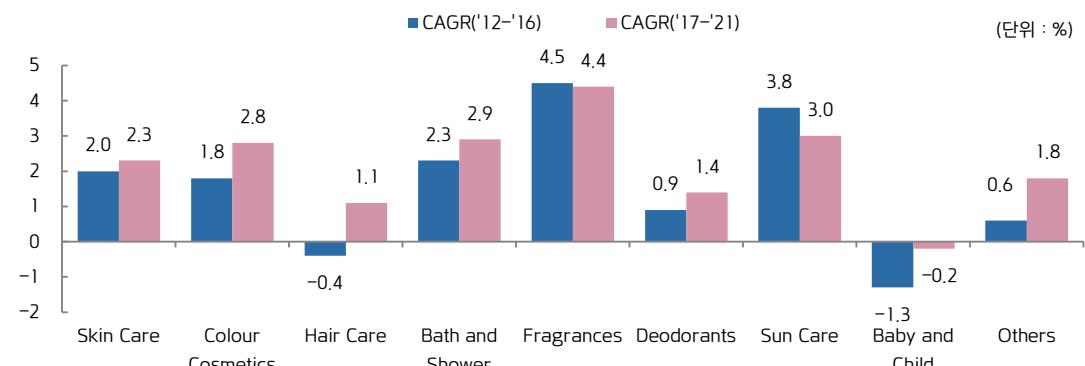
자료: 일본 관광청, 키움증권 리서치

2017년 방일 외국인(중국 및 홍콩) 관광객 1인당 구입품목 및 단가

| 국적 및 지역 | 중국 | | 홍콩 | |
|--------------------|-----|-----------|-----|-----------|
| | 구입률 | 구입자 단가(엔) | 구입률 | 구입자 단가(엔) |
| 과자류 | 71% | 11,459 | 65% | 7,369 |
| 그 외 식료품/식료/술/담배 | 62% | 13,796 | 71% | 8,373 |
| 카메라/비디오카메라/시계 | 15% | 65,559 | 7% | 14,988 |
| 전기제품 | 27% | 39,426 | 11% | 11,862 |
| 화장품/향수 | 81% | 57,242 | 50% | 16,744 |
| 의약품/건강상품/일용품 | 75% | 24,899 | 70% | 10,305 |
| 기모노 | 6% | 13,213 | 2% | 17,126 |
| 의류/가방/구두 | 45% | 49,357 | 54% | 20,983 |
| 만화/애니메이션/캐릭터 관련 상품 | 1% | 7,913 | 11% | 13,567 |
| 책/CD/DVD | 8% | 7,335 | 10% | 2,517 |

자료: 일본 관광청, 키움증권 리서치

일본의 화장품 유형별 연평균 증가율



자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

일본의 유형별 화장품 시장규모

| 유형 | 2012년 | 2013년 | 2014년 | 2015년 | 2016년 | | YoY |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|------|
| | | | | | 시장규모 | 비중 | |
| SkinCare | 15,240 | 15,463 | 15,624 | 16,148 | 16,470 | 50.0 | 2.0 |
| FacialCare | 13,463 | 13,682 | 13,800 | 14,306 | 14,614 | 44.4 | 2.2 |
| SkinCareSets/Kits | 849 | 840 | 863 | 873 | 880 | 2.7 | 0.9 |
| BodyCare | 752 | 755 | 769 | 774 | 778 | 2.4 | 0.5 |
| HandCare | 176 | 186 | 192 | 195 | 198 | 0.6 | 1.2 |
| ColourCosmetics | 6,190 | 6,205 | 6,333 | 6,497 | 6,635 | 20.1 | 2.1 |
| FacialMake-Up | 3,264 | 3,286 | 3,368 | 3,472 | 3,564 | 10.8 | 2.6 |
| LipProducts | 1,054 | 1,060 | 1,081 | 1,122 | 1,155 | 3.5 | 2.9 |
| EyeMake-Up | 1,001 | 1,004 | 1,017 | 1,037 | 1,053 | 3.2 | 1.5 |
| ColourCosmeticsSets/Kits | 667 | 660 | 675 | 671 | 667 | 2.0 | -0.6 |
| NailProducts | 204 | 196 | 192 | 195 | 198 | 0.6 | 1.4 |
| HairCare | 5,671 | 5,668 | 5,635 | 5,610 | 5,590 | 17.0 | -0.4 |
| Shampoos | 1,913 | 1,920 | 1,940 | 1,947 | 1,957 | 5.9 | 0.5 |
| Conditioners | 1,669 | 1,671 | 1,681 | 1,691 | 1,699 | 5.2 | 0.5 |
| StylingAgents | 913 | 896 | 875 | 854 | 835 | 2.5 | -2.2 |
| Colourants | 872 | 883 | 843 | 824 | 806 | 2.4 | -2.1 |
| SalonHairCare | 226 | 223 | 222 | 221 | 220 | 0.7 | -0.5 |
| 2-in-1Products | 62 | 60 | 59 | 59 | 59 | 0.2 | -0.8 |
| PermsandRelaxants | 16 | 15 | 15 | 15 | 14 | 0.0 | -2.7 |
| BathandShower | 1,448 | 1,488 | 1,511 | 1,549 | 1,584 | 4.8 | 2.3 |
| BathAdditives | 681 | 687 | 671 | 677 | 682 | 2.1 | 0.8 |
| BodyWash/ShowerGel | 537 | 560 | 588 | 617 | 644 | 2.0 | 4.4 |
| LiquidSoap | 218 | 229 | 240 | 243 | 246 | 0.7 | 1.2 |
| IntimateHygiene | 12 | 12 | 12 | 12 | 11 | 0.0 | -1.7 |
| Fragrances | 449 | 451 | 467 | 507 | 536 | 1.6 | 5.6 |
| PremiumFragrances | 315 | 317 | 333 | 333 | 391 | 1.2 | 6.6 |
| MassFragrances | 133 | 134 | 135 | 135 | 145 | 0.4 | 2.9 |
| Deodorants | 447 | 465 | 464 | 463 | 463 | 1.4 | -0.2 |
| SunCare | 358 | 403 | 408 | 417 | 416 | 1.3 | -0.1 |
| AdultSunCare | 348 | 392 | 398 | 406 | 405 | 1.2 | -0.1 |
| BabyandChild-specificSunCare | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 | 0.0 | - |
| BabyandChild-SpecificProducts | 379 | 372 | 368 | 364 | 360 | 1.1 | -1.3 |
| Others | 869 | 859 | 873 | 881 | 890 | 2.7 | 0.9 |
| 합계(A) | 31,049 | 31,373 | 31,683 | 32,436 | 32,942 | 100.0 | 1.6 |
| 전체화장품(B) | 303,553 | 317,846 | 332,908 | 348,370 | 364,928 | - | 4.8 |
| 비중(A/B × 100) | 10.2 | 9.9 | 9.5 | 9.3 | 9.0 | - | - |

주: 단위는 백만달러

자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

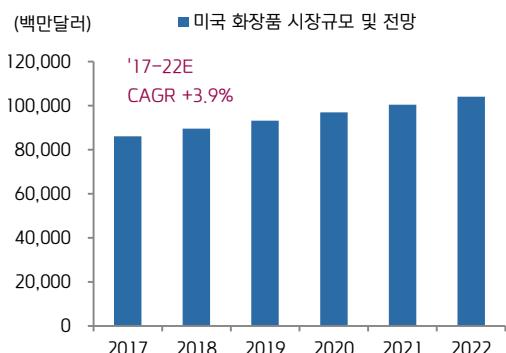
>>> 글로벌 화장품 시장: 미국

판매 채널에 주목해야 하는 미국 시장

미국 화장품 시장 규모는 860억 달러(2017년) 글로벌 화장품 시장의 18.5%를 차지하는 세계 1위의 시장이다. 미국 내 화장품 판매 유통 채널은 Wal-mart, Target, Costco 등의 대형마트 및 슈퍼마켓 등이며 대형마트에서 판매되는 화장품은 대부분 중간 도매상을 거쳐 유통되고 있다. 또한 Walgreens, CVS 등의 드럭스토어(우리나라의 H&B 개념)과 Sephora, ULTA 등의 화장품 전문 소매점을 통한 판매가 성장세를 보이고 있다.

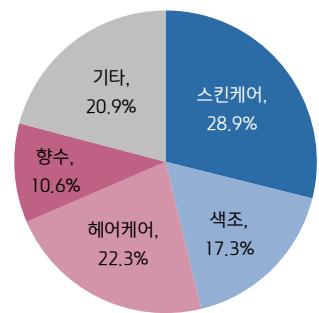
한편, 지난 5년간 백화점 채널은 오프라인 채널의 구조조정과 함께 감소 추세를 보이고 있으며 전문 뷰티 매장이 백화점을 대체하며 가장 성장성이 높은 유통 채널로 주목받고 있는 한편, 아마존과 같은 온라인 판매 채널 또한 뷰티제품의 필수적인 유통 채널로 부상하고 있다. 주요 전문 뷰티 매장으로는 세포라 (Sephora), 얼터(Ulta), 블루머큐리(Bluemercury)가 있으며 비교적 매장 규모가 작거나 국내에 덜 알려진 플래닛뷰티(Planet Beauty) 페닌슐라뷰티(Peninsula Beauty), 뷰티브랜드(Beauty Brands)가 있다. 특징적인 부분은 미국 스킨케어 화장품 소비자의 절반 가까이가 구매 시 성분을 중요한 구매 결정 요소로 여기고 있다는 점이다. 색조 화장품 시장에서도 안티에이징 기능이 첨가된 기능성 색조 화장품이 인기를 끌고 있으며, 유해성분이 배제된 유기농, 환경 친화적 제품들이 매출 성장에 기여하고 있다.

미국의 화장품 시장규모 및 전망



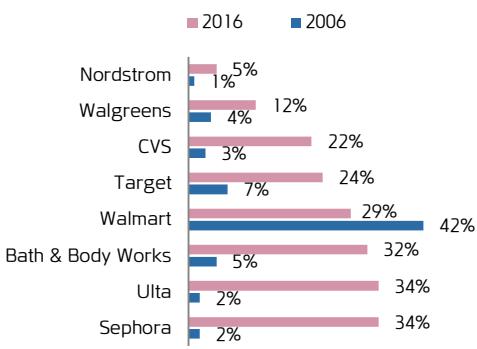
자료: 출처기재

미국의 화장품 제품별 시장규모



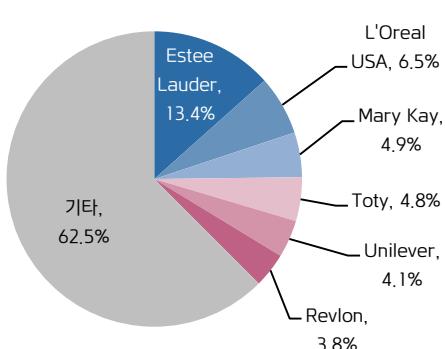
자료: IBIS World, 키움증권 리서치

2006년 대비 2016년 제품 구매채널 선호도 변화



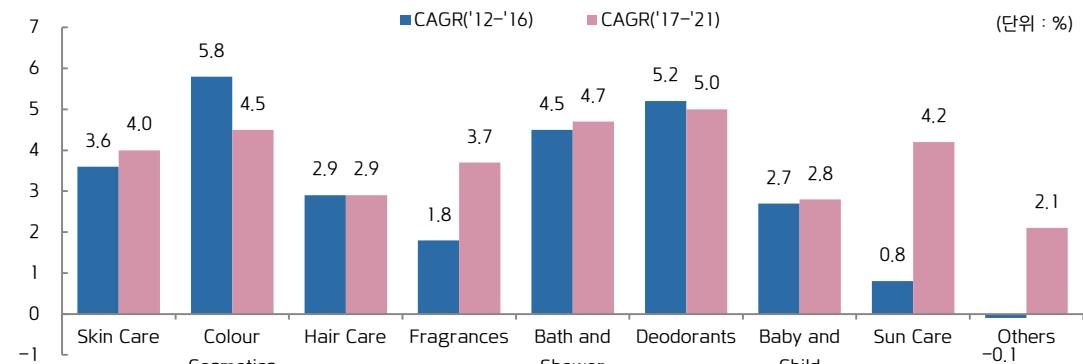
자료: The Benchmarking Company

미국 화장품 브랜드 별 시장 점유율



자료: IBIS World, 키움증권 리서치

미국의 화장품 유형별 연평균 증가율



자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

미국의 유형별 화장품 시장규모

| 유형 | 2012년 | 2013년 | 2014년 | 2015년 | 2016년 | | YoY |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|------|
| | | | | | 시장규모 | 비중 | |
| SkinCare | 15,064 | 15,608 | 15,953 | 16,575 | 17,341 | 24.5 | 4.6 |
| FacialCare | 9,615 | 9,979 | 10,199 | 10,636 | 11,066 | 15.7 | 4.0 |
| BodyCare | 3,045 | 3,142 | 3,220 | 3,263 | 3,294 | 4.7 | 1.0 |
| SkinCareSets/Kits | 2,223 | 2,305 | 2,353 | 2,494 | 2,793 | 4.0 | 12.0 |
| HandCare | 181 | 182 | 180 | 183 | 188 | 0.3 | 2.8 |
| ColourCosmetics | 12,662 | 13,157 | 13,713 | 14,775 | 15,891 | 22.5 | 7.6 |
| FacialMake-Up | 4,471 | 4,651 | 4,851 | 5,293 | 5,811 | 8.2 | 9.8 |
| EyeMake-Up | 3,669 | 3,794 | 3,979 | 4,253 | 4,507 | 6.4 | 6.0 |
| LipProducts | 2,214 | 2,400 | 2,567 | 2,900 | 3,242 | 4.6 | 11.8 |
| NailProducts | 1,322 | 1,322 | 1,280 | 1,257 | 1,190 | 1.7 | -5.3 |
| ColourCosmeticsSets/Kits | 987 | 990 | 1,036 | 1,073 | 1,142 | 1.6 | 6.4 |
| HairCare | 11,025 | 11,257 | 11,579 | 11,978 | 12,366 | 17.5 | 3.2 |
| Shampoos | 2,350 | 2,414 | 2,529 | 2,620 | 2,730 | 3.9 | 4.2 |
| Conditioners | 1,992 | 2,159 | 2,283 | 2,398 | 2,514 | 3.6 | 4.8 |
| StylingAgents | 1,968 | 2,003 | 2,115 | 2,272 | 2,394 | 3.4 | 5.3 |
| SalonHairCare | 2,179 | 2,185 | 2,221 | 2,297 | 2,377 | 3.4 | 3.5 |
| Colourants | 1,880 | 1,873 | 1,832 | 1,806 | 1,771 | 2.5 | -2.0 |
| 2-in-1Products | 509 | 492 | 480 | 475 | 481 | 0.7 | 1.3 |
| PermsandRelaxants | 147 | 131 | 119 | 109 | 100 | 0.1 | -8.7 |
| Fragrances | 7,390 | 7,394 | 7,481 | 7,724 | 7,923 | 11.2 | 2.6 |
| PremiumFragrances | 6,146 | 6,201 | 6,326 | 6,604 | 6,843 | 9.7 | 3.6 |
| MassFragrances | 1,244 | 1,192 | 1,156 | 1,119 | 1,080 | 1.5 | -3.5 |
| BathandShower | 5,162 | 5,367 | 5,555 | 5,827 | 6,147 | 8.7 | 5.5 |
| BodyWash/ShowerGel | 2,662 | 2,743 | 2,844 | 2,999 | 3,179 | 4.5 | 6.0 |
| LiquidSoap | 1,495 | 1,544 | 1,583 | 1,644 | 1,703 | 2.4 | 3.6 |
| BathAdditives | 715 | 767 | 802 | 851 | 925 | 1.3 | 8.6 |
| IntimateHygiene | 290 | 313 | 327 | 333 | 340 | 0.5 | 1.9 |
| Deodorants | 3,686 | 3,847 | 4,054 | 4,281 | 4,509 | 6.4 | 5.3 |
| BabyandChild-SpecificProducts | 2,313 | 2,379 | 2,414 | 2,493 | 2,575 | 3.6 | 3.3 |
| SunCare | 1,936 | 1,902 | 1,868 | 1,925 | 1,997 | 2.8 | 3.8 |
| AdultSunCare | 1,725 | 1,697 | 1,662 | 1,711 | 1,776 | 2.5 | 3.8 |
| BabyandChild-specificSunCare | 211 | 205 | 205 | 213 | 221 | 0.3 | 3.7 |
| Others | 1,905 | 1,914 | 1,891 | 1,893 | 1,896 | 2.7 | 0.2 |
| 합계(A) | 61,143 | 62,824 | 64,509 | 67,469 | 70,645 | 100.0 | 4.7 |
| 전체화장품(B) | 303,553 | 317,846 | 332,908 | 348,370 | 364,928 | - | 4.8 |
| 비중(A/B × 100) | 20.1 | 19.8 | 19.4 | 19.4 | 19.4 | - | - |

주: 단위는 백만달러

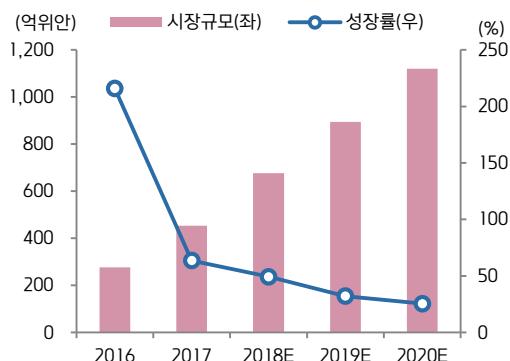
자료: Euromonitor, 키움증권 리서치

>>> Appendix

왕홍

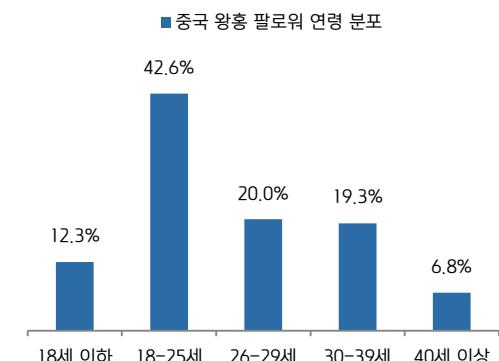
왕홍은 왕루어홍련 (网络红人)을 뜻하는 말로 소셜미디어 상에서 큰 영향력 및 파급효과를 가진 사람을 의미한다. 왕홍들이 전문성을 갖추면서 주요 활동 영역이 화장품, 의류 등의 분야에서 푸드, 자식동유, 경제/금융 등 다양한 영역으로 확대되고 있다. 또한 '왕홍 경제'라는 말이 나올 정도로 왕홍들의 경제적 수익이 커지면서 이들을 체계적으로 관리하는 MCN(Multi Channel Network)까지 등장했다. MCN은 왕홍들이 콘텐츠 제작에 집중할 수 있도록 필요한 재원을 제공하고 광고 수익을 분배한다.

2016-2020년 온라인 라이브 방송 시장규모



자료: iResearch, 키움증권 리서치

중국 왕홍 팔로워 연령 분포



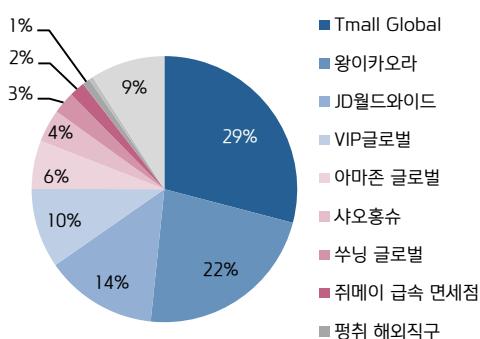
자료: 중국산업연구원, 키움증권 리서치

중국의 해외직구 채널

| 항목 | 변경 내용 |
|----------------|---|
| 세수 혜택 범위 조정 | I회 구매 한도액 2000 위안에서 5000 위안으로 변경 |
| | 연간 구매 한도액 1 인당 2 만 위안에서 2.6 만 위안으로 변경 |
| | 한도액 초과 시 일반 화물로 간주해 관세·증치세·소비세 부과됨 |
| 상품 목록 조정 | 구매 상품 용도 해외 직구로 국내에 들어온 상품은 국내 시장에서 재거래 불가 |
| | 상품 목록 확대 스파클링 와인, 맥아양조 피주, 헬스 기구 등 63 개 상품 추가 |
| 목록 조정 | 세칙 세목 조정 상품 목록 총 1,321 개로 편성 |

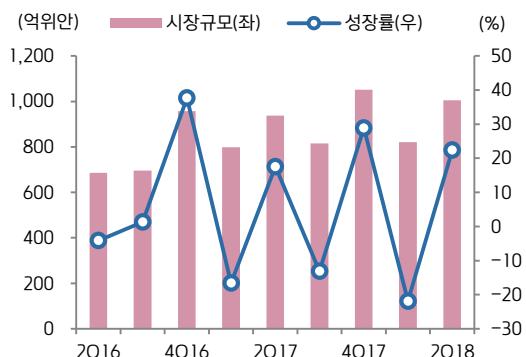
자료: KOTRA, 키움증권 리서치

중국의 해외 직구 B2C 플랫폼 시장 점유율



자료: Analysys(易观), 키움증권 리서치

해외 직구 소매품 수입 시장 규모 및 성장률



주: 시장 규모는 독립 형태 업체, 플랫폼 종속 형태 업체, 국외 대중국 업체, 비기업 형태를 포함한 금액

자료: Analysys(易观), 키움증권 리서치

2019년 1월 1일부터 '중국인민공화국 전자상거래법' 시행

2016년 4월 중국 정부는 국경간 전자상거래 소매수입세 및 행우세 조정을 정책을 발표했다. 이와 함께 해외직구 보세구역에 진입하는 식품과 화장품, 헬스케어용품에 대해 위생허가 사전 인증을 받도록 하는 통관 절차를 시행했다. 그러나 업계의 혼란과 반발로 2018년까지 4차례 유예됐으며, 2018년 11월 22일 기준 해외직구 통관정책 조정안을 발표했다. 2019년 1월 1일부터 시행 예정이었던 해외직구 통관정책의 핵심 내용은 1) 해외직구 허가 품목 1321개로 확정, 2) 최초 수입 시 일부 상품에 필요한 '수입심사 및 등록' 요건 폐지, 3) 수입세 감면 상한선 상향 조정, 4) 해외직구 통관정책 시범도시 37개로 확대이다. 중국 경제 침체 우려에 따른 소비 진작과 온라인 해외직구를 더욱 활성화함으로써 경기를 부양하려는 시도의 일환으로 해석된다. 국내 기업측면에서는 해외직구 시범구가 중국 전국구로 확대됨에 따라 소비 시장이 확대됐고, 통관 과정이 단축돼 비용 절감 효과가 기대된다.

해외직구 허가품목

| 구분 | 시행시기 | 품목 수 | 주요 품목 | 비고 |
|--------|-----------|---------|--|----------------|
| 1차 | 2016.4.8. | 1,142 개 | 식품, 의류, 가전, 일부 화장품, 기저귀, 조제분유, 완구 등 | 수입심사 및 등록절차 필요 |
| 시범도시 | | | 톈진(天津)시, 상하이(上海)시, 저장성 항저우(杭州)시·닝보(宁波)시, 허난성 정저우(郑州)시, 광동성 광저우(广州)시·선전(深圳)시, 충칭(重庆)시, 푸젠성 푸저우(福州)시·펑tan(平潭)시 | 10 개 도시 |
| 2차 | 2016.4.16 | 151 개 | 의료기기, 과일, 우유 등 | |
| 시범도시 | | | 안후이성 허페이(合肥)시, 쓰촨성 청두(成都)시, 랴오닝성 다롄(大连)시, 산동성 칭다오(青岛)시, 장쑤성 쑤저우(苏州)시 | 5 개 도시 |
| 2018년판 | 2019.1.1 | 1,321 개 | 1, 2차 리스트에 주류, 헬스케어용품 추가 | 상기 절차 불요 |
| 시범도시 | | | 베이징(北京)시, 네이멍구 후허하오터(呼和浩特)시, 랴오닝성 선양(沈阳)시, 지린성 창춘(长春)시, 헤이룽장성 하얼빈(哈尔滨)시, 장쑤성 난징(南京)시·우시(无锡)시, 장시성 난창(南昌)시, 후베이성 우한(武汉)시, 후난성 창사(长沙)시, 광시 난닝(南宁)시, 하이난성 하이커우(海口)시, 구이저우성 구이양(贵阳)시, 원난성 Kunming(昆明)시, 산시성 시안(西安)시, 간쑤성 란저우(兰州)시, 푸젠성 샤먼(厦门)시, 허베이성 탕산(唐山)시, 산동성 웨이하이(威海)시, 광동성 주하이(珠海)시·동관(东莞)시, 저장성 이우(义乌)시 | 22 개 도시 |

자료: KOTRA 베이징 무역관, 키움증권 리서치

2018년 11월 10일 중국향 수출 일반화장품(비특수용도)의 허가 절차 간소화

중국에서 11월 10일 이후 수입하는 비특수용도 화장품에 대해서 국가약품감독관리국 (NMPA: National Medical Product Administration, 舊 CFDA)에서 사전 허가 대신 온라인 등록을 완료하면 수입 및 판매가 가능하다고 밝혔다. 통상 중국에 화장품을 수출하려면 허가 심사가 완료되기까지 평균 6~8개월이 소요 됐다. 그러나 11월 10일 이후부터는 일반화장품의 경우 온라인으로 제품 등록만 마치면 바로 시판할 수 있어 최대 3개월까지 시장 진입하는 시기가 단축 될 것으로 전망된다. 이에 따른 효과는 시장 접근성 개선과 유행에 민감하고 제품 수명이 짧은 제품의 적기에 시장 진입을 할 수 있다는 점이다.

화장품 업종 관련 용어

| 용어 | 내용 |
|------------------------|---|
| 인바운드 | 국내에 입국하는 해외 여행객 및 관광객을 뜻함 |
| 아웃바운드 | 해외로 출국하는 내국인을 뜻함 |
| 유커(游客) | 여행객 또는 관광객을 뜻하는 중국말로 요우커로 표기하기도 함. 중국인 단체 관광객을 통칭함 |
| 싼커(散客) | 중국 개별 관광객 |
| ODM | 제조업체가 보유한 기술력과 노하우를 기반, 상품기획부터 출하에 이르는 전 과정에 대한 토탈 서비스를 실현하는 방식 |
| OEM | 주문자의 요구사항에 적합한 제형을 개발하고 디자인을 제공받아 주문자의 상표를 부착한 원제품을 생산하여 납품하는 방식 |
| 한한령(限韓令) | 중국 내에서 한국에서 제작한 콘텐츠 또는 한국 연예인이 출연하는 광고 등의 송출을 금지하는 것. 사드 배치 이후 중국인의 한국 여행 금지령을 내리면서 중국인 관광객 급감했으며 금한령(禁韓令)이라고도 함 |
| 따이공(代工) | 한국과 중국을 오가며 물건을 대신 전달해주는 사람으로 면세점에서 화장품을 포함한 각종 물품을 저가로 구입해 중간상을 통해 마진을 붙여 차익을 남기는 보따리상을 통틀어 말함. 인터넷을 통해 선주문을 받고 대신 물건을 사다주는 역할을 함 |
| 웨이신(微信) · QQ · 웨이보(微博) | 웨이신(微信) · QQ · 웨이보(微博) 등의 사회 관계망 서비스(SNS: social network service) 플랫폼 상에서 이루어지는 전자 상거래로 모바일 메신저를 통해 상품 홍보 · 판매하는 상인을 일컬음. 웨이상의 주요 고객은 모바일 기반 플랫폼에 익숙한 20 · 30 대로 웨이상에서 가장 인기 있는 품목은 화장품임 |
| 왕홍(网红) | 왕홍(网红)은 왕류홍련(网络红人)의 줄인말로, '인터넷(网络)에서 인기있는 사람(红人)'을 뜻하는 신조어. 왕홍을 체계적으로 양성하고 관리하는 매니지먼트 대거 생겨나고 있으며 콘텐츠 제작 및 유통을 관리하는 전문 기업도 등장하고 있음 |
| 증치세 | 중국의 세제에서 유통세의 한 항목으로 우리나라의 부가가치세 개념. 생산 · 유통과정에서 부가가치를 생산하는 모든 제품에 17% 또는 13%가 부과됨 |
| 행우세 | 중국 내에서 '해외 직구' 형태로 수입된 상품의 종류에 따라 적용된 세금 |
| 위생허가(CFDA) | 중국으로 화장품 수출 시 거쳐야 하는 필수 관문으로 중국 CFDA(중국 국가식품약품감독관리총국)에서 허가한 화장품만 중국에서 정식 판매가 가능함. 재증책임회사 비안 및 제품 등록, 시험검사, 신청 서류 준비 및 접수 후, CFDA 기술 심사 진행 등의 절차가 필요함 |
| 콰징(跨境)무역 | '크로스 보더 트레이딩(Cross Border Trading)'을 뜻함. 개인의 전자상거래 해외직구를 위해 중국이 개발한 플랫폼으로 국제 전자상거래 신고 절차를 시스템화한 것. 중국 위생허가를 취득하지 않은 제품에 대한 중국 해관 및 세관 검역검사를 통해 위생허가 없이도 보세구역을 통해 합법적인 전자상거래를 할 수 있도록 한 제도 |
| 샤오흥수 | 소홍서, 샤오흥수, 중국의 소셜네트워크(SNS)를 표방한 쇼핑몰로 해외 각국의 상품이나 문화 활동을 공유하는 어플리케이션 |
| 빠링허우(八零後) | 중국에서 덩샤오팹이 1 가구 1 자녀 정책을 실시한 후인 1980년대에 태어난 세대를 이르는 말 |
| 주렁허우(九零後) | 중국이 개혁, 개방으로 경제적 부를 이룬 1990년 이후 태어난 젊은 세대 |
| 기초화장품 | 스킨, 로션, 크림류, 선제품, 애센스, 세럼, 마스크팩 등이 포함됨 |
| 색조화장품 | 메이크업베이스, 파운데이션, BB 크림류, 파우더, 팩트, 아이라이너, 마스카라, 립밤, 립글로스 등이 포함됨 |
| 코스메슈티컬 | 화장품과 의약품의 합성어로 의사, 제약사 등 의료 전문가가 연구 및 개발에 참여한 제품을 의미한다. 주름예방, 미백 등 주로 기능성 화장품 위주의 제품군으로 구성됨 |
| 한방화장품 | 자연에서 유래한 전연 한방 약재들을 사용한 화장품으로 규정할 수 있음 |
| 유기농화장품 | 유기농 원료, 동식물 및 그 유래 원료 등으로 제조되고, 식품의약품안전처장이 정하는 기준에 맞는 화장품을 말함 |
| 기능성화장품 | 미백, 주름개선 등의 특정 기능이 강화된 화장품 |
| 바이오판화장품 | 생물이 자연적으로 만들어내는 성분을 바이오테크놀러지(biotechnology)를 이용하여 생산하고, 그 성분을 함유시킨 화장품 |
| 전자상거래 | 상품, 서비스의 구입 또는 판매를 위한 주문, 입찰, 계약, 예약 등이 인터넷, 전용선 등의 컴퓨터 통신망을 이용하여 이루어진 경우를 말함 |
| 병행수입 | 외국의 특정상품을 전용 수입하는 업체가 있으나 또 다른 제 3 자가 전용수입업체의 동의없이 다른 유통경로를 통해 동일상품을 수입하는 것 |
| 에이전트 | 일정한 자격을 갖추고 허가를 받아서 업무를 중개하거나 대행하는 사람 |



기업분석

| | |
|---------------------|---|
| LG생활건강 (A051900) | BUY(Reinitiate)/목표주가 1,530,000원 'Whoo' is 럭셔리 |
| 아모레퍼시픽 (A090430) | BUY(Reinitiate)/목표주가 220,000원 예뻐지려면 시간이 필요하다 |
| 애경산업 (A018250) | BUY(Maintain)/목표주가 65,000원 팩트로 가자 |
| 한국콜마 (A161890) | BUY(Reinitiate)/목표주가 80,000원 뷰티와 헬스의 조합 |
| 코스맥스 (A192820) | BUY(Reinitiate)/목표주가 175,000원 색(色)입는 중국과 ODM의 성장 |

LG생활건강 (051900)



BUY(Reinitiate)

주가(2/11) 1,219,000원

목표주가 1,530,000원

중국 럭셔리 화장품 수요 증가, 면세점 내 '후'와 '숨'의 점유율 상승은 동사의 매출 증가로 이어질 것으로 전망한다. 국내 대표 화장품 브랜드 업체로서 럭셔리 및 프리미엄 라인을 모두 보유한 K뷰티의 주역이다. 중국인 인바운드 감소에도 따이공(대리상) 수요 및 개별 브랜드의 성장성을 확인했다. 2019년, 화장품 매출 비중의 40%를 차지하는 면세점 채널은 시장 성장을 상회할 것으로 전망하고, 생활용품과 음료 부분의 수익성 개선도 기대된다. 투자의견 BUY와 목표주가 153만 원으로 커버리지를 개시한다.

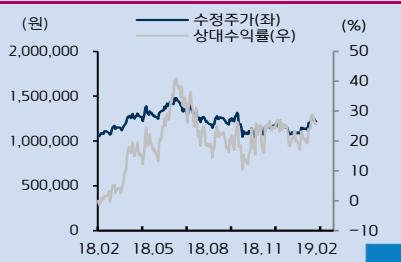
Stock Data

| | |
|--------------|--|
| KOSPI (2/11) | 2,180.73pt |
| 시가총액 | 208,252억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 1,480,000원 최저가 -17.64% 1,044,000원 16.76% |
| 최고/최저가 대비 등락 | 주가수익률 절대 상대 1M 12.7% 7.2% 6M 1.4% 6.2% 1Y 13.3% 22.8% |

Company Data

| | |
|-------------|---|
| 발행주식수 | 17,718천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 37천주 |
| 외국인 지분율 | 50.83% |
| 배당수익률(18E) | 0.77% |
| BP (18E) | 199,198원 |
| 주요 주주 | (주)LG 외 5인 국민연금공단 34.04% 6.15% |

Price Trend



'Whoo' is 럭셔리

>>> '후'가 이끌고 '숨'이 받쳐주는 실적

LG생활건강의 2019년 연결기준 매출액은 7조 3,933억원(+9.6%, YoY), 영업이익은 1조 1,998억원(+15.5%, YoY)으로 전망한다.

-화장품: 럭셔리 브랜드 '후'와 '숨'의 면세 채널 및 중국 현지 수요에 힘입어 고성장세 지속할 것으로 전망하며 매출액과 영업이익은 각각 14.8%, 17.6%(이하 전년대비) 성장할 것으로 전망

-생활용품: 내수시장 정체와 경쟁 심화로 해외시장 진출 적극적으로 확대해 나갈 예정으로 매출액과 영업이익은 각각 0.4%, 12.6% 성장할 것으로 전망

-음료: 정상가 판매와 프로모션 축소로 안정적인 성장을 유지할 전망이며, 기온 증가에 따라 탄산과 비탄산 부분이 고르게 성장할 것으로 예상하며, 매출액과 영업이익은 각각 +4.4%, 5.4% 성장할 것으로 전망한다.

>>> 럭셔리 한방 화장품의 기초 체력 충분

화장품 사업부 내 럭셔리 (Whoo, su:m 37, OHUI, belif) 와 프리미엄의 비중은 2017년 각각 71.2%, 28.8%에서 2018년 76.7%, 23.3%로 럭셔리 비중이 5.5%p 증가했다. 중국인 인바운드 감소에도 동사 럭셔리 브랜드에 대한 따이공(대리상) 수요 및 개별 브랜드의 성장성을 확인했다. '후'의 꾸준한 성장과 차기 성장동력 브랜드인 '숨'의 중국 현지 추가 출점에 따른 매출 성장과 이커머스 채널 성장이 향후 기대요소이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 153만원 제시

투자의견 BUY와 목표주가 153만원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 화장품, 생활용품, 음료 사업부 예상 EPS에 Target PER 31.2배, 22배, 18배를 적용, SOTP 밸류에이션을 적용해 산출했다.

| 투자지표, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원) | 60,941 | 62,705 | 67,470 | 73,933 | 78,014 |
| 보고영업이익(억원) | 8,809 | 9,303 | 10,390 | 11,998 | 12,950 |
| 핵심영업이익(억원) | 8,809 | 9,303 | 10,390 | 11,998 | 12,950 |
| EBITDA(억원) | 10,146 | 10,768 | 11,757 | 13,462 | 14,540 |
| 세전이익(억원) | 7,527 | 8,614 | 9,549 | 11,714 | 12,716 |
| 순이익(억원) | 5,792 | 6,185 | 6,923 | 8,551 | 9,282 |
| 자체주주지분순이익(억원) | 5,682 | 6,067 | 6,790 | 8,387 | 9,104 |
| EPS(원) | 32,070 | 34,240 | 38,324 | 47,335 | 51,382 |
| 증감율(%YoY) | 23.4 | 6.8 | 11.9 | 23.5 | 8.6 |
| PER(배) | 26.7 | 34.7 | 28.7 | 23.3 | 21.4 |
| PBR(배) | 6.0 | 7.0 | 5.5 | 4.6 | 3.9 |
| EV/EBITDA(배) | 15.1 | 19.2 | 17.2 | 14.6 | 13.1 |
| 보고영업이익률(%) | 14.5 | 14.8 | 15.4 | 16.2 | 16.6 |
| 핵심영업이익률(%) | 14.5 | 14.8 | 15.4 | 16.2 | 16.6 |
| ROE(%) | 24.5 | 21.7 | 20.6 | 21.5 | 19.7 |
| 순부채비율(%) | 16.3 | 6.5 | -4.9 | -16.6 | -26.4 |

>>> 밸류에이션

투자의견 BUY와 목표주가 153만원으로 커버리지 개시

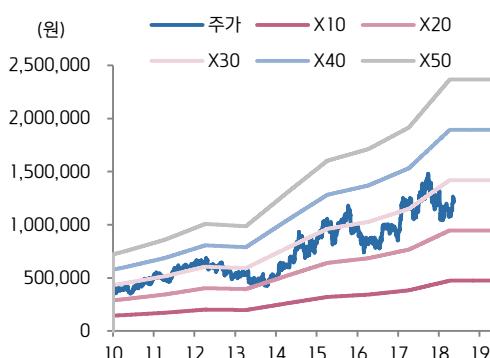
LG생활건강에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 153만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP 밸류에이션을 적용하여 산정했다. Target PER은 화장품 부문에 2019년 글로벌 Peer 평균 PER 31.2배 적용, 생활용품 부분 22배 적용, 음료부분에 18배 적용하여 산출했다. 화장품 부문에 중국인 인바운드 감소로 중국인 관광객 수요가 급증했던 시기의 프리미엄 반영은 적용하기 어려우나, 글로벌 브랜드와 비교해 면세점 채널 내 중국향 수요 및 중국 내 고가 브랜드 수요가 지속되고 있어 글로벌 Peer 평균 대비 할인요소는 부재한 것으로 판단. 아시아 지역 매출 고성장을 지속하고 있는 글로벌 Peer 평균 PER을 적용하여 산출했다.

Valuation Table

| | 2019E | Target PER | 비고 |
|---------|-----------|------------|--------------------------------|
| 전사 | 53,785 | | |
| 화장품 | 40,025 | 31.2 | 2019년 글로벌 Peer 평균 PER 31.2배 적용 |
| 생활용품 | 7,787 | 22 | 생활용품 글로벌 Peer 평균 22배 적용 |
| 음료 | 6,272 | 18 | 음식료 국내 Peer 평균 18배 적용 |
| 목표주가(원) | 1,530,000 | | |
| 상승여력(%) | 25.5 | | 종가는 2019년 2월 11일 기준 |

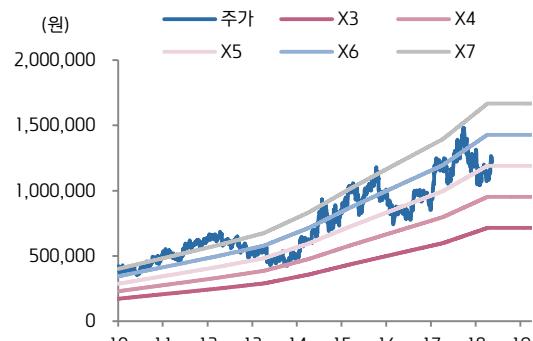
주: 글로벌 Peer는 L'oreal, EsteeLauder, Shiseido, Kao
자료: 키움증권 리서치

LG생활건강 12M FWD P/E밴드 추이



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

LG생활건강 12M FWD P/B밴드 추이



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

LG생활건강 실적추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2018 | 2019E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 1,659.2 | 1,652.6 | 1,737.2 | 1,698.5 | 1,792.9 | 1,798.0 | 1,929.1 | 1,873.2 | 6,747.5 | 7,393.3 |
| 화장품 | 947.7 | 953.4 | 954.2 | 1,050.1 | 1,066.8 | 1,083.1 | 1,125.9 | 1,208.5 | 3,905.4 | 4,484.2 |
| 생활용품 | 394.7 | 337.2 | 389.5 | 339.8 | 395.0 | 337.2 | 393.0 | 342.1 | 1,461.2 | 1,467.4 |
| 음료 | 316.8 | 362.0 | 393.5 | 308.6 | 331.1 | 377.6 | 410.2 | 322.7 | 1,380.9 | 1,441.6 |
| YoY (%) | 6.5 | 11.1 | 10.6 | 14.2 | 8.1 | 8.8 | 11.0 | 10.3 | 10.5 | 9.6 |
| 화장품 | 12.1 | 23.2 | 23.5 | 18.2 | 12.6 | 13.6 | 18.0 | 15.1 | 19.1 | 14.8 |
| 생활용품 | -4.5 | -6.0 | -7.6 | 4.9 | 0.1 | 0.0 | 0.9 | 0.7 | -3.7 | 0.4 |
| 음료 | 5.7 | 1.8 | 4.5 | 12.0 | 4.5 | 4.3 | 4.3 | 4.6 | 5.6 | 4.4 |
| 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 | 59.5 | 60.2 | 58.4 | 64.5 | 57.9 | 60.7 |
| 생활용품 | 23.8 | 20.4 | 22.4 | 20.0 | 22.0 | 18.8 | 20.4 | 18.3 | 21.7 | 19.8 |
| 음료 | 19.1 | 21.9 | 22.7 | 18.2 | 18.5 | 21.0 | 21.3 | 17.2 | 20.5 | 19.5 |
| 영업이익 | 283.7 | 267.2 | 277.8 | 210.5 | 321.6 | 305.0 | 323.4 | 249.8 | 1,039.2 | 1,199.8 |
| 화장품 | 212.3 | 194.5 | 184.2 | 192.2 | 244.3 | 226.4 | 222.9 | 227.2 | 783.1 | 920.8 |
| 생활용품 | 41.8 | 27.3 | 42.8 | 8.5 | 45.8 | 30.7 | 47.2 | 12.0 | 120.5 | 135.6 |
| 음료 | 29.8 | 45.6 | 50.8 | 9.9 | 31.5 | 48.0 | 53.3 | 10.6 | 136.0 | 143.4 |
| YoY (%) | 9.2 | 15.1 | 9.9 | 13.7 | 13.3 | 14.2 | 16.4 | 18.7 | 11.8 | 15.5 |
| 화장품 | 20.1 | 30.2 | 31.0 | 13.9 | 15.1 | 16.4 | 21.0 | 18.2 | 23.2 | 17.6 |
| 생활용품 | -23.9 | -27.5 | -35.3 | 9.2 | 9.5 | 12.3 | 10.1 | 41.0 | -27.7 | 12.6 |
| 음료 | 4.6 | 1.0 | 11.4 | 19.4 | 5.6 | 5.1 | 5.1 | 7.8 | 6.7 | 5.4 |
| OPM (%) | 17.1 | 16.2 | 16.0 | 12.4 | 17.9 | 17.0 | 16.8 | 13.3 | 15.4 | 16.2 |
| 화장품 | 22.4 | 20.4 | 19.3 | 18.3 | 22.9 | 20.9 | 19.8 | 18.8 | 20.1 | 20.5 |
| 생활용품 | 10.6 | 8.1 | 11.0 | 2.5 | 11.6 | 9.1 | 12.0 | 3.5 | 8.2 | 9.2 |
| 음료 | 9.4 | 12.6 | 12.9 | 3.2 | 9.5 | 12.7 | 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 | 72.8 | 66.3 | 91.3 | 76.0 | 74.2 | 68.9 | 90.9 | 75.4 | 76.7 |
| 생활용품 | 14.7 | 10.2 | 15.4 | 4.0 | 14.3 | 10.1 | 14.6 | 4.8 | 11.6 | 11.3 |
| 음료 | 10.5 | 17.1 | 18.3 | 4.7 | 9.8 | 15.7 | 16.5 | 4.3 | 13.1 | 12.0 |
| 지배주주순이익 | 193.7 | 184.7 | 203.8 | 100.5 | 225.5 | 213.6 | 226.8 | 174.1 | 682.7 | 840.0 |
| YoY (%) | 7.3 | 12.2 | 10.6 | 24.7 | 16.4 | 15.7 | 11.3 | 73.2 | 12.5 | 23.0 |

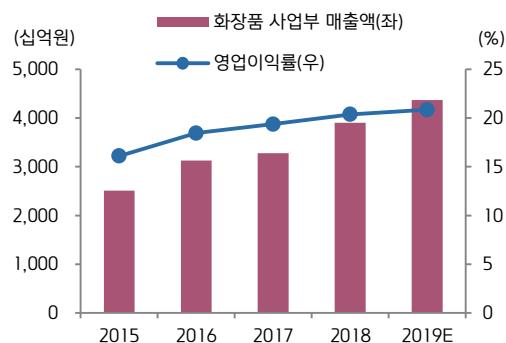
자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

>>> 투자포인트 1

한방 화장품 국내 강자: 럭셔리와 프리미엄 라인 보유한 K뷰티의 주역

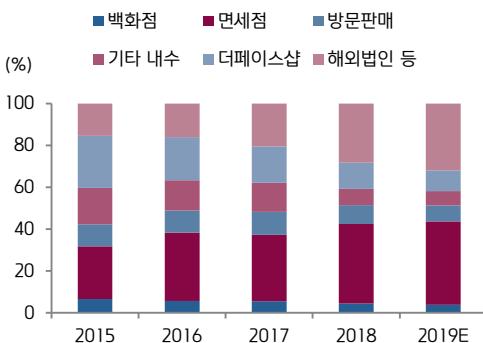
동사가 보유한 대표 럭셔리 화장품 라인으로는 Whoo, su:m 37, O HUI, belif 등이 있으며, 프리미엄 화장품 라인으로는 이자녹스, 수려한, 비욘드 등이 있다. 전세계적으로 기능성 화장품 수요 증가에 따라 글로벌 업체 대비 K뷰티의 경쟁력이라고 할 수 있는 한방 럭셔리 화장품 '후'의 꾸준한 성장이 기대된다. 향후 화장품 시장은 럭셔리와 기능성 두 축으로 성장할 것으로 전망되는데, '후'의 경우 럭셔리와 기능성 두 가지 성장 요소를 모두 갖춘 브랜드라 판단된다. 동사는 '후' 브랜드를 주축으로 국내 대표 한방 화장품 라인을 보유하고 있다. 2003년에 한방 화장품인 '후'와 '수려한'을 출시했고, 2005년에는 한방 샴푸 '리엔'을 출시했다. 2003년 출시한 '후'는 2016년 '후'는 단일 브랜드로 매출액 1조 원을 돌파했으며 2018년에는 '후' 매출액 2조원 기록, 3개(후, 숨, 오휀)럭셔리 브랜드의 매출액은 2.6조 원을 기록했다.

LG생활건강 화장품 사업부 실적 추이 및 전망



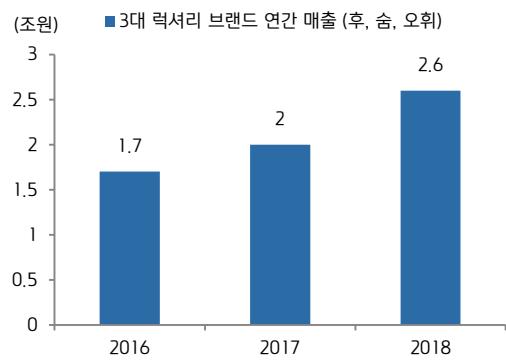
자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

LG생활건강 화장품 채널 별 매출 비중



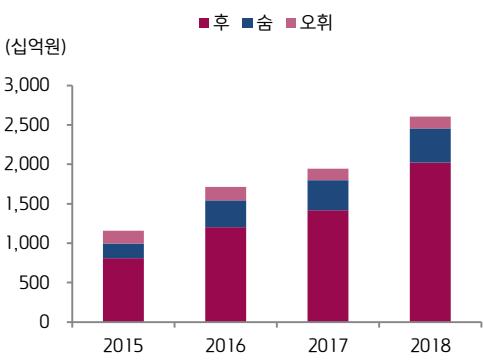
자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

LG생활건강의 3대 럭셔리 브랜드 연간 매출액



자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

LG생활건강 3대 럭셔리 브랜드 실적 추이



자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

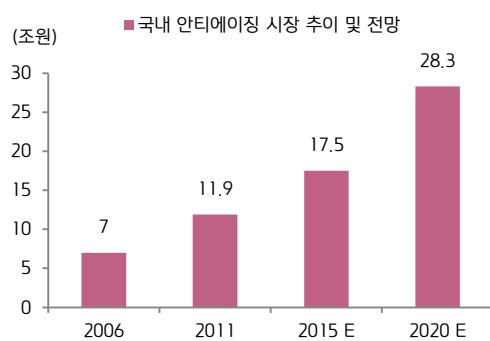
글로벌 화장품 시장은 기능성 화장품이 주도할 것으로 예상되는 가운데 제조판매 업체별 생산실적 1위를 차지하고 있는 아모레퍼시픽과의 격차는 2017년 6.19%p에서 0.91%p까지 축소됐다. 또한 품목별 상위 20개 중 9개의 품목이 LG생활건강의 '후'와 '숨' 브랜드 인데, '숨'의 37도워터풀리밸런싱젤로션을 제외하고 제품 모두 국내 기능성 화장품의 경쟁력인 한방 성분으로 만들어진 제품들이다. '천기단', '비첩', '공진향' 시리즈의 제품 성분으로 한방 원료가 사용되며 글로벌 브랜드와 비교해 국내 브랜드가 가진 차별성으로 꼽을 수 있다.

글로벌 안티에이징 시장 추이 및 전망



자료: Zion Market Research, 키움증권 리서치

국내 안티에이징 시장 추이 및 전망



자료: 삼성경제연구소, 키움증권 리서치

'후' 브랜드의 '천기단', '비첩', '공진향' 시리즈의 성분

| 제품라인 | 성분 | 효과 | 설명 |
|------|--------|-------------------|---|
| 천기단 | 산삼육주 | 안색개선 | 뿌리에 구슬처럼 불어있는 옥주는 충만한 영양을 흡수하는 저장 창고이며, 피부 생명력의 근원이 되는 산삼 성분임. 옥주가 많을수록 효능이 뛰어나며 피부 안색 등 전반적인 상태에 관여함 |
| | 녹용분골 | 피부 영양부족 건조함 개선 | 녹용 중에서도 가장 윗부분인 분골은 천공을 향해 솟는 양기를 지녔으며, 녹용의 좋은 성분이 많이 함유되어 있어 피부 영양부족 및 건조함을 개선하는데 큰 도움을 줌 |
| 비첩 | 공진비단 | 탄력증강 | 피부의 조화와 균형을 이루어 청아하고 흥윤한 미색을 가꾸고, 주안으로 피부를 다스려 초연의 아름다움을 선사함 |
| | 경옥비단 | 피부 보습 모공 수렴 | 피부 보습을 강화하고 모공을 수렴하여 더 매끄러운 피부 결로 가꿔주는 비방 |
| | 청심비단 | 피부고민 진정 | 피부의 근본을 굳건히 하여 피부고민 걱정 없는 깨끗한 피부로 가꾸어 주는 비방 |
| 공진향 | 녹용 | | 콜라겐과 아미노산이 함유되어 있어 영양 공급에 효과적 |
| | 당귀 | | 비타민E가 풍부하여 여성 피부에 도움을 줄 수 있음 |
| | 산수유 | | 풍부한 비타민A와 영양분을 가지고 있음 |
| | 오가피 | | 여성 피부에 활력과 건강을 줄 수 있는 성분 |
| | 천문동 | | 얼굴빛을 윤기있고 투명하게 하는 것으로 알려짐 |
| | 산삼동충하초 | | 산삼과 동충하초를 한방원리를 배합하여 수증화강의 기운과 음양의 기운이 조화를 이룬 성분임 |

자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

화장품 상위 10개 제조판매업체별 화장품 생산실적 (단위: 억원)

| 순위 | 제조판매업자 | '17년 | | '16년 | |
|------------|------------|---------|--------|---------|--------|
| | | 생산금액 | 점유율 | 생산금액 | 점유율 |
| 총 계 | | 135,155 | 100% | 130,512 | 100% |
| 소계(상위 20위) | | 102,856 | 76.10% | 101,661 | 77.91% |
| 1 | 아모레퍼시픽 | 40,898 | 30.26% | 43,899 | 33.64% |
| 2 | (주)엘지생활건강 | 39,672 | 29.35% | 35,825 | 27.45% |
| 3 | 애경산업(주) | 3,998 | 2.96% | 2,528 | 1.94% |
| 4 | 이니스프리 | 1,905 | 1.41% | 1,961 | 1.50% |
| 5 | (주)코리아나화장품 | 1,724 | 1.28% | 1,450 | 1.11% |
| 6 | (주)카버코리아 | 1,666 | 1.23% | 1,436 | 1.10% |
| 7 | 애터미(주) | 1,364 | 1.01% | 1,169 | 0.90% |
| 8 | (주)에이블씨엔씨 | 1,286 | 0.95% | 1,084 | 0.83% |
| 9 | (주)더페이스샵 | 1,223 | 0.90% | 1,692 | 1.30% |
| 10 | (주)코스토리 | 1,108 | 0.82% | 820 | 0.63% |

자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

화장품 상위 20개 품목 생산실적

| 순위 | 제조판매업자 | 제품명 | 생산금액 (천원) |
|----|-----------|----------------------------|--------------|
| 1 | 아모레퍼시픽 | 설화수 윤조에센스 | 189,016,480 |
| 2 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후천기단화현로션 | 174,490,667 |
| 3 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후비침자생에센스 | 155,895,415 |
| 4 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후천기단화현밸런서 | 154,469,393 |
| 5 | 아모레퍼시픽 | 설화수 자음수 | 134,968,749 |
| 6 | 아모레퍼시픽 | 설화수 자음유액 | 128,506,390 |
| 7 | 애경산업(주) | 에이지투웨니스 애센스커버팩트 화이트베이지 21호 | 113,978,204 |
| 8 | 아모레퍼시픽 | 설화수 자음생크림오리지널 | 80,995,373 |
| 9 | 아모레퍼시픽 | 미쟝센퍼펙트세럼오리지널 | 79,101,571 |
| 10 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후공진향인양로션 | 75,397,617 |
| 11 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후천기단화현크림 | 74,980,002 |
| 12 | 아모레퍼시픽 | 려함빛극손상케어샴푸 | 66,665,526 |
| 13 | (주)코스토리 | 파파레서피 봄비 꿀단지 마스크 | 66,496,643 |
| 14 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후공진향인양밸런서 | 62,577,868 |
| 15 | 아모레퍼시픽 | 라네즈 스킨베일베이스EX 40호 라이트퍼플 | 60,497,504 |
| 16 | 아모레퍼시픽 | 설화수 여윤팩 | 59,085,050 |
| 17 | 아모레퍼시픽 | 해피巴斯내추럴에센스시트마스크-로즈1매 | 57,034,992 |
| 18 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후공진향수수연로션 | 56,489,089 |
| 19 | (주)엘지생활건강 | 솜37도워터풀리밸런싱젤로션 | 54,577,151 |
| 20 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후진율향진율로션 | 53,938,161 |

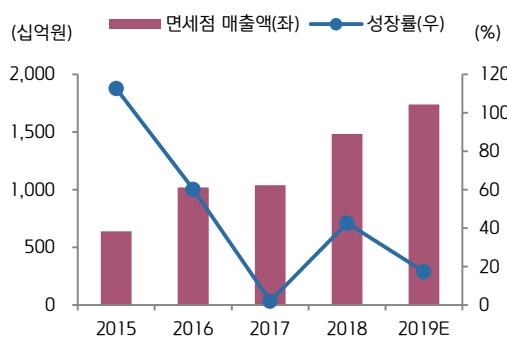
자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

>>> 투자포인트 2

기대되는 채널은 면세점과 중국 현지 법인

동사의 면세점 채널 성장은 '후'와 '술'등 럭셔리 화장품 라인이 견인하고 있다. 면세점 성장률과 럭셔리 브랜드의 성장률은 동행하고 있으며, 중국인 관광객 감소에도 불구하고 2018년 면세점 채널의 매출액은 전년대비 +42.6% 성장, 면세점 내 '후'와 '술'의 브랜드는 각각 +51.7%, +17.4% 성장했다. 면세점 내 점유율 확대와 단일 브랜드 2조원을 기록한 유일한 국내 브랜드로서 경쟁력을 확인했으며, 중국인 인바운드 회복 지연에도 따이공 수요는 지속될 것으로 전망한다. 이에 따라 면세점 매출액은 1조 8,540억 원(+25%, YoY)로 성장할 것으로 추정한다. 해외 매출은 럭셔리 화장품 수요에 힘입어 2018년 중국을 포함한 일본, 홍콩 등의 지역에서 매출 1.2조 원을 돌파하며 전년대비 +26.7%의 성장을 기록했으며, 또한, 차세대 럭셔리 라인으로 둔치한 '술' 브랜드 내 고가 라인인 '로시크술마'는 2018년 4분기 중국 현지에 론칭하여 좋은 반응을 얻고 있다. 또한 '오휘'도 최고급 라인인 '더 퍼스트가'도 중국 지역에서 고성장세를 보이고 있다. 해외 진출 브랜드의 고성장에 따라 2019년 해외 부분의 매출액은 1조 3,968억 원(+26.7%, YoY)으로 전망한다.

LG생활건강의 면세점 매출액 추이 및 전망



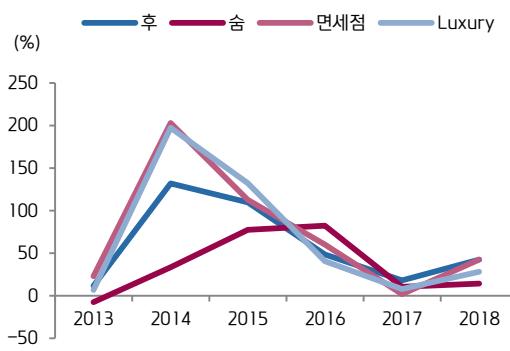
자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

중국인 관광객 증감율과 면세 채널 실적 추이



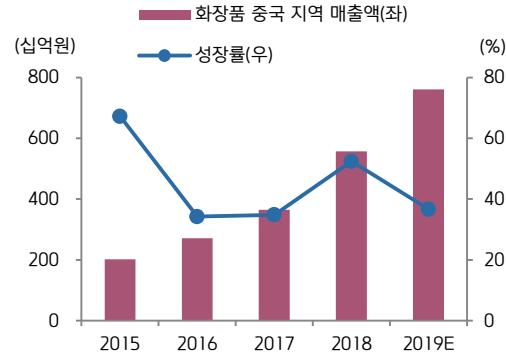
자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

LG생활건강의 면세점 및 럭셔리 브랜드 성장률



자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

LG생활건강의 중국법인 매출액 추이 및 전망



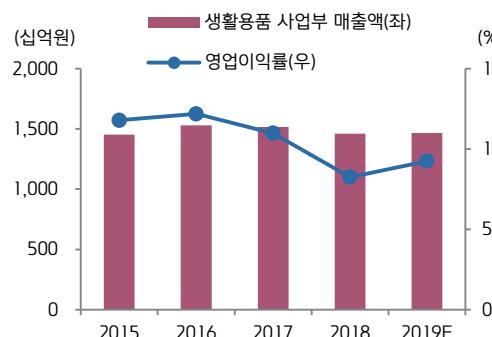
자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

>>> 투자포인트 3

다변화된 포트폴리오 보유

LG생활건강의 사업부별 매출 비중은 2018년 기준 화장품 27.9%, 생활용품 21.7%, 음료 20.5%를 차지한다. 2019년 전사에서 화장품 매출이 차지하는 비중이 60.1%까지 확대될 것으로 전망되나 생활용품 사업부와 음료사업부에서 꾸준한 매출이 발생하고 있는 점은 긍정적이다. 수익성 개선도 예상되는데 **생활용품** 시장의 경쟁 심화와 시장 정체에 대응하기 위해 2018년 한 해 동안 구조조정을 단행했다. 향후 해외 시장을 적극적으로 확대해 나갈 예정이며 온/오프라인 채널 강화와 중국 내 Personal Care 중심의 제품 포트폴리오를 강화해 나갈 예정이다. **음료사업** 주요 브랜드인 코카콜라와 스프라이트의 안정적인 성장과 신제품을 확대하며 시장점유율이 2017년대비 0.7%p 증가한 31.2%로 점유율이 확대됐다. 동사의 국내 시장점유율은 꾸준히 성장하고 있으며 건강에 대한 관심도 증가로 신제품 'W차', '아데스'와 같은 건강 관련 음료를 시장에 안착시키며 신규 매출도 확대해 나갈 예정이다.

LG생활건강 생활용품 사업부 실적 추이 및 전망



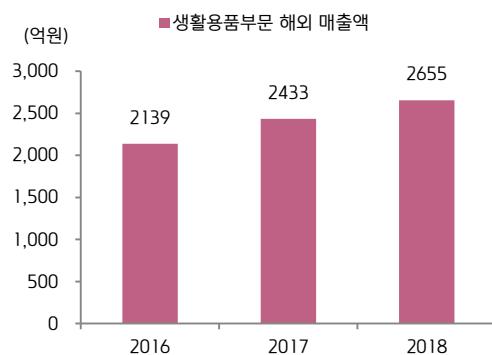
자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

LG생활건강 음료 사업부 실적 추이 및 전망



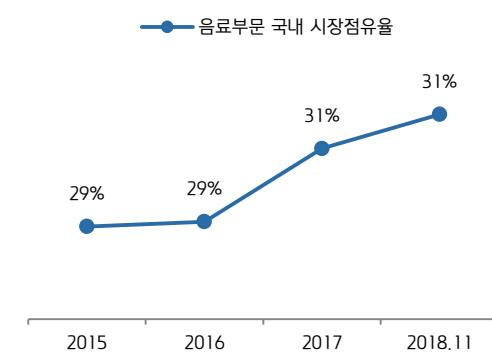
자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

LG생활건강의 생활용품 연간 해외 매출



자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

LG생활건강의 음료부문 국내 시장점유율



자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

>>> 기업설명

LG생활건강은 생활용품 및 화장품 등을 제조, 판매하기 위해 2001년 LG화학에서 분할 설립되었으며, 이후 코카콜라 등 비알콜 음료 시장에도 진출했다. 사업부문은 크게 화장품(Beautiful), 생활용품(Healthy), 음료(Refreshing)부문으로 구분된다. 국내 생활용품 시장에서 1위, 화장품 시장에서 2위, 음료 시장에서 2위의 시장 점유율을 유지하고 있다. 화장품 주요 브랜드로는 후, 숨37, 오휀, 빌리프, 이자녹스, 수려한, CNP코스메틱스 등이 있으며 생활용품 주요 브랜드로는 엘라스틴, 온더바디, 페리오, 테크, 자연풍 등이 있다. 음료부분은 크게 탄산과 비탄산 부분으로 나눠지며 주요 브랜드로는 코카콜라, 스프라이트, 환타, 파워에이드 등이 있다.

LG생활건강의 사업부 별 주요 종속회사 및 주요 제품과 브랜드

| 사업 | 주요제품 | 주요 브랜드 |
|------------------|--------------------------------|---|
| Beautiful 화장품 | 기초 및 색조 화장품, Inner beauty 등 | 후, 숨 37, 오휀, 빌리프, 이자녹스, 수려한, CNP 코스메틱스, 더페이스샵 등 |
| Healthy 생활용품 | 샴푸, 치약, 세제, 주방용품 등 | 엘라스틴, 온더바디, 페리오, 테크, 자연풍 등 |
| Refreshing 음료 | 탄산음료, 비탄산, 음료 생수 등 | 코카콜라, 스프라이트, 환타, 파워에이드, 미닛메이드, 조지아, 평창수, 토레타 등 |

자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

LG생활건강의 최근 5개년 주요 M&A 현황

| 시기 | 내용 |
|---------|---|
| 2014.02 | Ginza Stefany Inc.은 일본시장 내 사업 확대를 위해 R&Y Corporation의 지분 100%를 인수 |
| 2014.10 | CNP코스메틱 인수 |
| 2015.07 | 색조ODM 제니스 인수 |
| 2016.03 | LG Household & Health Care America Inc.은 THEFACESHOP North America Inc.을 흡수합병함 |
| 2016.09 | Ginza Stefany Inc.은 일본 생활용품 시장에 직접 진출을 위하여 Toiletry Japan Inc.의 지분 70%를 인수 |
| 2016.10 | 존슨앤존슨 Reach 아시아, 오세아니아 사업권인수 |
| 2017.12 | 태극제약 인수 |
| 2018.04 | Ginza Stefany Inc.은 일본 사업 역량 강화를 위하여 Avon Products Company Limited의 지분 100%를 인수 |

자료: LG생활건강, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 60,941 | 62,705 | 67,470 | 73,947 | 78,014 |
| 매출원가 | 24,340 | 24,609 | 26,988 | 28,987 | 30,348 |
| 매출총이익 | 36,600 | 38,095 | 40,482 | 44,960 | 47,667 |
| 판매비및일반관리비 | 27,791 | 28,792 | 30,092 | 32,981 | 34,716 |
| 영업이익(보고) | 8,809 | 9,303 | 10,390 | 11,979 | 12,950 |
| 영업이익(핵심) | 8,809 | 9,303 | 10,390 | 11,979 | 12,950 |
| 영업외손익 | -1,282 | -689 | -841 | -265 | -235 |
| 이자수익 | 39 | 35 | 88 | 89 | 113 |
| 배당금수익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환이익 | 114 | 85 | 82 | 100 | 100 |
| 이자비용 | 199 | 140 | 224 | 163 | 159 |
| 외환손실 | 116 | 127 | 112 | 116 | 105 |
| 관계기업지분법손익 | 73 | 13 | 5 | 35 | 35 |
| 투자및기타자산처분손익 | -74 | -56 | -50 | -50 | -50 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | -8 | -7 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -1,112 | -492 | -631 | -160 | -169 |
| 법인세차감전이익 | 7,527 | 8,614 | 9,549 | 11,714 | 12,716 |
| 법인세비용 | 1,735 | 2,429 | 2,626 | 3,163 | 3,433 |
| 유효법인세율 (%) | 23.0% | 28.2% | 27.5% | 27.0% | 27.0% |
| 당기순이익 | 5,792 | 6,185 | 6,923 | 8,551 | 9,282 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 5,682 | 6,067 | 6,790 | 8,387 | 9,104 |
| EBITDA | 10,146 | 10,768 | 11,757 | 13,462 | 14,540 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 7,129 | 7,650 | 8,289 | 10,033 | 10,872 |
| 수정당기순이익 | 5,855 | 6,231 | 6,960 | 8,588 | 9,319 |
| 증감율(%: YoY) | | | | | |
| 매출액 | 14.4 | 2.9 | 7.6 | 9.6 | 5.5 |
| 영업이익(보고) | 28.8 | 5.6 | 11.7 | 15.3 | 8.1 |
| 영업이익(핵심) | 28.8 | 5.6 | 11.7 | 15.3 | 8.1 |
| EBITDA | 25.1 | 6.1 | 9.2 | 14.5 | 8.0 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 23.4 | 6.8 | 11.9 | 23.5 | 8.6 |
| EPS | 23.4 | 6.8 | 11.9 | 23.5 | 8.6 |
| 수정순이익 | 25.1 | 6.4 | 11.7 | 23.4 | 8.5 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 7,134 | 7,355 | 8,103 | 9,737 | 10,689 |
| 당기순이익 | 5,792 | 6,185 | 6,923 | 8,551 | 9,282 |
| 감가상각비 | 1,157 | 1,271 | 1,179 | 1,300 | 1,412 |
| 무형자산상각비 | 180 | 193 | 188 | 182 | 177 |
| 외환손익 | -9 | 23 | 30 | 16 | 5 |
| 자산처분손익 | 97 | 78 | 50 | 50 | 50 |
| 지분법손익 | -73 | -13 | -5 | -35 | -35 |
| 영업활동자산부채 증감 | -1,352 | -1,083 | -231 | -311 | -197 |
| 기타 | 1,341 | 700 | -30 | -16 | -5 |
| 투자활동현금흐름 | -4,055 | -3,338 | -2,952 | -2,972 | -2,944 |
| 투자자산의 처분 | 20 | -322 | -56 | -76 | -47 |
| 유형자산의 처분 | 41 | 23 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -3,315 | -2,842 | -2,842 | -2,842 | -2,842 |
| 무형자산의 처분 | -76 | -66 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -717 | -160 | -54 | -54 | -54 |
| 재무활동현금흐름 | -3,671 | -3,511 | -1,833 | -1,531 | -1,617 |
| 단기차입금의 증가 | -2,872 | -2,039 | 50 | 50 | 50 |
| 장기차입금의 증가 | 127 | 156 | -500 | -200 | -200 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -933 | -1,340 | -1,509 | -1,538 | -1,568 |
| 기타 | 8 | -288 | 126 | 158 | 101 |
| 현금및현금성자산의 순증가 | -581 | 473 | 3,318 | 5,235 | 6,129 |
| 기초현금및현금성자산 | 3,969 | 3,389 | 3,862 | 7,180 | 12,415 |
| 기말현금및현금성자산 | 3,389 | 3,862 | 7,180 | 12,415 | 18,544 |
| Gross Cash Flow | 8,486 | 8,438 | 8,334 | 10,048 | 10,887 |
| Op Free Cash Flow | 3,373 | 4,154 | 5,826 | 7,074 | 8,004 |

재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 유동자산 | 14,246 | 15,133 | 19,309 | 25,708 | 32,568 |
| 현금및현금성자산 | 3,389 | 3,862 | 7,180 | 12,415 | 18,544 |
| 유동금융자산 | 269 | 169 | 182 | 199 | 210 |
| 매출채권및유동채권 | 5,217 | 5,628 | 6,055 | 6,637 | 7,002 |
| 재고자산 | 5,359 | 5,469 | 5,885 | 6,450 | 6,804 |
| 기타유동비금융자산 | 12 | 6 | 6 | 7 | 7 |
| 비유동자산 | 30,776 | 32,646 | 34,243 | 35,793 | 37,180 |
| 장기매출채권및비유동채권 | 945 | 902 | 971 | 1,064 | 1,122 |
| 투자자산 | 922 | 1,389 | 1,437 | 1,530 | 1,602 |
| 유형자산 | 14,638 | 16,166 | 17,829 | 19,372 | 20,801 |
| 무형자산 | 14,199 | 13,928 | 13,740 | 13,558 | 13,381 |
| 기타비유동자산 | 72 | 261 | 265 | 269 | 273 |
| 자산총계 | 45,022 | 47,780 | 53,551 | 61,501 | 69,747 |
| 유동부채 | 11,469 | 12,441 | 12,665 | 13,435 | 13,861 |
| 매입채무및비유동채무 | 6,797 | 7,074 | 7,611 | 8,342 | 8,801 |
| 단기차입금 | 923 | 710 | 760 | 810 | 860 |
| 유동성장기차입금 | 1,849 | 2,650 | 2,150 | 1,950 | 1,750 |
| 기타유동부채 | 1,899 | 2,007 | 2,143 | 2,333 | 2,450 |
| 비유동부채 | 7,344 | 4,513 | 4,646 | 4,812 | 4,919 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 94 | 87 | 94 | 103 | 109 |
| 사채및장기차입금 | 5,170 | 2,680 | 2,680 | 2,680 | 2,680 |
| 기타비유동부채 | 2,081 | 1,745 | 1,871 | 2,029 | 2,130 |
| 부채총계 | 18,813 | 16,954 | 17,311 | 18,247 | 18,780 |
| 자본금 | 886 | 886 | 886 | 886 | 886 |
| 주식발행초과금 | 548 | 548 | 548 | 548 | 548 |
| 이익잉여금 | 25,395 | 30,450 | 35,773 | 42,661 | 50,236 |
| 기타자본 | -1,505 | -1,913 | -1,913 | -1,913 | -1,913 |
| 지배주주지분자본총계 | 25,324 | 29,971 | 35,294 | 42,182 | 49,757 |
| 비지배주주지분자본총계 | 885 | 855 | 947 | 1,071 | 1,211 |
| 자본총계 | 26,208 | 30,826 | 36,240 | 43,253 | 50,968 |
| 순차입금 | 4,285 | 2,010 | -1,772 | -7,174 | -13,464 |
| 총차입금 | 7,943 | 6,041 | 5,591 | 5,441 | 5,291 |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 32,070 | 34,240 | 38,324 | 47,335 | 51,382 |
| BPS | 142,927 | 169,155 | 199,198 | 238,077 | 280,830 |
| 주당EBITDA | 57,266 | 60,773 | 66,354 | 75,978 | 82,064 |
| CFPS | 40,238 | 43,175 | 46,786 | 56,629 | 61,362 |
| DPS | 7,500 | 9,000 | 9,200 | 9,400 | 9,400 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 26.7 | 34.7 | 28.7 | 23.3 | 21.4 |
| PBR | 6.0 | 7.0 | 5.5 | 4.6 | 3.9 |
| EV/EBITDA | 15.1 | 19.2 | 17.2 | 14.6 | 13.1 |
| PCFR | 21.3 | 27.5 | 23.5 | 19.4 | 17.9 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 14.5 | 14.8 | 15.4 | 16.2 | 16.6 |
| 영업이익률(핵심) | 14.5 | 14.8 | 15.4 | 16.2 | 16.6 |
| EBITDA margin | 16.6 | 17.2 | 17.4 | 18.2 | 18.6 |
| 순이익률 | 9.5 | 9.9 | 10.3 | 11.6 | 11.9 |
| 자기자본이익률(ROE) | 24.5 | 21.7 | 20.6 | 21.5 | 19.7 |
| 투하자본이익률(ROIC) | 29.7 | 26.7 | 28.2 | 30.8 | 31.6 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 71.8 | 55.0 | 47.8 | 42.2 | 36.8 |
| 순차입금비율 | 16.3 | 6.5 | -4.9 | -16.6 | -26.4 |
| 이자보상배율(배) | 44.3 | 66.7 | 46.5 | 73.4 | 81.6 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 12.4 | 11.6 | 11.6 | 11.7 | 11.4 |
| 재고자산회전율 | 12.5 | 11.6 | 11.9 | 12.0 | 11.8 |
| 매입채무회전율 | 9.3 | 9.0 | 9.2 | 9.3 | 9.1 |

아모레퍼시픽 (090430)



BUY(Reinitiate)

주가(2/11) 171,500원

목표주가 220,000원

2019년은 브랜드 및 유통채널의 대대적인 재정비 기간이 될 것으로 예상한다. 이에 따른 비용 투입이 불가피할 전망이며 재정비 후에는 외형과 수익성 개선 효과가 나타날 것으로 전망한다. 기저효과에 따른 EPS 상승폭이 클 것으로 예상되는 반면, 인바운드 증가 및 면세채널 고성장 시기 대비 밸류에이션은 하향 조정됐다. 프리미엄을 부여할 만한 요인이 당장은 부재한 상태로 주가 주가 상승은 당분간 제한적일 것으로 판단된다. 투자 의견 BUY와 목표주가 22만원으로 커버리지를 개시한다.

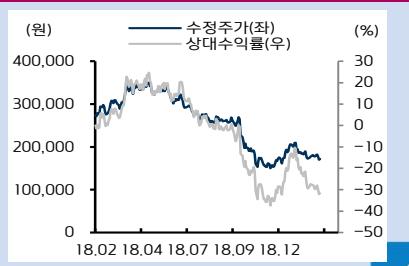
Stock Data

| | |
|---------------|----------------------|
| KOSPI (02/11) | 12,180.73pt |
| 시가총액 | 110,360억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 최저가 |
| | 351,500원 150,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -51.21% 14.33% |
| 주가수익률 | 절대 상대 |
| 1M | -5.8% -10.3% |
| 6M | -35.2% -32.1% |
| 1Y | -39.0% -33.8% |

Company Data

| | |
|-------------|---------------------|
| 발행주식수 | 69,016천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 381천주 |
| 외국인 지분율 | 39.09% |
| 배당수익률(18E) | 0.42% |
| BP (18E) | 63,779원 |
| 주요 주주 | 아모레G 외 3인 국민연금공단 |
| | 47.56% 6.05% |

Price Trend



예뻐지려면 시간이 필요하다

>>> 2019년은 리모델링의 해

아모레퍼시픽의 연결기준 2019년 매출액은 5조 7,340억 원(+8.6%, YoY), 영업이익은 6,371억원(+32.2%, YoY)으로 전망한다. 국내(화장품, 오설록) 매출액과 영업이익은 각각 3,596.2억원(+7.4%, YoY), 430.9억원(+51.8%, YoY), 해외는 2,190억원(+11.1%, YoY), 219.1억원(+6.1%, YoY)으로 전망한다.

>>> 재정비 기간 채널 양극화 심화될 것

2019년에는 새롭게 재편된 조직 개편과 신설된 디지털 전략 유닛을 통해 국내외 브랜드 리빌딩, 로컬 광고, 디지털 확대 등 대대적인 브랜드 및 채널 재정비가 진행되고 있다. 렉셔리 비중이 높은 면세점과 구조적으로 성장하고 있는 디지털 채널은 인바운드 감소 시기를 제외하고 매출 성장이 지속되고 있는 반면, 전통채널(백화점, 방문판매, 전문점, 할인점, 대리점 등)의 채널은 부진한 상황이다. 투자 효과가 나타날 때까지는 매출원가율 상승(4Q18 +0.5%p) 및 고정비 부담이 지속될 것으로 예상하며 채널별 실적이 차별화 될 것으로 전망한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 22만 원 제시

투자의견 BUY와 목표주가 22만원으로 커버리지를 개시 한다. 목표주가는 2019년 예상 EPS 7,949원에 Target PER 28배를 적용하여 산출했다. 1)중국 내 Mass 브랜드 점유율 회복 및 브랜드 리뉴얼 효과 가시화, 3)구매수량제한 정책 완화 효과 지속 3)인바운드 증가에 따른 매출 증가가 주가 상승 기대 요인으로 작용할 전망이다.

| 투자지표, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원) | 56,454 | 51,238 | 52,775 | 57,340 | 63,281 |
| 보고영업이익(억원) | 8,481 | 5,964 | 4,820 | 6,371 | 7,725 |
| 핵심영업이익(억원) | 8,481 | 5,964 | 4,820 | 6,371 | 7,725 |
| EBITDA(억원) | 10,293 | 8,201 | 6,881 | 8,625 | 10,158 |
| 세전이익(억원) | 8,566 | 5,673 | 4,524 | 6,430 | 7,780 |
| 순이익(억원) | 6,457 | 3,980 | 3,393 | 4,694 | 5,679 |
| 자체주주지분순이익(억원) | 6,393 | 3,940 | 3,359 | 4,647 | 5,622 |
| EPS(원) | 9,262 | 5,709 | 4,867 | 6,733 | 8,146 |
| 증감율(%YoY) | 10.7 | -38.4 | -14.7 | 38.3 | 21.0 |
| PER(배) | 34.7 | 53.3 | 43.8 | 26.9 | 22.7 |
| PBR(배) | 5.7 | 5.1 | 4.8 | 4.4 | 4.0 |
| EV/EBITDA(배) | 19.7 | 23.4 | 27.9 | 22.0 | 18.3 |
| 보고영업이익률(%) | 15.0 | 11.6 | 9.1 | 11.1 | 12.2 |
| 핵심영업이익률(%) | 15.0 | 11.6 | 9.1 | 11.1 | 12.2 |
| ROE(%) | 17.8 | 9.9 | 7.9 | 10.2 | 11.3 |
| 순부채비율(%) | -24.1 | -12.9 | -13.2 | -16.5 | -21.2 |

>>> 밸류에이션

투자의견 BUY와 목표주가 22만 원으로 커버리지 개시

아모레퍼시픽에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 22만 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019년 예상 EPS 7,949원에 Target PER 28배를 적용하여 산정했다. Target PER은 글로벌 Peer 2019년 평균 PER 대비 10% 할인 적용해 산출했다. 3Q18부터 새롭게 재편된 조직 개편과 신설된 디지털 전략 유닛을 통해 국내외 브랜드 리빌딩, 로컬 광고, 디지털 확대 등 대대적인 브랜드 및 채널 재정비가 진행되고 있다. 유통채널 재정비와 마케팅에 공격적인 비용 투자로 영업이익 감소가 불가피할 것으로 전망되나 재정비 후에는 수익성 개선 효과가 나타날 것으로 판단한다.

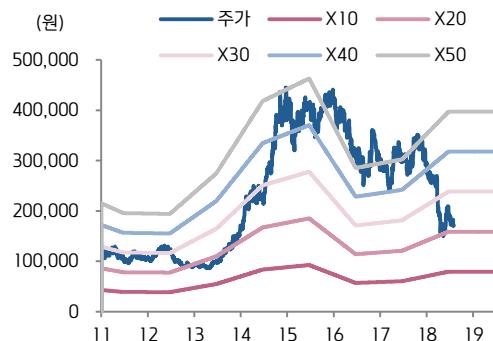
Valuation Table

| | 2019E | Target PER | 비고 |
|---------|---------|------------|--------------------------------|
| EPS(원) | 7,949 | 28배 | 글로벌 Peer 2019 평균 PER 대비 10% 할인 |
| 목표주가(원) | 220,000 | | |
| 상승여력(%) | 28.3 | | 증가는 2019년 2월 11일 기준 |

주: 글로벌 Peer는 L'oreal, EsteeLauder, Shiseido, Kao

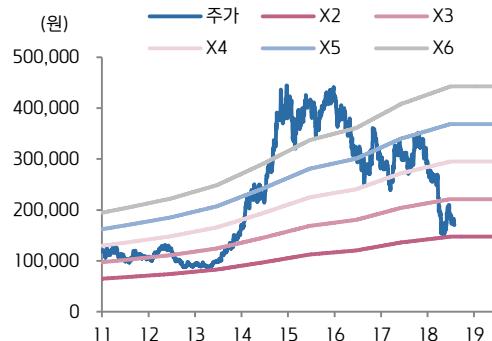
자료: 키움증권 리서치

아모레퍼시픽 12M FWD P/E밴드 추이



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽 12M FWD P/B밴드 추이



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽 실적추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2018 | 2019E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출 | 1,431.6 | 1,343.7 | 1,278.4 | 1,224.3 | 1,525.9 | 1,412.1 | 1,402.5 | 1,393.6 | 5,278.0 | 5,734.0 |
| 국내 | 940.8 | 877.7 | 839.7 | 689.0 | 995.1 | 899.3 | 913.9 | 787.9 | 3,347.2 | 3,596.2 |
| 화장품 | 780.7 | 760.8 | 697.1 | 595.9 | 830.1 | 778.9 | 766.9 | 692.0 | 2,834.5 | 3,067.9 |
| Mass & Sulloc | 160.2 | 116.9 | 142.7 | 93.1 | 165.0 | 120.4 | 147.0 | 95.9 | 512.9 | 528.3 |
| 해외 합계 | 500.8 | 476.7 | 447.3 | 545.6 | 544.7 | 525.6 | 501.3 | 618.3 | 1,970.4 | 2,189.9 |
| 아시아 | 478.0 | 456.2 | 422.3 | 517.4 | 516.1 | 499.9 | 470.4 | 584.0 | 1,873.9 | 2,070.4 |
| 유럽 | 7.6 | 6.3 | 6.4 | 8.7 | 7.6 | 6.5 | 6.5 | 9.0 | 29.0 | 29.6 |
| 북미 | 15.3 | 14.2 | 18.6 | 19.5 | 20.9 | 19.3 | 24.3 | 25.4 | 67.6 | 89.9 |
| YoY (%) | -8.8 | 11.5 | 5.7 | 7.4 | 6.6 | 5.1 | 9.7 | 13.8 | 3.0 | 8.6 |
| 국내 | -14.8 | 9.0 | 6.3 | 6.4 | 5.8 | 2.5 | 8.8 | 14.4 | -0.0 | 7.4 |
| 화장품 | -17.1 | 9.5 | 9.1 | 7.3 | 6.3 | 2.4 | 10.0 | 16.1 | 0.2 | 8.2 |
| Mass & Sulloc | -1.8 | 5.4 | -5.7 | 1.3 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | -0.8 | 3.0 |
| 해외 합계 | 5.0 | 16.7 | 4.7 | 7.5 | 8.8 | 10.3 | 12.1 | 13.3 | 8.2 | 11.1 |
| 아시아 | 6.5 | 16.4 | 3.9 | 6.7 | 8.0 | 9.6 | 11.4 | 12.9 | 8.2 | 10.5 |
| 유럽 | -53.7 | 16.7 | -11.1 | 29.9 | 0.6 | 3.0 | 1.6 | 3.0 | -18.8 | 2.1 |
| 북미 | 30.8 | 25.7 | 35.8 | 20.4 | 36.7 | 35.9 | 30.7 | 30.0 | 27.8 | 32.9 |
| 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 | 65.2 | 63.7 | 65.2 | 56.5 | 63.4 | 62.7 |
| 화장품 | 54.5 | 56.6 | 54.5 | 48.7 | 54.4 | 55.2 | 54.7 | 49.7 | 53.7 | 53.5 |
| Mass & Sulloc | 11.2 | 8.7 | 11.2 | 7.6 | 10.8 | 8.5 | 10.5 | 6.9 | 9.7 | 9.2 |
| 해외 합계 | 35.0 | 35.5 | 35.0 | 44.6 | 35.7 | 37.2 | 35.7 | 44.4 | 37.3 | 38.2 |
| 아시아 | 33.4 | 34.0 | 33.0 | 42.3 | 33.8 | 35.4 | 33.5 | 41.9 | 35.5 | 36.1 |
| 유럽 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| 북미 | 1.1 | 1.1 | 1.5 | 1.6 | 1.4 | 1.4 | 1.7 | 1.8 | 1.3 | 1.6 |
| 영업이익 | 235.9 | 145.8 | 76.5 | 23.8 | 254.8 | 165.7 | 129.1 | 87.5 | 482.0 | 637.1 |
| YoY (%) | -25.5 | 43.5 | -24.3 | -69.1 | 8.0 | 13.6 | 68.7 | 267.8 | -19.2 | 32.2 |
| 영업이익률 (%) | 16.5 | 10.8 | 6.0 | 1.9 | 16.7 | 11.7 | 9.2 | 6.3 | 9.1 | 11.1 |
| 국내 | 157.5 | 92.6 | 49.1 | -15.3 | 171.2 | 114.4 | 90.5 | 54.8 | 283.9 | 430.9 |
| 화장품 | 140.5 | 94.4 | 46.2 | 3.1 | 156.4 | 116.8 | 87.6 | 64.4 | 284.2 | 425.1 |
| Mass & Sulloc | 16.9 | -1.8 | 2.9 | -18.4 | 14.9 | -2.4 | 2.9 | -9.6 | -0.4 | 5.8 |
| 해외 | 81.5 | 45.4 | 26.2 | 53.5 | 88.8 | 54.7 | 41.2 | 34.5 | 206.6 | 219.1 |
| 아시아 | 85.0 | 53.6 | 30.1 | 55.5 | 92.4 | 58.5 | 44.3 | 37.7 | 224.2 | 233.0 |
| 유럽 | -1.9 | -3.5 | -3.3 | -2.9 | -2.2 | -1.5 | -1.2 | -1.2 | -11.6 | -6.1 |
| 북미 | -1.6 | -4.7 | -0.6 | 1.0 | -1.5 | -2.3 | -1.9 | -2.0 | -5.9 | -7.8 |
| 지배주주순이익 | 173.3 | 108.5 | 48.9 | 23.1 | 185.2 | 120.8 | 94.4 | 64.3 | 353.8 | 464.7 |
| YoY (%) | -21.3 | 38.1 | -37.6 | 37.1 | 6.9 | 11.3 | 93.0 | 178.2 | -10.2 | 31.3 |

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

>>> 투자포인트]

럭셔리와 프리미엄 라인 화장품 보유한 원조 K뷰티 강자

동사는 럭셔리 브랜드로는 설화수, 헤라, 프리메라, 바이탈 뷰티 등의 브랜드를 보유하고 있으며 프리미엄 브랜드로는 라네즈, 마몽드, 아이오페, 한율 등의 브랜드를 보유하고 있다. 전통채널(백화점, 방문판매, 전문점, 할인점, 대리점 등), 면세점, 디지털 채널을 통해 판매하고 있으며 해외법인과 수출을 통해 해외 지역에 판매하고 있다. 대표 한방 럭셔리 라인인 설화수의 윤조 에센스는 화장품 생산실적 1위를 기록하고 있으며 자음수, 자음유액, 려(샴푸), 라네즈, 해피バス 마스크팩 등도 상위 20개 제품에 포함되어 있다. 국내 화장품 생산실적을 견인하고 있다.

5대 글로벌 챔피언 브랜드의 해외 사업 전략

| 대표 브랜드 | 특징 |
|--------|---|
| 설화수 | <ul style="list-style-type: none"> - 신제품 출시로 대표 카테고리 강화. 아시아 대표 럭셔리 브랜드로서의 위상을 제고 - 중국 및 아세안 지역의 고급 백화점 중심으로 신규 매장 출점. 디지털 플랫폼을 강화하여 고객과의 접점을 확대 - 또한 프랑스 백화점 '갤러리 라파예트'에 첫 매장을 오픈. 유럽 시장 진출의 초석을 마련 |
| 라네즈 | <ul style="list-style-type: none"> - 스킨케어 라인 강화를 통하여 '스파클링 뷰티' 브랜드로서의 정체성을 강화 |
| 마몽드 | <ul style="list-style-type: none"> - 북미 시장에서는 유통채널 재정비를 기반으로 아시아 이외 지역에서의 본격적인 사업 확장을 시작 - 현지 고객 니즈를 반영한 제품 출시와 매장 확산을 통하여 성장의 축을 다변화 - 싱가포르에서는 글로벌 첫 플래그십 스토어를 오픈하여 고객들에게 플라워 브랜드 스토리 경험을 선사 - 더불어 백화점 및 온라인 몰 입점으로 고객 접점을 다양화하여 아세안 사업을 확장 - 자연주의 브랜딩을 강화하며 아시아 사업 확대뿐만 아니라 미국 시장에도 새롭게 진출 |
| 이니스프리 | <ul style="list-style-type: none"> - 중국에서는 400 호점 매장을 오픈하였고 말레이시아, 인도네시아, 베트남 등 아세안 시장 진출을 확대 - 뉴욕 유니온 스퀘어에 플래그십 스토어를 오픈하여 북미시장에서의 사업 확장 기반 |
| 에뛰드하우스 | <ul style="list-style-type: none"> - 지속적인 혁신 제품 출시를 통하여 명 메이크업 브랜드 이미지를 아시아 전역에 전파 |

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

화장품 상위 20개 품목 생산실적

| 순위 | 제조판매업자 | 제품명 | 생산금액(천원) |
|----|-----------|----------------------------|-------------|
| 1 | 아모레퍼시픽 | 설화수 윤조에센스 | 189,016,480 |
| 2 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후천기단화현로션 | 174,490,667 |
| 3 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후비침자생에센스 | 155,895,415 |
| 4 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후천기단화현밸런서 | 154,469,393 |
| 5 | 아모레퍼시픽 | 설화수 자음수 | 134,968,749 |
| 6 | 아모레퍼시픽 | 설화수 자음유액 | 128,506,390 |
| 7 | 애경산업(주) | 에이지투웨니스 애센스커버팩트 화이트베이지 21호 | 113,978,204 |
| 8 | 아모레퍼시픽 | 설화수 자음생크림오리지널 | 80,995,373 |
| 9 | 아모레퍼시픽 | 미쟝센퍼펙트세럼오리지널 | 79,101,571 |
| 10 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후공진향인양로션 | 75,397,617 |
| 11 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후천기단화현크림 | 74,980,002 |
| 12 | 아모레퍼시픽 | 려함빛극손상케어샴푸 | 66,665,526 |
| 13 | (주)코스토리 | 파파로서피 봄비 꿀단지 마스크 | 66,496,643 |
| 14 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후공진향인양밸런서 | 62,577,868 |
| 15 | 아모레퍼시픽 | 라네즈 스킨베일메이스EX 40호 라이트퍼플 | 60,497,504 |
| 16 | 아모레퍼시픽 | 설화수 여운팩 | 59,085,050 |
| 17 | 아모레퍼시픽 | 해피バス내추럴에센스시트마스크-로즈1매 | 57,034,992 |
| 18 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후공진향·수수연로션 | 56,489,089 |
| 19 | (주)엘지생활건강 | 술37도워터풀리밸런싱젤로션 | 54,577,151 |
| 20 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후진울향진율로션 | 53,938,161 |

자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

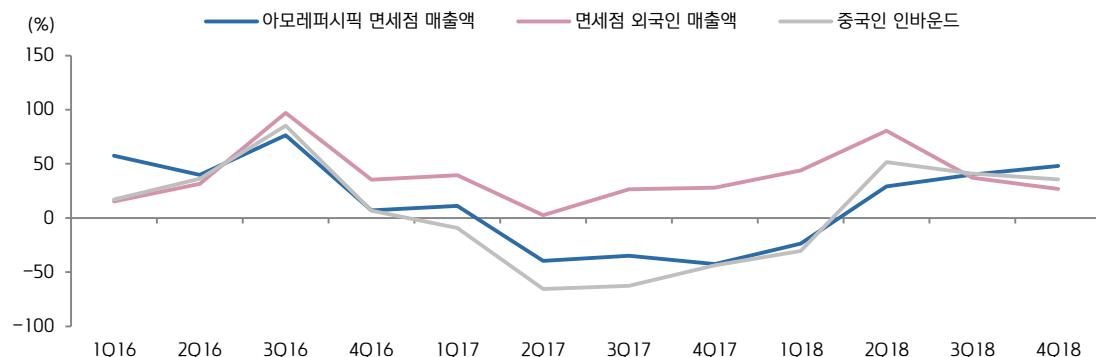
>>> 투자포인트 2

면세점 매출액 전년대비 10.7% 성장한 1조 4,064억원으로 전망

화장품 판매 채널별 매출액 비중은 전통채널 36%, 면세점 24%, 디지털(온라인, 홈쇼핑) 7%, 해외법인 및 수출이 33%를 차지하고 있다. 4Q18기준, 면세 채널의 기저효과 및 구매수량정책을 완화함에 따라 면세점 매출은 +48.2%의 큰 폭으로 증가했으나 그 외 전통 채널은 역성장했다. 세부 채널별로는 백화점 -6~7%, 할인점 -18~20%, 방문판매 -7~9%, 아리따움은 -28~30% 역성장한 것으로 추정된다. 국내외 채널 및 브랜드 재정비에 따라 력셔리 수요가 존재하는 면세점 채널 성장에 대한 기대감은 유효하나 전통채널의 고정비 부담 및 매출 감소는 불가피할 것으로 전망한다.

한편, 중국인 인바운드는 570만 명으로 추정하며 중국인 단체관광객 증가는 면세점과 전통채널 매출 성장에 긍정적으로 작용할 것으로 판단하나 단체관광객 회복에 따른 면세점 매출 성장은 제한적인 것으로 판단한다. 이유는 낮아진 브랜드 시장 점유율과 이탈 고객 회복을 유입시킬 만한 새로운 트리거가 부재하기 때문이다. 구매수량제한 정책완화에 따른 매출 회복의 지속성에 대해 확인해 나가야 할 것으로 판단한다.

아모레퍼시픽의 면세점 채널 및 중국인 인바운드 증감률



자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

구매 수량 제한 정책 변화

| 시기 | 아모레퍼시픽 |
|----------|---|
| 기존 정책 | <ul style="list-style-type: none"> - 오프라인에서 동일 브랜드 내 상품별 최대 10개 (세트 구매 시 5개 · 쿠션류 호수별 최대 10개) - 롯데 · 신라 등 국내 온 · 오프라인 면세점 채널에서 구매 제한 수량을 기준보다 최대 75%까지 축소 |
| 2017년 9월 | <ul style="list-style-type: none"> - 설화수 · 라네즈 · 헤라 · 아이오페 · 아모레퍼시픽의 경우 '브랜드별' 최대 5개로 변경 - 프리미라 · 마몽드 · 리리코스는 '브랜드별' 최대 10개라는 규정 신설 |
| 2018년 6월 | <ul style="list-style-type: none"> - 품목당 5개, 상한액 2000달러로 규제를 완화 |

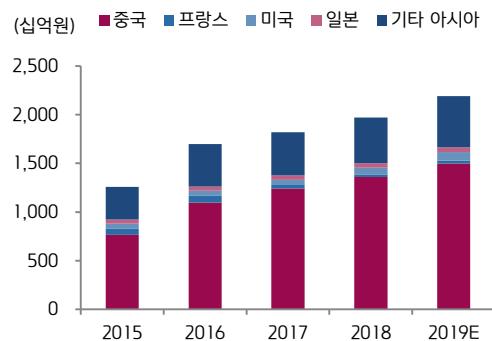
자료: 업계자료, 키움증권 리서치

>>> 투자포인트 3

해외 매출처 다변화는 장기 플랜

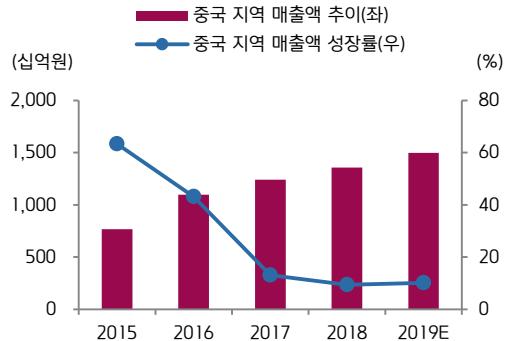
해외 지역에서 발생하는 매출액은 아시아, 유럽, 북미로 구분된다. 아시아 지역에서 중국 현지 매출의 성장은 지속되고 있으나 성장률이 둔화됐다. 중국 로컬 브랜드들의 약진으로 중저가 화장품의 경쟁이 심화되고 있는 상황인데, 동사의 중저가 라인 브랜드인 이니스프리는 중국 내 매출 비중이 45%이상 달한다. 중국 법인 내 매출 비중이 높은 이니스프리는 2Q19 제품 리뉴얼 및 3-4선 도시 출점 확대를 계획하고 있으며 디지털 부문도 강화해 갈 예정이다.

아모레퍼시픽의 해외 매출액 추이



자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽의 중국 지역 매출액 추이



자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

>>> 기업설명

아모레퍼시픽은 화장품의 제조 및 판매 사업 등을 영위할 목적으로 2006년 6월 1일에 (주)아모레퍼시픽그룹(舊 (주)태평양)을 인적분할하여 설립 (설립등기일 : 2006. 6. 7.)되었다. 화장품의 제조 및 판매, 생활용품의 제조 및 판매, 식품(녹차류, 건강기능식품 포함)의 제조, 가공 및 판매를 하고 있으며 사업부문은 크게 화장품 사업부문과 DB(Daily Beauty) & Sulloc사업부문으로 구분된다. 화장품 사업부문의 주요 제품으로는 설화수, 헤라, 아이오페, 이니스프리 등이 있으며, Daily Beauty & Sulloc 사업부문의 제품으로는 미쟝센, 해피バス, 덴트롤 등이 있다.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 56,454 | 51,238 | 52,775 | 57,340 | 63,281 |
| 매출원가 | 14,248 | 13,797 | 14,345 | 15,476 | 16,765 |
| 매출총이익 | 42,207 | 37,441 | 38,430 | 41,864 | 46,516 |
| 판매비및일반관리비 | 33,726 | 31,477 | 33,610 | 35,494 | 38,791 |
| 영업이익(보고) | 8,481 | 5,964 | 4,820 | 6,371 | 7,725 |
| 영업이익(핵심) | 8,481 | 5,964 | 4,820 | 6,371 | 7,725 |
| 영업외손익 | 85 | -291 | -296 | 59 | 55 |
| 이자수익 | 170 | 138 | 142 | 155 | 171 |
| 배당금수익 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 외환이익 | 322 | 198 | 210 | 187 | 198 |
| 이자비용 | 39 | 31 | 32 | 33 | 34 |
| 외환손실 | 348 | 410 | 370 | 100 | 150 |
| 관계기업지분법손익 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 투자및기타자산처분손익 | 45 | -60 | 0 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | -14 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -53 | -128 | -248 | -151 | -131 |
| 법인세차감전이익 | 8,566 | 5,673 | 4,524 | 6,430 | 7,780 |
| 법인세비용 | 2,108 | 1,693 | 1,131 | 1,736 | 2,101 |
| 유효법인세율 (%) | 24.6% | 29.8% | 25.0% | 27.0% | 27.0% |
| 당기순이익 | 6,457 | 3,980 | 3,393 | 4,694 | 5,679 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 6,393 | 3,940 | 3,359 | 4,647 | 5,622 |
| EBITDA | 10,293 | 8,201 | 6,881 | 8,625 | 10,158 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 8,269 | 6,217 | 5,453 | 6,948 | 8,112 |
| 수정당기순이익 | 6,434 | 4,022 | 3,393 | 4,694 | 5,679 |
| 증감율(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 18.4 | -9.2 | 3.0 | 8.7 | 10.4 |
| 영업이익(보고) | 9.7 | -29.7 | -19.2 | 32.2 | 21.3 |
| 영업이익(핵심) | 9.7 | -29.7 | -19.2 | 32.2 | 21.3 |
| EBITDA | 11.9 | -20.3 | -16.1 | 25.4 | 17.8 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 10.7 | -38.4 | -14.7 | 38.3 | 21.0 |
| EPS | 10.7 | -38.4 | -14.7 | 38.3 | 21.0 |
| 수정순이익 | 10.5 | -37.5 | -15.6 | 38.3 | 21.0 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 6,770 | 5,126 | 5,039 | 6,711 | 7,818 |
| 당기순이익 | 6,457 | 3,980 | 3,393 | 4,694 | 5,679 |
| 감가상각비 | 1,812 | 2,237 | 2,060 | 2,254 | 2,433 |
| 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환손익 | -43 | 75 | 160 | -87 | -48 |
| 자산처분손익 | 27 | 74 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 영업활동자산부채 증감 | -1,633 | -930 | -413 | -235 | -292 |
| 기타 | 150 | -310 | -162 | 85 | 46 |
| 투자활동현금흐름 | -6,096 | -4,008 | -4,633 | -4,720 | -4,760 |
| 투자자산의 처분 | -2,154 | 3,990 | -124 | -211 | -251 |
| 유형자산의 처분 | 12 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -4,948 | -7,686 | -4,520 | -4,520 | -4,520 |
| 무형자산의 처분 | -401 | -422 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 1,395 | 96 | 12 | 11 | 11 |
| 재무활동현금흐름 | -1,330 | -1,109 | -805 | -751 | -727 |
| 단기차입금의 증가 | -45 | -486 | 50 | 50 | 50 |
| 장기차입금의 증가 | 0 | 454 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -946 | -1,090 | -883 | -883 | -883 |
| 기타 | -339 | 13 | 29 | 82 | 107 |
| 현금및현금성자산의 순증가 | -635 | -195 | -398 | 1,240 | 2,332 |
| 기초현금및현금성자산 | 6,872 | 6,237 | 6,042 | 5,644 | 6,884 |
| 기말현금및현금성자산 | 6,237 | 6,042 | 5,644 | 6,884 | 9,216 |
| Gross Cash Flow | 8,403 | 6,056 | 5,452 | 6,947 | 8,111 |
| Op Free Cash Flow | 1,223 | -2,617 | 743 | 2,149 | 3,260 |

재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 21,163 | 16,775 | 17,016 | 19,240 | 22,852 |
| 현금및현금성자산 | 6,237 | 6,042 | 5,644 | 6,884 | 9,216 |
| 유동금융자산 | 4,650 | 620 | 639 | 694 | 766 |
| 매출채권및유동채권 | 4,159 | 4,350 | 4,798 | 5,213 | 5,753 |
| 재고자산 | 4,099 | 3,748 | 3,860 | 4,194 | 4,628 |
| 기타유동비금융자산 | 2,018 | 2,015 | 2,076 | 2,255 | 2,489 |
| 비유동자산 | 30,652 | 36,982 | 39,584 | 42,134 | 44,570 |
| 장기매출채권및비유동채권 | 1,436 | 1,548 | 1,595 | 1,733 | 1,912 |
| 투자자산 | 2,910 | 6,478 | 6,585 | 6,743 | 6,923 |
| 유형자산 | 23,586 | 26,132 | 28,591 | 30,857 | 32,944 |
| 무형자산 | 2,281 | 2,397 | 2,397 | 2,397 | 2,397 |
| 기타비유동자산 | 439 | 427 | 415 | 404 | 393 |
| 자산총계 | 51,816 | 53,757 | 56,600 | 61,374 | 67,422 |
| 유동부채 | 11,712 | 10,464 | 10,764 | 11,629 | 12,753 |
| 매입채무및비유동채무 | 8,033 | 8,162 | 8,407 | 9,135 | 10,081 |
| 단기차입금 | 964 | 866 | 916 | 966 | 1,016 |
| 유동성장기차입금 | 483 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 2,232 | 1,436 | 1,440 | 1,528 | 1,656 |
| 비유동부채 | 1,137 | 1,539 | 1,573 | 1,671 | 1,799 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 94 | 180 | 185 | 201 | 222 |
| 사채및장기차입금 | 30 | 429 | 429 | 429 | 429 |
| 기타비유동부채 | 1,013 | 930 | 958 | 1,041 | 1,148 |
| 부채총계 | 12,849 | 12,003 | 12,337 | 13,300 | 14,552 |
| 자본금 | 345 | 345 | 345 | 345 | 345 |
| 주식발행초과금 | 7,127 | 7,127 | 7,127 | 7,127 | 7,127 |
| 이익잉여금 | 31,587 | 34,565 | 37,045 | 40,813 | 45,558 |
| 기타자본 | -270 | -499 | -499 | -499 | -499 |
| 지배주주지분자본총계 | 38,788 | 41,538 | 44,018 | 47,786 | 52,530 |
| 비지배주주지분자본총계 | 178 | 216 | 245 | 288 | 339 |
| 자본총계 | 38,966 | 41,754 | 44,263 | 48,074 | 52,870 |
| 순차입금 | -9,410 | -5,367 | -4,938 | -6,183 | -8,536 |
| 총차입금 | 1,477 | 1,295 | 1,345 | 1,395 | 1,445 |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 9,262 | 5,709 | 4,867 | 6,733 | 8,146 |
| BPS | 56,202 | 60,186 | 63,779 | 69,239 | 76,113 |
| 주당EBITDA | 14,914 | 11,882 | 9,969 | 12,497 | 14,718 |
| CFPS | 11,982 | 9,008 | 7,902 | 10,067 | 11,754 |
| DPS | 1,580 | 1,280 | 1,280 | 1,280 | 1,280 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 34.7 | 53.3 | 43.8 | 26.9 | 22.7 |
| PBR | 5.7 | 5.1 | 4.8 | 4.4 | 4.0 |
| EV/EBITDA | 19.7 | 23.4 | 28.0 | 22.2 | 18.6 |
| PCFR | 26.8 | 33.8 | 38.5 | 30.2 | 25.9 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 15.0 | 11.6 | 9.1 | 11.1 | 12.2 |
| 영업이익률(핵심) | 15.0 | 11.6 | 9.1 | 11.1 | 12.2 |
| EBITDA margin | 18.2 | 16.0 | 13.0 | 15.0 | 16.1 |
| 순이익률 | 11.4 | 7.8 | 6.4 | 8.2 | 9.0 |
| 자기자본이익률(ROE) | 17.8 | 9.9 | 7.9 | 10.2 | 11.3 |
| 투하자본이익률(ROIC) | 25.6 | 14.7 | 11.4 | 13.6 | 15.4 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 33.0 | 28.7 | 27.9 | 27.7 | 27.5 |
| 순차입금비율 | -24.1 | -12.9 | -11.2 | -12.9 | -16.1 |
| 이자보상배율(배) | 217.5 | 193.6 | 150.7 | 192.0 | 224.8 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 14.3 | 12.0 | 11.5 | 11.5 | 11.5 |
| 재고자산회전율 | 15.4 | 13.1 | 13.9 | 14.2 | 14.3 |
| 매입채무회전율 | 8.3 | 6.3 | 6.4 | 6.5 | 6.6 |

애경산업 (018250)



BUY(Maintain)

주가(2/11) 50,800원

목표주가 65,000원

동사의 화장품 사업부 매출을 견인하고 있는 AGE20'S의 에센스 커버팩트는 히트아이템이자 스테디셀러이다. 2013년 홈쇼핑 론칭 이후 5년 이상 연간 판매 1, 2위를 차지하고 있다. 2018년부터 본격화 된 중국 온라인 및 오프라인 진출에 따른 수출 증가도 기대된다. 실적 추정 변경 및 Peer 밸류에이션 조정으로 목표주가는 기존 8만 3,000원에서 6만 5,000원으로 하향 조정하고, 투자의견 BUY를 유지한다. 최근 주가 수준은 2019년 실적기준 PER 10배 수준으로 중소형 화장품 브랜드 내 주가 상승여력이 가장 높다는 판단이다.

Stock Data

| | |
|---------------|--|
| KOSPI (02/11) | 2,108.22pt |
| 시가총액 | 13,343억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 78,000원 최저가 31,500원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -34.87% 61.27% |
| 주가수익률 | 절대 상대 1M 30.6% 6M 1.0% 1Y N/A 25.6% 18.8% N/A |

Company Data

| | |
|-------------|------------------------|
| 발행주식수 | 26,266천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 232천주 |
| 외국인 지분율 | 4.66% |
| 배당수익률(18E) | |
| BP (18E) | 6,821원 |
| 주요 주주 | AK홀딩스 외 9인 인디애나유한회사 |
| | 62.80% 8.11% |

Price Trend



팩트로 가자

>>> 2019년 영업이익 +16.5% YoY증가 전망

애경산업의 연결기준 2019년 매출액은 7,803억원(+11.5%, YoY), 영업이익은 916억원(+16.5%, YoY)으로 전망한다. 사업부별로는

- 화장품: 매출액은 4,378억원(+22.3%, YoY), 영업이익은 882억원(+17.7%, YoY)으로 추정하며 판매 채널 및 제품 라인업 확대로 화장품 사업부의 고성장이 지속될 것으로 전망한다.

- 생활용품: 매출액은 3,425억원(+0.3%, YoY), 영업이익은 92억원(+6.6%, YoY)으로 추정한다. 생활용품 시장의 성장 문화와 경쟁심화로 외형 성장은 제한적이나 국내 생활용품 시장에서 시장점유율 2위(20.5%)로 안정적인 캐시카우 역할을 할 것으로 기대한다.

>>> AGE 20'S의 생산실적 증가

2017년 기준 국내 화장품 상위 10개 품목 생산실적에 동사의 대표 제품인 AGE20'S 에센스커버팩트 화이트베이지 21호가 대형 업체를 제외하고 상위 10개 품목(7위)에 포함됐다. 또한 2016년 업체별 생산 실적 점유율이 1.94%에서 2017년 2.96%로 1.02%p 상승(3위)하며 수요 증가를 입증했다. 향후 중국 수출에 기반한 동사의 생산실적 증가가 관전 포인트가 될 것으로 전망한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 하향조정

투자의견 BUY를 유지, 목표주가는 EPS 하향 조정 및 밸류에이션 변경에 따라 8만 3,000원에서 6만 5,000원으로 하향 조정한다. 2019년 중국 온라인 및 오프라인 채널 확대가 예상됨에 따라 중국 수출 모멘텀에 주목해야 한다는 판단이다.

| 투자지표, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원) | 5,068 | 6,289 | 6,996 | 7,803 | 8,723 |
| 보고영업이익(억원) | 400 | 497 | 786 | 916 | 1,259 |
| 핵심영업이익(억원) | 400 | 497 | 786 | 916 | 1,259 |
| EBITDA(억원) | 462 | 568 | 850 | 990 | 1,336 |
| 세전이익(억원) | 275 | 489 | 789 | 928 | 1,274 |
| 순이익(억원) | 215 | 381 | 607 | 768 | 971 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 215 | 381 | 564 | 715 | 903 |
| EPS(원) | 1,011 | 1,785 | 2,238 | 2,720 | 3,437 |
| 증감율(%YoY) | 20.9 | 76.6 | 25.4 | 21.5 | 26.3 |
| PER(배) | 0.0 | 0.0 | 21.3 | 17.5 | 13.9 |
| PBR(배) | 0.0 | 0.0 | 7.0 | 5.0 | 3.7 |
| EV/EBITDA(배) | -0.3 | 0.1 | -0.6 | -1.3 | -1.7 |
| 보고영업이익률(%) | 7.9 | 7.9 | 11.2 | 11.7 | 14.4 |
| 핵심영업이익률(%) | 7.9 | 7.9 | 11.2 | 11.7 | 14.4 |
| ROE(%) | 27.5 | 37.2 | 40.3 | 34.6 | 31.4 |
| 순부채비율(%) | -17.6 | 5.6 | -25.5 | -48.7 | -63.2 |

>>> 밸류에이션

투자의견 BUY 유지, 목표주가는 6만 5,000원으로 하향 조정

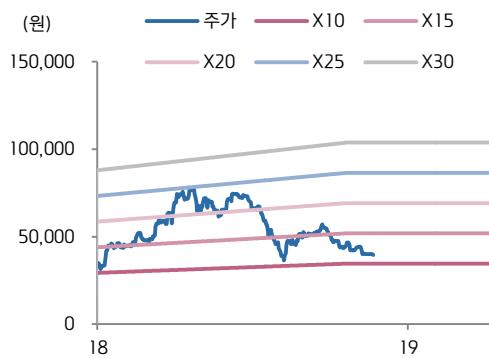
애경산업에 대한 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 기존 8만 3,000원에서 6만 5,000원으로 하향 조정한다. 목표주가는 2019년 기준 EPS 2,923원에 Target PER 22.4배를 적용하여 산출했다. Target PER은 국내 화장품 및 생활용품 사업을 영위하는 대형 브랜드 19년 예상 평균 PER 28배 대비 화장품 시장 점유율과 생활용품 시장 성장 둔화를 반영하여 20% 할인 적용한 수치다. 목표주가 하향 조정은 대형 브랜드의 2019년 예상 평균 PER의 하향 조정과 수출 및 면세점 채널 실적 하향 조정에 기인한다. 동사의 현 주가 수준은 2019년 EPS 기준 PER 10배(10배~15배 밸류에이션 하단)수준으로 밸류에이션 매력이 존재한다. 가습기 살균제 이슈로 생활용품 업체로서 브랜드 이미지 훼손 등의 우려 요인은 이미 주가에 반영됐다. 2019에는 화장품 사업부의 1) 국내 AGE 20'S의 판매 호조 지속, 2) 유통 채널 다변화, 3) 신규 브랜드 론칭 및 신제품 출시를 통한 화장품 부문 강화로 화장품 사업부의 가치 향상이 가능할 전망이다.

Valuation Table

| 2019E | | 비고 |
|------------|--------|---|
| EPS | 2,923 | |
| Target PER | 22.4 | 국내 화장품 및 생활용품 브랜드 19년 예상 평균 PER 대비 20% 할인 |
| 목표주가(원) | 65,000 | |
| 상승여력(%) | 64.8 | 종가는 2019년 2월 11일 기준 |

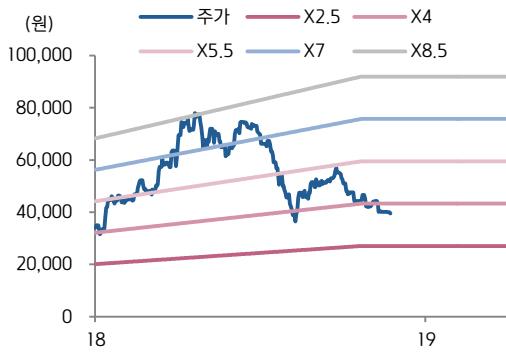
자료: 키움증권 리서치

애경산업 12M FWD P/E밴드 추이



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

애경산업 12M FWD P/B밴드 추이



자료: Dataguide, 키움증권 리서치

애경산업 실적추이 및 전망

| (단위: 억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2018 | 2019E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 1691.0 | 1743.0 | 1804.0 | 1758.0 | 1883.9 | 1982.4 | 2027.9 | 1909.1 | 6996.0 | 7803.3 |
| 화장품 | 817.0 | 958.0 | 889.0 | 917.0 | 1007.3 | 1195.0 | 1110.2 | 1065.6 | 3581.0 | 4378.1 |
| AGE 20'S 국내 | 571.9 | 680.2 | 631.2 | 504.4 | 673.6 | 813.9 | 755.3 | 597.0 | 2387.7 | 2839.8 |
| AGE 20'S 수출 | 196.1 | 229.9 | 213.4 | 311.8 | 247.1 | 289.7 | 279.5 | 361.7 | 951.2 | 1178.0 |
| LUNA 및 기타 | 81.7 | 86.2 | 71.1 | 100.9 | 86.6 | 91.4 | 75.4 | 106.9 | 339.9 | 360.3 |
| 생활용품 | 874.0 | 785.0 | 915.0 | 841.0 | 876.6 | 787.4 | 917.7 | 843.5 | 3415.0 | 3425.2 |
| 성장률(%) | 16.9 | 30.9 | 10.9 | -6.6 | 11.4 | 13.7 | 12.4 | 8.6 | 11.2 | 11.5 |
| 화장품 | 49.1 | 76.4 | 65.9 | -16.2 | 23.3 | 24.7 | 24.9 | 16.2 | 31.6 | 22.3 |
| 생활용품 | -2.8 | -0.5 | -16.1 | 6.6 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | -4.3 | 0.3 |
| 비중(%) | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 화장품 | 48.3 | 55.0 | 49.3 | 52.2 | 53.5 | 60.3 | 54.7 | 55.8 | 51.2 | 56.1 |
| 생활용품 | 51.7 | 45.0 | 50.7 | 47.8 | 46.5 | 39.7 | 45.3 | 44.2 | 48.8 | 43.9 |
| 영업이익 | 218.0 | 214.2 | 224.0 | 129.8 | 230.2 | 226.8 | 236.3 | 222.2 | 786.0 | 915.5 |
| 화장품 | 195.0 | 193.0 | 189.0 | 122.0 | 203.9 | 203.2 | 206.9 | 208.7 | 699.0 | 822.7 |
| 생활용품 | 23.0 | 21.0 | 35.0 | 8.0 | 26.3 | 23.6 | 29.4 | 13.5 | 87.0 | 92.8 |
| 성장률(%) | 32.1 | 105.9 | 50.3 | 56.4 | 5.6 | 5.9 | 5.5 | 71.2 | 58.1 | 16.5 |
| 화장품 | 27.6 | 34.8 | 49.6 | -10.2 | 4.6 | 5.3 | 9.5 | 71.1 | 46.4 | 17.7 |
| 생활용품 | 130.0 | 흑자전환 | -12.5 | 적자축소 | 14.3 | 12.5 | -16.1 | 흑자전환 | 337.4 | 6.7 |
| 비중(%) | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 화장품 | 89.4 | 90.1 | 84.4 | 94.0 | 88.6 | 89.6 | 87.6 | 93.9 | 88.9 | 89.9 |
| 생활용품 | 10.6 | 9.8 | 15.6 | 6.2 | 11.4 | 10.4 | 12.4 | 6.1 | 11.1 | 10.1 |
| 이익률(%) | 12.9 | 12.3 | 12.4 | 7.4 | 12.2 | 11.4 | 11.7 | 11.6 | 11.2 | 11.7 |
| 화장품 | 23.9 | 20.1 | 21.3 | 13.3 | 20.2 | 17.0 | 18.6 | 19.6 | 19.5 | 18.8 |
| 생활용품 | 2.6 | 2.7 | 3.8 | 1.0 | 3.0 | 3.0 | 3.2 | 1.6 | 2.5 | 2.7 |
| 순이익 | 172.8 | 162.2 | 175.0 | 153.7 | 183.0 | 184.6 | 205.4 | 194.7 | 663.7 | 767.6 |
| 순이익률(%) | 10.2 | 9.3 | 9.7 | 8.7 | 9.7 | 9.3 | 10.1 | 10.2 | 9.5 | 9.8 |

자료: 애경산업, 키움증권 리서치

>>> 투자포인트 1

국내에서는 스테디셀러이자 베스트셀러

AGE 20'S의 에센스 커버팩트는 국내에서 시즌 11까지 출시됐다. 2012년, 브랜드 론칭 이후 한정판을 포함해 매해 2~3개의 신제품을 출시하고 있다. 2013년 홈쇼핑 진출 이후 5년이상 꾸준한 성장을 이어가고 있으며 주요 방송 채널인 GS홈쇼핑에서는 연일 매진을 기록하고 있다. 이는 제품에 대한 만족도와 재구매율이 높기 때문인 것으로 판단된다. 또한 2017년 기준 국내 화장품 상위 10개 품목 생산실적에 동사의 에이지투웨니스 에센스커버팩트 화이트베이지 21호가 아모레퍼시픽과 LG생활건강을 제외하고 상위 10개 품목에 포함됐다. 또한 2016년 생산 실적 점유율이 1.94%에서 2017년 2.96%로 1.02%p 상승했는데, 2017년 수출 증가에 기인한 것으로 추정한다. 중국 지역의 오프라인 확대가 진행 중임에 따라 동사의 수출 부분 매출액은 1,178억으로 전년대비 23.8% 증가할 것으로 전망한다.

화장품 상위 10개 품목 생산실적

| 순위 | 제조판매업자 | 제품명 | 생산금액 (천원) |
|----|-----------|----------------------------|--------------|
| 1 | 아모레퍼시픽 | 설화수 윤조에센스 | 189,016,480 |
| 2 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후천기단화현로션 | 174,490,667 |
| 3 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후비첨자생에센스 | 155,895,415 |
| 4 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후천기단화현밸런서 | 154,469,393 |
| 5 | 아모레퍼시픽 | 설화수 자음수 | 134,968,749 |
| 6 | 아모레퍼시픽 | 설화수 자음유액 | 128,506,390 |
| 7 | 애경산업(주) | 에이지투웨니스 에센스커버팩트 화이트베이지 21호 | 113,978,204 |
| 8 | 아모레퍼시픽 | 설화수 자음생크림오리지널 | 80,995,373 |
| 9 | 아모레퍼시픽 | 미쟝센파팩트세럼오리지널 | 79,101,571 |
| 10 | (주)엘지생활건강 | 더히스토리오브후공진향인양로션 | 75,397,617 |

자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

화장품 상위 10개 제조판매업체별 화장품 생산실적 (단위: 억원)

| 순위 | 제조판매업자 | '17년 | | '16년 | |
|------------|------------|---------|--------|---------|--------|
| | | 생산금액 | 점유율 | 생산금액 | 점유율 |
| 총 계 | | 135,155 | 100% | 130,512 | 100% |
| 소계(상위 20위) | | 102,856 | 76.10% | 101,661 | 77.91% |
| 1 | 아모레퍼시픽 | 40,898 | 30.26% | 43,899 | 33.64% |
| 2 | (주)엘지생활건강 | 39,672 | 29.35% | 35,825 | 27.45% |
| 3 | 애경산업(주) | 3,998 | 2.96% | 2,528 | 1.94% |
| 4 | 이니스프리 | 1,905 | 1.41% | 1,961 | 1.50% |
| 5 | (주)코리아나화장품 | 1,724 | 1.28% | 1,450 | 1.11% |
| 6 | (주)카버코리아 | 1,666 | 1.23% | 1,436 | 1.10% |
| 7 | 애터미(주) | 1,364 | 1.01% | 1,169 | 0.90% |
| 8 | (주)에이블씨엔씨 | 1,286 | 0.95% | 1,084 | 0.83% |
| 9 | (주)더페이스샵 | 1,223 | 0.90% | 1,692 | 1.30% |
| 10 | (주)코스토리 | 1,108 | 0.82% | 820 | 0.63% |

자료: 식품의약품안전처, 키움증권 리서치

>>> 투자포인트 2

제품 라인업 확대

화장품 사업부 강화를 위해 AGE 20'S 브랜드 내 라인업 확대와 화장품 카테고리 별 신규 브랜드를 순차적으로 론칭하고 있다. AGE 20'S 브랜드는 마스크팩, 에센스, 크림 등 스킨케어 제품을 출시하며 SKU를 확대하고 있으며, 스킨케어 브랜드 FFLLOW(18년 4월 12일 출시), 남성 화장품 브랜드 '스니키'(18년 8월 20일 출시), 더마코스메틱 브랜드인 '더마에스떼'(18년 9월 18일 출시), 눈가 전문 케어 브랜드 '아이솔브'(2018년 10월 18일) 등 신규 브랜드와 신제품 출시를 통해 지속적인 성장을 도모하고 있다.

애경산업의 화장품 브랜드별 라인업

| 브랜드 | 주요 제품 | 특징 |
|----------|---------------|--|
| AGE 20'S | 에센스 커버팩트 및 기초 | “여성의 가장 아름다웠던 20대의 피부 표현”을 모토로 시작된 브랜드 |
| LUNA | 색조 | 伦웨이 & 백스테이지의 트렌드와 노하우를 통해 자신의 개성과 매력을 끊임 없이 발견하게 해주는, 일상 속 토탈 뷰티 스타일리스트 |
| FFLOW | 기초 | 싱글즈 뷰티 에디터들이 만든 스킨케어 브랜드 Balancing Lift Beauty |
| 스니키 | 남성 화장품 | 남성용 화장품 라인 |
| 닥터루인스 | 코스메슈티컬 | 세계적으로 명성 있는 피부 전문가인 '루인 박사'에 의해 1989년 설립됨. 성형을 하지 않고도 성형의 효과를 낼 수 있는 혁신적인 고기능 코스메슈티컬 브랜드 |
| 포인트 | 클렌징 | ‘화장은 하는 것보다 지우는 것이 중요합니다’라는 슬로건을 가지고 클렌징 시장이라는 새로운 영역을 창출하며 1993년 출시된 클렌징 전문 브랜드 |
| 더마에스떼 | 더마코스메틱 | 강력한 성분과 독보적 더마 기술로 피부 고민을 독하게 해결해주는 더마 코스메틱 브랜드 |
| 아이솔브 | 눈가 전문케어 | 디지털 기기 사용이 짙은 바쁜 도시 여성들이 스스로 눈가 고민을 해결할 수 있도록 솔루션을 제공하는 눈가 전문 케어 코스메틱 브랜드 |
| 에이솔루션 | 여드름케어 | 아크네, 트러블 피부에 대한 체계적인 연구를 통해, 피부의 문제에 집중 대응하는 국내 최초 여드름 브랜드 |
| 제로비탈 | 안티에이징 | 안티에이징의 거장 Dr. Aslan에 의해 탄생한 “제로비탈(Gerovital)” 1968년 런칭 이후, 꾸준한 업그레이드를 통해 유럽 지역 대표 “주름화장품”으로 유명한 정통 안티에이징 브랜드 |
| 코마스 | 마스크팩 | 코마스는 마스크팩에 다양한 감성코드의 디자인을 적용하여 팩하는 15분의 시간동안 즐겁게 예뻐질 수 있는 'fun 한 美'를 위한 차별화된 기능성 마스크팩 |
| 리얼페이스 | 마스크팩 | 리얼페이스는 아름다운 피부 패턴 공식을 연구하는 마스크팩 브랜드 |

자료: 애경산업, 키움증권 리서치

AGE 20'S의 팩트 히스토리: 한정판을 포함해 매년 2-3개의 시즌별 신제품을 출시하고 있음

| 2018 | 2017 | 2016 | 2015 | 2014 | 2013 | 2012 |
|--|--|--|---|--|--|--|
| | | | | | | |
| <ul style="list-style-type: none"> - 시그니처 에센스 커버팩트 출시 - 에센스 커버팩트 RX 출시 | <ul style="list-style-type: none"> - 에센스 커버 팩트 VX 럭셔리드 에디션 출시 - 스킨케어 퍼티衿 라인 출시 - 스킨케어 클렌징 라인 출시 - 마스크팩트 브리즈(vx) - 미백화 케일리아크 퍼시픽(vx) | <ul style="list-style-type: none"> - 스킨케어 출시 - 에센스 커버팩트 보이에스(vx) - 에센스 커버팩트 향정한 '크리스탈 에디션' 출시 - 에센스 커버팩트 트리플(30) | <ul style="list-style-type: none"> - 에센스 커버팩트 트리플 2015 F/W 출시(소화원정) - 에센스 커버팩트 오리지널 클린라인 출시(한정판) - 에센스 커버팩트 오리지널 2015 S/S 출시 | <ul style="list-style-type: none"> - 에센스 커버팩트 오리지널 F/W 출시 - 에센스 커버팩트 오리지널 - 에센스 커버팩트 오리지널 2014 S/S 출시 | <ul style="list-style-type: none"> - 에센스 커버팩트 오리지널 F/W 출시 | <ul style="list-style-type: none"> - 에이지 투네스 브랜드 런칭 |
| | | | | | | TWENTY AGAIN AGE 20's |

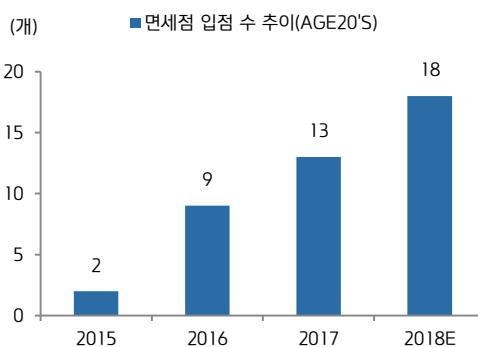
자료: 애경산업, 키움증권 리서치

>>> 투자포인트 3

고마진 수출 채널 판매 확대

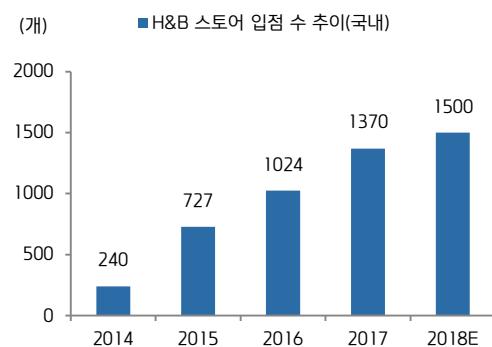
AGE 20'S의 주요 판매 채널은 홈쇼핑, 면세점, 수출(온라인 역직구 및 오프라인)이며 비중은 각각 45%, 25%, 24%를 차지하고 있다. 중국과 일본이 주요 수출 지역이며 일부 동남아와 제 3국으로 수출되고 있으나 아직 비중이 미미한 수준이다. 중국의 6대 온라인 글로벌관을 통한 역직구 방식으로 판매되고 있으며, 오프라인 확대를 위해 2017년 7월에는 중국 상해법인 (AK상해무역유한공사) 설립 후 중국 1선 도시의 H&B 스토어를 중심으로 채널을 확대하고 있다. 브랜드 별 수출 전략은 AGE 20'S는 온라인 채널을 중심으로 제품 라인업을 확대 후 오프라인 채널에 진출, LUNA 및 기타 브랜드는 유의미한 매출 확대를 위해 온/오프라인 채널에 동시 진출을 추진하고 있다. 오프라인은 중국 내 1선 도시의 드럭스토어(H&B)를 300 개에서 2019년 600개까지 늘릴 예정이며, 이후 대리상을 통한 판매 확대를 계획하고 있다. 면세점은 화장품 사업부 매출의 약 26%를 차지하는 채널로 1인당 팩트 10개로 구매 제한 정책을 펼치며 타이트한 수량 관리를 하고 있으며, 홈쇼핑은 유통 채널 중 가장 높은 판매 비중(약 31%)을 차지하는 국내 주요 판매망이다. GS, 롯데, 현대 등 4개 홈쇼핑에서 배우 견미리씨가 모델로 활동하며 판매하고 있다. 수익성 높은 면세점 및 수출 부문의 판매 증가로 수익성 개선이 예상된다. 중국 현지 법인을 통한 오프라인 채널 확대와 홈쇼핑 채널의 높은 재구매율에 기반해 화장품 사업부의 고성장세는 지속될 것으로 전망한다.

애경산업의 면세점 입점 수 추이



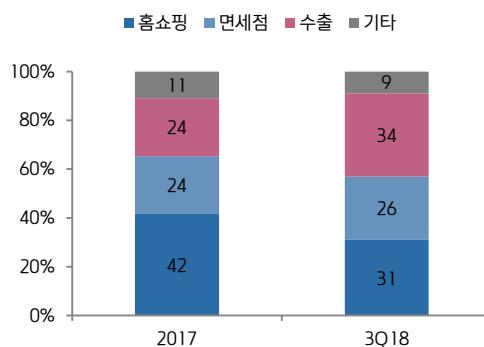
자료: 애경산업, 키움증권 리서치

애경산업의 H&B 스토어 입점 수 추이(국내)



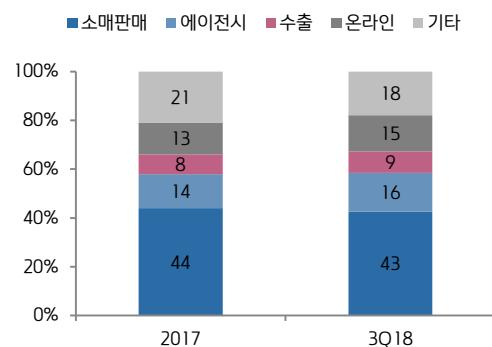
자료: 애경산업, 키움증권 리서치

애경산업의 화장품 채널별 매출 비중 변화



자료: 애경산업, 키움증권 리서치

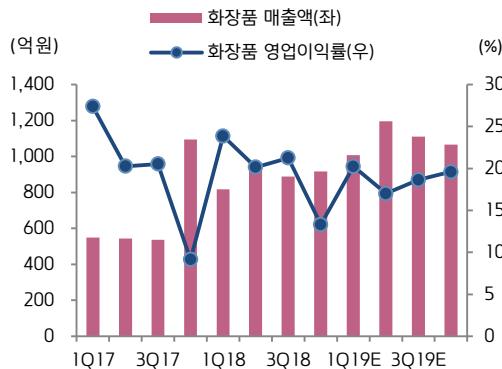
애경산업의 생활용품 채널별 매출 비중 변화



자료: 애경산업, 키움증권 리서치

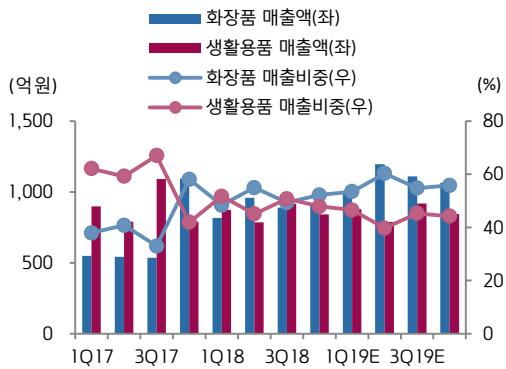
>>> 실적테이블

애경산업의 화장품 사업부 실적추이 및 전망



자료: 애경산업, 키움증권 리서치

애경산업의 사업부별 매출액 및 비중 추이



자료: 애경산업, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 5,068 | 6,289 | 6,994 | 7,803 | 8,723 |
| 매출원가 | 2,656 | 3,032 | 3,336 | 3,706 | 4,144 |
| 매출총이익 | 2,412 | 3,257 | 3,658 | 4,096 | 4,580 |
| 판매비및일반관리비 | 2,012 | 2,760 | 2,872 | 3,181 | 3,321 |
| 영업이익(보고) | 400 | 497 | 786 | 916 | 1,259 |
| 영업이익(핵심) | 400 | 497 | 786 | 916 | 1,259 |
| 영업외손익 | -125 | -8 | 3 | 12 | 15 |
| 이자수익 | 1 | 6 | 7 | 8 | 8 |
| 배당금수익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환이익 | 9 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 이자비용 | 7 | 3 | 3 | 3 | 2 |
| 외환손실 | 5 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기지분법손익 | 0 | 2 | 5 | 2 | 2 |
| 투자및기타자산처분손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | -2 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -122 | -3 | -6 | 5 | 7 |
| 법인세차감전이익 | 275 | 489 | 789 | 928 | 1,274 |
| 법인세비용 | 59 | 109 | 182 | 160 | 303 |
| 우회법인세율 (%) | 21.5% | 22.2% | 23.1% | 17.2% | 23.8% |
| 당기순이익 | 215 | 381 | 607 | 768 | 971 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 215 | 381 | 564 | 715 | 903 |
| EBITDA | 462 | 568 | 850 | 990 | 1,336 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 278 | 451 | 670 | 843 | 1,048 |
| 수정당기순이익 | 217 | 382 | 607 | 768 | 971 |
| 증감율(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 10.3 | 24.1 | 11.2 | 11.6 | 11.8 |
| 영업이익(보고) | 53.0 | 24.4 | 58.1 | 16.5 | 37.5 |
| 영업이익(핵심) | 53.0 | 24.4 | 58.1 | 16.5 | 37.5 |
| EBITDA | 44.8 | 22.9 | 49.6 | 16.5 | 34.9 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 25.3 | 76.6 | 48.3 | 26.6 | 26.3 |
| EPS | 20.9 | 76.6 | 25.4 | 21.5 | 26.3 |
| 수정순이익 | 17.2 | 76.0 | 58.9 | 26.6 | 26.3 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 535 | -66 | 670 | 890 | 1,072 |
| 당기순이익 | 215 | 381 | 607 | 768 | 971 |
| 감가상각비 | 55 | 62 | 57 | 64 | 66 |
| 무형자산상각비 | 7 | 8 | 7 | 11 | 11 |
| 외환손익 | -2 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | -2 | -5 | -2 | -2 |
| 영업활동자산부채 증감 | 26 | -646 | -44 | 49 | 26 |
| 기타 | 233 | 128 | 49 | 0 | 0 |
| | -95 | -108 | -136 | -92 | -92 |
| 투자활동현금흐름 | -2 | -4 | -1 | -1 | -1 |
| 투자자산의 처분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 처분 | -84 | -120 | -135 | -91 | -91 |
| 무형자산의 처분 | -3 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -6 | 7 | 0 | 0 | 0 |
| | -275 | 91 | -10 | -20 | -10 |
| 재무활동현금흐름 | -166 | -86 | 524 | 778 | 970 |
| 단기차입금의 증가 | -93 | 134 | -10 | -20 | -20 |
| 장기차입금의 증가 | -150 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -32 | -43 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | 10 |
| | 509 | 580 | 714 | 841 | 1,046 |
| 현금및현금성자산의순증가 | 166 | -86 | 524 | 778 | 970 |
| 기초현금및현금성자산 | 39 | 205 | 120 | 643 | 1,422 |
| 기말현금및현금성자산 | 205 | 120 | 643 | 1,422 | 2,391 |
| Gross Cash Flow | 315 | -299 | 489 | 791 | 971 |
| Op Free Cash Flow | | | | | |

재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 유동자산 | 1,408 | 1,286 | 1,891 | 2,720 | 3,774 |
| 현금및현금성자산 | 205 | 120 | 644 | 1,422 | 2,392 |
| 유동금융자산 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 매출채권및유동채권 | 580 | 540 | 551 | 520 | 513 |
| 재고자산 | 622 | 625 | 696 | 776 | 868 |
| 기타유동비금융자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 763 | 921 | 983 | 990 | 994 |
| 장기매출채권및비유동채권 | 46 | 185 | 169 | 156 | 144 |
| 투자자산 | 34 | 39 | 45 | 48 | 51 |
| 유형자산 | 595 | 646 | 724 | 751 | 776 |
| 무형자산 | 59 | 45 | 38 | 27 | 16 |
| 기타비유동자산 | 29 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 자산총계 | 2,171 | 2,207 | 2,875 | 3,710 | 4,769 |
| 유동부채 | 1,217 | 912 | 923 | 990 | 1,068 |
| 매입채무및기타유동채무 | 982 | 680 | 699 | 780 | 872 |
| 단기차입금 | 53 | 187 | 177 | 157 | 137 |
| 유동성장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 182 | 45 | 47 | 52 | 58 |
| 비유동부채 | 86 | 118 | 117 | 118 | 128 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채및장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 86 | 118 | 117 | 118 | 128 |
| 부채총계 | 1,303 | 1,029 | 1,041 | 1,107 | 1,196 |
| 자본금 | 213 | 213 | 263 | 263 | 263 |
| 주식발행초과금 | 43 | 43 | 43 | 43 | 43 |
| 이익잉여금 | 602 | 912 | 1,476 | 2,190 | 3,093 |
| 기타자본 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 지배주주지분자본총계 | 868 | 1,178 | 1,792 | 2,506 | 3,409 |
| 비지배주주지분자본총계 | 0 | 0 | 42 | 96 | 164 |
| 자본총계 | 868 | 1,178 | 1,834 | 2,602 | 3,573 |
| 순차입금 | -153 | 66 | -468 | -1,267 | -2,257 |
| 총차입금 | 53 | 187 | 177 | 157 | 137 |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 1,011 | 1,785 | 2,238 | 2,720 | 3,437 |
| BPS | 4,072 | 5,524 | 6,821 | 9,541 | 12,978 |
| 주당EBITDA | 2,167 | 2,664 | 3,370 | 3,769 | 5,086 |
| CFPS | 1,303 | 2,117 | 2,659 | 3,208 | 3,989 |
| DPS | | | | | |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | | | 21.3 | 17.5 | 13.9 |
| PBR | | | 7.0 | 5.0 | 3.7 |
| EV/EBITDA | -0.3 | 0.1 | -0.6 | -1.3 | -1.7 |
| PCFR | 0.0 | 0.0 | 17.9 | 14.8 | 11.9 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 7.9 | 7.9 | 11.2 | 11.7 | 14.4 |
| 영업이익률(핵심) | 7.9 | 7.9 | 11.2 | 11.7 | 14.4 |
| EBITDA margin | 9.1 | 9.0 | 12.1 | 12.7 | 15.3 |
| 순이익률 | 4.3 | 6.1 | 8.7 | 9.8 | 11.1 |
| 자기자본이익률(ROE) | 27.5 | 37.2 | 40.3 | 34.6 | 31.4 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 36.0 | 37.7 | 44.0 | 53.6 | 68.9 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 150.1 | 87.4 | 56.7 | 42.5 | 33.5 |
| 순차입금비율 | -17.6 | 5.6 | -25.5 | -48.7 | -63.2 |
| 이자보상배율(배) | 57.4 | 149.3 | 249.4 | 327.6 | 516.1 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 8.8 | 11.2 | 12.8 | 14.6 | 16.9 |
| 재고자산회전율 | 8.2 | 10.1 | 10.6 | 10.6 | 10.6 |
| 매입채무회전율 | 5.8 | 7.6 | 10.1 | 10.5 | 10.6 |

한국콜마 (161890)



BUY(Reinitiate)

주가(2/11) 65,900원

목표주가 80,000원

2019년 동사의 영업이익은 전년동기대비 +82.5% 증가한 1,545억원을 기록할 것으로 전망한다. 화장품 사업부의 믹스 개선에 따른 마진율 개선, 중국 법인의 가동률 상승에 따른 매출액 상승과 수익성 개선이 전망된다. 또한 CJ헬스케어 실적이 온기로 반영됨에 따라 영업이익률은 전년대비 2.9%p 개선된 9.5%로, 동종업계 대비 높은 수익률을 기록할 것으로 전망하며, 투자의견 BUY와 목표주가 8만원으로 커버리지를 개시한다.

Stock Data

| | |
|---------------|--------------------|
| KOSPI (02/11) | 2,180.73pt |
| 시가총액 | 14,726억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 최저가 |
| | 86,500원 54,200원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -23.82% 21.59% |
| 주가수익률 | 절대 상대 |
| 1M | -1.8% -6.5% |
| 6M | -4.8% -0.3% |
| 1Y | -22.9% -16.5% |

Company Data

| | |
|-------------|-------------------|
| 발행주식수 | 22,347천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 116천주 |
| 외국인 지분율 | 38.90% |
| 배당수익률(18E) | 0.37% |
| BP (18E) | 15,232원 |
| 주요 주주 | 콜마홀딩스 외 국민연금공단 |
| | 28.71% 12.24% |

Price Trend



한국콜마

>>> 영업이익 전년대비 +82.5% 증가 전망

한국콜마는 2012년 10월 한국콜마주식회사로부터 분할되어 설립됐으며 화장품 ODM사업과 제약 CMO 사업을 영위하고 있다. 동사의 연결기준 2019년 매출액은 1조 6,188억원(+19.5%, YoY), 영업이익은 1,543억원(+82.5%, YoY)으로 전망한다.

- 화장품: 제품 믹스 개선을 통한 마진율 개선이 예상되며 화장품 별도 매출액은 7,575억원(+9.2%, YoY), 영업이익은 516억원(+14.5%, YoY)으로 추정한다.

- 제약: 4,000억 시장 규모의 역류성 식도염 관련 제품 출시 첫 해로 매출액 100억 원 이상 기여할 것으로 추정하며, 4년 후에는 1,000억 원 규모로 성장 할 것으로 예상된다. 또한 CJ헬스케어(이하 CKM)인수를 통해 R&D와 영업 측면에서 시너지 효과가 기대되며 제약 부분의 매출액은 2,266억원(+12%, YoY), 영업이익은 295억원(+12%, YoY)으로 추정한다.

2019년 해외 법인 매출액은 2,121억 원으로 추정한다. 중국 법인과 미주 지역의 매출액은 각각 1,125억 원과 638억 원으로 예상되며, 중국 지역의 신공장(무석) 가동률 향상과 중국 로컬 화장품 시장 성장에 따른 신규 주문 발생에 따른 매출 증가가 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 8만원 제시

투자의견 BUY와 목표주가 8만 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019년 화장품 및 제약 사업부 EPS 2,201원에 Target PER 30배, CJ헬스케어 부분에 20배를 적용하여 산출했다.

| 투자지표, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원) | 6,675 | 8,216 | 13,548 | 16,190 | 17,745 |
| 보고영업이익(억원) | 734 | 670 | 846 | 1,543 | 1,886 |
| 핵심영업이익(억원) | 734 | 670 | 846 | 1,543 | 1,886 |
| EBITDA(억원) | 853 | 862 | 1,141 | 1,765 | 2,140 |
| 세전이익(억원) | 713 | 620 | 627 | 1,021 | 1,367 |
| 순이익(억원) | 532 | 486 | 459 | 766 | 998 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 531 | 473 | 404 | 612 | 798 |
| EPS(원) | 2,516 | 2,240 | 1,868 | 2,738 | 3,569 |
| 증감율(%YoY) | 16.7 | -11.0 | -16.6 | 46.6 | 30.4 |
| PER(배) | 26.2 | 36.6 | 37.7 | 25.8 | 19.8 |
| PBR(배) | 5.1 | 5.7 | 4.6 | 4.0 | 3.4 |
| EV/EBITDA(배) | 16.7 | 22.0 | 17.5 | 12.3 | 9.9 |
| 보고영업이익률(%) | 11.0 | 8.2 | 6.2 | 9.5 | 10.6 |
| 핵심영업이익률(%) | 11.0 | 8.2 | 7.1 | 9.6 | 10.7 |
| ROE(%) | 20.9 | 15.7 | 13.0 | 18.8 | 20.4 |
| 순부채비율(%) | 10.9 | 34.7 | 8.2 | 0.7 | -8.4 |

>>> 밸류에이션

투자의견 BUY와 목표주가 8만 원으로 커버리지 개시

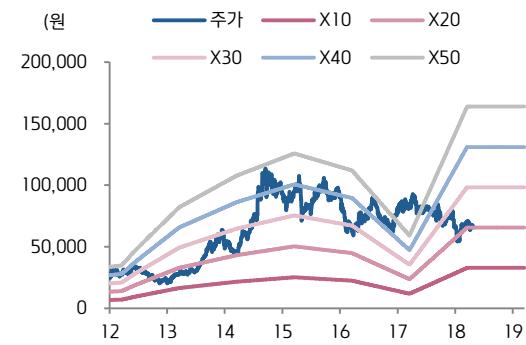
한국콜마에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 8만 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 화장품 및 제약 사업 부문 2019년 예상 EPS 2,201원에 Target PER 30배, CJ헬스케어 부분 예상 EPS 544원에 Target PER 20배를 적용하여 산정했다.

Valuation Table

| | 2019E | Target PER | 비고 |
|------------|--------|------------|-----------------------------------|
| 전사 | 2,745 | | |
| 화장품/제약 ODM | 2,201 | 30 | 동종 업계 대비 안정적인 성장성과 수익성에 기반 10% 할증 |
| CJ헬스케어 | 544 | 20 | |
| 목표주가(원) | 80,000 | | |
| 상승여력(%) | 21.4 | | 종가는 2019년 2월 11일 기준 |

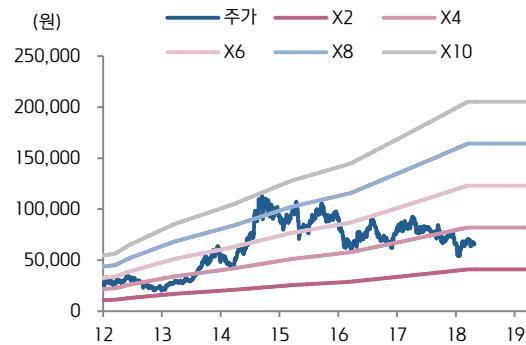
자료: 키움증권 리서치

한국콜마 12M FWD P/E밴드 추이



자료: 한국콜마, 키움증권 리서치

한국콜마 12M FWD P/B밴드 추이



자료: 한국콜마, 키움증권 리서치

한국콜마 실적추이 및 전망

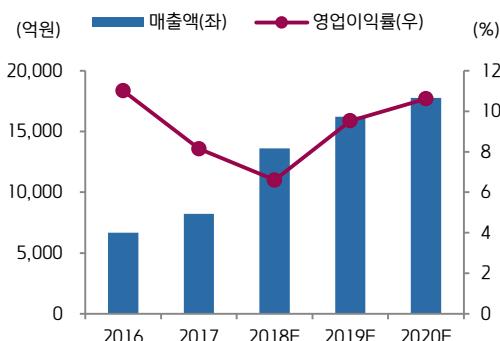
| (단위: 십억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18E | 4Q18E | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2018E | 2019E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 매출액 | 242.5 | 360.1 | 375.4 | 382.2 | 389.1 | 391.4 | 419.2 | 421.2 | 1,360.1 | 1,621.0 |
| 기존 사업 | 242.4 | 280.1 | 251.4 | 265.7 | 269.7 | 309.0 | 287.8 | 301.3 | 1,039.6 | 1,167.8 |
| 별도(국내) | 208.4 | 245.9 | 222.0 | 221.4 | 228.9 | 262.7 | 243.7 | 250.3 | 897.7 | 985.7 |
| 화장품 | 156.1 | 192.7 | 177.0 | 168.2 | 170.3 | 203.2 | 193.3 | 190.8 | 693.9 | 757.5 |
| 제약 | 52.0 | 52.8 | 44.6 | 52.9 | 58.3 | 59.2 | 50.0 | 59.2 | 202.3 | 226.6 |
| 중국(북경/무석) | 15.8 | 21.7 | 18.4 | 25.7 | 23.3 | 30.5 | 28.0 | 30.6 | 81.6 | 112.5 |
| 미국(PTP) | 14.2 | 13.4 | 13.4 | 17.0 | 15.6 | 14.7 | 14.8 | 18.7 | 58.0 | 63.8 |
| 캐나다(CSR) | 8.0 | 8.2 | 7.9 | 8.5 | 8.8 | 9.0 | 8.7 | 9.4 | 32.6 | 35.9 |
| CKM(CJ헬스케어) | 0.1 | 80.0 | 124.0 | 116.4 | 119.4 | 82.4 | 131.4 | 119.9 | 320.5 | 453.1 |
| YoY (%) | 20.4 | 73.9 | 93.3 | 74.6 | 60.5 | 8.7 | 11.7 | 10.2 | 65.5 | 19.2 |
| 기존 사업 | 20.4 | 35.3 | 29.4 | 21.4 | 11.3 | 10.3 | 14.5 | 13.4 | 26.5 | 12.3 |
| 별도(국내) | 23.0 | 43.7 | 36.6 | 24.0 | 9.8 | 6.9 | 9.8 | 13.1 | 31.7 | 9.8 |
| 화장품 | 27.0 | 58.1 | 55.3 | 29.3 | 9.1 | 5.4 | 9.2 | 13.4 | 42.0 | 9.2 |
| 제약 | 11.9 | 7.6 | -7.8 | 10.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 5.3 | 12.0 |
| 중국(북경/무석) | 47.0 | 52.8 | 60.8 | 20.9 | 47.5 | 40.4 | 52.2 | 19.4 | 41.6 | 37.8 |
| 미국(PTP) | -14.7 | -18.6 | -30.6 | 17.3 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | -13.3 | 10.0 |
| 캐나다(CSR) | 22.3 | -0.2 | 111.9 | -10.1 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 16.7 | 10.0 |
| CKM(CJ헬스케어) | | | | | | 3.0 | 6.0 | 3.0 | | 41.4 |
| 매출총이익 | 46.6 | 99.0 | 100.8 | 98.2 | 98.1 | 111.6 | 112.6 | 108.2 | 344.6 | 430.5 |
| 매출총이익률 (%) | 19.2 | 27.5 | 26.9 | 25.7 | 25.2 | 28.5 | 26.9 | 25.7 | 25.3 | 26.6 |
| 영업이익 | 18.0 | 24.6 | 7.8 | 39.5 | 35.0 | 34.5 | 40.5 | 44.5 | 89.8 | 154.5 |
| YoY (%) | -12.8 | 44.8 | -49.5 | 182.1 | 95.0 | 40.4 | 419.8 | 12.7 | 34.1 | 72.0 |
| 영업이익률 (%) | 7.4 | 6.8 | 2.1 | 10.3 | 9.0 | 8.8 | 9.7 | 10.6 | 6.6 | 9.5 |
| 지배순이익 | 13.2 | 15.5 | -3.2 | 18.1 | 13.2 | 12.9 | 16.4 | 18.8 | 43.6 | 61.3 |
| YoY (%) | -12.0 | 21.3 | 적전 | 137.0 | 0.2 | -17.1 | 흑전 | 3.9 | -7.7 | 40.6 |
| 지배순이익률 (%) | 5.4 | 4.3 | -0.9 | 4.7 | 3.4 | 3.3 | 3.9 | 4.5 | 3.2 | 3.8 |

자료: 한국콜마, 키움증권 리서치

안정적인 제약 사업부와 화장품 사업의 시너지

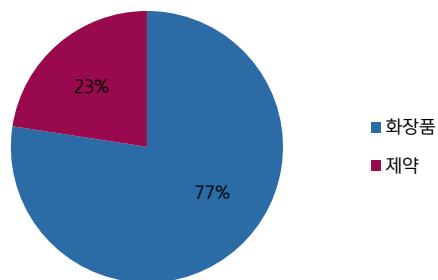
동사의 기존 사업부에서 화장품과 제약 부문의 매출액은 각각 77.3%, 22.7%의 비중을 차지하고 있다. 화장품 부문은 기초 화장품, 기능성 화장품, 색조 화장품 등을 제조 및 생산하고 있으며 주요 고객사로는 에터미, 카버코리아, 제이엠아이앤씨, 더페이스샵, 이니스프리 등이 있다. 제약 부문의 주요 제품으로는 연고 크림제, 내용액제, 외용액제, 고형제 등이 있으며 주요 고객사는 애터미, 한국휴텍스제약, 제일약품, 동화약품, 한미약품 등이 있다. 화장품 산업과 제약 산업은 제품이 인체에 적용되어 엄격한 품질관리가 요구된다는 점에서 유사성을 갖고 있는데, 화장품 부문의 경우 제약 부문의 엄격한 품질관리 기준(K-GMP)을 적용하여 일반 업계 수준보다 더 높은 수준으로 품질 관리를 하고 있다. 또한, 의약품의 핵심 기술인 DDS(Drug Delivery System)로 제약 기술을 화장품 공정에도 적용하여 높은 수준의 기술력을 인정받고 있다.

한국콜마의 분기별 실적추이 및 전망



자료: 한국콜마, 키움증권 리서치

한국콜마의 기존사업 매출 비중



자료: 한국콜마, 키움증권 리서치

CJ헬스케어(CKM) 인수효과는?

CJ헬스케어는 전문의약품 매출 기준 국내 4위 업체로 동사가 2018년 4월 인수했으며 지분 50.7%를 확보하고 있다. 내용고형제, 주사제, 의약품 원료 등을 전문의약품과 H&B 대표 드링크 제품인 컨디션, 헛개수 판매 사업을 진행하고 있다. 주사 및 수액제에 강점을 가지고 있으며 전체 매출 비중의 약 36% 차지한다. 자체 개발 제품 위주의 영업으로 고마진 수익 구조를 시현하고 있으며 2017년 기준 15% 영업이익률을 기록했다.

CJ헬스케어 인수를 통해 기대되는 효과는 한국콜마의 제네릭 역량에 CJ헬스케어의 신약개발 역량을 더한 R&D 시너지 효과와 영업측면에서 CJ헬스케어 수탁 생산 물량을 한국콜마에 이전할 수 있고, 한국콜마 허가권을 CJ헬스케어 영업 포트폴리오에 추가 할 수 있게 된다. 한편, CKM 인수 후 연간 약 105억 원의 이자 비용(차입금 3,000억 원, 이자율 3.5%)이 예상되며 CJ헬스케어는 인수금융 (6,000억 원, 이자율 6%)이 반영될 것으로 예상한다.

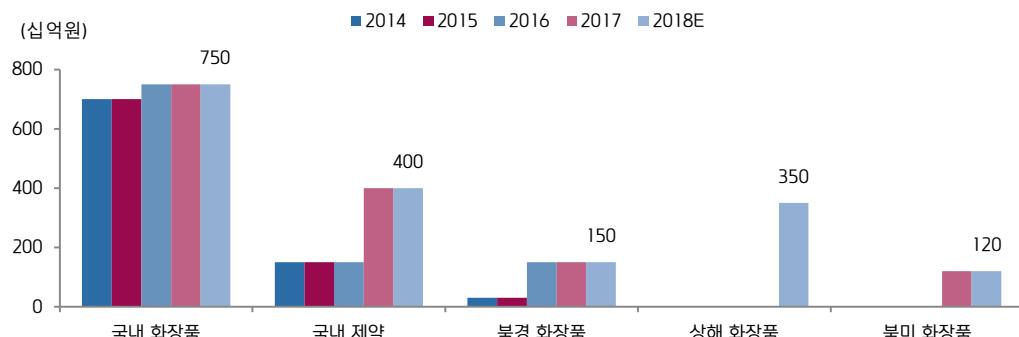
>>> 해외 법인 매출 성장 기대

2019년 해외 법인의 매출액은 2,121억 원(23.2%, YoY)로 전망

화장품 ODM 부문의 해외 법인 매출액은 중국과 북미 지역에 각각 생산 법인에서 발생한다. 중국의 북경 콜마와 무석콜마, 북미 지역의 미국 펜실베니아에 위치한 PTP와 캐나다에 위치한 CSR이 있다. 중국에는 북경과 무석의 두 개의 생산 법인이 위치하고 있으며 생산 제품의 80% 이상이 로컬 고객사이다. 북경콜마는 한국콜마의 100% 자회사로 1,500억 원 규모의 생산캐파 보유, 무석콜마는 3,500억 원 규모의 공장으로 18년 4분기부터 공장 가동이 시작됐다. 무석 공장은 상해에서 2시간 거리에 위치하고 있으며 상해에서 발생했던 큰 물량을 무석 공장에서 생산할 계획으로 중국 법인에서 발생하는 매출액의 50% 이상을 소화할 수 있도록 운영을 계획하고 있다.

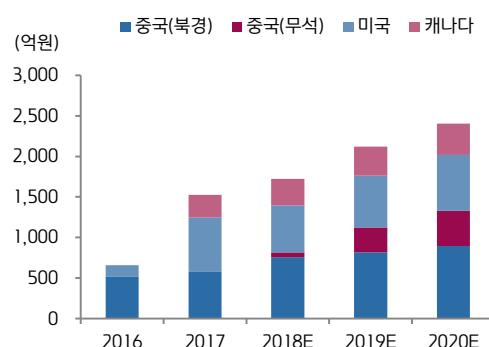
미국에는 펜실베니아에 위치한 색조 전문 화장품 ODM 기업인 PTP (Process Technologies And Packaging)를 2016년 10월에 인수했다. 북미 최대의 화장품 소싱업체인 Wormser와 공동 인수했으며 한국콜마와 Wormser가 각각 51%, 49% 지분을 보유하고 있다. 한국콜마의 기초 및 기능성 화장품 생산 능력과 PTP의 색조 생산, Wormser 사의 마케팅 능력이 시너지를 낼 수 있을 것으로 전망한다. 캐나다에 위치한 CSR (Cosmetic Solutions)는 미국콜마의 자회사인 캐나다 콜마가 전신으로 스킨케어 및 퍼스널 케어 영역에 특화된 화장품 ODM 업체이다. 약 7,000평의 부지를 확보하고 있으며 글로벌 브랜드와의 돈독한 파트너십을 보유하고 있다. 한편, 국내 화장품 부문의 생산 캐파는 기초 제품을 생산하는 세종 공장이 6,000억 원, 색조 제품을 생산하는 부천 공장이 1,500억 원 규모로 총 7,500억 원의 생산 캐파를 보유하고 있다.

한국콜마의 지역별 CAPA



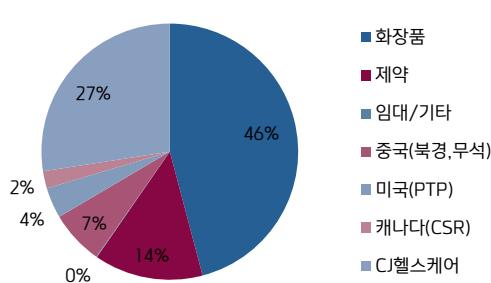
자료: 한국콜마, 키움증권 리서치

한국콜마의 해외법인 매출액 추이 및 전망



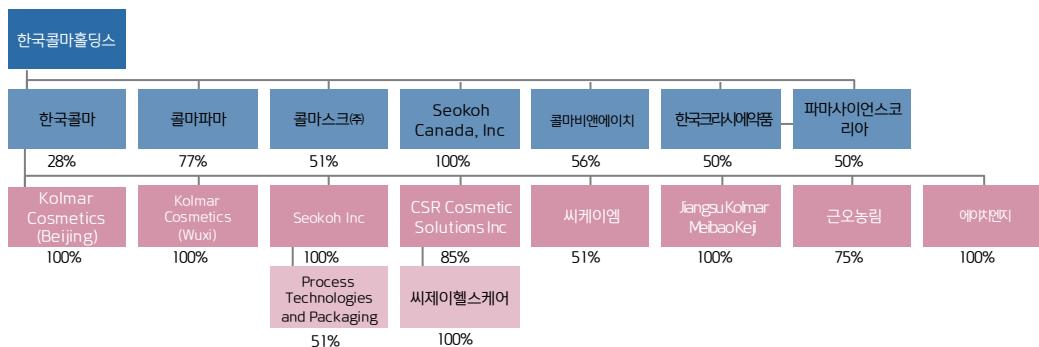
자료: 한국콜마, 키움증권 리서치

해외 법인 별 매출액 비중 추이 및 전망



자료: 한국콜마, 키움증권 리서치

한국콜마의 지배구조



자료: 한국콜마, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 6,675 | 8,216 | 13,548 | 16,190 | 17,745 |
| 매출원가 | 5,140 | 6,438 | 10,121 | 11,884 | 13,025 |
| 매출총이익 | 1,535 | 1,778 | 3,428 | 4,307 | 4,720 |
| 판매비및일반관리비 | 801 | 1,108 | 2,466 | 2,752 | 2,821 |
| 영업이익(보고) | 734 | 670 | 846 | 1,543 | 1,886 |
| 영업이익(핵심) | 734 | 670 | 846 | 1,543 | 1,886 |
| 영업외손익 | -21 | -50 | -218 | -522 | -519 |
| 이자수익 | 4 | 13 | 11 | 13 | 14 |
| 배당금수익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환이익 | 31 | 44 | 32 | 32 | 32 |
| 이자비용 | 10 | 40 | 205 | 663 | 875 |
| 외환손실 | 50 | 54 | 59 | 13 | 15 |
| 관계기업지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자및기타자산처분손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | -2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 7 | -13 | 2 | 108 | 325 |
| 법인세차감전이익 | 713 | 620 | 627 | 1,021 | 1,367 |
| 법인세비용 | 181 | 134 | 169 | 255 | 369 |
| 유효법인세율 (%) | 25.4% | 21.6% | 26.9% | 25.0% | 27.0% |
| 당기순이익 | 532 | 486 | 459 | 766 | 998 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 531 | 473 | 404 | 612 | 798 |
| EBITDA | 853 | 862 | 1,141 | 1,765 | 2,140 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 650 | 678 | 638 | 977 | 1,239 |
| 수정당기순이익 | 533 | 486 | 459 | 766 | 998 |
| 증감율(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 24.6 | 23.1 | 64.9 | 19.5 | 9.6 |
| 영업이익(보고) | 20.9 | -8.8 | 26.3 | 82.4 | 22.3 |
| 영업이익(핵심) | 20.9 | -8.8 | 43.6 | 61.6 | 22.2 |
| EBITDA | 21.2 | 1.0 | 32.4 | 54.7 | 21.2 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 16.7 | -11.0 | -14.4 | 51.3 | 30.4 |
| EPS | 16.7 | -11.0 | -16.6 | 46.6 | 30.4 |
| 수정순이익 | 15.4 | -8.9 | -5.6 | 67.0 | 30.4 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|------|--------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 382 | 54 | 1,612 | 1,014 | 1,189 |
| 당기순이익 | 532 | 486 | 459 | 766 | 998 |
| 감가상각비 | 108 | 160 | 150 | 184 | 216 |
| 무형자산상각비 | 11 | 32 | 29 | 27 | 25 |
| 외환손익 | 8 | 1 | 27 | -19 | -17 |
| 자산처분손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 영업활동자산부채 증감 | -325 | -610 | 968 | 38 | -50 |
| 기타 | 48 | -15 | -21 | 19 | 17 |
| 투자활동현금흐름 | -215 | -1,562 | -583 | -827 | -797 |
| 투자자산의 처분 | 232 | -793 | 114 | -120 | -70 |
| 유형자산의 처분 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -448 | -686 | -686 | -686 | -686 |
| 무형자산의 처분 | -9 | -82 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 9 | -4 | -11 | -21 | -40 |
| 재무활동현금흐름 | 109 | 1,351 | 1,061 | 183 | 226 |
| 단기차입금의 증가 | 0 | 0 | 800 | -100 | -100 |
| 장기차입금의 증가 | 148 | 1,408 | 300 | 300 | 300 |
| 자본의 증가 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -43 | -62 | -63 | -67 | -67 |
| 기타 | 3 | 4 | 24 | 50 | 93 |
| 현금및현금성자산의 순증가 | 107 | -126 | 2,090 | 370 | 618 |
| 기초현금및현금성자산 | 162 | 269 | 143 | 2,232 | 2,602 |
| 기말현금및현금성자산 | 269 | 143 | 2,232 | 2,602 | 3,220 |
| Gross Cash Flow | 707 | 664 | 644 | 977 | 1,239 |
| Op Free Cash Flow | -116 | -662 | 1,164 | 728 | 890 |

재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 유동자산 | 2,641 | 3,659 | 5,484 | 6,341 | 7,318 |
| 현금및현금성자산 | 269 | 143 | 2,232 | 2,602 | 3,220 |
| 유동금융자산 | 50 | 684 | 542 | 648 | 710 |
| 매출채권및유동채권 | 1,461 | 1,775 | 1,355 | 1,619 | 1,774 |
| 재고자산 | 861 | 1,057 | 1,355 | 1,472 | 1,613 |
| 기타유동비금융자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 2,289 | 3,026 | 3,592 | 4,112 | 4,612 |
| 장기매출채권및비유동채권 | 28 | 30 | 49 | 59 | 65 |
| 투자자산 | 1 | 43 | 71 | 85 | 94 |
| 유형자산 | 1,849 | 2,362 | 2,899 | 3,401 | 3,872 |
| 무형자산 | 405 | 580 | 550 | 523 | 498 |
| 기타비유동자산 | 6 | 11 | 22 | 43 | 83 |
| 자산총계 | 4,929 | 6,685 | 9,076 | 10,453 | 11,929 |
| 유동부채 | 1,962 | 2,120 | 3,784 | 4,112 | 4,264 |
| 매입채무및기타유동채무 | 1,282 | 1,270 | 2,094 | 2,502 | 2,742 |
| 단기차입금 | 574 | 768 | 1,568 | 1,468 | 1,368 |
| 유동성장기차입금 | 11 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 기타유동부채 | 95 | 62 | 102 | 122 | 134 |
| 비유동부채 | 91 | 1,240 | 1,564 | 1,914 | 2,308 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 |
| 사채및장기차입금 | 48 | 1,193 | 1,493 | 1,793 | 2,093 |
| 기타비유동부채 | 41 | 46 | 70 | 119 | 213 |
| 부채총계 | 2,052 | 3,359 | 5,348 | 6,026 | 6,572 |
| 자본금 | 106 | 106 | 112 | 112 | 112 |
| 주식발행초과금 | 1,152 | 1,154 | 1,154 | 1,154 | 1,154 |
| 이익잉여금 | 1,412 | 1,807 | 2,153 | 2,703 | 3,441 |
| 기타자본 | 29 | -14 | -14 | -14 | -14 |
| 지배주주지분자본총계 | 2,699 | 3,051 | 3,404 | 3,954 | 4,692 |
| 비지배주주지분자본총계 | 178 | 275 | 324 | 472 | 666 |
| 자본총계 | 2,877 | 3,326 | 3,728 | 4,426 | 5,358 |
| 순차입금 | 314 | 1,154 | 306 | 30 | -450 |
| 총차입금 | 634 | 1,980 | 3,080 | 3,280 | 3,480 |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 2,516 | 2,240 | 1,868 | 2,738 | 3,569 |
| BPS | 12,790 | 14,458 | 15,232 | 17,696 | 20,997 |
| 주당EBITDA | 4,041 | 4,083 | 5,271 | 7,900 | 9,575 |
| CFPS | 3,082 | 3,213 | 2,946 | 4,371 | 5,545 |
| DPS | 250 | 300 | 300 | 300 | 300 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 26.2 | 36.6 | 37.7 | 25.8 | 19.8 |
| PBR | 5.1 | 5.7 | 4.6 | 4.0 | 3.4 |
| EV/EBITDA | 16.7 | 22.0 | 17.5 | 12.3 | 9.9 |
| PCFR | 21.4 | 25.5 | 23.9 | 16.1 | 12.7 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 11.0 | 8.2 | 6.2 | 9.5 | 10.6 |
| 영업이익률(핵심) | 11.0 | 8.2 | 7.1 | 9.6 | 10.7 |
| EBITDA margin | 12.8 | 10.5 | 8.4 | 10.9 | 12.1 |
| 순이익률 | 8.0 | 5.9 | 3.4 | 4.7 | 5.6 |
| 자기자본이익률(ROE) | 20.9 | 15.7 | 13.0 | 18.8 | 20.4 |
| 투하자본이익률(ROIC) | 20.7 | 14.1 | 17.4 | 28.9 | 30.8 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 71.3 | 101.0 | 143.5 | 136.1 | 122.7 |
| 순차입금비율 | 10.9 | 34.7 | 8.2 | 0.7 | -8.4 |
| 이자보상배율(배) | 73.4 | 16.9 | 4.1 | 2.3 | 2.2 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 5.5 | 5.1 | 8.7 | 10.9 | 10.5 |
| 재고자산회전율 | 10.1 | 8.6 | 11.2 | 11.5 | 11.5 |
| 매입채무회전율 | 6.4 | 6.4 | 8.1 | 7.0 | 6.8 |

코스맥스 (192820)



BUY(Reinitiate)

주가(2/11) 126,500원

목표주가 175,000원

동사는 글로벌 ODM 경쟁력을 보유, 색조 ODM 분야 우위에 있다. 중국 색조 화장품 시장 및 로컬 기업들의 Mass 브랜드 점유율 확대에 따른 수혜가 가능할 것으로 전망하며, 중소 브랜드의 H&B 스토어 및 홈쇼핑 채널 확장에 따른 신규 매출 발생도 기대된다. 지역별로는 중국법인 가동률 상승에 따른 수익성 개선과 미국 지역의 적자 축소에 따라 점진적 실적 개선이 기대되며, 브랜드 업체대비 안정적인 성장 이어갈 것으로 전망한다. 투자의견 BUY와 목표주가 17만 5천 원으로 커버리지를 개시한다.

Stock Data

| | |
|---------------|---|
| KOSPI (02/11) | 2,180.73pt |
| 시가총액 | 12,713억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 179,000원 최저가 108,000원 최고/최저가 대비 등락 -29.33% 17.13% |
| 주가수익률 | 절대 상대 1M 1.6% -3.3% 6M -10.6% -6.4% 1Y 5.0% 13.8% |

Company Data

| | |
|-------------|--------------------------------------|
| 발행주식수 | 10,050천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 85천주 |
| 외국인 지분율 | 28.54% |
| 배당수익률(18E) | 0.26% |
| BP (18E) | 24,604원 |
| 주요 주주 | 코스맥스BTI 외 국민연금공단 26.53% 13.03% |

Price Trend



색(色)입는 중국과 ODM의 성장

>>> 글로벌 ODM 경쟁력 보유

코스맥스는 2014년 코스맥스BTI로부터 인적분할 후 신설된 화장품 연구개발 및 생산을 전문으로 하는 화장품 ODM 전문 기업이다. 국내 및 중국, 미국, 인도네시아에 화장품 생산법인을 두고 있으며 중국 법인(상해, 광저우)에서는 연간 5.5억개 생산이 가능한 CAPA를 확보하고 있다. 중국 로컬 브랜드의 성장과 중국 진출 글로벌 업체를 고객사로 두고 있어 국내외 고객사들의 중국 시장 매출 증가, 중소 브랜드의 신규 오더 발생, 동사가 강점이 있는 색조 화장품 시장 성장에 따른 수혜가 가능할 것으로 전망한다. 다만, 저마진 마스크팩 생산 증가와 최저임금 상승 및 주 52시간 근무에 따른 인건비 부담은 2019년에도 영향을 미칠 것으로 예상됨에 따라 수익성 개선은 제한적일 것으로 판단한다.

>>> 해외 법인의 이익기여도 증가

- 국내별도 매출액은 7,527억원(+12.9, YoY), 영업이익은 406억원(+65.5%, YoY) / 중국: 상해와 광저우 합산 매출액은 5,497(+18.1%, YoY), 영업이익은 497억원(+26.6%, YoY) / 미국: 오하이오는 매출액 적자규모는 34억원 수준으로 축소 / 누월드는 매출액 1,204억원(+10%, YoY), 영업이익 36억원(+20.8%, YoY)으로 추정한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 17만 5천원

투자의견 BUY와 목표주가 17만 5천 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019년 예상 EPS 5,828원에 Target PER 30배를 적용하여 산출했다.

| 투자지표, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원) | 7,570 | 8,840 | 12,446 | 14,437 | 16,298 |
| 보고영업이익(억원) | 526 | 351 | 597 | 808 | 994 |
| 핵심영업이익(억원) | 526 | 351 | 597 | 808 | 994 |
| EBITDA(억원) | 652 | 554 | 787 | 1,011 | 1,214 |
| 세전이익(억원) | 465 | 253 | 544 | 754 | 946 |
| 순이익(억원) | 314 | 155 | 368 | 528 | 662 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 348 | 189 | 447 | 641 | 804 |
| EPS(원) | 3,759 | 1,876 | 4,444 | 6,379 | 8,001 |
| 증감률(%YoY) | 63.4 | -50.1 | 136.8 | 43.6 | 25.4 |
| PER(배) | 31.8 | 62.4 | 29.3 | 20.4 | 16.2 |
| PBR(배) | 5.7 | 5.4 | 5.0 | 4.1 | 3.4 |
| EV/EBITDA(배) | 19.4 | 24.0 | 16.0 | 11.5 | 9.4 |
| 보고영업이익률(%) | 7.0 | 4.0 | 4.8 | 5.6 | 6.1 |
| 핵심영업이익률(%) | 7.0 | 4.0 | 4.8 | 5.6 | 6.1 |
| ROE(%) | 20.7 | 7.1 | 15.0 | 18.6 | 19.8 |
| 순부채비율(%) | 86.5 | 158.4 | 111.4 | 64.0 | 48.0 |

>>> 밸류에이션

투자의견 BUY와 목표주가 175,000원으로 커버리지 개시

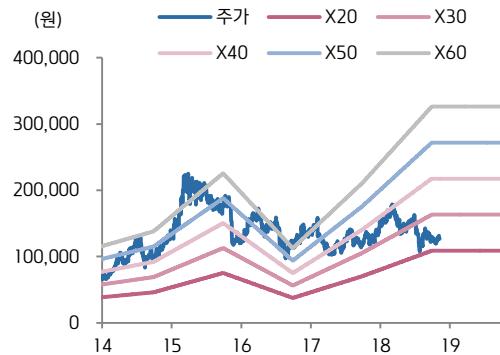
코스맥스에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 17만 5천원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2019년 예상 EPS 5,828원에 Target PER 30배를 적용하여 산출했다. 높은 시장점유율과 화장품 업종 내 안정적인 성장 이어나갈 것으로 예상됨에 따라 Target PER은 2019년 업종 평균 PER 대비 10% 할증 적용했다.

Valuation Table

| | 2019E | 비고 |
|------------|---------|-------------------------------|
| 순이익 | 58,567 | 2019년 지배주주 순이익 |
| Target PER | 30 | 2019년 화장품 업종 평균 PER 대비 10% 할증 |
| EPS | 5,828 | |
| 목표주가(원) | 175,000 | |
| 상승여력(%) | 46.4 | 종가는 2019년 2월 11일 기준 |

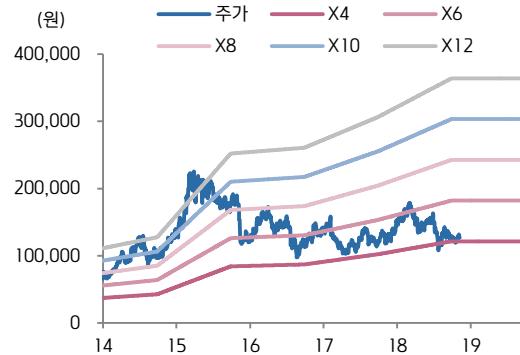
자료: 키움증권 리서치

코스맥스 12M FWD P/E밴드 추이



자료: 코스맥스, 키움증권 리서치

코스맥스 12M FWD P/B밴드 추이



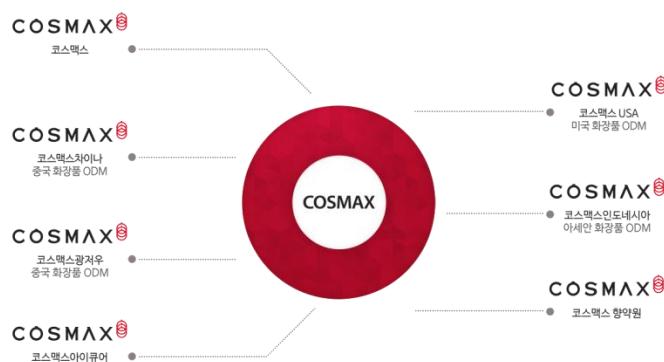
자료: 코스맥스, 키움증권 리서치

>>> 글로벌 해외 법인 보유

코스맥스는 중국, 미국, 인도네시아에 해외 법인을 두고 있으며 중국에는 상하이와 광저우에 생산 법인을 두고 있다. 동사는 가장 선제적으로 해외 진출을 통해 매출처를 다변화한 ODM업체이다. 코스맥스 상하이 와 코스맥스 광저우는 2004년, 2010년에 각각 설립됐으며 생산 능력은 상하이가 4억 5,000만 개, 광저 우가 1억개의 생산능력을 보유하고 있다. 동사의 주요 고객은 중국의 로컬 화장품 업체 및 중국 지역에 서 사업을 영위하는 글로벌 화장품 업체이다. 중국 로컬 고객사로는 상하이자화, 바이춰링 등을 고객사 로 두고 있다. 중국 법인의 2019년 매출액은 5,497억원으로 예상한다. 2017년에는 미국 ODM 3위 업체 인 누월드를 인수했다. 누월드 인수를 통해 색조, 향수, 네일 제품으로 라인업을 확대해 나갈 계획이다. 각 법인 별 전략

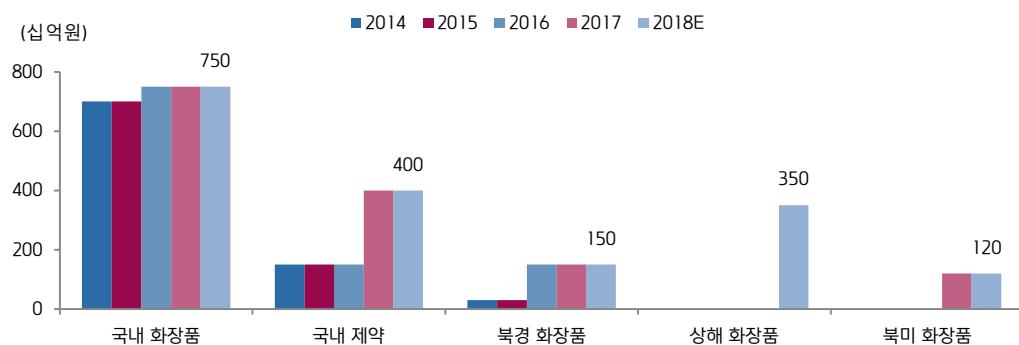
- 코스맥스(한국): 국내 고객사를 통한 간접 수출 및 글로벌 고객사를 통한 직접 수출의 증가 기대
- 코스맥스차이나: 중국 진출 글로벌 화장품 기업 및 우리나라 화장품 기업 및 중국 현지 기업 등 총 80 여 고객사에 제품 공급
- 코스맥스 광저우: 신규 고객에 대한 색조 완제품 공급
- 코스맥스 인도네시아: 인도네시아를 비롯한 동남 아시아 시장과 중동시장을 타깃으로 하여 제품 개발 및 생산
- 코스맥스 USA / NU-World: 세계에서 가장 큰 시장인 미국 화장품 시장에서의 안정적 성장 도모

코스맥스의 해외 법인 보유 현황



자료: 코스맥스, 키움증권 리서치

코스맥스의 지역별 CAPA



자료: 코스맥스, 키움증권 리서치

해외 법인 및 국내 공장 개요

코스맥스 차이나(상해)



- 2004년 설립
- A공장: 지층 3층 건물 규모 (19,093㎡)
- C공장: 지층 4층 건물 규모 (37,752㎡)
- 상해시 봉현구 공업종합개발구 내
- 기초, 색조 제품 등 연간 4억 5000만 개의 생산능력
- 코스맥스 100 % 지분

자료: 코스맥스, 키움증권 리서치

코스맥스 광저우



- 2010년 설립
- 지층 3층 건물 규모 (15,721㎡)
- 광동성 광저우 총화시 경제 개발구 보태로 10호
- 기초, 색조 제품 등 연간 1억 개의 생산능력
- 코스맥스 차이나 100% 지분

자료: 코스맥스, 키움증권 리서치

코스맥스 인도네시아



- 2012년 설립 / 2014년 본격 가동
- 기초, 색조 헤어 제품 등 연간 5천만개의 생산능력
- 인도네시아 자카르타
- 지층 2층 건물 규모 (11,000㎡)

자료: 코스맥스, 키움증권 리서치

코스맥스 광저우



- 2013년 설립 / 2015년 본격 가동
- 단층 건물 규모 (30,658㎡)
- 스킨케어, 메이크업, 헤어케어 등 총 연간 1억개 생산능력
- **Sales & Marketing** : 65 Challenger Road, Ridgefield Park, New Jersey 07660
- **R&D Lab** : 105 Challenger Road, Ridgefield Park, New Jersey 07660
- **Production Factory** : 30701 Carter Street, Solon, Ohio 44139

자료: 코스맥스, 키움증권 리서치

코스맥스 향약원



- 2014년 준공
- 충청남도 공주시 유구읍 추계리 442-14
- 28,195㎡의 면적에 지상3층 건물
- 코스맥스의 기업이미지 홍보와 식물원 조성으로 글로벌 기업으로서 이미지를 구축
- 교육운영 연간 사용계획을 수립하여 지원팀의 협조아래 부서 단위별 워크숍이 가능

자료: 코스맥스, 키움증권 리서치

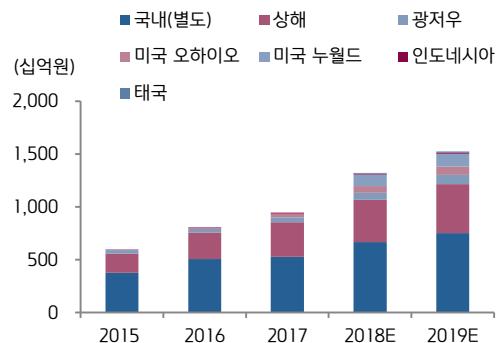
코스맥스 아이큐어



- 2014년 12월 패치형 의약품 및 화장품 전문 ODM회사인 아이큐어(주)와 합작하여 설립
- 하이드로겔 마스크팩 연구, 생산업체
- 향후 다양한 신규 소재를 활용한 제품 개발을 통해, 국내 및 중국 시장을 선도하고자 함
- 2014년 12월 패치형 의약품 및 화장품 전문 ODM회사인 아이큐어(주)와 합작하여 설립

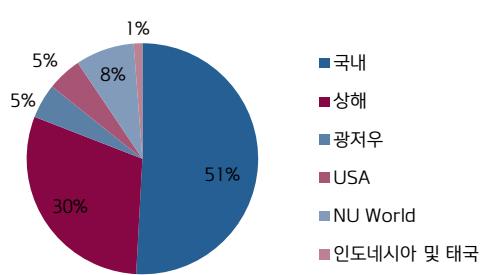
자료: 코스맥스, 키움증권 리서치

코스맥스의 해외법인 매출액 추이 및 전망



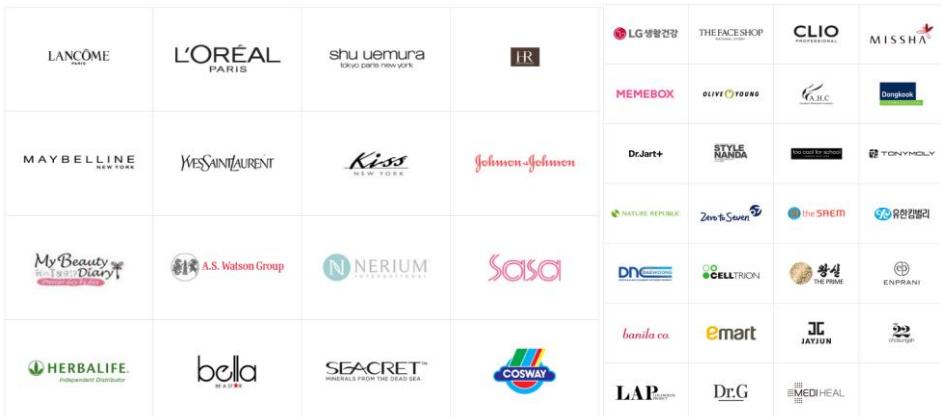
자료: 코스맥스, 키움증권 리서치

코스맥스의 해외 법인 별 매출액 비중



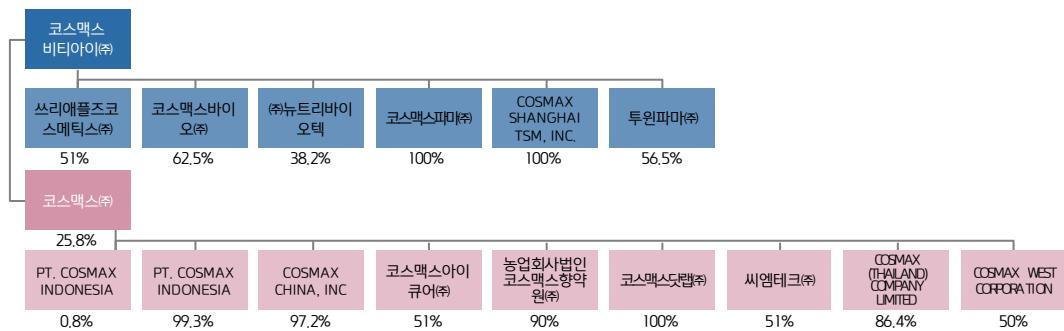
자료: 코스맥스, 키움증권 리서치

코스맥스의 주요 고객사



자료: 코스맥스, 키움증권 리서치

코스맥스의 지배구조



자료: 코스맥스, 키움증권 리서치

>>> 실적테이블

코스맥스 실적추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18E | 4Q18E | 4Q19E | 4Q19E | 4Q19E | 2018E | 2019E |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| 매출액 | 288.7 | 327.5 | 314.6 | 313.6 | 330.2 | 380.4 | 372.2 | 360.4 | 1,244.5 |
| YoY (%) | 31.8 | 41.0 | 50.9 | 40.0 | 14.4 | 16.1 | 18.3 | 14.9 | 40.8 |
| 별도(국내) | 152.4 | 190.2 | 167.3 | 156.9 | 180.2 | 211.4 | 186.7 | 174.5 | 666.7 |
| 중국 | 99.1 | 121.6 | 120.2 | 124.5 | 116.2 | 141.2 | 142.8 | 149.5 | 465.4 |
| 상해 | 80.4 | 106.5 | 105.0 | 109.0 | 91.7 | 120.9 | 122.5 | 128.7 | 400.9 |
| 광저우 | 18.8 | 15.1 | 15.2 | 15.5 | 24.5 | 20.3 | 20.3 | 20.9 | 64.6 |
| 미국 오하이오 | 15.5 | 14.5 | 18.2 | 16.3 | 18.6 | 18.8 | 23.6 | 19.6 | 64.5 |
| 미국 누월드 | 27.3 | 24.2 | 28.0 | 30.0 | 30.0 | 26.7 | 30.8 | 33.0 | 120.5 |
| 인도네시아 | 1.7 | 2.4 | 2.5 | 2.3 | 2.6 | 2.9 | 3.0 | 2.8 | 9.0 |
| 태국 | 0.7 | 0.6 | 5.0 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 6.0 | 1.2 | 7.1 |
| 매출총이익 | 34.7 | 46.0 | 38.3 | 37.7 | 43.0 | 55.3 | 47.2 | 46.9 | 156.7 |
| 매출총이익률 (%) | 12.0 | 14.0 | 12.2 | 12.0 | 13.0 | 14.5 | 12.7 | 13.0 | 12.6 |
| 영업이익 | 10.4 | 18.6 | 13.2 | 17.4 | 17.3 | 24.8 | 18.3 | 20.3 | 59.6 |
| YoY(%) | 10.6 | 29.7 | 163.6 | 172.3 | 66.1 | 33.6 | 38.4 | 16.9 | 69.6 |
| 영업이익률(%) | 3.6 | 5.7 | 4.2 | 5.5 | 5.2 | 6.5 | 4.9 | 5.6 | 4.8 |
| 순이익 | 7.6 | 9.7 | 4.2 | 15.3 | 11.2 | 16.4 | 11.9 | 13.3 | 36.8 |
| YoY (%) | 202.9 | 2.2 | 47.6 | 2,316.3 | 47.6 | 68.7 | 182.0 | -13.3 | 137.3 |
| 순이익률 (%) | 2.6 | 3.0 | 1.3 | 4.9 | 3.4 | 4.3 | 3.2 | 3.7 | 3.0 |

자료: 코스맥스, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 7,570 | 8,840 | 12,446 | 14,437 | 16,298 |
| 매출원가 | 6,389 | 7,721 | 10,878 | 12,517 | 13,968 |
| 매출총이익 | 1,181 | 1,119 | 1,568 | 1,920 | 2,331 |
| 판매비및일반관리비 | 655 | 768 | 971 | 1,112 | 1,336 |
| 영업이익(보고) | 526 | 351 | 597 | 808 | 994 |
| 영업이익(핵심) | 526 | 351 | 597 | 808 | 994 |
| 영업외손익 | -61 | -99 | -54 | -55 | -49 |
| 이자수익 | 2 | 2 | 3 | 4 | 4 |
| 배당금수익 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 외환이익 | 59 | 36 | 0 | 0 | 0 |
| 이자비용 | 69 | 93 | 101 | 101 | 101 |
| 외환손실 | 65 | 69 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자및기타자산처분손익 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 10 | 23 | 44 | 42 | 47 |
| 법인세차감전이익 | 465 | 253 | 544 | 754 | 946 |
| 법인세비용 | 150 | 97 | 176 | 226 | 284 |
| 유효법인세율 (%) | 32.4% | 38.6% | 32.4% | 30.0% | 30.0% |
| 당기순이익 | 314 | 155 | 368 | 528 | 662 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 348 | 189 | 447 | 641 | 804 |
| EBITDA | 652 | 554 | 787 | 1,011 | 1,214 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 440 | 358 | 558 | 730 | 882 |
| 수정당기순이익 | 313 | 155 | 368 | 528 | 662 |
| 증감율(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 41.9 | 16.8 | 40.8 | 16.0 | 12.9 |
| 영업이익(보고) | 46.4 | -33.2 | 70.0 | 35.3 | 23.0 |
| 영업이익(핵심) | 46.4 | -33.2 | 70.0 | 35.3 | 23.0 |
| EBITDA | 44.6 | -15.0 | 42.2 | 28.4 | 20.1 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 63.7 | -45.8 | 136.8 | 43.6 | 25.4 |
| EPS | 63.4 | -50.1 | 136.8 | 43.6 | 25.4 |
| 수정순이익 | 65.9 | -50.5 | 137.1 | 43.6 | 25.4 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 235 | -66 | 1,072 | 1,456 | 791 |
| 당기순이익 | 314 | 155 | 368 | 528 | 662 |
| 감가상각비 | 120 | 195 | 183 | 196 | 214 |
| 무형자산상각비 | 5 | 7 | 7 | 6 | 6 |
| 외환손익 | -15 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 영업활동자산부채 증감 | -265 | -408 | 525 | 737 | -80 |
| 기타 | 72 | -19 | -11 | -11 | -12 |
| 투자활동현금흐름 | -975 | -1,727 | -451 | -528 | -633 |
| 투자자산의 처분 | -79 | -72 | -84 | -47 | -44 |
| 유형자산의 처분 | 14 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -896 | -812 | -400 | -500 | -600 |
| 무형자산의 처분 | -7 | -851 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -8 | 2 | 33 | 18 | 10 |
| 재무활동현금흐름 | 1,249 | 1,501 | 397 | 15 | 44 |
| 단기차입금의 증가 | -50 | 530 | 300 | 0 | 0 |
| 장기차입금의 증가 | 437 | 1,072 | 50 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | 927 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -63 | -100 | -30 | -90 | -100 |
| 기타 | -1 | 0 | 77 | 106 | 144 |
| 현금및현금성자산의 순증가 | 511 | -293 | 1,018 | 943 | 201 |
| 기초현금및현금성자산 | 173 | 683 | 390 | 1,408 | 2,351 |
| 기말현금및현금성자산 | 683 | 390 | 1,408 | 2,351 | 2,552 |
| Gross Cash Flow | 499 | 342 | 546 | 719 | 870 |
| Op Free Cash Flow | -686 | -1,653 | 719 | 1,005 | 236 |

재무상태표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 3,962 | 5,003 | 6,622 | 7,454 | 8,321 |
| 현금및현금성자산 | 683 | 390 | 1,418 | 2,371 | 2,583 |
| 유동금융자산 | 21 | 45 | 64 | 74 | 83 |
| 매출채권및유동채권 | 2,007 | 2,722 | 2,540 | 2,946 | 3,326 |
| 재고자산 | 1,251 | 1,847 | 2,600 | 2,062 | 2,328 |
| 기타유동비금융자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 2,697 | 4,337 | 4,626 | 4,967 | 5,396 |
| 장기매출채권및비유동채권 | 21 | 112 | 158 | 183 | 207 |
| 투자자산 | 126 | 172 | 238 | 275 | 310 |
| 유형자산 | 2,359 | 3,072 | 3,289 | 3,592 | 3,978 |
| 무형자산 | 56 | 907 | 900 | 894 | 888 |
| 기타비유동자산 | 135 | 74 | 41 | 23 | 12 |
| 자산총계 | 6,659 | 9,340 | 11,248 | 12,421 | 13,717 |
| 유동부채 | 3,840 | 5,221 | 6,662 | 7,293 | 7,882 |
| 매입채무및기타유동채무 | 1,841 | 2,763 | 3,890 | 4,512 | 5,094 |
| 단기차입금 | 1,721 | 2,205 | 2,505 | 2,505 | 2,505 |
| 유동성장기차입금 | 179 | 218 | 218 | 218 | 218 |
| 기타유동부채 | 98 | 36 | 50 | 58 | 66 |
| 비유동부채 | 746 | 1,836 | 1,964 | 2,070 | 2,215 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 2 | 2 | 3 | 4 | 4 |
| 사채및장기차입금 | 597 | 1,630 | 1,680 | 1,680 | 1,680 |
| 기타비유동부채 | 147 | 204 | 281 | 386 | 531 |
| 부채총계 | 4,586 | 7,056 | 8,626 | 9,363 | 10,097 |
| 자본금 | 50 | 50 | 50 | 50 | 50 |
| 주식발행초과금 | 1,407 | 1,407 | 1,407 | 1,407 | 1,407 |
| 이익잉여금 | 581 | 652 | 1,070 | 1,621 | 2,322 |
| 기타자본 | 71 | 72 | 72 | 72 | 72 |
| 지배주주지분자본총계 | 2,109 | 2,181 | 2,599 | 3,150 | 3,851 |
| 비지배주주지분자본총계 | -36 | 103 | 22 | -92 | -231 |
| 자본총계 | 2,073 | 2,284 | 2,621 | 3,059 | 3,620 |
| 순차입금 | 1,793 | 3,617 | 2,920 | 1,957 | 1,736 |
| 총차입금 | 2,497 | 4,052 | 4,402 | 4,402 | 4,402 |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

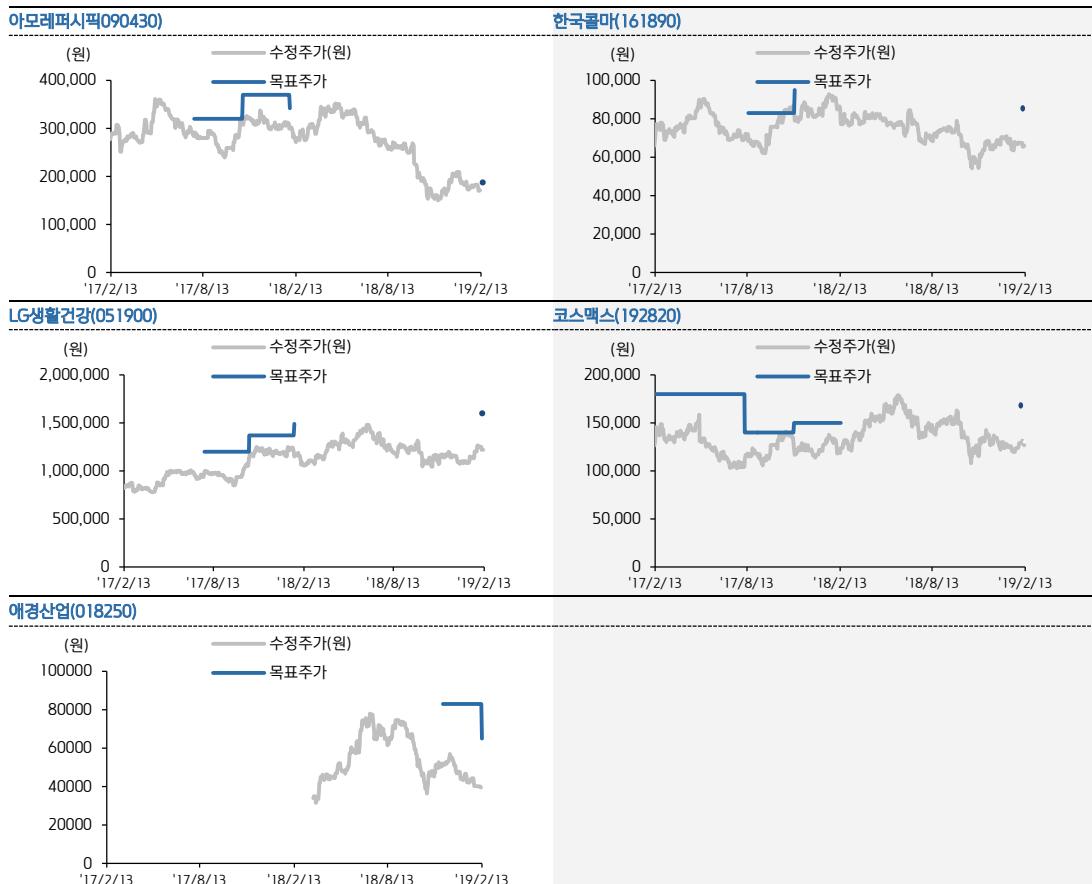
| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 3,759 | 1,876 | 4,444 | 6,379 | 8,001 |
| BPS | 20,990 | 21,704 | 25,861 | 31,348 | 38,319 |
| 주당EBITDA | 7,042 | 5,510 | 7,836 | 10,059 | 12,082 |
| CFPS | 4,753 | 3,558 | 5,549 | 7,265 | 8,775 |
| DPS | 1,000 | 300 | 900 | 1,000 | 1,000 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 31.8 | 62.4 | 29.3 | 20.4 | 16.2 |
| PBR | 5.7 | 5.4 | 5.0 | 4.1 | 3.4 |
| EV/EBITDA | 19.4 | 24.0 | 16.0 | 11.5 | 9.4 |
| PCFR | 25.1 | 32.9 | 23.4 | 17.9 | 14.8 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 7.0 | 4.0 | 4.8 | 5.6 | 6.1 |
| 영업이익률(핵심) | 7.0 | 4.0 | 4.8 | 5.6 | 6.1 |
| EBITDA margin | 8.6 | 6.3 | 6.3 | 7.0 | 7.4 |
| 순이익률 | 4.2 | 1.8 | 3.0 | 3.7 | 4.1 |
| 자기자본이익률(ROE) | 20.7 | 7.1 | 15.0 | 18.6 | 19.8 |
| 투하자본이익률(ROIC) | 10.8 | 4.9 | 8.3 | 12.6 | 15.5 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 221.2 | 309.0 | 329.1 | 306.1 | 278.9 |
| 순차입금비율 | 86.5 | 158.4 | 111.4 | 64.0 | 48.0 |
| 이자보상배율(배) | 7.6 | 3.8 | 5.9 | 8.0 | 9.8 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 4.3 | 3.7 | 4.7 | 5.3 | 5.2 |
| 재고자산회전율 | 7.2 | 5.7 | 5.6 | 6.2 | 7.4 |
| 매입채무회전율 | 5.1 | 3.8 | 3.7 | 3.4 | 3.4 |

투자의견 변동내역 (2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상 시점 | | 괴리율(%) | | 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상 시점 | | 괴리율(%) | | | | | | | | |
|--------------------|------------|------------------------|------------|------------|------------------|---------------|------------------|------------|-------------------------|----------|------------|---------------|------------------------|----------|------------|-----------------------|------------|---------------|---------|-------|-------|--------|
| | | | | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 | | | | | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 | 평균 주가대비 | 최고 주가대비 | | | | | | | |
| 아모레퍼시픽 (090430) | 2017/07/27 | Outperform (Downgrade) | 320,000원 | 6개월 | -13.95 | 2.03 | 한국콜마 (161890) | 2017/08/16 | Outperform (Reinitiate) | 83,000원 | 6개월 | -10.89 | 4.82 | 담당자변경 | 2018/02/13 | Outperform (Maintain) | 95,000원 | 6개월 | -10.30 | -2.42 | | |
| | 2017/10/31 | Outperform (Maintain) | 370,000원 | 6개월 | -15.80 | -8.92 | | 2017/11/15 | Buy (Reinitiate) | 80,000원 | | | | | | | | | | | | |
| | 2018/02/01 | Outperform (Maintain) | 342,000원 | 6개월 | -9.10 | 2.78 | | 2018/02/13 | Buy (Reinitiate) | 80,000원 | | | | | | | | | | | | |
| | 2019/02/13 | Buy (Reinitiate) | 220,000원 | 6개월 | 코스맥스 (192820) | 2017/02/15 | Buy(Maintain) | 180,000원 | 6개월 | -22.34 | -11.94 | 2017/05/12 | Buy(Maintain) | 180,000원 | 6개월 | -28.98 | -11.94 | | | | | |
| LG생활건강 (051900) | 2017/01/25 | Buy (Maintain) | 1,100,000원 | 6개월 | -18.68 | -8.45 | | 2017/05/12 | Buy(Maintain) | 180,000원 | 6개월 | 2017/08/09 | Buy(Maintain) | 140,000원 | 6개월 | -11.47 | 0.71 | | | | | |
| | 2017/07/26 | Buy (Maintain) | 1,200,000원 | 6개월 | -20.21 | -5.75 | | 2017/08/09 | Buy(Maintain) | 140,000원 | 6개월 | 2017/11/14 | Outperform (Downgrade) | 150,000원 | 6개월 | -17.37 | -8.33 | | | | | |
| | 2017/10/25 | Buy (Maintain) | 1,370,000원 | 6개월 | -12.59 | -8.76 | | 2018/02/14 | Buy (Upgrade) | 150,000원 | 6개월 | 2018/02/14 | Buy (Upgrade) | 150,000원 | 6개월 | -11.25 | 12.33 | | | | | |
| | 2018/01/24 | Buy (Maintain) | 1,490,000원 | 6개월 | -15.65 | -0.67 | | 2019/02/13 | Buy (Reinitiate) | 175,000원 | 6개월 | | | | | | | | | | | |
| 담당자변경 | 2019/02/13 | Buy (Reinitiate) | 1,530,000원 | 6개월 | 2018/11/29 | Buy(Initiate) | 83,000원 | 6개월 | -28.3 | -12.31 | 2019/02/13 | Buy(Maintain) | 65,000원 | 6개월 | -28.3 | -12.31 | 2018/11/29 | Buy(Initiate) | 83,000원 | 6개월 | -28.3 | -12.31 |
| 애경산업 (018250) | 2019/02/13 | Buy(Maintain) | 65,000원 | 6개월 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) | 업종 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|--------------------------|--------------------|-----------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 | Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상 | Neutral (중립) | 시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상 | Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상 | | |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 | | |

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 181 | 96.28% |
| 중립 | 6 | 3.19% |
| 매도 | 1 | 0.53% |