

SK INDUSTRY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

종목명	투자의견	목표주가(원)
LG 생활건강	매수 / 유지	1,750,000 / 유지
아모레퍼시픽	중립 / 유지	180,000 / 하향
아모레 G	중립 / 유지	65,000 / 유지
애경산업	매수 / 유지	47,000 / 하향
신세계인터내셔널	매수 / 유지	270,000 / 하향
네오팜	매수 / 유지	61,000 / 유지
한국콜마	매수 / 유지	82,000 / 유지
코스맥스	매수 / 유지	170,000 / 유지
코스메카코리아	매수 / 유지	35,000 / 유지

KSE 화장품 12M Fwd PER 추이



자료: Quantwise, SK 증권

화장품

그 많던 중국 수요는 누가 다 먹었을까?

대내외 불확실성과 2분기 실적 우려로 최근 화장품 업종センチ먼트가 악화되며 주가가 크게 하락하였습니다. 낙담만 하고 있기에는 주가가 바닥권을 형성하고 있고, 마냥 낙관하기에는 중국 발 불확실성이 큰 상황입니다. 2Q19 업체별 상황을 점검하고, 중국 시장 현황을 다시 한번 살펴보고, 긴 호흡에서의 투자 대안을 찾고자 합니다.

2Q19 Preview: 낙담과 낙관 사이

국내 화장품 업체들의 2분기 실적은 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 당사 화장품 커버리지 8개사 합산 매출액은 YoY -1.0%, 영업이익은 YoY -8.6% 감소할 것으로 추정하며, 커버리지 합산 매출액과 영업이익은 각각 컨센서스를 -7.8%, -10.7% 가량 하회할 것으로 전망한다. **브랜드 업체**들 중 독보적인 럭셔리 포트폴리오를 보유하고 있는 LG 생활건강과 내수 비중이 대부분인 네오팜을 제외하고는 대부분의 업체들이 면세점과 수출 등 중국 향 수요가 좋지 않은 상황이다. **ODM 업체**들의 경우, 전년도 히트제품 수주에 의한 기저 부담으로 외형 성장률이 비교적 둔화됐을 것으로 예상한다.

최근 1) 마중 무역분쟁 장기화와 위안화 약세, 그리고 이에 따른 2) 중국 화장품 수요 위축 우려, 그리고 3) 전자상거래법 이슈에 대한 막연한 불안감과 4) 2분기 실적 부진 전망으로 화장품 업종センチ먼트가 악화되며 주가가 크게 하락하였다. 낙담만 하고 있기에는 주가가 바닥권을 형성하고 있는데, 마냥 낙관하기에는 불확실성이 큰 지금, 중국 현황 점검을 통해 긴 호흡에서의 투자 대안을 찾고자 한다.

Top-Pick: LG 생활건강, 네오팜

업황과 주가 상승여력 상승 여력을 감안하여 커버리지 종목 선호도는 LG 생활건강 > 네오팜 > 코스맥스 > 한국콜마 > 애경산업 > 신세계인터내셔널 > 코스메카코리아 > 아모레퍼시픽 > 아모레 G 로 제시하며, 탑픽 종목으로는 LG 생활건강과 네오팜을 제시한다.

SK 증권 화장품 업종 커버리지 2Q19E Preview

		2Q18	2Q19E	y-y %	q-q %	컨센서스	괴리율
LG생활건강	매출액	1,652.6	1,844.6	11.6%	-1.6%	1,819.2	1.4%
	영업이익	267.3	300.7	12.5%	-6.6%	298.6	0.7%
아모레퍼시픽	매출액	1,343.7	1,389.0	3.4%	-4.3%	1,404.9	-1.1%
	영업이익	145.8	118.0	-19.1%	-36.8%	132.0	-10.6%
아모레G	매출액	1,553.7	1,572.7	1.2%	-4.2%	1,593.7	-1.3%
	영업이익	170.3	133.0	-21.9%	-35.1%	147.5	-9.8%
애경산업	매출액	174.3	168.0	-3.6%	-6.1%	180.5	-6.9%
	영업이익	21.4	15.0	-30.0%	-34.6%	21.5	-30.1%
신세계인터내셔널	매출액	283.4	300.0	5.9%	-18.0%	318.0	-5.7%
	영업이익	14.3	17.6	23.4%	-39.7%	21.6	-18.6%
네오팜	매출액	16.1	20.8	29.0%	4.6%	20.1	3.5%
	영업이익	4.3	5.4	25.6%	-15.2%	5.1	4.7%
코스맥스	매출액	327.5	358.8	9.5%	9.5%	372.3	-3.6%
	영업이익	18.6	19.7	6.0%	45.4%	20.4	-3.2%
한국콜마	매출액	360.1	416.1	15.6%	9.3%	424.3	-1.9%
	영업이익	24.6	34.8	41.6%	9.8%	35.6	-2.1%

자료: Quantwise, SK 증권

Contents

1. 2Q19 Preview: 낙담과 낙관 사이	4
2. 화장품 Macro 지표는 나쁘지 않다	8
3. 중국, 현지에선 누가 먹힐까? (Feat. Euromonitor)	16
4. 중국은 지금 '생방송' 중	25
5. 개별 기업 분석.	31
(1) 아모레퍼시픽 (090430/KS 중립(유지) T.P 180,000 원(하향))	31
(2) 아모레 G (002790/KS 중립(유지) T.P 65,000 원(유지))	36
(3) 애경산업 (018250/KS 매수(유지) T.P 47,000 원(하향))	40
(4) 신세계인터내셔널 (031430/KS 매수(유지) T.P 270,000 원(하향))	45
(5) 네오팜 (092730/KQ 매수(유지) T.P 61,000 원(유지))	51
(6) 한국콜마 (161890/KS 매수(유지) T.P 82,000 원(유지))	55
(7) 코스맥스 (192820/KS 매수(유지) T.P 170,000 원(유지))	59

Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 7월 17일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

SK 증권 화장품 커버리지 2Q19 Preview

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	YoY %	q-q %	컨센서스	차이
LG생활건강										
매출액	1,659.2	1,652.6	1,737.2	1,698.5	1,874.8	1,844.6	11.6%	-1.6%	1,819.2	1.4%
영업이익	283.7	267.3	277.5	210.8	322.1	300.7	12.5%	-6.6%	298.6	0.7%
순이익	196.4	187.4	207.2	101.3	225.8	210.6	12.4%	-6.7%	212.2	-0.8%
OPM%	17.1%	16.2%	16.0%	12.4%	17.2%	16.3%	0.1%p	-0.9%p	16.4%	-0.1%p
아모레퍼시픽										
매출액	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.2	1,451.3	1,389.0	3.4%	-4.3%	1,404.9	-1.1%
영업이익	235.9	145.8	76.5	23.8	186.6	118.0	-19.1%	-36.8%	132.0	-10.6%
순이익	176.7	109.6	48.1	0.5	122.2	101.9	-7.0%	-16.6%	99.1	2.9%
OPM%	16.5%	10.8%	6.0%	1.9%	12.9%	8.5%	-2.4%p	-4.4%p	9.4%	-0.9%p
아모레G										
매출액	1,664.3	1,553.7	1,462.6	1,397.6	1,642.5	1,572.7	1.2%	-4.2%	1,593.7	-1.3%
영업이익	278.1	170.3	84.7	16.4	204.8	133.0	-21.9%	-35.1%	147.5	-9.8%
순이익	216.0	126.9	53.8	-20.5	163.3	102.6	-19.2%	-37.2%	102.3	0.3%
OPM%	16.7%	11.0%	5.8%	1.2%	12.5%	8.5%	-2.5%p	-4.0%p	9.3%	-0.8%p
애경산업										
매출액	169.1	174.3	180.4	175.8	178.8	168.0	-3.6%	-6.1%	180.5	-6.9%
영업이익	21.8	21.4	22.4	13.6	23.0	15.0	-30.0%	-34.6%	21.5	-30.1%
순이익	17.3	16.2	17.5	9.8	18.4	11.0	-32.2%	-40.3%	18.9	-41.8%
OPM%	12.9%	12.3%	12.4%	7.7%	12.8%	8.9%	-3.4%p	-3.9%p	11.9%	-3.0%p
신세계인터내셔널										
매출액	304.4	283.4	311.8	363.1	365.9	300.0	5.9%	-18.0%	318.0	-5.7%
영업이익	11.8	14.3	11.5	17.9	29.2	17.6	23.4%	-39.7%	21.6	-18.6%
순이익	9.1	10.7	9.7	28.2	22.9	14.6	36.4%	-36.2%	17.1	-14.8%
OPM%	3.9%	5.0%	3.7%	4.9%	8.0%	5.9%	0.8%p	-2.1%p	6.8%	-0.9%p
네오팜										
매출액	16.6	16.1	14.4	19.2	19.9	20.8	29.0%	4.6%	20.1	3.5%
영업이익	5.7	4.3	3.4	5.7	6.3	5.4	25.6%	-15.2%	5.1	4.7%
순이익	4.3	3.6	2.8	4.6	4.7	4.5	22.6%	-5.8%	4.1	8.8%
OPM%	34.2%	26.6%	24.0%	30.0%	31.9%	25.9%	-0.7%p	-6.0%p	25.6%	0.3%p
코스맥스										
매출액	288.7	327.5	314.6	328.8	327.8	358.8	9.5%	9.5%	372.3	-3.6%
영업이익	10.4	18.6	13.2	10.1	13.5	19.7	6.0%	45.4%	20.4	-3.2%
순이익	7.6	9.7	4.2	-0.5	6.7	11.3	16.0%	69.8%	12.4	-8.6%
OPM%	3.6%	5.7%	4.2%	3.1%	4.1%	5.5%	-0.2%p	1.4%p	5.5%	0.0%p
한국콜마										
매출액	242.5	360.1	375.4	379.9	380.6	416.1	15.6%	9.3%	424.3	-1.9%
영업이익	18.0	24.6	7.8	39.6	31.7	34.8	41.6%	9.8%	35.6	-2.1%
순이익	13.3	11.9	-9.5	21.0	15.0	20.5	72.3%	36.4%	19.6	4.8%
OPM%	7.4%	6.8%	2.1%	10.4%	8.3%	8.4%	1.5%p	0.0%p	8.4%	0.0%p

자료: Quantwise, SK 증권

1. 2Q19 Preview: 낙담과 낙관 사이

국내 화장품 업체들의 2분기 실적은 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 1분기에 이어서 여전히 업체별 차별화가 두드러질 것으로 보인다. 당사 화장품 커버리지 8 개사 합산 매출액은 YoY -1.0%, 영업이익은 YoY -8.6% 감소할 것으로 추정하며, 커버리지 합산 매출액과 영업이익은 각각 컨센서스를 -7.8%, -10.7% 가량 하회할 것으로 전망한다. 브랜드 화장품 업체들은 독보적인 럭셔리 포트폴리오를 보유하고 있는 LG 생활건강과 내수 비중이 대부분인 네오팜을 제외하고는 대부분 면세점과 수출 등 중국 향수 수요가 좋지 않다. 한편, 로드샵 등 일부 오프라인 채널 외형 매출 부진에 따른 고정비 증가 영향이 지속되고 있고, 경쟁 심화로 마케팅 비용 지출은 커지고 있으며, 면세점과 수출 쪽 성장률도 상대적으로 둔화되며 영업이익률이 축소되고 있다. 8 개사 합산 영업이익률은 전년 동기 대비 -0.9%p 줄어든 10.8%가 될 것으로 보인다.

당사 커버리지 종목 중 2Q19 컨센서스를 상회할 것으로 전망하는 업체는 네오팜이며, 컨센서스에 부합할 것으로 추정되는 종목은 LG 생활건강과 한국콜마다. 아모레 그룹의 매출액 컨센서스는 대체로 부합하나, 마케팅 비용 집행과 예상보다 부진한 중국 판매로 이익 단에서는 컨센서스 영업이익을 약 -10% 하회할 것으로 보인다. 애경산업과 신세계인터내셔널의 경우, 2분기 중국 향 수요 부진으로 매출액과 영업이익 모두 컨센서스를 크게 하회할 전망이다. ODM 업체들의 경우, 대부분의 업체들이 전년도 히트제품 수주에 의한 2분기 기저 부담으로 외형 성장률이 비교적 둔화됐을 것으로 예상된다. 한국콜마는 무석 법인이 고객사 오딧의 마무리 단계에 있고, 누월드는 공장 전산 시스템 구축 및 영업력 강화에 힘쓰고 있으며, 잉글우드랩은 공장 재정비로 영업 정상화됐을 것으로 기대한다.

SK 증권 화장품 커버리지 8 개사 2 분기 합산 매출액 추이

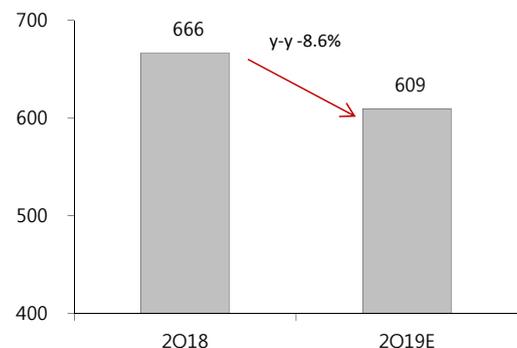
(단위: 십억원)



자료 : Quantwise, SK 증권

SK 증권 화장품 커버리지 8 개사 2 분기 합산 영업이익 추이

(단위: 십억원)



자료 : Quantwise, SK 증권

업종 주가 하락, 향후 섹터의 반등보다는 종목별 차별적 주가 흐름 전망

최근 1) 미·중 무역분쟁 장기화와 위안화 약세, 그리고 이에 따른 2) 중장기적인 중국 수요 위축에 대한 우려, 3) 전자상거래법 이슈에 대한 막연한 불안감과 4) 2분기 실적 우려로 업종センチ먼트가 크게 악화되며 화장품 섹터 주가는 연초 고점 대비 -16% 이상 하락하였으며, 2019년 7월 15일 종가 기준 KSE 화장품의 12M Fwd PER도 23.7배까지 내려왔다. 낙담만 하고 있기에는 주가가 바닥권을 형성하고 있는데, 마냥 낙관하기에는 불확실성이 너무 크다. 결론부터 말하자면, 현재의 업황과 주가 상승 여력을 감안하여 커버리지 종목 선호도는 LG 생활건강 > 네오팜 > 코스맥스 > 한국콜마 > 애경산업 > 신세계인터내셔널 > 코스메카코리아 > 아모레퍼시픽 > 아모레 G로 제시하며, 탑픽 종목으로는 LG 생활건강과 네오팜을 추천한다.

KSE 화장품 업종 12M Forward PER 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

현 시점에서 화장품 섹터의 주가 반등을 논하기 위해서는 결국, 1) 중국의 소비 수요의 안정적인 성장이 선행되어야 하며, 2) 중국 시장 내에서의 국내 업체들의 경쟁력 유지 여부에 대한 확신이 필요하다. 밀레니얼 세대 구매력 상승과 중국 Z 세대(1995~2000년대 출생)의 소비 시장 진입으로 시장의 변동성이 심해지고 있어 업체들의 경쟁력 유지 여부에 대한 판단이 더욱 어려워지고 있으며, 이전보다 잦은 점검이 필요해졌다. 2) 번에 대한 해답이 불분명한 국내 브랜드들이 많아지면서 상대적으로 불확실성이 적은 글로벌 화장품사들과의 주가 흐름 역시 차별화되는 모습이다. 중국 시장 내 경쟁력 유지 여부에 대한 불확실성이 대두되며 향후에도 섹터의 유의미한 반등보다는 업체별로 차별적인 주가 흐름을 보일 것으로 예상된다.

에스티로더 12M Fwd PER 추이



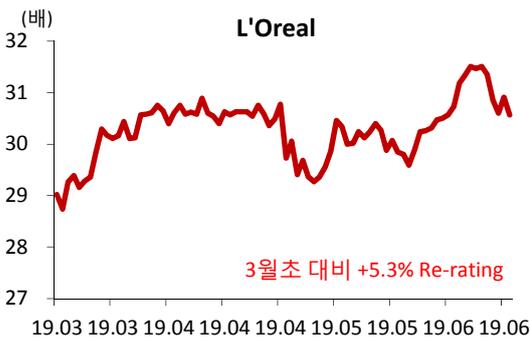
자료 : Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 12M Fwd PER 추이



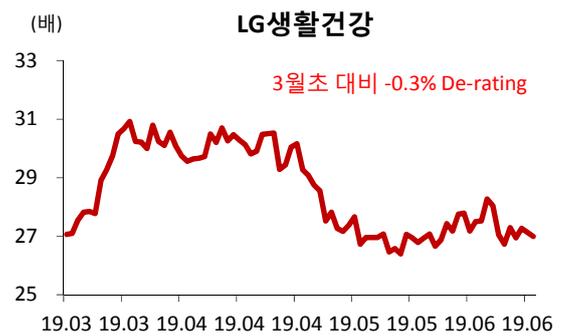
자료 : Quantwise, SK 증권

로레알 12M Fwd PER 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

LG 생활건강 12M Fwd PER 추이



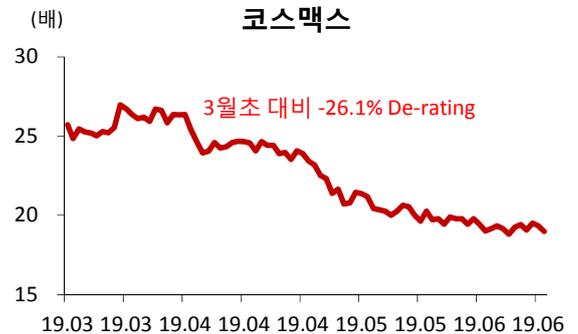
자료 : Quantwise, SK 증권

시세이도 12M Fwd PER 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

코스맥스 12M Fwd PER 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

이런 상황에서는 변동성이 약하고 상대적으로 안정적이고 지속적인 성장이 가능한 업체에 대한 투자가 유리하다. **LG 생활건강**은 국내 화장품 업체들 중에서는 독보적인 럭셔리 포트폴리오를 보유하고 있다. 중국 럭셔리 시장 확대와 함께 꾸준하고 안정적인 실적 성장이 전망됨에 따라 장·단기 모두 매력적인 투자 대안이 될 수 있다는 판단이다. **네오팜**의 경우에도 내수 기반으로 한 안정적인 실적 성장이 매력적이다. 여기에 최근 회사에서 집중하고 있는 중국 시장 침투에 대한 실적 가시성이 확보될 경우, 국내에서의 탄탄한 인지도를 바탕으로 향후 중국 시장 모멘텀이 더해지며 추가 주가 상승 잠재력도 높다는 판단이다.

한편, 2 분기 아모레퍼시픽에 이어 애경산업과 신세계인터내셔널의 실적이 부진할 것으로 전망되면서 중국 시장에 대한 불확실성이 더욱 커졌다. 아모레퍼시픽과 같이 브랜드 포트폴리오가 다변화되어 있고, 브랜드 인지도가 있는 회사들도 신규 브랜드들의 난립으로 점유율을 뺏기고 있는 상황에서, 고성장이 예견되었던 중국 진출 신규 브랜드들(Age20s, 비디비치)의 판매가 빠른 속도로 위축될 수 있음을 보여주었다. 하지만, 당장의 실적 부진보다 더욱 우려스러운 것은 변동성이다. 급성장하던 화장품 매출이 당초 예상보다 훨씬 이른 시점에 큰 폭 꺾이면서 실적의 연속성에 대한 불확실성이 커지는 것이다. 단일 브랜드일수록, 그리고 신생 브랜드일수록 지금 당장의 판매가 좋더라도 향후 브랜드 존립 여부에 대한 의구심이 제기될 수 밖에 없는 것이다. 애경산업과 신세계인터내셔널과의 주가가 월별 매출에 좌우될 수 밖에 없는 이유다.

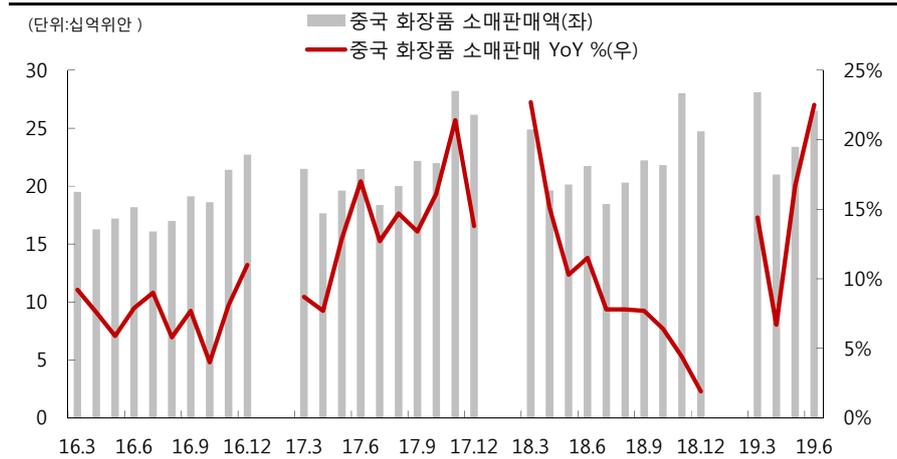
다만, 2 분기 실적이 부진했다고 해서 현지 브랜드 소구력이 떨어졌다고 예단하기는 이르다. 특히, **애경산업**의 Age20's 같은 경우, 국내에서 탄탄한 브랜드 인지도를 바탕으로 제품력이 입증된 제품들 위주로 여전히 티몰에서 높은 브랜드 판매량을 유지하고 있다. 중국 색조 시장 브랜드 경쟁이 심화되며 폭발적인 성장은 불가능할 수 있지만, 여전히 시장 성장에 따른 수혜가 가능할 것으로 보인다. 또한, 최근 유의미하게 집행하기 시작한 브랜드 마케팅에 대한 효과에 대해서도 점진적인 기대를 가져볼 수 있다. **신세계인터내셔널**의 비디비치는 국내 브랜드 인지도가 높지 않아 상대적으로 실적과 주가 변동성이 더 클 것으로 보인다. 하지만, 여전히 전년 동기 대비 고성장을 이어가고 있고, 온라인 마케팅에 주력하고 있는 만큼 월별 판매 동향 파악이 중요한 것으로 보인다. 두 업체들은 향후 매출 동향을 살펴보면서 2 분기 실적 부진이 단기적인 것임이 확인될 경우, 실적 추정치 상향과 우려감 해소로 주가 반등이 가능할 것으로 전망한다. 두 브랜드 업체들에 대해 Trading Buy 전략을 추천한다.

ODM 사들의 경우, 2 분기 실적은 시장 기대치에 다소 부합하지 못하는 모습이지만, 장기적으로 중국 화장품 시장 성장에 대한 간접 수혜가 가능하다는 큰 틀에서의 방향성에는 변함이 없다. 향후, 중국 현지 영업에 주력하며 공장 가동률 상승과 함께 높은 외형 성장이 가능할 전망이다. 중장기적 관점에서 투자 유효하다는 판단이다.

2. 화장품 Macro 지표는 나쁘지 않다

이번 달 Key Chart: 높은 중국 화장품 소매판매 성장률과 여행 수요

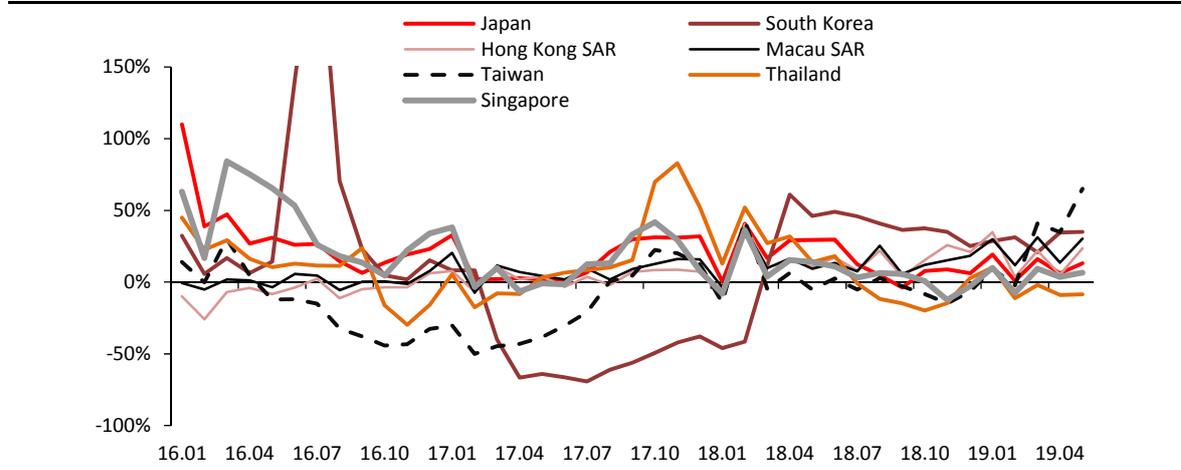
중국 화장품 소매판매 성장률의 눈에 띄는 반등세



자료 : 중국 통계국, SK 증권

미·중 무역분쟁 장기화와 위안화 약세로 중국 경기에 대한 우려가 짙어지며, 낮아진 중국 화장품 소매판매 성장률이 최근 주가 하락을 이끄는 요인으로 작용했다. 중국 화장품 소비는 연초부터 회복세를 보이기 시작했는데, 2 분기에는 더욱 견조한 모습을 보이고 있다. 1~2 월 YoY +9%, 3 월 +14.4%, 4 월 +6.7%, 5 월 +16.7%에서 6 월에는 +22.5%로 높은 성장률을 기록하였다. 중국 현지에 진출해 있는 화장품 업체들에게 좋은 뉴스다. 또한, 위안화 약세에도 불구하고 4~5 월 주요 아시아 국가로의 중국인 여행 수요는 상승세를 보이고 있다. 적어도 화장품과 여행 수요에 있어서는 중국인들의 소비가 크게 위축되고 있지 않다는 의미로 해석된다.

중국인의 주요 아시아 국가 출국자 수 증감율 YoY %

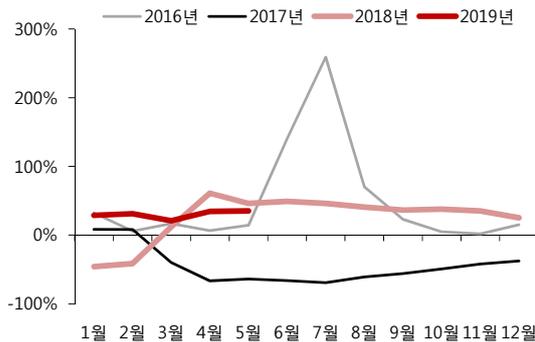


자료 : CEC, SK 증권, 각국

중국인 인바운드는 꾸준히 늘어나고 있다

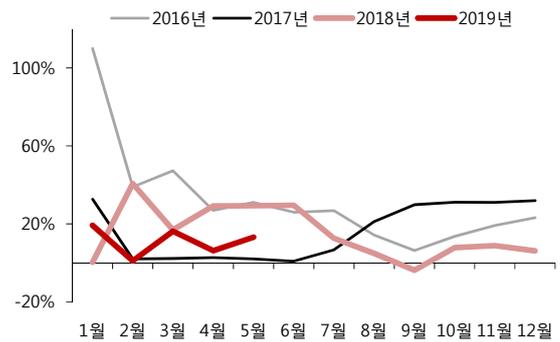
중국인 인바운드는 꾸준히 회복 중이다. 5월 중국인 인바운드 관광객 수는 YoY +35.2% 증가하며 사드 이후 처음으로 50 만명을 돌파하였다. 이는 사드 이전이었던 2016년 월평균 관광객수의 74%까지 회복한 상태인데, 항공을 통한 인바운드는 93%까지 회복하였으나, 크루즈 관광객은 여전히 부재한 상황이다. 다만, 단체관광객의 뚜렷한 재개 없이도 FIT 위주의 여행 수요 증가에 따라 연간 중국인 인바운드는 YoY +25% 증가한 600 만명을 달성할 수 있을 전망이다. 한편 일본 방문 중국인은 1~5월 누적 기준 YoY 성장률이 +11%로 비교적 낮은 성장률을 보이고 있다. 6월달 Data도 크게 상이하지 않다. 6월 중국 16개 항공사 수송객 수는 YoY +26%로 전월과 비슷한 수준에서 꾸준히 성장하는 모습을 보이고 있다.

중국인 한국 입국자 추이 YoY %



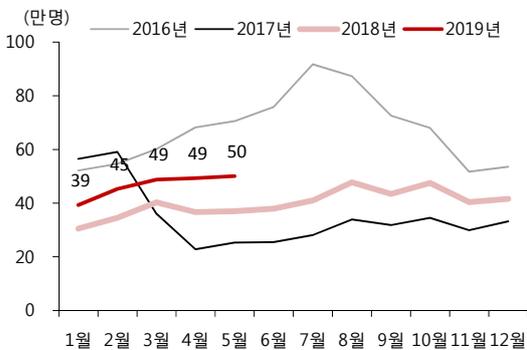
자료 : 관광지식정보시스템 SK 증권

중국인 일본 입국자 YoY 증감률 추이



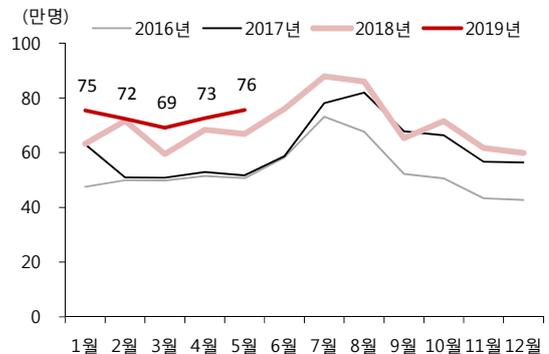
자료 : 관광지식정보시스템 SK 증권

중국인 한국 입국자 추이



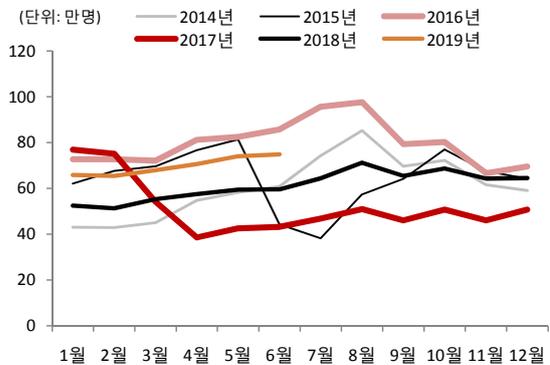
자료 : 관광지식정보시스템 SK 증권

중국인 일본 입국자 추이



자료 : 관광지식정보시스템 SK 증권

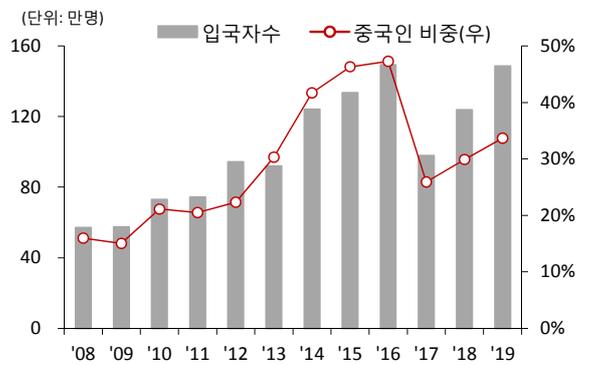
중국 16개 항공사 수송객 수 월별 추이



자료 : 한국항공정보포털 SK 증권

주: 중국동방항공 포함 16개 항공사의 한국 출/도착 합산 수송객 수

연간 5월달 인바운드 수요와 중국인 비중 추이

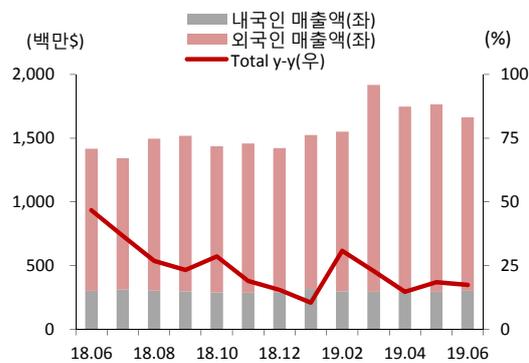


자료 : 관광지식정보시스템 SK 증권

2분기 면세점 판매는 YoY +16.9%로 견조한 성장 중

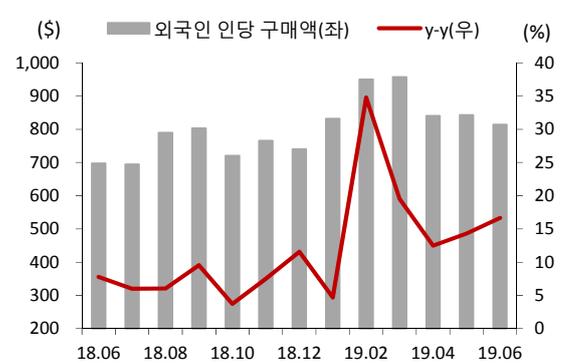
2분기 면세점 판매는 좋았다. 2분기 전체 면세점 판매는 YoY +16.9% 증가하였고, 6월 판매는 YoY +17.4% 증가하였다. 4, 5월에 이어 6월에도 외국인 수요(13.6억 달러, YoY +22.1%)가 성장을 견인하였으며, 위안화 약세로 그 추세는 꺾였으나, 외국인 ASP 역시 YoY +16.5% 증가한 843달러로 절대적으로 높은 수준을 유지하며 견조한 파이공 수요를 입증하였다. 높은 객단가가 유지되고 있다는 점은 향후 위안화 가치 반등 시, 면세점 ASP 상승 잠재력이 추가로 열려있음을 시사한다. 사드 이후, 파이공 시장이 형성되고 국내 면세점 업체 경쟁이 심화된 이후부터는 위안화 가치와 면세점 ASP의 상관관계가 매우 높아졌기 때문이다. 면세점 내 화장품 카테고리 성장세는 여전히 월등하나, 국내 브랜드의 경우, 브랜드별 차별화가 심화되는 국면으로 향후 시장과 더불어 회사별 판매 현황 업데이트가 보다 중요해질 전망이다.

내국인/외국인 면세 매출액과 YoY %



자료 : 면세점협회 SK 증권

면세점 외국인 인당 구매액과 YoY %



자료 : 면세점협회 SK 증권

월별 면세점 data

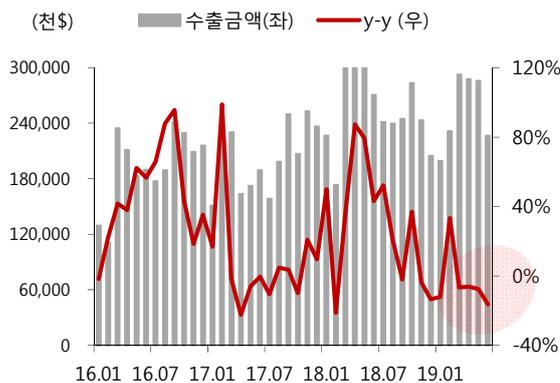
		18.06	18.07	18.08	18.09	18.10	18.11	18.12	19.01	19.02	19.03	19.04	19.05	19.06
면세점 월별 이용객 수 (천명)	내국인	2560	2529	2553	2462	2486	2437	2361	2577	2418	2430	2385	2408	2518
	외국인	1599	1484	1510	1520	1596	1534	1532	1455	1319	1696	1729	1746	1673
	Total	4159	4013	4062	3982	4082	3971	3892	4032	3737	4126	4114	4154	4191
YoY %	내국인	-2.6	-4.1	-5.2	-6.4	0.7	-3.4	-5.0	-3.9	7.3	-3.2	-5.1	-6.8	-1.6
	외국인	50.2	40.1	26.9	19.7	30.6	16.4	8.2	8.1	2.1	7.5	6.8	10.2	4.6
	Total	12.6	8.6	4.6	2.1	10.6	3.4	-0.2	0.1	5.4	0.9	-0.4	-0.3	0.8
면세점 월별 매출액 (백만\$)	내국인	302	313	304	298	288	286	290	316	299	295	296	295	303
	외국인	1115	1030	1192	1221	1150	1173	1133	1210	1254	1624	1453	1471	1361
	Total	1417	1343	1496	1519	1438	1459	1423	1525	1552	1918	1749	1766	1664
YoY %	내국인	9.0	8.3	3.6	-0.9	6.8	-0.9	-1.0	1.6	8.1	-0.3	-6.0	-8.7	0.1
	외국인	61.9	48.5	34.6	31.1	35.5	25.1	20.7	13.1	37.7	28.4	20.1	26.0	22.1
	Total	46.7	36.7	26.9	23.3	28.6	19.0	15.5	10.5	30.8	23.0	14.7	18.5	17.4
면세점 인당 구매금액 (\$/명)	내국인	118	124	119	121	116	117	123	123	123	121	124	123	120
	외국인	697	694	789	803	721	765	740	831	950	957	840	843	814
	Total	341	335	368	382	352	368	366	378	415	465	425	425	397
YoY %	내국인	11.9	12.9	9.4	5.9	6.1	2.6	4.2	5.7	0.7	3.0	-1.0	-2.0	1.8
	외국인	7.8	6.0	6.1	9.5	3.7	7.5	11.6	4.7	34.8	19.5	12.5	14.3	16.7
	Total	30.3	25.8	21.3	20.8	16.3	15.0	15.8	10.4	24.0	21.9	15.2	18.9	16.5

자료 : 면세점협회, SK 증권

2 분기 중화권 수출 감소로 화장품 수출 지표 부진

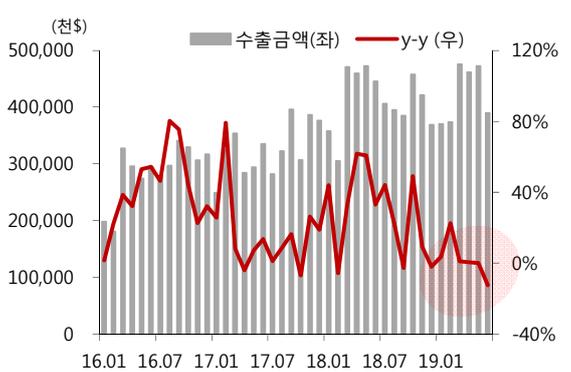
6월 화장품 수출액은 3.9억 달러로 YoY -12.5% 감소하였다. 홍콩(YoY -33.2%), 중국(YoY -6.7%) 등 중화권 화장품 수출이 부진한 영향이 가장 컸으며, 이제까지 꾸준히 성장해왔던 미국 향 수출(YoY -17.7%)도 부진했다. 기초, 색조 화장품 모두 YoY -15% 이상 하락했으며, 마스크팩의 경우, YoY -32.4%로 가장 큰 하락폭을 시현하였다. 1) 히트 선제품, 마스크팩 등으로 전년도 기저가 높았고, 2) 중국 시장 경쟁에서 로컬 브랜드에게 점유율을 뺏기며 마스크팩 등 저가 제품 위주 수출이 하락한 점도 수출 부진에 기여한 것으로 보인다. 7월 Data 에서 중국 향 수출 반등 여부가 중요하겠다.

한국의 대중국 화장품 수출액과 YoY %



자료 : KITA, SK 증권

한국의 Total 화장품 수출액과 YoY %

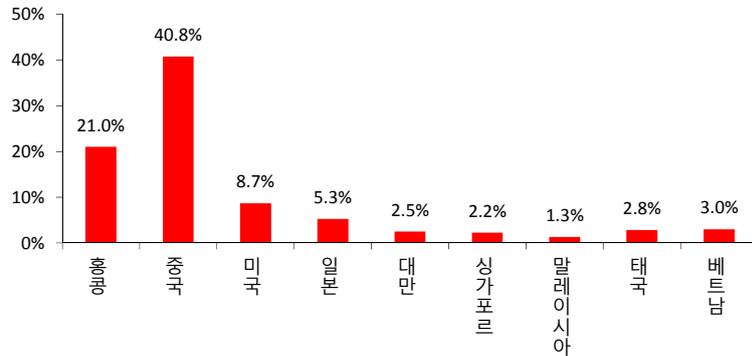


자료 : KITA, SK 증권

중화권 이외 국가로의 수출은 지속적으로 증가

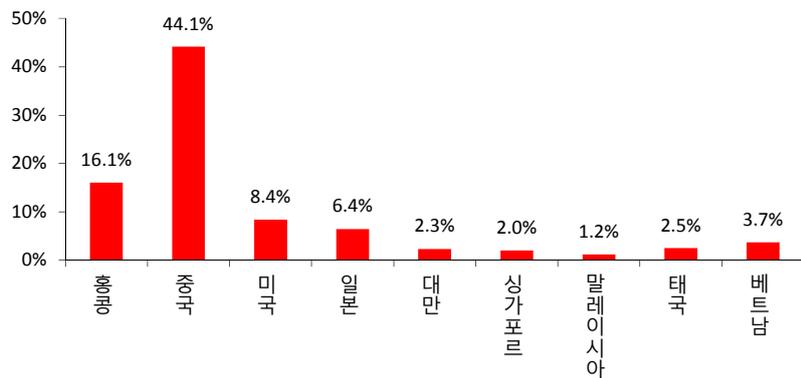
2018년 기준 한국 화장품 수출액에서 홍콩의 비중은 21.0%, 중국의 비중은 40.8%로 절대적이다. 두 국가로의 수출 부진은 전체 수출 부진으로 연결될 수 밖에 없다. 2019년 5월 YTD 누적 기준 한국의 대홍콩 수출액은 YoY -28.6% 감소, 대중국 수출액은 YoY +12.5% 증가하였다. 한편, 중국 외 아세안 국가들로의 수출은 긍정적인 상황이다. 2019년 5월 YTD 누적 기준 한국의 화장품 수출액은 대미국 YoY +13.0%, 대일본 YoY +53.8%, 대말레이시아 YoY +16.2%, 대베트남 YoY +13.3% 증가하였다. 최근 몇 년 간 한국 화장품의 수출 성장률이 가장 눈에 띄는 국가는 베트남으로 베트남 비중은 2016년 1.7%에서 2019년 현재 3.7%까지 확대되었다.

2018년 한국 화장품 국가별 수출 비중



자료 : Kita, SK증권

2019년 5월 누적기준 YTD 한국 화장품 국가별 수출 비중



자료 : Kita, SK증권

자연히, 중국의 국가별 화장품 수입 비중에서도 밀리고 있다

중국 화장품 시장은 견조하게 성장하는데, 면세점은 좋고, 수출은 역성장하고 있다. 결국, 중국 시장 내 럭셔리 수요는 견조하지만, 우리나라의 주요 수출 품목이었던 중저가 브랜드 수요는 자국산 제품으로 대체되고 있다는 얘기가다. 수출이 빠졌으니 당연한 얘기지만, 중국의 국가별 수입 비중에서도 국내 화장품 MS가 밀리고 있는 모습을 확인할 수가 있다. 2019년 5월 누적 기준 중국의 국가별 화장품 수입은 1위가 일본(24.1%), 2위가 중국(23.9%), 3위가 프랑스(21.2%)를 기록하고 있다. 3년간 지켜왔던 수입 국가 1위 자리를 일본에 내주고 있는 모습이다.

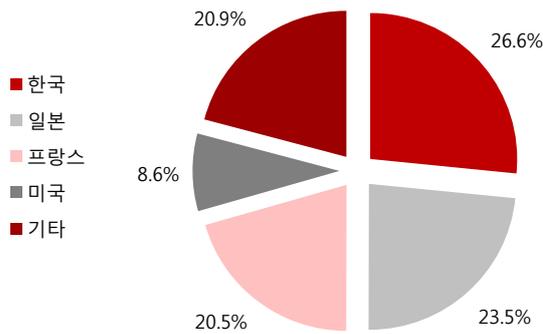
년도별 중국의 국가별 화장품 수입 비중

	한국	일본	프랑스	미국	기타
15년 Total	23.0%	15.9%	29.7%	11.2%	20.2%
16년 Total	27.0%	16.8%	27.0%	9.7%	19.4%
17년 Total	26.5%	20.7%	24.1%	9.7%	19.0%
18년 Total	26.6%	23.5%	20.5%	8.6%	20.9%
19년 5월 누적	23.9%	24.1%	21.2%	9.3%	21.5%

자료: KITA, SK 증권

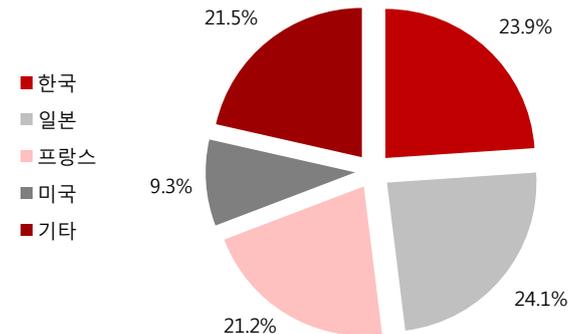
주: 연간 화장품 수입 비중 1위 국가를 붉은 색으로 표기

2018년 중국의 국가별 화장품 수입 비중



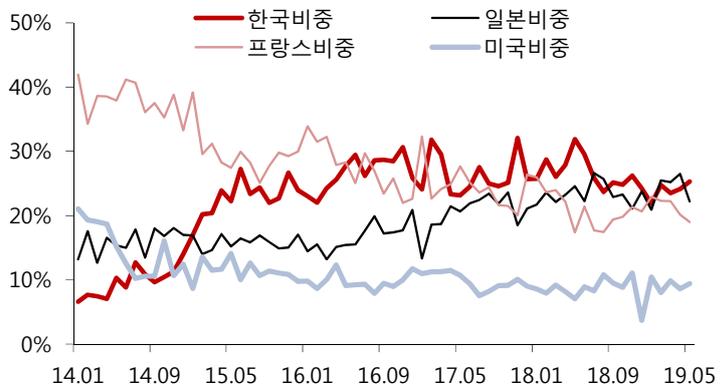
자료: KITA, SK 증권

2019년 5월 YTD 중국의 국가별 화장품 수입 비중



자료: KITA, SK 증권

중국의 국가별 화장품 수입 비중 추이



자료: KITA, SK 증권

국내 및 글로벌 Peer Valuation

글로벌 화장품 Peer Valuation

Company	(\$mn)	(각국통화)	절대수익률			상대수익률			PER			EV/EBITDA			PBR			
			1W%	1M%	3M%	1W%	1M%	3M%	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
해외 화장품	시가총액	증가																
J&J	356,574	134	-4.5%	-4.6%	-1.2%	-5.2%	-8.9%	-5.0%	18.8	15.6	14.7	11.4	12.5	11.6	5.7	5.7	5.2	
P&G	288,433	115	1.6%	3.7%	9.5%	0.8%	-0.7%	5.7%	19.0	25.7	24.2	12.4	18.2	17.1	3.9	4.6	4.6	
COTY	8,356	11	-3.7%	-18.7%	-0.7%	-4.5%	-23.1%	-4.4%	42.3	17.3	16.2	13.3	12.3	11.5	1.2	1.2	1.4	
ESTEE LAUDER	67,601	187	0.8%	5.0%	11.5%	0.0%	0.6%	7.8%	31.6	35.7	32.3	19.0	21.9	20.0	11.2	15.6	13.6	
NU SKIN	2,501	45	-4.4%	-12.0%	-10.6%	-5.2%	-16.4%	-14.3%	20.2	11.4	10.2	9.0	6.2	5.8	4.3	3.1	-	
UNILEVER	167,303	54	-1.6%	-1.3%	6.1%	-1.1%	-3.8%	5.2%	13.5	21.5	19.5	13.0	14.8	13.7	10.7	11.8	11.2	
L'OREAL	159,138	252	-0.5%	1.7%	4.7%	-0.1%	-2.2%	3.5%	28.9	32.2	30.0	18.2	20.8	19.5	4.2	4.9	4.6	
HENKEL	41,330	88	-3.5%	0.4%	0.0%	-1.5%	-1.5%	-2.5%	18.0	15.6	14.9	10.8	10.0	9.6	2.4	2.1	2.0	
BEIERSDORF	30,071	106	-1.0%	-1.0%	13.2%	0.9%	-2.9%	10.7%	28.4	31.2	29.2	12.8	17.2	16.2	3.7	3.9	3.6	
SHANGHAI JIA	3,131	32	0.5%	10.8%	5.0%	3.1%	9.1%	12.8%	33.7	33.3	29.4	22.5	24.7	20.5	3.2	3.3	3.1	
L'OCCITANE	2,907	15	-3.9%	11.0%	9.7%	-2.8%	6.0%	14.2%	20.4	19.0	17.5	13.4	12.0	10.9	2.4	2.3	1.9	
UNICHARM	18,263	3,175	-4.3%	-6.5%	-10.4%	-3.3%	-8.4%	-7.2%	34.3	29.6	26.5	16.6	14.7	13.5	4.8	3.9	3.6	
SHISEIDO	30,486	8,226	0.8%	-2.5%	2.8%	1.8%	-4.4%	6.0%	44.8	41.4	33.4	18.2	18.6	15.6	6.1	6.4	5.7	
KAO	37,076	8,302	-0.4%	-1.7%	0.1%	0.6%	-3.6%	3.3%	25.9	24.9	23.1	14.0	14.1	13.2	4.8	4.5	4.1	

자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 2019년 7월 13일 종가 기준

국내 화장품 Peer Valuation

Company	(\$mn)	(각국통화)	절대수익률			상대수익률			PER			EV/EBITDA			PBR			
			1W%	1M%	3M%	1W%	1M%	3M%	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
국내 화장품	시가총액	증가																
아모레퍼시픽	8,040	162,000	-4.1%	-7.4%	-25.7%	-3.0%	-7.0%	-18.7%	43.5	28.8	24.3	15.5	11.9	10.3	2.8	2.3	2.1	
아모레G	4,369	62,400	-6.3%	-3.1%	-18.5%	-5.2%	-2.7%	-11.6%	42.6	31.4	27.0	8.6	8.3	7.3	1.8	1.7	1.6	
LG생활건강	16,708	1,260,000	-2.6%	-6.0%	-12.0%	-1.5%	-5.6%	-5.0%	27.0	25.7	22.9	13.6	14.5	13.1	4.6	5.3	4.5	
한국콜마	1,097	57,800	-5.1%	-10.7%	-24.0%	-4.0%	-10.2%	-17.1%	36.1	19.7	15.3	21.9	13.1	11.6	3.6	2.6	2.3	
코스맥스	879	103,000	-4.6%	-8.4%	-27.7%	-3.5%	-8.0%	-20.8%	40.0	22.9	16.8	22.6	14.9	12.1	4.9	3.6	3.1	
코스메카코리아	175	19,350	-4.2%	-13.0%	-19.0%	-2.3%	-7.3%	-7.9%	38.7	20.3	12.7	24.5	10.9	8.4	2.8	1.6	1.4	
클리오	313	21,750	-3.8%	-13.5%	3.6%	-1.9%	-7.8%	14.7%	244.9	32.8	21.6	115.8	13.8	11.0	1.7	2.6	2.4	
네오팜	348	50,000	1.6%	-6.5%	-17.1%	3.5%	-0.9%	-5.9%	20.7	21.1	17.6	13.8	15.3	12.9	5.4	5.2	4.1	
연우	257	24,400	-2.4%	-9.1%	-20.7%	-0.5%	-3.4%	-9.5%	38.6	18.5	14.3	14.5	9.2	7.7	1.5	1.5	1.3	
잇츠한불	413	22,200	-5.3%	-11.9%	-31.3%	-4.2%	-11.5%	-24.3%	57.4	43.4	23.9	8.1	8.4	6.0	1.1	1.0	0.9	
토니모리	168	11,250	-5.5%	3.7%	-22.1%	-4.3%	4.1%	-15.2%	-	21.5	17.0	-	14.4	10.5	1.9	1.8	1.6	
제이준코스메틱	135	6,010	-5.7%	-11.1%	-43.6%	-4.5%	-10.7%	-36.6%	-	-	-	37.1	-	-	2.3	-	-	
에스디생명공학	135	7,120	-7.8%	-9.1%	-30.2%	-5.9%	-3.4%	-19.0%	21.7	-	-	16.9	-	-	1.8	-	-	
리더스코스메틱	131	8,460	-4.0%	-13.8%	-28.0%	-2.1%	-8.2%	-16.8%	-	-	-	-	-	-	2.5	-	-	
한국화장품	131	9,580	-6.1%	-9.2%	-25.2%	-4.9%	-8.8%	-18.2%	-	-	-	-	-	-	3.3	-	-	
아우딘뷰처스	101	11,850	-9.5%	13.4%	-12.2%	-7.7%	19.1%	-1.1%	17.0	-	-	15.8	-	-	2.9	-	-	
CTK코스메틱스	169	19,650	-3.9%	-7.5%	-20.4%	-2.0%	-1.8%	-9.3%	26.4	18.1	12.7	20.3	9.3	6.3	1.2	1.1	1.0	
애경산업	808	36,100	-4.2%	-16.4%	-26.8%	-3.1%	-16.0%	-19.9%	19.7	14.1	12.3	12.8	8.4	7.4	4.0	2.6	2.2	

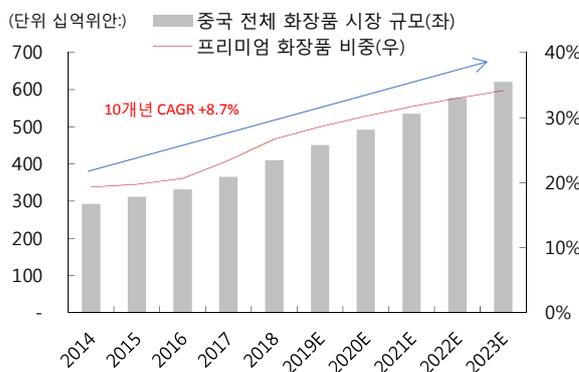
자료: Bloomberg, SK 증권 / 주: 2019년 7월 13일 종가 기준

3. 중국, 현지에선 누가 먹힐까? (Feat. Euromonitor)

중국 시장은 어떻게 될까? Euromonitor 시장 조사 기관에 의하면 2019E 중국 화장품 시장은 4,512 억 위안(한화 약 77.4 조원)으로 추정되며, 2014~2023E 10 개년 CAGR 은 8.7% 달할 전망이다. 향후 5 개년E CAGR 만 놓고 보더라도 8.3%로 현재와 같은 속도의 성장이 유지될 것으로 예상되고 있다. 2019 년 미국 화장품 시장은 930 억 달러 (한화 약 110 조원) 수준에서 2023E 1,090 억 달러(한화 약 129 조원)로 약 17.2%의 성장이 전망되는데, 같은 기간 중국의 경우, 2019 년 약 4,512 억 위안(한화 약 77 조원)에서 6,214 억 위안(한화 약 107 조원)까지 약 38.9% 성장할 것으로 전망된다. 더불어 국내 면세점 성장을 중국 수요가 이끌고 있듯, 미국 시장의 성장에도 중국인의 소비가 상당 부분 기여하고 있는 것으로 파악되기 때문에 실제 중국인이 소비하는 실질적인 중국 화장품 시장의 규모는 미국을 따라잡았다고 봐도 과언이 아니다.

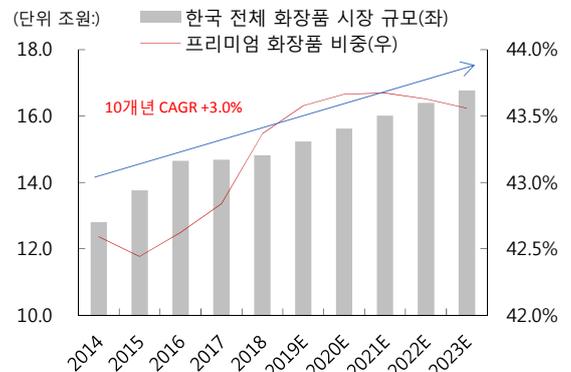
한편, 같은 기간 프리미엄 화장품 시장의 CAGR 은 15.8%로 두 배 이상 그 성장 속도가 빠를 전망이다. 여기서 프리미엄 시장이란 우리가 익히 알고 있는 에스티로더, 샤넬, 랑콤과 같은 럭셔리 화장품 브랜드와 더불어 그 밑단의 중고가 브랜드 라인까지 포함 되어 있는 시장을 말한다. 우리나라 시장을 예로 들면, LG 생활건강의 후, 슌, 오희, 이자녹스, 수려한, 빌리프 등과 아모레 그룹의 설화수, 헤라, 아이오페, 라네즈 등(마몽드는 Mass 에 분류)이 프리미엄 화장품에 포함된다. 2019 년 기준 중국 전체 시장 대비 프리미엄 화장품 시장 비중은 28.6%로 같은 기간 국내 시장(43.6%)이나 미국 시장 (34.6%)에 미치지 못하고 있다. 하지만, 최근 젊은 층의 프리미엄 화장품에 대한 선호도가 급속도로 높아지고 있고, 여기에 피부 미용에 지출을 아끼지 않는 아시아인들의 소비 특성까지 더해지며 28.6%였던 중국의 프리미엄 화장품 시장 비중은 2023 년까지 미국 수준인 34.1%까지 확대될 것으로 보인다.

중국 전체 화장품 시장 규모 추이 및 전망



자료 : Euromonitor, SK 증권

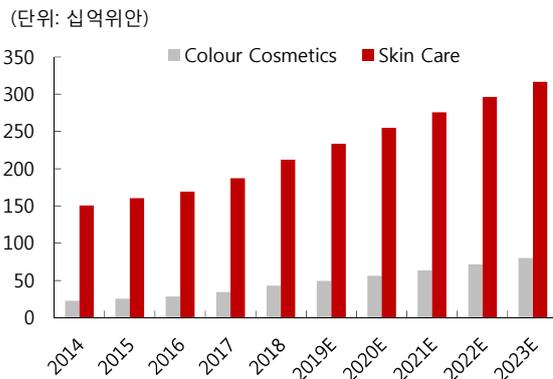
한국 전체 화장품 시장 규모 추이 및 전망



자료 : Euromonitor, SK 증권

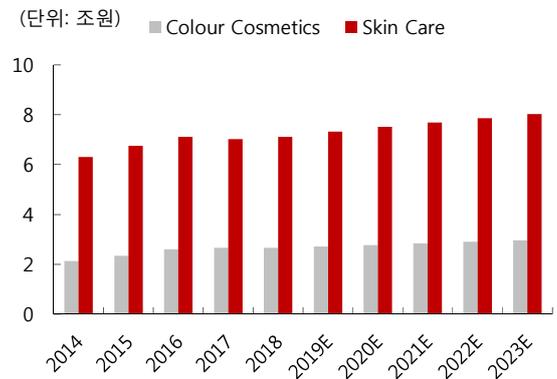
한편, 이미 시장이 어느 정도 성장한 중국의 기초 화장품 시장의 경우, 2014~2023E 10 개년 CAGR 이 전체 중국의 시장 성장률과 비슷한 8.6% 수준이 될 것으로 전망되며, 아직까지 중국 시장 침투력이 상대적으로 적은 색조 화장품 시장의 경우, 10 개년 CAGR 은 프리미엄 화장품과 유사한 15.1%로 더 큰 폭의 성장세를 보일 전망이다. 글로벌 화장품 시장에서 럭셔리가, 그 중에서도 색조 화장품이 급부상하는 이유다.

중국 스킨케어/색조 화장품 시장 규모 추이 및 전망



자료 : Euromonitor, SK 증권

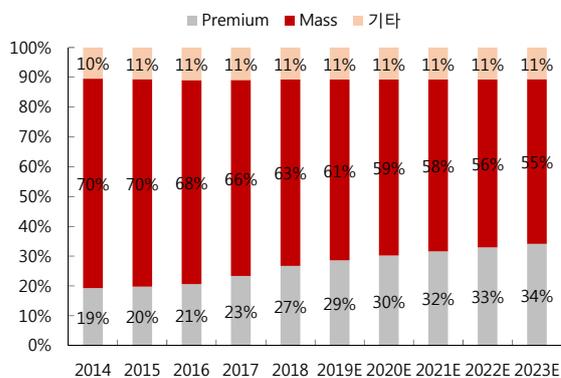
한국 스킨케어/색조 화장품 시장 규모 추이 및 전망



자료 : Euromonitor, SK 증권

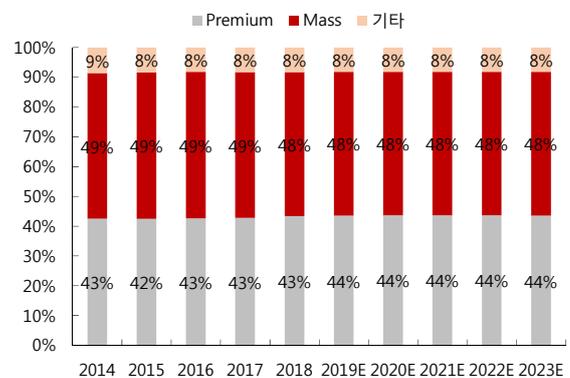
많은 우려를 야기하고 있는 매스 시장은 어떻게? 먼저 국내의 경우, 2000 년 대부터 화장품 시장에서 매스 비중은 45~48% 사이 수준을 유지 중이다. 2014~2023E 10 개년 매스 시장의 CAGR 성장률은 2.9%(2014~2018 년 Actual 5 개년 CAGR 은 3.5%)에 그칠 전망이다. 미국도 크게 다르지 않은 분위기다. 미국의 경우, 2000 년 대 초부터 전체 시장에서 매스가 차지하는 비중은 52~55% 사이를 유지해왔으며, 2014~2023E 10 개년 매스 시장 성장률은 2.8% 수준이 될 것으로 예상되고 있다. 동기간 중국의 경우, 10 개년 CAGR 5.9% 수준의 성장을 시현할 것으로 예측되는데, 이는 같은 기간 중국의 전체 시장 성장률인 8.7%에 미달하는 수치이다.

중국 프리미엄/매스 비중 추이 및 전망



자료 : Euromonitor, SK 증권

한국 프리미엄/매스 비중 추이 및 전망



자료 : Euromonitor, SK 증권

중국, 브랜드가 난립하는 혼돈의 카오스 시장

그런 와중에 중국에서는 계속해서 신규 화장품 브랜드들이 생겨나고 있다. 이름조차 생소한 기업들의 화장품들이 티몰에서 절찬리에 판매되고 있다. 대부분의 화장품 카테고리에서 판매량으로 순위를 매기게 되면, 가격적 메리트가 있는 중국 로컬 브랜드들의 점유율이 압도적으로 높게 나타난다. 2017 년과 2019 년 상반기 바이두의 화장품 브랜드 검색 지수를 비교해봐도 20 위권에 다수 포진해 있던 한국 및 중국 브랜드들이 글로벌 명품 브랜드들에게 자리를 내어주고 아시아 국가 브랜드 중에서는 일본의 고가 브랜드만이 상위권 자리를 지키고 있음을 확인할 수 있다. 다음은 최근 온라인 채널에서 두각을 나타내면서 급부상한 로컬 색조 브랜드들의 특이점을 일부 정리해 보았다.

최근 급성장하는 중국 로컬 화장품 업체들

기업명	설립	매출규모	매출 순위 (2018년 기준)	상세정보
Perfect Diary	2016	약 2000억원 (2018년)	티몰 메이크업제품 매출 4위	<ul style="list-style-type: none"> - 주요 경쟁력은 높은 품질 유럽/미국 메이크업을 추구하는 브랜드 콘셉트 그리고 저렴한 가격 - 주요 제품은 파운데이션, 아이메이크업, 립메이크업 등의 색조 화장품 - 타겟 소비층은 젊은층으로 트렌디한 메이크업 시리즈 개발을 위해 꾸준히 국제 패션 동향과 젊은층의 라이프스타일을 분석해 마케팅을 진행하고 있음 - 소비자 성향을 직접 분석해 잘 팔릴 수 있는 제품만 선보이는 전략을 쓰고 있음 - 마케팅: 최근 중국 인기 아이돌, 낙화칠자의 리더 주정팅을 립스틱 모델로 발탁하였으며, 팬들을 타겟하여 팬클럽 이름을 띤 립스틱 색상명을 짓는 캠페인을 진행
HomeFacialPro	2016	2018년 8월 한달 매출 160만 위안 (약2억7천만원)	타오바오 화장품 매출 8위	<ul style="list-style-type: none"> - 2016년 티몰에 공식 플래그십스토어를 열어 '성분으로 피부를 감동시킨다'는 브랜드 콘셉트로 젊은층을 대상으로 본격적인 스킨케어 제품 판매 시작 - 2018년 광군절에 HomeFacialPro 나이아신아마이드 에센스가 티몰에서 1.5초에 1병씩 판매될 정도로 최근 높은 인기를 얻고 있음 - 자사 연구소를 보유하고 있으며 일본 연구소와의 연구개발 제휴를 통해 제품을 개발, 생산한다는 점을 강조하면서 제품의 안전성과 효과를 부각시키고 있음
Carslan	2001	약 3000억원 (2018년)	타오바오 매출 1위	<ul style="list-style-type: none"> - 젊은 층(10~30대)을 타겟하여 색조화장품 판매 - 마케팅: 1선 도시부터가 아닌 지방에서 먼저 홍보를 시작해서 도시로 역방향 입소문을 내는 전략 수행, 판매 역시 T몰에 온라인 매장을 먼저 오픈한 다음, 인지도를 쌓은 후 오프라인 매장을 여는 방식으로 진행, 온라인 활성화가 중국 로컬 브랜드의 새로운 판로가 되고 있음을 증명 - 브랜드 론칭 초기부터 제품 품질과 사용법을 홍보하기 위해 오프라인 로드쇼 및 메이크업 시연행사를 정기적으로 진행

자료: 언론자료, SK 증권

2017년 상반기 바이두 화장품 브랜드 검색 Index Top 20

('000)

순위	1월		2월		3월		4월		5월		6월	
	브랜드명	검색지수	검색지수									
1	생로랑	3,682	생로랑	4,506	랑콤	4,126	랑콤	3,300	랑콤	3,013	에스티로더	3,006
2	랑콤	3,267	랑콤	3,566	생로랑	4,086	에스티로더	3,042	에스티로더	2,925	랑콤	2,884
3	에스티로더	3,052	에스티로더	3,475	에스티로더	3,828	생로랑	2,879	디올	2,755	디올	2,699
4	디올	2,764	디올	3,453	디올	3,314	디올	2,668	생로랑	2,666	생로랑	2,527
5	샤넬	2,707	샤넬	3,081	샤넬	3,127	샤넬	2,463	샤넬	2,450	샤넬	2,459
6	설화수	2,478	설화수	3,038	아벤느	2,450	키엘	1,984	아벤느	1,953	아벤느	1,917
7	아벤느	2,245	이니스프리	2,613	로레알파리	2,391	아벤느	1,970	키엘	1,917	로레알파리	1,780
8	이니스프리	2,097	라네즈	2,260	설화수	2,191	로레알파리	1,814	로레알파리	1,745	설화수	1,712
9	라네즈	1,900	아벤느	2,237	키엘	2,144	설화수	1,544	설화수	1,583	키엘	1,649
10	로레알파리	1,861	로레알파리	2,044	이니스프리	1,971	이니스프리	1,521	이니스프리	1,455	이니스프리	1,608
11	키엘	1,671	키엘	2,012	라네즈	1,903	시세이도	1,380	라네즈	1,378	라네즈	1,419
12	아르마니	1,293	아르마니	1,483	바이철클링	1,607	라네즈	1,327	시세이도	1,324	메리케이	1,336
13	지방시	1,164	시세이도	1,422	시세이도	1,593	올레이	1,304	바이철클링	1,285	시세이도	1,332
14	시세이도	1,139	지방시	1,422	칸스	1,583	바이철클링	1,277	자연당	1,147	자연당	1,225
15	바이철클링	1,118	클리닉	1,273	아르마니	1,491	아르마니	1,171	올레이	1,125	바이철클링	1,153
16	클리닉	1,097	바이철클링	1,235	자연당	1,476	자연당	1,121	SK-II	1,098	SK-II	1,135
17	메리케이	1,064	SK-II	1,148	클리닉	1,429	클리닉	1,104	아르마니	1,096	지방시	1,132
18	자연당	1,058	칸스	1,124	메리케이	1,319	지방시	1,071	지방시	1,073	아르마니	1,102
19	칸스	1,050	자연당	1,120	지방시	1,315	메리케이	1,032	메리케이	1,050	클리닉	1,075
20	SK-II	981	메리케이	1,084	허보리스트	1,291	칸스	989	클리닉	1,027	올레이	1,056

자료: 바이두, SK 증권 / 주: 붉은색 - 한국 브랜드, 주황색 - 일본 브랜드, 초록색 - 중국 브랜드

2019년 상반기 바이두 화장품 브랜드 검색 Index Top 20

('000)

순위	1월		2월		3월		4월		5월		6월	
	브랜드명	검색지수	검색지수									
1	디올	2,629	디올	2,813	샤넬	2,293	샤넬	1,742	디올	2,111	샤넬	1,514
2	샤넬	2,085	샤넬	2,455	디올	2,281	디올	1,701	샤넬	1,883	디올	1,452
3	생로랑	1,830	생로랑	1,915	에스티 로더	1,880	에스티 로더	1,465	에스티 로더	1,496	에스티 로더	1,123
4	에스티 로더	1,699	에스티 로더	1,666	생로랑	1,532	랑콤	1,129	생로랑	1,213	랑콤	901
5	지방시	1,326	랑콤	1,398	랑콤	1,503	생로랑	1,102	랑콤	1,164	생로랑	855
6	랑콤	1,302	아르마니	1,241	아르마니	1,195	아르마니	863	아르마니	963	아르마니	742
7	아르마니	1,145	DHC	1,118	지방시	926	지방시	752	지방시	907	지방시	638
8	DHC	914	지방시	962	SK-II	829	SK-II	661	SK-II	680	SK-II	591
9	SK-II	741	SK-II	779	라메르	755	라메르	577	라메르	619	라메르	493
10	통포드	668	통포드	755	로레알	693	로레알	564	키엘	584	로레알	471
11	라메르	602	라메르	741	키엘	652	키엘	552	로레알	576	키엘	457
12	키엘	592	키엘	601	시세이도	601	통포드	499	시세이도	452	시세이도	362
13	로레알	544	로레알	532	통포드	527	시세이도	475	클라란스	444	Avene	340
14	MAC	521	설화수	478	설화수	494	설화수	388	통포드	433	설화수	320
15	설화수	464	시세이도	477	클라란스	457	클라란스	385	에이본	411	통포드	308
16	시세이도	443	MAC	444	플레드보 보떼	423	아네사	343	설화수	384	프로야	301
17	플레드보 보떼	392	플레드보 보떼	437	DHC	414	아벤느	328	MAC	332	클라란스	288
18	클라란스	368	클라란스	399	라네즈	371	플레드보 보떼	325	젤랑	321	베르사체	265
19	라네즈	334	젤랑	394	MAC	363	세포라	297	플레드보 보떼	318	플레드보 보떼	257
20	이니스프리	294	라네즈	323	누스킨	361	라네즈	297	세포라	302	세포라	255

자료: 바이두, SK 증권 / 주: 붉은색 - 한국 브랜드, 주황색 - 일본 브랜드, 초록색 - 중국 브랜드

6~7 월 티몰 '패션 메이크업(색조 메이크업)' 판매량 지수

순위	브랜드명	제품	월 판매량 지수
1	Bodybuilding Research	Removable Cotton Towel	600,000
2	Perfect Diary	Fog Dream Matte Lip Glaze	590,000
3	Meng Lisi	Wash Towel	370,000
4	ZESEA	Powder Foundation	340,000
5	Yu Linka	Nail Polish	290,000
6	Hua Xizi	Powder Foundation	290,000
7	CHIOTURE	Makeup Remover	280,000
8	Perfect Diary	Lipstick	270,000
9	Bodybuilding Research	Eyebrow Pencil	270,000
10	OIEZ	Cotton Towel	240,000
11	Perfect Diary	Eye Shadow	240,000
12	Maybeline	Liquid Foundation	220,000
13	Perfect Diary	Liquid Foundation	220,000
14	Mei Kang Fan	Powder Foundation	210,000
15	MEEZLAN / Mei Zhilan	Cotton Make up removal	210,000
16	MAC	Lipstick	210,000
17	Lias	Powder Air Cushion	210,000
18	Maybeline	Makeup Remover	200,000
19	CHIOTURE	Lipstick	200,000
20	Honey&Beauty	Moisturizer	170,000

자료: 티몰, SK 증권 / 주: 2019년 7월 15일 접속 기준 이전 30일 간의 data

시장은 성장하나, 수혜 업체가 제한적인 것이 문제

앞서 살펴본 바와 같이 중국 화장품 시장의 성장률 전망은 여전히 높게 나타나고 있다. Euromonitor 의 조사 데이터를 100% 신뢰할 수는 없지만, 해당 기관에서 2019년 상반기에 전년도 Data 를 집계 후, 향후 5개년 전망치를 내놓는다는 점을 감안 시, 중국의 경기 상황도 어느 정도 반영이 되어있는 시장 전망치라고 볼 수 있다. 중국 소비의 향방을 예단하기는 힘들지만, 경기가 크게 위축되지 않는다면 향후 몇 년간 중국 화장품 시장, 그 중에서도 프리미엄 시장의 고성장은 담보되어 있다는 판단이다. 결국, 글로벌리 입증된 럭셔리 브랜드만이 중국 시장에 성공적으로 안착할 수 있고, 화장품 시장 고성장에 대한 수혜를 받을 수 있을 것으로 보인다.

문제는 여기에 해당되는 국내 업체들이 한정적이라는 것이다. 국내 업체들 중에서는 LG 생활건강의 '후'가 이러한 중국 시장으로의 안착에 있어 가장 유리하다. '후' 브랜드는 중국의 '한방' 화장품 수요 내 럭셔리 입지를 다져가고 있기 때문이다. 글로벌 럭셔리 브랜드가 흥행가도를 달리고 있지만, 그 중에서도 '한방' 제품에 대한 수요는 꾸준할 것으로 전망되는 바, '한방' 카테고리 내

브랜드 입지가 탄탄하다면 꾸준한 Cashcow 확보와 동시에 럭셔리 브랜드로서의 성공도 기대할 수 있다. 한편, 마스크 시장에서는 특정 브랜드 선호도가 더욱 떨어지기 때문에 중국 로컬 브랜드들의 약진이 향후에도 지속될 것으로 보인다. 결국, 중장기적으로는 중국 내 압도적인 생산 캐파를 바탕으로 제품력과 생산력이 입증된 국내 ODM 업체들의 간접적인 수혜를 예상한다.

중국 기초 화장품 년도별 브랜드별 매출액 추이

(백만원)

Brand Name	Company Name	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Pechoin	Shanghai Pehchaolin Daily Chemical Co Ltd	1,066.3	2,494.5	3,905.8	5,482.6	6,739.4	8,311.3	9,627.8
Chando	Jala (Group) Co Ltd	-	-	3,407.9	3,952.5	4,810.2	6,298.4	7,202.1
L'Oréal Paris	L'Oréal Co Ltd	6,702.2	7,504.4	7,093.1	6,638.5	6,300.0	6,092.1	6,902.3
Olay	Procter & Gamble Ltd	7,153.9	7,149.4	6,969.6	6,274.1	5,408.2	5,469.9	6,570.9
Lancôme	L'Oréal Co Ltd	2,738.3	3,107.8	3,236.7	3,327.4	3,531.0	4,620.5	6,302.4
Mary Kay (Mary Kay Inc)	Hangzhou Mary Kay Cosmetics Co	5,618.8	6,552.3	8,158.4	7,989.6	6,999.6	6,663.6	6,246.4
Estée Lauder	Estée Lauder Commercial Co Ltd	2,576.7	2,824.2	2,999.4	3,326.3	3,430.0	4,586.5	6,168.8
KanS	Shanghai Chicmax Cosmetics Co Ltd	-	-	-	3,813.3	4,587.4	4,959.0	4,949.0
One Leaf	Shanghai Chicmax Cosmetics Co Ltd	-	-	-	1,428.6	2,170.0	3,756.3	4,453.8
Beautrio	Infinitus Co Ltd	1,402.2	1,669.1	2,273.8	2,693.3	3,503.7	3,903.1	4,273.9
Proya	Proya Cosmetics Co Ltd	2,137.5	2,886.4	3,366.6	3,304.9	3,163.5	3,310.5	4,027.4
Herborist	Shanghai Jahwa United Co Ltd	2,271.6	2,744.3	3,280.4	3,400.1	3,436.4	3,556.7	3,681.2
Aupres	Shiseido China Co Ltd	2,529.3	2,663.5	2,764.1	2,730.5	2,934.7	3,187.8	3,500.2
Innisfree	AmorePacific Cosmetics Co Ltd	23.0	138.0	533.0	1,466.7	2,363.3	2,843.6	3,321.3
Perfect	Perfect Co Ltd	2,831.2	3,037.5	3,465.9	3,670.8	3,503.3	3,331.7	3,185.4
SK-II	Procter & Gamble Ltd	681.6	778.0	885.0	972.3	1,146.6	1,862.4	3,098.7
Hanhoo	Hanhoo Cosmetics Co Ltd	455.1	679.7	1,037.9	1,590.6	2,268.7	2,946.5	2,979.0
Yunifang	Hunan Yujiahui Internet Co Ltd	184.8	378.0	565.8	1,077.9	1,661.2	1,810.9	2,835.1
Artistry	Amway Co Ltd	3,706.5	3,814.3	3,773.2	3,538.7	3,015.1	2,761.5	2,805.7
Inoherb	Shanghai Inoherb Cosmetics Co Ltd	2,658.1	2,919.0	3,044.8	2,990.6	2,874.0	2,714.3	2,717.0
Dior	Christian Dior Fragrance & Cosmetics Co Ltd	1,022.1	1,110.9	1,190.3	1,345.0	1,479.5	1,805.0	2,255.8
Marubi	Guangdong Marubi Biotechnology Co Ltd	1,231.2	1,457.2	1,649.3	1,821.8	1,826.9	2,038.8	2,240.7
Wetcode	Danzi Group	999.5	1,363.0	1,613.5	1,861.2	1,943.4	2,056.3	2,187.9
Watsons(Private Label)	Watson (Group) HK Ltd, AS	1,296.6	1,502.8	2,004.6	2,179.5	2,107.8	2,067.8	2,172.4
L'Oréal Men Expert	L'Oréal Co Ltd	1,063.8	1,342.5	1,429.2	1,500.7	1,586.2	1,709.9	1,860.6
Avène	Eau Thermale Avène Co Ltd	1,074.7	1,194.2	1,404.0	1,632.7	1,706.5	1,868.5	1,846.1
The History of Whoo	LG Household & Health Care Ltd	57.7	124.4	374.8	641.6	1,103.8	1,368.8	1,762.6
La Mer	Estée Lauder Commercial Co Ltd	323.1	409.5	523.5	592.0	769.6	1,100.5	1,749.8
Shiseido	Shiseido China Co Ltd	574.3	559.8	497.7	628.8	792.3	1,148.9	1,694.7
DR's Secret	Best World International Ltd	-	39.7	89.1	217.8	1,012.0	1,430.0	1,684.4
Longrich	Jiangsu Longrich Group	1,938.7	1,946.4	2,015.7	2,092.6	1,952.0	1,815.3	1,677.2
Winona	Kunming Botanee Bio Tech Co Ltd	55.2	81.4	136.2	371.1	659.1	1,038.3	1,639.5
Laneige	AmorePacific Cosmetics Co Ltd	805.1	1,142.6	1,372.4	1,427.0	1,478.0	1,512.2	1,637.0
Oriflame	Oriflame Cosmetics Co Ltd	124.3	129.7	216.8	487.5	897.8	1,327.2	1,604.8
Kiehl's	L'Oréal Co Ltd	518.4	648.2	764.4	886.6	1,015.1	1,254.1	1,584.2

L'Occitane	L'Occitane International SA	547.2	623.0	726.0	867.9	990.2	1,093.2	1,317.8
Mamonde	AmorePacific Cosmetics Co Ltd	1,155.4	1,368.4	1,286.2	1,313.8	1,336.1	1,312.2	1,293.9
Meifubao (Huanyu Group Ltd)	Guangzhou Uniasia Cosmetics	839.5	928.2	1,040.5	1,111.7	1,163.5	1,211.1	1,257.5
ÍPSA	Shiseido China Co Ltd	18.6	18.1	22.3	62.9	168.4	439.5	1,208.7
La Roche-Posay	L'Oréal Co Ltd	398.2	472.2	537.4	707.2	817.9	972.4	1,146.1

자료: Euromonitor, SK 증권

주1: 면세점 판매는 제외되며 최종 소비가 기준

주2: 한국 브랜드만 음영 처리

중국 색조 화장품 년도별 브랜드별 매출액 추이

Brand Name	Company Name	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Maybelline New York	L'Oréal (China) Co Ltd	3,839.8	4,174.6	4,296.6	4,398.2	4,472.9	4,486.8	4,836.8
L'Oréal Paris	L'Oréal (China) Co Ltd	1,944.1	2,076.8	2,227.6	2,372.2	2,426.8	2,645.2	3,042.0
Dior	Christian Dior (China) Co Ltd	565.8	618.4	704.9	782.4	963.1	1,617.8	2,707.4
Yves Saint Laurent	L'Oréal (China) Co Ltd	-	5.9	47.1	120.6	324.4	771.4	1,836.6
Carslan	Carslan Group Hong Kong Co Ltd	680.0	891.2	1,052.1	1,266.1	1,387.6	1,545.8	1,737.5
Mac	Estée Lauder Commercial Co Ltd	174.9	204.3	247.7	310.5	450.2	765.4	1,454.9
Lancôme	L'Oréal (China) Co Ltd	290.5	334.6	383.5	517.7	673.0	881.7	1,313.7
Chanel	Chanel (China) Trading Co Ltd	392.2	461.3	550.4	561.5	605.5	854.3	1,233.0
Marie Dalgar	Shanghai Flyon Cosmetics Co Ltd	272.5	390.2	460.4	552.5	675.8	847.5	1,157.7
Innisfree	AmorePacific Cosmetics Co Ltd	2.0	37.0	134.5	438.1	787.8	963.1	1,135.5
Giorgio Armani	L'Oréal Co Ltd	58.8	79.0	129.9	196.9	306.6	567.7	1,110.0
Max Factor	Coty Inc	-	-	-	-	799.0	982.8	1,090.9
Estée Lauder	Estée Lauder Commercial Co Ltd	303.0	306.1	363.9	356.7	379.8	634.3	995.9
KanS	Shanghai Chicmax Cosmetics Co Ltd	-	-	-	737.8	797.6	839.8	814.7
Givenchy	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	117.6	162.2	251.5	314.3	402.3	543.2	755.0
Laneige	AmorePacific Cosmetics Co Ltd	149.0	326.0	430.1	526.4	608.6	598.4	652.5
Lansur (IMC Group)	Guangzhou Lansur Cosmetics Co Ltd	245.7	323.6	404.5	477.3	521.7	579.1	648.6
Mary Kay (Mary Kay Inc)	Hangzhou Mary Kay Cosmetics Co	525.7	600.6	743.3	769.4	682.3	644.8	599.7
Cle de Peau	Shiseido China Co Ltd	29.3	33.1	42.8	74.7	140.4	262.6	485.8
Make Up For Ever	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	138.4	179.5	264.0	298.4	331.2	420.6	483.7
Bobbi Brown	Estée Lauder Commercial Co Ltd	146.4	146.6	180.3	218.4	259.9	337.8	456.1
Aupres	Shiseido China Co Ltd	295.2	305.8	317.4	310.7	332.9	360.4	393.2
Chando	Jala (Group) Co Ltd	-	-	197.3	227.4	264.0	330.9	360.8
Hanhoo	Hanhoo Cosmetics Co Ltd	65.7	88.1	119.8	183.5	258.6	350.0	354.2
Tom Ford	Estée Lauder Commercial Co Ltd	-	-	-	4.0	49.8	122.4	306.3
Za	Shiseido China Co Ltd	267.8	275.8	281.0	280.9	274.7	284.5	295.6
Shu Uemura	L'Oréal Co Ltd	80.3	88.8	124.1	151.4	178.7	215.1	276.2
Perfect	Perfect Co Ltd	239.1	265.8	303.4	313.0	305.4	286.8	267.9
MGPIN	MGPIN Cosmetics Co Ltd	121.1	139.3	158.0	170.9	179.4	194.2	242.9
The History of Whoo	LG Household & Health Care Ltd	5.8	8.6	29.6	72.6	127.4	170.7	232.3
Mamonde	AmorePacific Cosmetics Co Ltd	202.5	230.3	224.6	235.6	236.8	230.2	225.4
Guerlain	LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	137.6	152.2	169.8	174.9	157.4	181.0	224.5
Flamingo	Shanghai Ruishang Cosmetics Co Ltd	48.6	97.2	145.8	164.7	179.1	197.3	218.8
Artistry	Amway Co Ltd	358.0	358.0	341.9	300.0	250.2	213.6	214.1
Meifubao (Huanya Group Co Ltd)	Guangzhou Uniasia Cosmetics	116.6	137.0	153.4	165.7	175.1	183.9	192.4
The Face Shop	LG Household & Health Care Ltd	29.7	41.3	59.8	116.7	161.7	175.0	185.4
Etude	AmorePacific Cosmetics Co Ltd	-	-	59.1	99.5	141.9	166.3	179.7
Sulwhasoo	AmorePacific Cosmetics Co Ltd	-	6.9	19.1	51.7	96.1	128.7	175.9
Franic (Huanya Group Co Ltd)	Guangzhou Uniasia Cosmetics	21.9	25.7	28.2	42.7	89.9	123.2	165.1
Pechoin	Shanghai Pehchaolin Chemical Co Ltd	41.7	83.4	104.3	119.5	131.7	146.0	157.9

자료: Euromonitor, SK 증권

주1: 면세점 판매는 제외되며 최종 소비가 기준

주2: 한국 브랜드만 음영 처리

국내 기초 화장품 년도별 브랜드별 판매액 추이

(단위: 십억원)

Brand Name	Company Name	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Sulwhasoo	AmorePacific Corp	760.8	691.4	706.2	771.2	805.5	780.6	798.3
The History of Whoo	LG Household & Health Care Ltd	129.7	133.6	220.4	347.7	453.4	514.1	576.6
Hera	AmorePacific Corp	286.6	324.9	341.8	356.7	365.8	338.6	330.6
SU:M37	LG Household & Health Care Ltd	66.4	76.5	85.7	133.9	216.7	236.9	283.6
Innisfree	AmorePacific Corp	129.2	179.6	243.3	291.3	331.0	288.2	273.1
AHC	Unilever Group	-	-	-	-	-	235.2	255.0
The Face Shop	LG Household & Health Care Ltd	240.3	295.9	308.9	313.9	316.1	283.8	237.4
O HUI	LG Household & Health Care Ltd	126.9	124.7	125.1	147.0	152.7	157.6	165.2
IoPe	AmorePacific Corp	125.3	156.0	170.5	181.2	190.9	173.8	154.1
Missha	Able C&C Co Ltd	182.7	201.9	207.5	187.7	165.4	166.3	140.1
Atomy	Atomy Co Ltd	56.8	68.0	82.2	96.0	88.4	117.5	125.2
Nu Skin	Nu Skin Enterprises Inc	108.7	127.2	135.2	142.9	162.5	127.1	118.9
Artistry	Amway Corp	124.7	120.0	116.2	111.9	114.3	116.8	117.6
SK-II	Procter & Gamble Co, The	151.4	148.9	145.7	139.4	135.4	125.9	116.4
Nature Republic	Nature Republic Co Ltd	73.1	85.5	121.8	138.5	132.7	111.7	112.4
Isa Knox	LG Household & Health Care Ltd	232.9	231.3	198.5	166.7	137.2	117.9	112.4
Laneige	AmorePacific Corp	92.0	103.5	109.1	115.6	122.8	112.7	106.3
Sooryehan	LG Household & Health Care Ltd	202.7	206.7	180.9	153.1	125.2	111.4	103.7
Tony Moly	Tonymoly Co Ltd	66.9	70.5	82.3	81.0	89.8	72.0	89.4
Mediheal	L&P Cosmetic Co Ltd	1.0	2.9	20.0	49.6	54.3	66.8	79.4
Kiehl's	L'Oréal Groupe	82.6	82.9	84.7	86.1	84.3	80.5	75.9
Mamonde	AmorePacific Corp	60.7	64.1	66.0	68.2	69.1	69.3	65.9
CNP	LG Household & Health Care Ltd	-	-	22.8	27.9	39.0	50.2	59.8
Belif	LG Household & Health Care Ltd	12.5	19.9	27.8	37.8	45.8	50.5	55.4
Estée Lauder	Estée Lauder Cos Inc	61.5	67.0	64.7	56.9	54.0	52.9	51.1
Biotherm	L'Oréal Groupe	55.9	56.5	56.7	56.3	55.5	55.2	50.4
Oseque	Songhak Co Ltd	70.0	84.4	80.6	65.0	58.0	54.0	49.0
Coreana	Coreana Cosmetics Co Ltd	49.7	51.1	51.4	53.9	47.4	46.9	48.0
It's Skin	It's Hanbul Co Ltd	-	-	-	-	-	55.8	47.5
Lancôme	L'Oréal Groupe	55.6	52.4	50.0	47.0	45.1	43.4	42.5

자료: Euromonitor, SK 증권

주1: 2018 년 판매액 성장한 브랜드만 음영 처리하였음

주2: 면세점 판매는 제외되며, 최종 소비자 기준

국내 색조 화장품 년도별 브랜드별 매출액 추이

(단위: 십억원)

Brand Name	Company Name	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Age 20's	Aekyung Group	14	2.6	122	40.7	85.0	146.5	144.2
Hera	AmorePacific Corp	106.3	119.5	130.3	138.3	143.9	138.3	137.0
Sulwhasoo	AmorePacific Corp	110.2	107.5	117.9	135.7	141.5	133.9	132.8
The Face Shop	LG Household & Health Care Ltd	123.5	172.7	197.6	217.9	219.7	165.1	130.6
Etude	AmorePacific Corp	149.0	167.1	128.1	117.4	121.3	136.5	112.8
Mac	Estée Lauder Cos Inc	50.9	70.3	67.8	78.7	98.3	103.8	106.9
IoPe	AmorePacific Corp	68.0	102.0	120.1	132.0	137.5	127.0	105.0
Clio	Clio Cosmetics Co Ltd	32.4	37.5	41.9	47.7	59.9	83.0	103.6
Missha	Able C&C Co Ltd	106.1	109.7	104.3	96.4	105.5	98.6	95.1
Innisfree	AmorePacific Corp	49.8	72.8	93.8	109.1	118.6	104.7	92.9
The History of Whoo	LG HH	13.8	14.7	29.4	49.9	68.7	74.5	87.5
Nature Republic	Nature Republic Co Ltd	40.5	60.2	85.9	95.5	89.4	75.1	75.9
Yves Saint Laurent	L'Oréal Groupe	7.0	12.2	23.1	30.9	61.8	81.4	74.3
Laneige	AmorePacific Corp	47.9	54.6	60.1	63.9	67.5	66.0	65.7
peripera	Clio Cosmetics Co Ltd	12.2	14.2	16.1	19.9	29.8	60.2	58.7
Espoir	AmorePacific Corp	19.3	23.0	25.7	30.1	38.3	44.8	50.4
SU:M37	LG Household & Health Care Ltd	5.2	8.6	11.7	20.7	42.4	45.0	50.0
Tony Moly	Tonymoly Co Ltd	57.9	60.8	71.0	76.3	82.1	69.2	48.4
O HUI	LG Household & Health Care Ltd	20.2	22.7	29.9	39.1	44.0	44.4	45.9
AHC	Unilever Group	-	-	-	-	-	48.2	41.7
Bobbi Brown	Estée Lauder Cos Inc	48.7	47.5	39.5	40.6	42.8	41.4	39.2
Nars	Shiseido Co Ltd	12.9	14.6	16.3	20.2	26.7	34.0	38.7
Estée Lauder	Estée Lauder Cos Inc	27.3	25.4	25.2	33.4	38.7	39.4	37.9
Chanel	Chanel SA	23.9	28.0	29.5	30.6	31.3	33.9	35.7
Christian Dior	LVMH	30.7	31.5	31.3	31.0	31.2	31.1	28.8
Mamonde	AmorePacific Corp	23.0	25.0	28.1	30.0	31.5	29.0	28.0
Isa Knox	LG Household & Health Care Ltd	28.3	28.0	28.0	28.1	28.2	26.2	24.9
Dr Jart	Have & Be Co Ltd	6.1	7.7	9.0	13.6	17.2	20.0	22.6
Make Up For Ever	LVMH	19.4	20.7	21.6	22.0	22.4	22.5	22.2
Giorgio Armani	L'Oréal Groupe	4.1	4.9	5.5	5.9	9.3	19.1	21.5

자료: Euromonitor, SK 증권

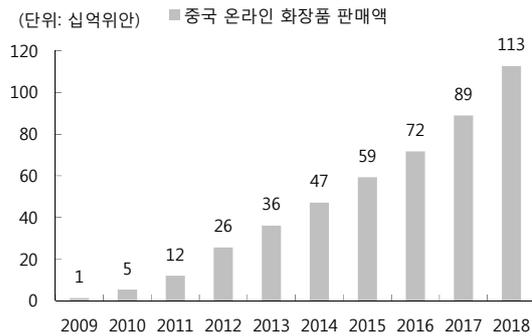
주1: 2018년 판매액 성장한 브랜드만 음영 처리하였음

주2: 면세점 판매는 제외되며, 최종 소비가 기준

4. 중국은 지금 '생방송' 중

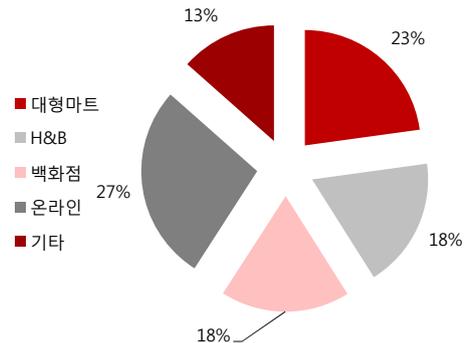
중국 내에서도 향후 우리가 주목해야 할 시장으로 온라인 시장과 그 중에서도 생방송 플랫폼 시장을 강조하고자 한다. Euromonitor 에 따르면, 2018년 중국 시장 내 온라인 판매 비중은 27.5%로 선진국인 미국 시장(13.5%)이나 모바일이 발달한 한국(21.7%)에 비해서 압도적으로 높다. 그 중에서도 왕홍을 중심으로 한 온라인 생방송 플랫폼 시장은 더 큰 폭(2019E YoY + 32%)으로 상승할 전망이다. 또한, 이 시장은 향후 판매 채널로서의 성장보다도 마케팅 수단으로써 시장에 미치는 간접적 영향력이 커지고 있어 더욱 눈 여겨 봐야 할 시장이다. 모바일을 통한 정보 습득과 구매가 익숙한 지우링허우(1990년대생)와 Z세대(1995년~2000년대 초반 출생자)의 구매력이 상승하며 중국 화장품 시장의 주요 소비층으로 자리 잡으면서, 왕홍의 영향력 역시 날이 갈수록 커지고 있기 때문이다.

중국 온라인 화장품 판매액 추이



자료 : 유로모니터, SK 증권

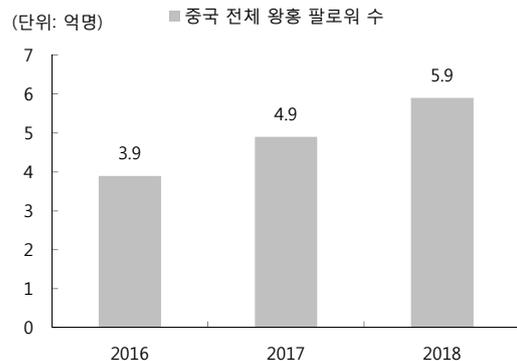
2018년 기준 중국 화장품 유통 채널별 비중



자료 : 유로모니터, SK 증권

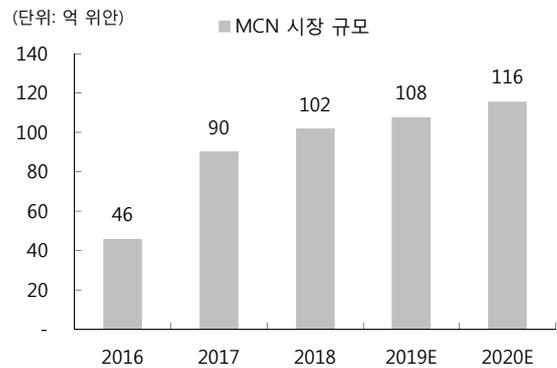
2018년 기준 중국의 전체 왕홍 팔로워 수는 전년 동기 대비 약 20% 성장한 5억 9천만 명에 달하고 있다. 해당 팔로워 중 25세 이하의 수가 절반 이상을 차지하며, 40세 이상 팔로워 수 역시 지속적으로 증가하고 있는 추세다.

중국 전체 왕홍 팔로워 수 추이



자료 : 업계자료, SK 증권

Multi-Channel Network (왕홍 기획사, MCN) 시장규모 추이

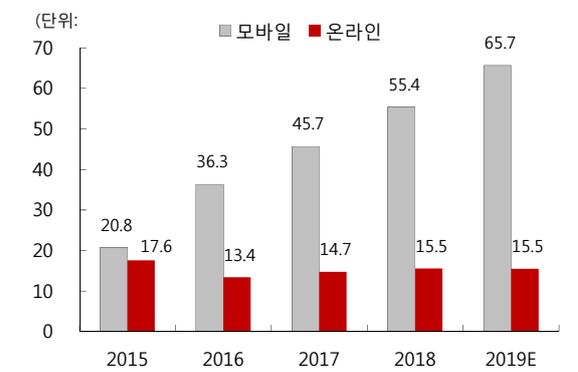


자료 : iResearch, SK 증권

왕홍 생방송 시장이 커지는 대표적인 이유는 모바일 인터넷의 보급률 확대로 모바일 거래가 지속적으로 늘고 있기 때문이다. 모바일을 기반으로 한 금융 인프라와 상거래가 발달하며, 이제까지 중국에 없었던 '홈쇼핑'의 방송행태가 'SNS 생방송 쇼핑'으로 나타내게 된 것이다. 다만, 여기서 간과하지 말아야 할 점은 이러한 생방송 시장이 단발적인 마케팅의 창구로만 이용될 것이 아니라, 꾸준한 투자와 함께 장기적인 마케팅 전략의 수단으로써 활용되어야 한다는 점이다. 최근 대부분의 국내 업체들이 단발성의 왕홍 생방송 판매를 진행하며 단기 매출 증가 효과를 기대하는데, 이는 브랜드나 제품의 영향보다는 해당 인플루언서의 영향력일 가능성이 높다. 단기적인 판매를 증가시킬 수는 있어도 중장기적인 브랜드력 강화로 이어지기에는 어렵다.

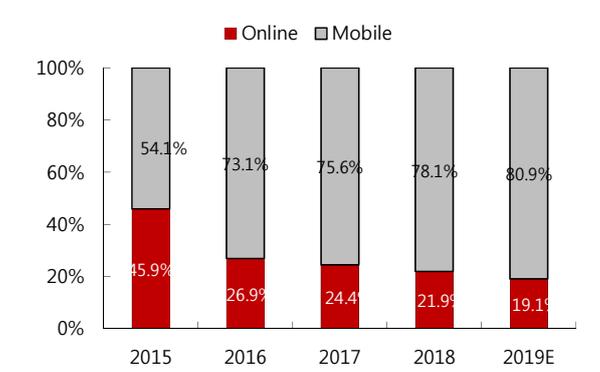
왕홍 마케팅을 구상할 때에도 보다 장기적인 방향성을 가지고 접근해야 한다. 화장품 판매에 있어서도 양질의 콘텐츠와 스토리텔링이 중요하다고 판단한다. 또한 해당 마케팅이 성공했을 시점에 국내의 브랜드 인지도가 바탕이 되어준다면 그 시너지가 더욱 클 것으로 판단한다. 또한, 중국 마케팅에 있어서 왕홍 마케팅에만 치중하기보다 전체적인 중국 Penetration 을 확대시키는 과정에서의 한 가지 도구로 활용하는 것이 바람직하다.

중국 전자상거래 시장 규모



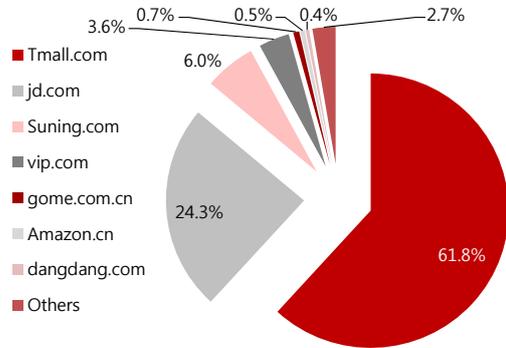
자료 : Analysys 易观, SK 증권

중국 전자상거래 온라인-모바일 비중 및 전망



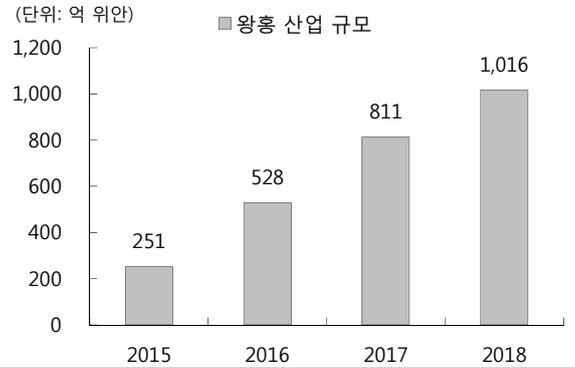
자료 : Analysys 易观, SK 증권

2018 기준 중국 B2C 온라인 판매 TOP



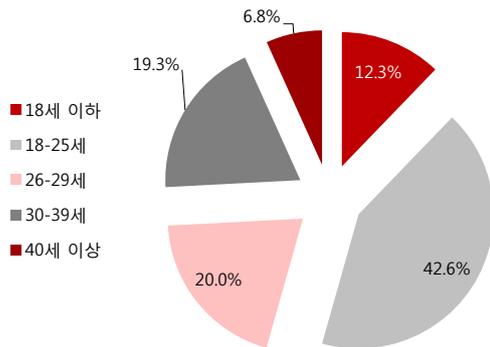
자료 : Analysys 易观, SK 증권

중국 왕홍 산업 규모



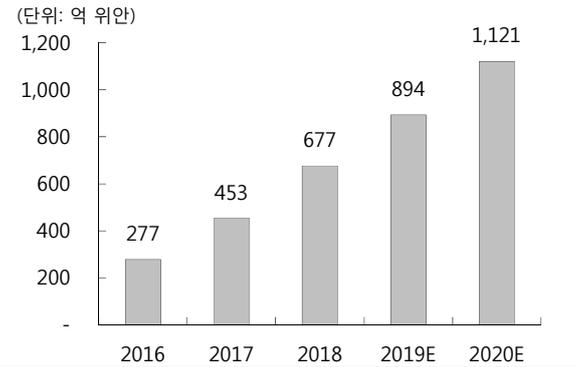
자료 : Analysys 易观, SK 증권

2Q18 기준 중국 연령별 왕홍 팔로워 비중



자료 : 중국산업연구원(中国产业研究院), SK 증권

중국 온라인 라이브 시장 규모



자료 : iResearch, SK 증권

타오바오 인기 왕홍 리스트

사진	계정명	팬수	상세 정보
	웨이야/비야 (薇娅 viya)	타오바오- 558만	- 2018년 11월 11일 3.3억건 판매량 도달 - 2018년 연간 거래액 약 27억 위안 - 2018년 광군절(11월11일) 하루 동안 약 3억3000만 위안(약 557억 원)의 매출을 올림 - 2019년 3월 한국을 방문하여 라이브 방송(총 458만명 시청)을 통해 1초당 평균 2만 개의 제품을 판매하는 위력을 보여줌. 19시-24시, 5시간 만에 약 180억원의 매출 기록
	李佳琦 Austin	웨이보- 285만명 샤오홍슈- 420만명 타오바오- 473만명	- 2018~2019년 뷰티 TOP 1 타오바오 왕홍
	烈儿宝贝	타오바오-237만	- 생방송 한번에 최대 매출 금액 8,000만 위안 도달
	小乔OFAY	타오바오- 158만	- 2018년 연간 생방송 순수익 1,000만 위안 도달
	盛太全球购	타오바오- 51만	- 글로벌 쇼핑 파워 셀러 TOP급 - 한 시간 최대 매출 금액 240만 위안 도달 - 최근 주목받는 왕홍 - 2019년 3월 마스크팩 단품 매출로 240만 위안 달성 - 2019년 한시간 최대 매출 641만 위안 기록
	恩佳N	타오바오- 106만	- 2018년 연간 생방송 순수익 2,500만 위안 도달
	Rika0_0	타오바오- 104만	- 타오바오, 웨이보, 샤홍슈, 이즐보, 틱톡 팬수 총 1,500만 도달
	雪艾尼Tiffany	타오바오- 188만	- 생방송 한번에 최대 매출 금액 700만 위안 도달
	淘女郎demi	타오바오- 160만	- 개인 상점 연간 매출 금액 1,300만 위안 도달
	파피장	웨이보- 2000만명	- 파피장은 화장품 브랜드 '릴리&뷰티'의 생방송 판매를 맡는 조건으로 2200만위안(37억4000만원)을 받았다 - 2018년 광군절 방송을 약 150만명의 시청자가 시청, 약 10억위안(약 1700억)의 방송 매출을 기록함

자료: 언론자료, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	52 만주
액면가	500 원
시가총액	9,470 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외 5)	47.56%
국민연금공단	6.04%
외국인지분률	33.30%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(19/07/12)	162,000 원
KOSPI	2086.66 pt
52주 Beta	1.56
52주 최고가	293,500 원
52주 최저가	150,000 원
60일 평균 거래대금	39 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.2%	-6.2%
6개월	-11.0%	-11.5%
12개월	-45.4%	-40.2%

아모레퍼시픽 (090430/KS | 중립(유지) | T.P 180,000 원(하향))

회복의 시그널은 아직

- 2 분기 매출액 1 조 3,890 원(YoY +3.4%), 영업이익 1,118 억원(YoY -19.1%) 추정
- 면세 채널 성장을 YoY +12.3%로 1 분기 대비 소폭 둔화된 성장을 시현 전망
- 중국 현지, 럭셔리는 고성장 중이지만 이니스프리 기존점 역신장이 지속되는 상황
- 국내 채널 재정비와 중국 현지에서의 매력도 확대를 위한 브랜드 마케팅에 집중 투자
- 투자의견 중립 유지하나, 실적 추정치 하향에 따라 목표주가는 180,000 원으로 하향

2Q19E 컨센서스 하회 불가피할 전망

2 분기 매출액과 영업이익은 각각 1 조 3,890 원(YoY +3.4%), 영업이익 1,118 억원 (YoY -19.1%)으로 영업이익 컨센서스 1,320 억원을 하회할 것으로 추정한다. 실적 하회의 주요 원인은 점진적으로 둔화되고 있는 면세 채널 성장률과 예상보다 부진한 중국 현지 판매에 기인한다. 글로벌 화장품 업체들의 마케팅 강화와 면세 사업자들의 판촉 경쟁으로 견조한 파이공 수요가 이어지며 2 분기 전체 면세점 판매(YoY +16.9%)는 호조를 보였으나, 동사의 경우, 마몽드, 라네즈, IOPE 등 중저가 브랜드의 상대적 수요 약세로 시장 성장률에 미치지 못하는 성장률(YoY +12.3%)을 기록한 것으로 추정된다. 국내 순수 채널의 경우, 백화점, 방판, 전문점, 할인점 모두 역신장하며 y-y -9.1% 감소할 것으로 예상되는데, 그 중에서도 멀티샵으로 채널 전환(6 월 기준 약 190 개 전환 완료) 중인 아리따움 채널은 YoY -15% 이상 역신장을 지속할 전망이다.

공격적인 중국 현지 마케팅 활동 진행 중이나, 회복 시그널은 아직

중국 현지는 1 분기와 비슷한 흐름을 보이고 있다. 설화수와 헤라는 YoY +30% 이상의 외형 성장세를 보여주고 있는 반면, 이니스프리와 마몽드의 경우 매출액 역성장이 지속되고 있다. 특히, 매장 리뉴얼, CI 및 BI 교체, 판촉활동 등 절대 금액으로 가장 많은 마케팅 비용이 집행되고 있는 이니스프리의 경우, 3-4 선 도시 매장 출점이 지속되고 있는데도 불구하고, 기존점 성장률의 감소로 낮은 한자릿수 역신장이 불가피할 전망이다. 투자 지속 중이지만, 아직까지 눈에 띄는 마케팅 효과는 없었던 것으로 파악된다.

목표주가 기준 200,000 원에서 180,000 원으로 하향

투자의견 Hold 유지하며, 목표주가는 기존 200,000 원에서 180,000 원으로 하향한다. 예상보다 부진한 중국 현지 마케팅 효과와 점진적으로 둔화되고 있는 국내 면세점 성장률을 반영해 연간 실적 추정치를 하향조정하였다. 목표주가 산출을 위한 밸류에이션 멀티플은 글로벌 화장품 3 사의 평균 PER 을 5% 할인하여 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	5,645	5,124	5,278	5,497	5,843	6,210
yoy	%	18.4	-9.2	3.0	4.2	6.3	6.3
영업이익	십억원	848	596	482	478	522	616
yoy	%	9.7	-29.7	-19.2	-0.9	9.2	18.0
EBITDA	십억원	1,029	820	748	814	853	958
세전이익	십억원	857	567	453	491	536	633
순이익(지배주주)	십억원	639	394	332	327	358	422
영업이익률%	%	15.0	11.6	9.1	8.7	8.9	9.9
EBITDA%	%	18.2	16.0	14.2	14.8	14.6	15.4
순이익률	%	11.4	7.8	6.3	5.9	6.1	6.8
EPS	원	9,262	5,709	4,813	4,745	5,180	6,108
PER	배	34.7	53.3	43.5	34.0	31.2	26.4
PBR	배	5.7	5.1	3.3	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	배	19.5	23.2	17.0	11.7	11.0	9.5
ROE	%	17.7	9.8	7.8	7.2	7.4	8.2
순차입금	십억원	-941	-537	-664	-884	-1,025	-1,283
부채비율	%	33.0	28.8	20.8	28.8	28.1	27.2

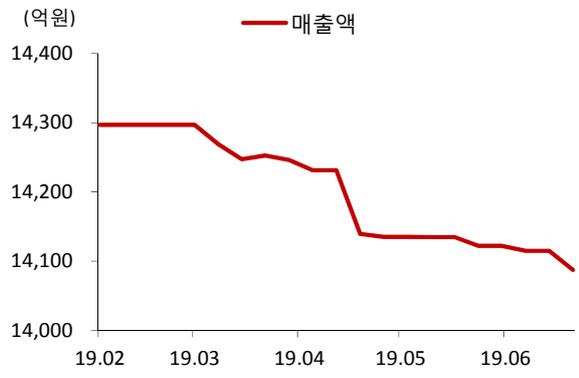
아모레퍼시픽 2Q19 Preview

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	y-y %	q-q %	컨센서스	차이
매출액	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.2	1,451.3	1,389.0	3.4%	-4.3%	1,404.9	-1.1%
영업이익	235.9	145.8	76.5	23.8	186.6	118.0	-19.1%	-36.8%	132.0	-10.6%
순이익	176.7	109.6	48.1	0.5	122.2	101.9	-7.0%	-16.6%	99.1	2.9%
OPM%	16.5%	10.8%	6.0%	1.9%	12.9%	8.5%	-2.4%p	-4.4%p	9.4%	-0.9%p

자료: Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 2Q19 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 2Q19 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M Fwd EPS 기준 예상 순이익 (a)	억원	3,287			
12M Fwd EPS 기준 예상 우선주 배당금 (b)	억원	124			12M Fwd 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
[(a)-(b)] X Target Multiple = (c)	억원 배	3,163	32.5	102,962	글로벌 화장품 3개사 12M Fwd PER을 5% 할인
Shares outstanding ('000) (d)	천주			58,274	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(c)/(d)	원			176,686	
Target Price	원			180,000	Upside +11.1%

자료: 아모레퍼시픽, Bloomberg, SK 증권

주: 화장품 글로벌 3사는 시세이도, 에스티로더, 로레알을 포함

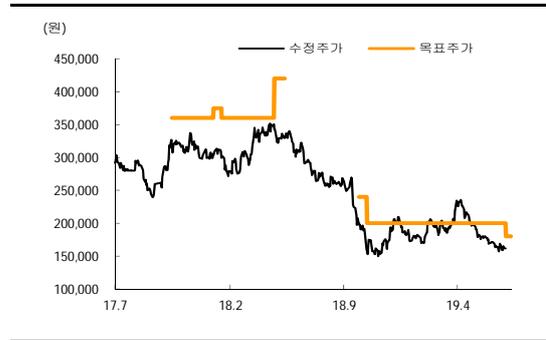
아모레퍼시픽 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	1,451.3	1,389.0	1,341.3	1,315.4	5,277.8	5,497.0	5,842.6
% y-y	-8.8%	11.5%	5.7%	7.4%	1.4%	3.4%	4.9%	7.5%	3.0%	4.2%	6.3%
Cosmetics	780.7	760.8	697.1	595.9	789.4	767.7	720.4	637.2	2,834.5	2,914.7	3,081.1
% y-y	-17.1%	9.5%	9.1%	7.3%	1.1%	0.9%	3.3%	6.9%	0.2%	2.8%	5.7%
MC&S	160.2	116.9	142.7	93.1	151.3	120.4	141.7	95.4	512.9	508.9	513.9
% y-y	-1.8%	5.4%	-5.7%	1.3%	-5.6%	3.0%	-0.7%	2.5%	-0.8%	-0.8%	1.0%
Asia	478.0	456.2	422.3	517.4	497.8	486.7	457.3	562.0	1,873.9	2,003.9	2,157.5
% y-y	6.5%	16.4%	3.9%	6.7%	4.1%	6.7%	8.3%	8.6%	8.2%	6.9%	7.7%
Europe	7.6	6.3	6.4	8.7	5.8	6.6	6.8	9.7	29.0	29.0	31.9
% y-y	-53.7%	16.7%	-11.1%	29.9%	-23.7%	5.5%	7.0%	12.0%	-18.8%	0.1%	10.0%
USA	15.3	14.2	18.6	19.5	18.2	18.6	25.6	23.9	67.6	86.2	107.8
% y-y	30.8%	25.7%	35.8%	20.4%	19.0%	30.7%	37.8%	22.4%	27.8%	27.6%	25.0%
** Duty Free Shop	320.2	304.8	332.0	313.5	366.9	342.3	368.5	359.0	1,270.5	1,436.6	1,601.8
% y-y	-23.6%	29.3%	40.1%	48.2%	14.6%	12.3%	11.0%	14.5%	15.1%	13.1%	11.5%
영업이익	235.9	145.8	76.5	23.8	186.6	118.0	90.8	82.4	482.1	477.6	521.5
% y-y	-25.5%	43.5%	-24.3%	-69.1%	-20.9%	-19.1%	18.7%	246.1%	-19.2%	-0.9%	9.2%
% Margin	16.5%	10.9%	6.0%	1.9%	12.9%	8.5%	6.8%	6.3%	9.1%	8.7%	8.9%
Cosmetics	140.5	94.4	46.2	3.1	117.6	87.6	62.2	41.5	284.2	308.9	341.7
% y-y	-34.5%	11.6%	-17.9%	-93.5%	-16.3%	-7.2%	34.5%	1240.2%	-29.5%	8.7%	10.6%
% Margin	18.0%	12.4%	6.6%	0.5%	14.9%	11.4%	8.6%	6.5%	10.0%	10.6%	11.1%
MC&S	16.9	(1.8)	2.9	(18.4)	11.8	(1.2)	3.0	(11.2)	(0.4)	2.4	7.2
% y-y	-13.3%	적지	-72.6%	적지	-30.2%	적지	4.2%	적지	적전	흑전	200.0%
% Margin	10.5%	-1.5%	2.0%	-19.8%	7.8%	-1.0%	2.1%	-11.8%	-0.1%	0.5%	1.4%
Asia	85.0	53.6	30.1	55.5	53.9	41.3	34.8	58.2	224.2	188.2	204.2
% y-y	-3.0%	66.5%	-42.0%	20.7%	-36.6%	-23.0%	15.7%	4.8%	3.0%	-16.1%	8.5%
% Margin	17.8%	11.7%	7.1%	10.7%	10.8%	8.5%	7.6%	10.3%	12.0%	9.4%	9.5%
Europe	(1.9)	(3.5)	(3.3)	(2.9)	(3.0)	(2.7)	(2.4)	(2.4)	(11.6)	(10.5)	(9.5)
USA	(1.6)	(4.7)	(0.6)	1.0	(5.0)	(2.0)	(1.8)	1.3	(5.9)	(7.5)	(2.0)

자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.17	중립	180,000원	6개월		
2019.04.30	중립	200,000원	6개월	-7.45%	17.75%
2019.04.15	중립	200,000원	6개월	-6.34%	17.75%
2019.02.01	중립	200,000원	6개월	-8.43%	9.00%
2019.01.24	매수	200,000원	6개월	-11.78%	4.75%
2018.10.30	매수	200,000원	6개월	-11.93%	4.75%
2018.10.15	매수	240,000원	6개월	-21.00%	-17.50%
2018.05.30	담당자 변경				
2018.05.10	매수	420,000원	6개월	-32.06%	-18.45%
2018.04.02	매수	360,000원	6개월	-13.45%	-2.36%
2018.02.01	매수	360,000원	6개월	-18.53%	-11.94%
2018.01.17	매수	375,000원	6개월	-17.70%	-16.53%
2017.10.31	중립	360,000원	6개월	-12.99%	-6.39%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 7월 17일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,677	1,567	2,214	2,407	2,719
현금및현금성자산	604	736	1,337	1,478	1,735
매출채권및기타채권	369	318	331	352	374
재고자산	375	403	420	446	475
비유동자산	3,698	3,804	3,813	3,961	4,048
장기금융자산	85	111	102	102	102
유형자산	2,613	2,713	2,684	2,752	2,760
무형자산	240	254	297	347	397
자산총계	5,376	5,371	6,028	6,368	6,767
유동부채	1,046	763	963	1,008	1,056
단기금융부채	87	71	241	241	241
매입채무 및 기타채무	344	361	376	400	425
단기충당부채	15	11	12	13	14
비유동부채	154	162	386	388	390
장기금융부채	43	45	269	269	269
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	14	14	14	15
부채총계	1,200	925	1,349	1,396	1,447
지배주주지분	4,154	4,422	4,656	4,951	5,302
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
기타자본구성요소	-18	-18	-46	-46	-46
자기주식	-1	-1	-30	-30	-30
이익잉여금	3,457	3,726	3,971	4,248	4,582
비지배주주지분	22	24	23	21	19
자본총계	4,175	4,446	4,679	4,971	5,321
부채외자본총계	5,376	5,371	6,028	6,368	6,767

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	503	637	1,079	656	729
당기순이익(손실)	398	335	326	356	420
비현금성항목등	482	484	469	497	538
유형자산감가상각비	224	266	337	331	342
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	78	100	45	3	3
운전자본감소(증가)	-124	-28	402	-16	-17
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-37	37	81	-21	-22
재고자산감소(증가)	4	-77	-20	-26	-28
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-32	-20	82	24	25
기타	-60	32	259	7	8
법인세납부	-253	-154	-118	-180	-213
투자활동현금흐름	-387	-402	-413	-426	-373
금융자산감소(증가)	396	21	-11	0	0
유형자산감소(증가)	-767	-404	-370	-400	-350
무형자산감소(증가)	-42	-50	-50	-50	-50
기타	27	31	18	24	27
재무활동현금흐름	-115	-105	-72	-90	-97
단기금융부채증가(감소)	-49	-15	-1	0	0
장기금융부채증가(감소)	45	0	-36	0	0
자본의증가(감소)	0	0	-29	0	0
배당금의 지급	-109	-88	-81	-80	-88
기타	-3	-2	-6	-10	-10
현금의 증가(감소)	-20	131	601	141	258
기초현금	624	604	736	1,337	1,478
기말현금	604	736	1,337	1,478	1,735
FCF	-222	-78	231	211	334

자료 : 아모레퍼시픽 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,124	5,278	5,497	5,843	6,210
매출원가	1,380	1,435	1,496	1,585	1,678
매출총이익	3,744	3,843	4,001	4,258	4,532
매출총이익률 (%)	73.1	72.8	72.8	72.9	73.0
판매비와관리비	3,148	3,361	3,523	3,736	3,917
영업이익	596	482	478	522	616
영업이익률 (%)	11.6	9.1	8.7	8.9	9.9
비영업손익	-29	-29	13	15	17
순금융비용	-11	-10	-11	-15	-17
외환관련손익	-21	3	5	3	3
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	567	453	491	536	633
세전계속사업이익률 (%)	11.1	8.6	8.9	9.2	10.2
계속사업법인세	169	118	165	180	213
계속사업이익	398	335	326	356	420
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	398	335	326	356	420
순이익률 (%)	7.8	6.3	5.9	6.1	6.8
지배주주	394	332	327	358	422
지배주주귀속 순이익률(%)	7.69	6.29	5.96	6.12	6.79
비지배주주	4	3	-1	-1	-1
총포괄이익	386	358	343	373	437
지배주주	384	356	345	375	439
비지배주주	2	3	-2	-2	-2
EBITDA	820	748	814	853	958

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-9.2	3.0	4.2	6.3	6.3
영업이익	-29.7	-19.2	-0.9	9.2	18.0
세전계속사업이익	-33.8	-20.2	8.4	9.2	18.0
EBITDA	-20.3	-8.8	8.9	4.8	12.3
EPS(계속사업)	-38.4	-15.7	-1.4	9.2	17.9
수익성 (%)					
ROE	9.8	7.8	7.2	7.4	8.2
ROA	7.5	6.2	5.7	5.8	6.4
EBITDA마진	16.0	14.2	14.8	14.6	15.4
안정성 (%)					
유동비율	160.3	205.4	230.0	238.8	257.5
부채비율	28.8	20.8	28.8	28.1	27.2
순차입금/자기자본	-12.9	-14.9	-18.9	-20.6	-24.1
EBITDA/이자비용(배)	266.2	320.4	368.9	87.8	98.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,709	4,813	4,745	5,180	6,108
BPS	60,186	64,072	67,467	71,733	76,819
CFPS	8,950	8,669	9,622	9,983	11,068
주당 현금배당금	1,280	1,180	1,170	1,277	1,507
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	63.2	73.0	49.6	45.5	38.6
PER(최저)	42.0	31.2	33.1	30.3	25.7
PBR(최고)	6.0	5.5	3.5	3.3	3.1
PBR(최저)	4.0	2.3	2.3	2.2	2.0
PCR	34.0	24.2	16.8	16.2	14.6
EV/EBITDA(최고)	27.9	29.1	17.6	16.6	14.5
EV/EBITDA(최저)	18.4	12.1	11.4	10.7	9.2

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

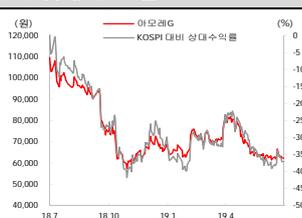
Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,246 만주
자사주	627 만주
액면가	500 원
시가총액	5,145 십억원
주요주주	
서경배(외9)	61.95%
아모레G 자사주	7.52%
외국인지분률	21.50%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(19/07/12)	62,400 원
KOSPI	2,086.66 pt
52주 Beta	1.40
52주 최고가	110,000 원
52주 최저가	57,400 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.9%	-0.8%
6개월	-6.2%	-6.7%
12개월	-42.8%	-37.3%

아모레 G (002790/KS | 중립(유지) | T.P 65,000 원(유지))

아모레퍼시픽의 중국 현지 회복이 중요

- 2Q 매출액 1 조 5,727 억원(YoY +1.2%), 영업이익 1,330 억원(YoY -21.9%) 추정
- 아모레퍼시픽 실적 부진으로 컨센서스 영업이익 1,475 억을 하회하는 실적 전망
- 이니스프리와 에뛰드의 경우, 수익성이 높은 면세와 고정비가 높은 로드샵이 모두 부진
- 전사 화장품 판매 위축에 따라 생산 자회사들의 실적도 부진할 수 밖에 없는 상황
- 투자의견 Hold 와 목표주가 65,000 원 유지

아모레퍼시픽부터 생산법인까지 모두 부진할 전망

2Q19 아모레 G 는 매출액 1 조 5,727 억원(YoY +1.2%)과 영업이익 1,330 억원(YoY -21.9%)을 기록할 것으로 추정한다. 이는 매출액 컨센서스 1 조 5,937 억원에는 대략 부합하나, 영업이익의 컨센서스 1,475 억원에는 크게 미치지 못하는 실적이다. 실적 부진의 주요 원인은 주요 자회사 아모레퍼시픽의 중국 현지 판매 부진과 면세 성장률 둔화다. 이니스프리와 에뛰드 법인의 경우, 오프라인 트래픽의 감소로 1) 고정비가 높은 국내 로드샵이 부진을 면치 못하고 있고, 2) 수익성이 좋은 면세 채널 역시 수요 위축으로 역신장을 지속하며 전체 마진이 훼손되고 있는 상황이다. 2Q19E 이니스프리와 에뛰드는 매출액이 각각 YoY -6.9%와 -20.4% 감소할 것으로 예상된다. 한편, 전체 화장품 판매 부진에 따라 생산 자회사들의 가동률 하락 역시 불가피한 상황이다. 현재는 전사적으로 고정비 부담이 커지면서 영업 레버리지는 축소될 수 밖에 없는 구간이다.

아모레퍼시픽의 중국 현지 회복이 관건

아모레퍼시픽(2019E 매출액 기여도 89%)을 포함한 주요 자회사(이니스프리, 에뛰드, 에스앤아, 아모스 등)가 대부분 부진한 상황이다. 아모레 G 의 실적 회복을 위해서는 가장 비중이 큰 아모레퍼시픽의 실적 개선이 선행되어야 하는데, 그러기 위해서는 현재 아모레퍼시픽이 진행하고 있는 중국 현지 마케팅 투자가 유의미한 수요의 증가로 이어져야 한다. 특히, 이니스프리의 브랜드 마케팅이 성공적으로 작용할 시, 중국 소비자에게 소구되는 이니스프리의 매력도가 향상되며 아모레 G 의 면세점 매출 증가로 이어질 가능성이 높다. 당장은 아모레퍼시픽의 실적 불확실성에 더해 국내 이니스프리와 에뛰드의 구조적인 채널 부진까지 겹쳐진 상황이라 단기간 내 실적 반등은 어려울 전망이다. 결국, 현재로서는 아모레퍼시픽 대비 투자 매력도도 낮다고 판단, 아모레 G 에 대한 투자의견 Hold 와 목표주가 65,000 원을 유지한다. 목표주가는 12M fwd 예상 순이익에 아모레퍼시픽의 12M Fwd 예상 실적 기준 PER 을 5% 할인 적용하여 산출하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	6,698	6,029	6,078	6,199	6,537	6,911
yoy	%	18.3	-10.0	0.8	2.0	5.5	5.7
영업이익	십억원	1,083	731	549	503	549	645
yoy	%	18.5	-32.5	-24.9	-8.4	9.1	17.6
EBITDA	십억원	1,304	1,000	860	823	822	878
세전이익	십억원	1,088	698	535	497	550	645
순이익(지배주주)	십억원	342	203	142	158	164	193
영업이익률%	%	16.2	12.1	9.0	8.1	8.4	9.3
EBITDA%	%	19.5	16.6	14.2	13.3	12.6	12.7
순이익률	%	12.1	8.1	6.2	5.6	5.7	6.3
EPS	원	3,851	2,279	1,600	1,775	1,843	2,175
PER	배	34.5	61.9	45.4	35.2	33.9	28.7
PBR	배	4.2	4.2	2.1	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	배	9.6	13.8	9.3	8.1	7.7	6.7
ROE	%	12.8	7.0	4.7	5.0	4.9	5.5
순차입금	십억원	-1,600	-1,183	-1,359	-1,927	-2,520	-3,169
부채비율	%	27.3	23.7	18.3	26.8	26.0	25.2

아모레 G 2Q19 Preview

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	y-y %	q-q %	컨센서스	차이
매출액	1,664.3	1,553.7	1,462.6	1,397.6	1,642.5	1,572.7	1.2%	-4.2%	1,593.7	-1.3%
영업이익	278.1	170.3	84.7	16.4	204.8	133.0	-21.9%	-35.1%	147.5	-9.8%
순이익	216.0	126.9	53.8	-20.5	163.3	102.6	-19.2%	-37.2%	102.3	0.3%
OPM%	16.7%	11.0%	5.8%	1.2%	12.5%	8.5%	-2.5%p	-4.0%p	9.3%	-0.8%p

자료: Quantwise, SK 증권

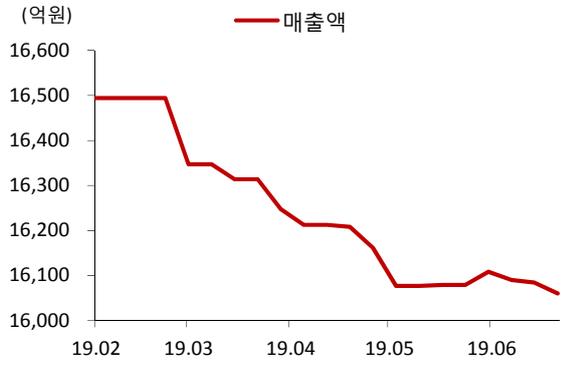
아모레 G 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
Sales 매출액	1,664.3	1,553.7	1,462.6	1,397.6	1,642.5	1,572.7	1,509.1	1,474.3	6,078.2	6,198.6	6,537.3
y-y %	-10.3	10.0	3.1	4.1	-1.3	1.2	3.2	5.5	0.8	2.0	5.5
화장품	1,725.7	1,622.3	1,524.4	1,449.2	1,719.5	1,644.3	1,570.0	1,524.2	6,321.7	6,458.0	6,768.8
아모레퍼시픽	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	1,451.3	1,389.0	1,341.3	1,315.4	5,277.9	5,497.0	5,842.6
이니스프리	162.7	159.6	145.3	131.2	154.6	148.6	135.9	122.9	598.8	562.0	542.3
에뛰드	64.8	57.2	47.5	48.8	50.1	45.5	38.8	39.8	218.3	174.2	150.7
AMOS, ESPOIR, AESTURA	66.6	61.8	53.2	45.1	63.4	61.2	54.1	46.1	226.7	224.8	233.2
비화장품	41.5	41.0	38.5	42.2	40.0	39.3	38.9	43.1	163.3	161.3	164.6
y-y %	-9.9	9.4	3.7	3.6	-0.4	1.4	3.0	5.2	0.9	2.2	4.8
아모레퍼시픽	-8.8	11.5	5.7	7.4	1.4	3.4	4.9	7.5	3.0	4.2	6.3
이니스프리	-18.0	4.0	2.9	-11.9	-5.0	-6.9	-6.5	-6.3	-6.7	-6.2	-3.5
에뛰드	-20.3	-2.4	-22.6	-15.4	-22.7	-20.4	-18.4	-18.5	-15.7	-20.2	-13.5
AMOS, ESPOIR, AESTURA	1.0	-5.4	-7.3	-13.3	-4.7	-1.0	1.7	2.1	-5.8	-0.8	3.7
비화장품	-6.8	22.6	4.5	0.1	-3.6	-4.3	1.1	2.1	4.0	-1.2	2.0
OP 영업이익	278.0	170.3	84.7	16.3	204.7	133.0	91.6	73.8	549.3	503.1	548.8
y-y %	-26.6	30.5	-36.0	-81.9	-26.4	-21.9	8.2	352.7	-24.9	-8.4	9.1
OPM	16.7	11.0	5.8	1.2	12.5	8.5	6.1	5.0	9.0	8.1	8.4
화장품	276.0	172.8	84.0	19.5	210.3	135.7	93.9	75.4	552.3	515.2	562.5
아모레퍼시픽	235.9	145.8	76.5	23.8	186.6	118.0	90.8	82.4	482.0	477.7	521.5
이니스프리	32.9	26.9	14.6	6.0	21.1	19.1	10.3	3.5	80.4	53.9	49.3
에뛰드	-1.5	-6.1	-9.2	-9.5	-5.8	-6.8	-9.7	-10.3	-26.3	-32.7	-27.9
AMOS, ESPOIR, AESTURA	8.7	6.2	2.1	-0.8	8.4	5.5	2.5	-0.1	16.2	16.2	19.5
비화장품	-1.3	0.2	-0.3	-0.2	1.7	2.2	1.1	1.2	-1.6	6.2	6.6
OPM %	16.0	10.7	5.5	1.3	12.2	8.3	6.0	4.9	8.7	8.0	8.3
아모레퍼시픽	16.5	10.9	6.0	1.9	12.9	8.5	6.8	6.3	9.1	8.7	8.9
이니스프리	20.2	16.9	10.0	4.6	13.6	12.9	7.5	2.8	13.4	9.6	9.1
에뛰드	-2.3	-10.7	-19.4	-19.5	-11.6	-15.0	-25.0	-26.0	-12.0	-18.8	-18.6
AMOS, ESPOIR, AESTURA	13.1	10.0	3.9	-1.8	13.2	8.9	4.6	-0.3	7.1	7.2	8.4
비화장품	-3.1	0.5	-0.8	-0.5	4.2	5.6	2.9	2.7	-1.0	3.9	4.0

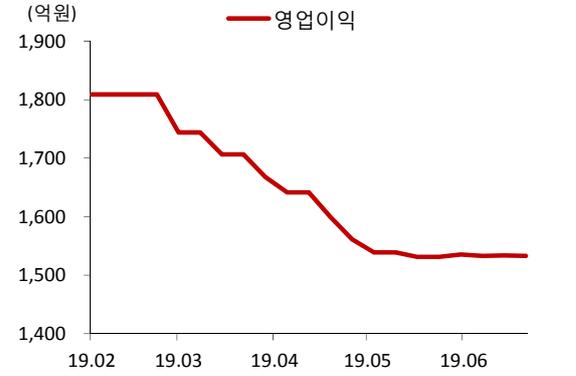
자료: 아모레 G, SK 증권

아모레 G 2Q19 매출액 컨센서스 추이



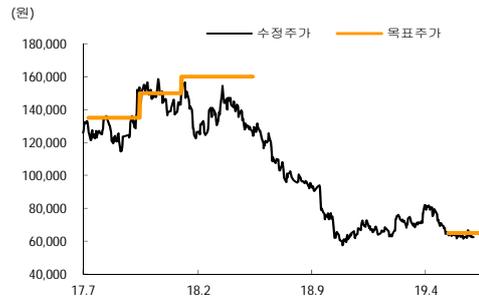
자료: Quantwise, SK 증권

아모레 G 2Q19 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.17	중립	65,000원	6개월		
2019.05.30	중립	65,000원	6개월	-2.74%	2.46%
2018.05.30	담당자 변경				
2018.01.17	중립	160,000원	6개월	-39.45%	-2.19%
2017.10.31	중립	150,000원	6개월	-1.93%	5.67%
2017.07.27	중립	135,000원	6개월	-5.42%	13.70%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 7월 17일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,526	2,490	3,650	4,306	5,020
현금및현금성자산	1,208	1,297	2,494	3,087	3,736
매출채권및기타채권	374	338	356	380	404
재고자산	458	498	526	560	595
비유동자산	4,809	4,898	4,586	4,360	4,176
장기금융자산	113	141	140	140	140
유형자산	3,247	3,322	2,976	2,703	2,470
무형자산	761	774	820	875	930
자산총계	7,335	7,387	8,236	8,666	9,196
유동부채	1,171	898	1,173	1,226	1,280
단기금융부채	180	169	403	403	403
매입채무 및 기타채무	331	365	385	411	437
단기충당부채	19	12	15	19	22
비유동부채	232	247	567	563	572
장기금융부채	43	45	353	353	353
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	15	20	26	31
부채총계	1,403	1,145	1,740	1,789	1,852
지배주주지분	2,997	3,119	3,248	3,399	3,602
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	690	690	690
기타자본구성요소	-146	-146	-155	-155	-155
자기주식	-140	-140	-155	-155	-155
이익잉여금	2,423	2,546	2,676	2,814	3,006
비지배주주지분	2,935	3,124	3,247	3,479	3,741
자본총계	5,932	6,242	6,496	6,877	7,343
부채외자본총계	7,335	7,387	8,236	8,666	9,196

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	570	711	1,239	605	625
당기순이익(손실)	490	376	344	376	436
비현금성항목등	544	583	473	446	443
유형자산감가상각비	268	311	320	273	233
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	55	121	72	40	53
운전자본감소(증가)	-145	-61	545	-20	-21
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-29	54	90	-23	-24
재고자산감소(증가)	17	-95	-43	-34	-35
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-33	-15	107	25	26
기타	-101	-4	391	12	12
법인세납부	-318	-187	-123	-197	-232
투자활동현금흐름	-218	-516	57	30	42
금융자산감소(증가)	630	-71	80	0	0
유형자산감소(증가)	-843	-435	-63	0	0
무형자산감소(증가)	-46	-54	-55	-55	-55
기타	40	43	95	85	97
재무활동현금흐름	-93	-107	-106	-42	-18
단기금융부채증가(감소)	-17	-10	2	0	0
장기금융부채증가(감소)	45	0	-49	0	0
자본의증가(감소)	0	0	-38	0	0
배당금의 지급	-117	-92	-26	-26	-2
기타	-5	-5	-21	-16	-16
현금의 증가(감소)	239	90	1,197	593	649
기초현금	969	1,208	1,297	2,494	3,087
기말현금	1,208	1,297	2,494	3,087	3,736
FCF	-200	-54	526	562	581

자료 : 아모레G, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,029	6,078	6,199	6,537	6,911
매출원가	1,614	1,619	1,679	1,765	1,838
매출총이익	4,415	4,459	4,519	4,773	5,073
매출총이익률 (%)	73.2	73.4	72.9	73.0	73.4
판매비와관리비	3,683	3,910	4,016	4,224	4,427
영업이익	731	549	503	549	645
영업이익률 (%)	12.1	9.0	8.1	8.4	9.3
비영업손익	-33	-15	-6	1	0
순금융비용	-21	-23	-23	-34	-46
외환관련손익	-29	6	7	7	7
관계기업투자등 관련손익	1	1	0	0	0
세전계속사업이익	698	535	497	550	645
세전계속사업이익률 (%)	11.6	8.8	8.0	8.4	9.3
계속사업법인세	209	159	153	174	210
계속사업이익	490	376	344	376	436
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	490	376	344	376	436
순이익률 (%)	8.1	6.2	5.6	5.7	6.3
지배주주	203	142	158	164	193
지배주주귀속 순이익률(%)	3.36	2.34	2.55	2.51	2.8
비지배주주	287	234	187	212	242
총포괄이익	481	402	376	407	468
지배주주	202	151	170	176	206
비지배주주	279	250	206	231	262
EBITDA	1,000	860	823	822	878

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-10.0	0.8	2.0	5.5	5.7
영업이익	-32.5	-24.9	-8.4	9.1	17.6
세전계속사업이익	-35.8	-23.4	-7.0	10.5	17.4
EBITDA	-23.3	-13.9	-4.3	-0.2	6.9
EPS(계속사업)	-40.8	-29.8	10.9	3.9	18.0
수익성 (%)					
ROE	7.0	4.7	5.0	4.9	5.5
ROA	6.8	5.1	4.4	4.4	4.9
EBITDA마진	16.6	14.2	13.3	12.6	12.7
안정성 (%)					
유동비율	215.7	277.4	311.1	351.3	392.1
부채비율	23.7	18.3	26.8	26.0	25.2
순차입금/자기자본	-20.0	-21.8	-29.7	-36.6	-43.2
EBITDA/이자비용(배)	212.3	188.8	50.5	50.4	53.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,279	1,600	1,775	1,843	2,175
BPS	33,714	35,082	36,536	38,229	40,519
CFPS	5,297	5,098	5,376	4,915	4,794
주당 현금배당금	360	310	310	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	69.6	97.8	46.2	44.4	37.7
PER(최저)	48.1	35.9	34.7	33.4	28.3
PBR(최고)	4.7	4.5	2.2	2.1	2.0
PBR(최저)	3.3	1.6	1.7	1.6	1.5
PCR	26.6	14.3	11.6	12.7	13.0
EV/EBITDA(최고)	15.3	17.5	10.1	9.7	8.6
EV/EBITDA(최저)	11.1	7.8	8.0	7.6	6.7

SK COMPANY Analysis



Analyst
전영현

yj6752@sk.com
02-3773-9181

Company Data

자본금	26 십억원
발행주식수	2,635 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	951 십억원
주요주주	
AK홀딩스(외8)	63.65%

외국인지분률	62.0%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(19/07/12)	36,100 원
KOSPI	2086.66 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	77,500 원
52주 최저가	35,050 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-18.4%	-17.6%
6개월	-22.5%	-22.9%
12개월	-52.9%	-48.5%

애경산업 (018250/KS | 매수(유지) | T.P 47,000 원(하향))

핵심 채널 역성장으로 감익 불가피

- 2 분기 매출액 1,643 억원(YoY -5.8%), 영업이익 150 억원(YoY -29.8%)으로 추정
- 화장품 수출, 면세 채널 각각 YoY -20%, -16% 감소하며 컨센서스 큰 폭 하회 예상
- 현재까지는 유통 단계 단기 재고 조정 요인이 커보이나, 지속적인 End 수요 확인 필요
- 생활용품, 매출액 YoY +5% 증가 예상하며 온라인과 수출 채널의 성장이 돋보일 전망
- 투자의견 Buy 유지하나, 연간 실적 추정치 하향으로 목표주가는 47,000 원으로 하향

2Q19 수출과 면세 채널 부진으로 감익 불가피

2 분기 매출액과 영업이익은 각각 1,643 억원(YoY -5.8%), 영업이익 150 억원(YoY -29.8%)으로 영업이익 컨센서스 215 억원을 크게 하회하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. **화장품 부문** 매출액은 YoY -14% 감소한 820 억원을 시현할 것으로 예상하는데, 실질적인 중국 향 수요라고 볼 수 있는 수출과 면세점 채널이 각각 YoY -20%와 -16% 역신장하며 전사 매출액을 끌어내릴 전망이다. 수출과 면세점이 부진했던 주요 요인은 1) 중간 유통 단계에서 대리상들의 재고 조정이 있었고, 2) 중저가 색조 브랜드 경쟁 심화 국면에서 마케팅 활동이 비교적 적었던 Age20's 의 브랜드 매력도가 상대적으로 하락하며 소비자 수요가 위축된 것으로 보인다. 두 채널 모두 q-q 로도 매출이 각각 -24%와 -17% 감소하는 것으로, 각 채널의 시장 성장률 역시 하회하는 모습이다. 한편, 1 분기 부진했던 홈쇼핑 채널은 4 월 리뉴얼 제품 출시와 함께 QoQ +25% 성장했을 것으로 예상된다. 다만, 4 월 홈쇼핑 방송 횟수 부족으로 YoY 성장률은 -12% 역신장이 불가피할 전망이다. 동사는 월 평균 12~13 회의 홈쇼핑 방송을 진행해왔는데, 4 월 리뉴얼 출시를 앞두고 1 주일 이상 방송을 진행하지 않았다. **생활용품**의 경우, 2 분기 매출액은 YoY+5% 증가한 823 억원을 예상하며, 비교적 수익성이 좋은 온라인 채널 판매 증가로 영업이익률은 YoY +1%p 개선된 3.7%를 기록할 것으로 전망한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 47,000 원으로 하향

'단일 브랜드'에 대한 리스크가 늘 동사의 밸류에이션 디레이팅 요인으로 작용해왔던 가운데, 핵심 채널의 실적 부진 우려가 겹쳐지며 주가는 큰 폭 하락하였다. 분기 실적 우려로 단기간 내 주가 반등은 쉽지 않을 전망이다, End 단에서의 수요가 여전히 견조한 것으로 파악되고 있다. 즉, 금번 실적 부진의 원인으로 대리상의 단기 재고조정 영향도 상당 부분 작용한 것으로 보인다. 3분기는 핵심 채널 회복으로 QoQ +10% 이상 매출 성장을 전망하며, Age20's 가 지난해 중국 티몰 광군절 행사에서 BB 크림 부문 베스트셀러였던 만큼 4 분기까지도 외형 성장 기대감이 유효하다는 판단이다. 연간 실적 추정치 하향 조정으로 목표주가는 47,000 원으로 하향하고, 투자의견 Buy 를 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	507	629	700	719	757	784
yoy	%	10.3	24.1	11.2	2.8	5.3	3.6
영업이익	십억원	40	50	79	77	85	92
yoy	%	53.0	24.4	59.2	-2.9	11.0	7.3
EBITDA	십억원	46	57	87	88	95	100
세전이익	십억원	27	49	79	77	85	91
순이익(지배주주)	십억원	22	38	61	59	65	69
영업이익률%	%	7.9	7.9	11.3	10.7	11.3	11.7
EBITDA%	%	9.1	9.0	12.5	12.2	12.6	12.8
순이익률	%	4.3	6.1	8.7	8.2	8.6	8.8
EPS	원	1,011	1,785	2,411	2,236	2,472	2,623
PER	배	0.0	0.0	19.7	15.9	14.3	13.5
PBR	배	0.0	0.0	4.0	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	12.9	8.7	7.4	6.4
ROE	%	27.5	37.2	28.5	17.8	17.2	16.0
순차입금	십억원	-15	7	-134	-181	-238	-300
부채비율	%	150.1	87.4	32.7	33.4	32.3	30.8

애경산업 2Q19 Preview

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	y-y %	q-q %	컨센서스	차이
매출액	169.1	174.3	180.4	175.8	178.8	1,643	-3.6%	-6.1%	180.5	-6.9%
영업이익	21.8	21.4	22.4	13.6	23.0	15.0	-27.2%	-34.6%	21.5	-30.1%
순이익	17.3	16.2	17.5	9.8	18.4	11.0	-32.2%	-40.3%	18.9	-41.8%
OPM%	12.9%	12.3%	12.4%	7.7%	12.8%	8.9%	-3.4%p	-3.9%p	11.9%	-3.0%p

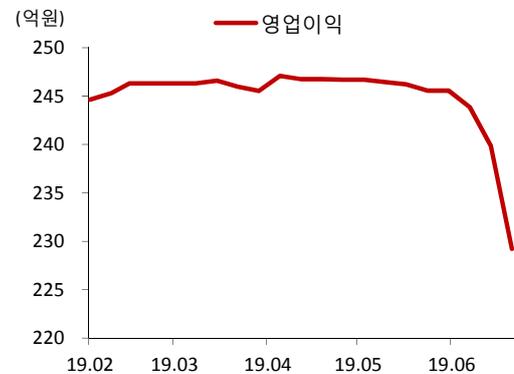
자료: Quantwise, SK 증권

애경산업 2Q19 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

애경산업 2Q19 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

애경산업 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M fwd 예상 지배주주순이익	십억원	62	19.9	1,223	12M fwd 화장품 예상 이익비중 80%와 생활용품 예상 이익비중 20% 감안
생활용품 (a)	십억원	12	16.8	207	글로벌 생활용품 3사 19년 예상실적 기준 평균 PER을 10% 할인
화장품 (b)	십억원	49	20.7	1,016	국내 화장품 3사 19년 예상실적 기준 평균 PER 15% 할인
Shares outstanding ('000)	천주			26,299	보통주 발행주식수 - 자기주식수
Fair Value Per Share	원			46,514	
Target Price	원			47,000	Upside +30.2%

자료: Bloomberg, SK 증권

주: 글로벌 생활용품 3사는 J&J, P&G, 헨켈 국내 화장품 3사는 아모레퍼시픽, LG 생활건강, 네오팜

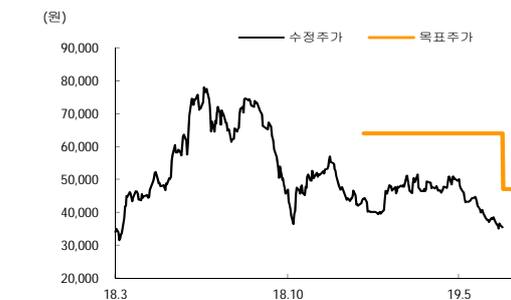
애경산업 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
Sales	매출액	169.1	174.3	180.4	175.8	178.8	164.3	186.2	190.2	699.6	719.5	757.2
	% growth (y-y)	16.9%	30.9%	10.9%	-6.6%	5.7%	-5.8%	3.2%	8.2%	11.2%	2.8%	5.3%
	화장품	81.7	95.8	88.9	91.7	89.7	82.0	90.0	101.0	358.1	362.7	382.8
	홈쇼핑	27.4	28.7	24.9	26.6	20.3	25.2	24.8	27.0	107.6	97.4	98.8
	면세점	20.8	24.9	24.9	23.8	25.3	21.0	25.4	27.1	94.4	98.8	107.2
	수출	25.7	33.5	32.0	31.2	35.3	26.8	32.5	36.4	122.4	131.0	140.2
	기타	7.4	8.6	7.1	10.1	8.8	8.9	7.3	10.6	33.2	35.5	36.6
	생활용품	87.4	78.5	91.5	84.1	89.1	82.3	96.2	89.2	341.5	356.7	374.4
	소매점	39.3	36.9	34.8	32.8	36.5	38.6	31.0	36.2	143.8	142.4	147.4
	도매점	12.2	11.0	18.3	13.5	15.1	10.7	18.3	14.2	55.0	58.2	60.6
	수출	7.0	6.3	10.1	9.3	7.1	7.5	10.4	10.2	32.6	35.2	37.5
	온라인	11.4	10.2	17.4	11.8	15.1	11.5	18.6	12.6	50.7	57.8	62.5
	기타	17.5	13.3	15.6	16.8	16.0	14.0	17.9	16.0	63.2	63.9	66.5
y-y	화장품	49.1%	76.4%	65.9%	-16.2%	9.8%	-14.4%	1.2%	10.2%	31.6%	1.3%	5.5%
	홈쇼핑	13.5%	5.9%	-1.2%	-28.5%	-25.9%	-12.1%	-0.2%	1.5%	-5.3%	-9.5%	1.5%
	면세점	152.5%	409.7%	231.7%	-45.5%	21.9%	-15.5%	2.0%	13.5%	46.6%	4.7%	8.5%
	수출	73.4%	128.7%	129.6%	50.0%	37.8%	-20.0%	1.5%	16.7%	90.7%	7.1%	7.0%
	기타	-4.2%	13.4%	2.1%	31.7%	19.6%	3.0%	2.0%	5.0%	10.9%	7.1%	3.0%
	생활용품	-2.8%	-0.5%	-16.1%	6.6%	1.9%	4.8%	5.2%	6.0%	-4.3%	4.5%	5.0%
	소매점	-4.9%	8.7%	-30.7%	9.4%	-7.1%	4.7%	-10.7%	10.4%	-7.5%	-0.9%	3.5%
	도매점	4.7%	-12.9%	39.8%	0.3%	23.8%	-2.9%	-0.2%	5.3%	8.2%	5.9%	4.0%
	수출	-2.8%	13.7%	53.8%	-9.8%	1.9%	18.7%	3.8%	10.2%	10.4%	8.1%	6.4%
	온라인	5.3%	7.8%	13.8%	14.8%	33.3%	12.5%	7.0%	7.0%	10.8%	14.0%	8.0%
	기타	-2.8%	-23.1%	-35.2%	6.6%	-8.2%	5.0%	15.0%	-5.0%	-15.9%	1.1%	4.0%
OP	영업이익	21.8	21.4	22.4	13.0	23.0	15.0	20.7	18.2	78.6	76.9	85.4
	% growth (y-y)	32.1%	105.8%	50.3%	64.6%	5.3%	-29.8%	-7.6%	40.1%	58.1%	-2.2%	11.0%
	% Margin	12.9%	12.3%	12.4%	7.4%	12.8%	9.2%	11.1%	9.6%	11.2%	10.7%	11.3%
	화장품	19.5	19.3	18.9	12.2	18.2	12.0	16.4	16.5	69.9	63.1	68.5
	생활용품	2.3	2.1	3.6	0.8	4.8	3.0	4.3	1.7	8.8	13.8	16.8
y-y	화장품	25.8%	72.3%	71.8%	24.5%	-6.7%	-37.8%	-13.1%	35.0%	47.2%	-9.7%	8.6%
	생활용품	130.0%	-362.5%	-7.7%	-142.1%	108.7%	44.0%	18.5%	117.4%	300.0%	57.2%	21.7%
OPM	화장품	23.9%	20.1%	21.3%	13.3%	20.3%	14.6%	18.3%	16.3%	19.5%	17.4%	17.9%
	생활용품	2.6%	2.7%	3.9%	1.0%	5.4%	3.7%	4.4%	2.0%	2.6%	3.9%	4.5%

자료: 애경산업 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.17	매수	47,000원	6개월		
2019.05.09	매수	64,000원	6개월	-30.01%	-19.53%
2019.04.15	매수	64,000원	6개월	-27.81%	-19.53%
2019.01.28	매수	64,000원	6개월	-28.49%	-19.53%
2019.01.24	매수	64,000원	6개월	-30.94%	-30.78%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 7 월 17 일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	129	271	333	401	470
현금및현금성자산	12	133	58	115	178
매출채권및기타채권	52	57	62	66	68
재고자산	63	77	83	89	92
비유동자산	92	140	138	133	128
장기금융자산	1	1	1	1	1
유형자산	65	91	85	77	70
무형자산	4	6	7	7	8
자산총계	221	410	471	534	598
유동부채	91	87	96	103	106
단기금융부채	19	0	1	1	1
매입채무 및 기타채무	62	62	67	72	75
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	12	14	22	28	34
장기금융부채	0	0	3	3	3
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	2	3	3	3
부채총계	103	101	118	130	141
지배주주지분	118	309	353	404	457
자본금	21	26	26	26	26
자본잉여금	5	142	142	142	142
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	91	141	188	242	299
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	118	309	353	404	457
부채외자본총계	221	410	471	534	598

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-6	40	55	67	74
당기순이익(손실)	38	61	59	65	69
비현금성항목등	29	34	30	30	31
유형자산감가상각비	6	7	10	8	7
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	11	9	3	3	4
운전자본감소(증가)	-65	-48	-14	-7	-4
매출채권및기타채권의 감소(증가)	3	-4	-5	-4	-3
재고자산감소(증가)	-8	-19	-7	-6	-3
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-27	0	-15	5	3
기타	-33	-25	13	-2	-1
법인세납부	-9	-7	-20	-20	-22
투자활동현금흐름	-11	-35	-129	1	2
금융자산감소(증가)	0	-2	-125	0	0
유형자산감소(증가)	-12	-33	-4	0	0
무형자산감소(증가)	1	-2	-2	-2	-2
기타	1	3	2	3	4
재무활동현금흐름	9	115	0	-12	-13
단기금융부채증가(감소)	13	-19	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	141	0	0	0
배당금의 지급	-4	-7	-12	-11	-12
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-9	121	-74	57	63
기초현금	21	12	133	58	115
기말현금	12	133	58	115	178
FCF	-20	9	56	66	72

자료 : 애경산업 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	629	700	719	757	784
매출원가	303	345	359	378	392
매출총이익	326	355	360	379	393
매출총이익률 (%)	51.8	50.7	50.1	50.1	50.1
판매비와관리비	276	276	283	294	301
영업이익	50	79	77	85	92
영업이익률 (%)	7.9	11.3	10.7	11.3	11.7
비영업손익	-1	0	0	0	0
순금융비용	0	-2	-2	-3	-3
외환관련손익	-1	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	49	79	77	85	91
세전계속사업이익률 (%)	7.8	11.4	10.7	11.3	11.6
계속사업법인세	11	19	18	20	22
계속사업이익	38	61	59	65	69
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	38	61	59	65	69
순이익률 (%)	6.1	8.7	8.2	8.6	8.8
지배주주	38	61	59	65	69
지배주주귀속 순이익률(%)	6.05	8.69	8.18	8.59	8.8
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	35	57	56	62	66
지배주주	35	57	56	62	66
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	57	87	88	95	100

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	24.1	11.2	2.8	5.3	3.6
영업이익	24.4	59.2	-2.9	11.0	7.3
세전계속사업이익	78.2	62.3	-3.4	11.3	6.8
EBITDA	22.9	54.0	0.2	8.4	5.4
EPS(계속사업)	76.7	35.1	-7.3	10.6	6.1
수익성 (%)					
ROE	37.2	28.5	17.8	17.2	16.0
ROA	17.4	19.3	13.4	13.0	12.2
EBITDA마진	9.0	12.5	12.2	12.6	12.8
안정성 (%)					
유동비율	141.0	310.2	347.7	390.6	441.1
부채비율	87.4	32.7	33.4	32.3	30.8
순차입금/자기자본	5.7	-43.4	-51.1	-58.9	-65.7
EBITDA/이자비용(배)	170.6	348.4	396.6	349.7	368.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,785	2,411	2,236	2,472	2,623
BPS	5,524	11,768	13,410	15,326	17,354
CFPS	2,117	2,741	2,646	2,840	2,948
주당 현금배당금	350	450	430	470	490
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	0.0	32.4	23.0	20.8	19.6
PER(최저)	0.0	13.1	15.7	14.2	13.4
PBR(최고)	0.0	6.6	3.8	3.4	3.0
PBR(최저)	0.0	2.7	2.6	2.3	2.0
PCR	0.0	17.4	13.4	12.5	12.0
EV/EBITDA(최고)	0.0	22.0	13.5	11.9	10.6
EV/EBITDA(최저)	0.0	8.0	8.6	7.3	6.3

SK COMPANY Analysis



Analyst
전영현

yj6752@sk.com
02-3773-9181

Company Data

자본금	36 십억원
발행주식수	714 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,375 십억원
주요주주	
(주)신세계(외2)	65.13%
국민연금공단	9.99%
외국인지분률	9.40%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(19/07/12)	192,500 원
KOSPI	2086.66 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	330,000 원
52주 최저가	140,000 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-20.1%	-19.3%
6개월	10.6%	10.0%
12개월	4.6%	14.6%

신세계인터내셔널 (031430/KS | 매수(유지) | T.P 270,000 원(하향))

화장품 원브랜드 리스크 부각

- 2분기 매출액 3,000 억원(YoY +5.9%), 영업이익 176 억원(YoY +23.4%) 추정
- 매출액과 영업이익 모두 컨센서스 하회 전망
- 실적 하회의 주요 원인은 화장품 부문의 비디비치 성장을 둔화에 기인
- 국내 의류의 경우, 트래픽 감소에 의한 외형 축소로 고정비 부담이 증가하는 국면
- 투자의견 Buy 유지하나, 연간 실적 추정치 하향으로 목표주가는 270,000 원으로 하향

2분기 영업이익 176 억원으로 컨센서스 하회 예상

2분기 연결 매출액과 영업이익 각각 3,000 억원(YoY +5.9%)과 영업이익 176 억원(YoY +23.4%)을 추정한다. 예상보다 더딘 화장품 성장으로 영업이익 컨센서스 216 억원을 하회할 전망이다. 1) 화장품 매출액 774 억원(YoY +41.1%)과 영업이익 163 억원(YoY +32.7%)을 예상한다. 1분기 723 억을 기록했던 비디비치 매출이 2분기에는 481 억에 그칠 것으로 전망하는데, 이는 파이공 재고 조정과 경쟁 심화에 따른 소비자 수요 위축 영향이 겹쳐진 것으로 보인다. 수입 화장품의 경우, 판매는 견조했으나 할인 및 판촉 강화로 수익성은 다소 악화될 것으로 예상된다. 2) 해외 의류 매출은 YoY -2.9% 역성장과 영업이익률 2.7%를 예상한다. 달러 강세로 원가율이 상승하였고, 비수기에 접어들어 따라 할인이 강화되며 마진이 소폭 감소한 것으로 보인다. 3) 국내 의류 매출은 YoY -6.9% 감소와 소폭 적자를 전망한다. 국내 의류 매출의 약 40% 비중을 차지하고 있는 데이지가 오프라인 트래픽 감소로 매출액이 큰 폭 역성장 함에 따라 고정비 부담이 증가하고 있다. 4) 라이프스타일은 매출 YoY +3.4%와 영업이익률은 6.5%를 추정한다. 스타필드 등 대형몰 출점이 진행되고 있으나, 이마트 점포 매출이 부진한 상황이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 270,000 원으로 하향

신세계인터내셔널에 대한 투자의견 Buy 를 유지하며, 화장품 부문 매출 하향 조정으로 목표주가는 270,000 원으로 하향한다. 실적 추정치 하향과 더불어 최근 주가 센터먼트가 좋지 않은 상황인데, 이는 YoY, QoQ 모두 고성장을 시현하며 가려져왔던 동사의 원브랜드 리스크가 금번 실적으로 부각되었기 때문이다. 화장품 매출이 QoQ 로 감소했다는 사실보다 당초 예상보다 훨씬 이른 시점에 매출이 큰 폭 꺾였다는 점이 향후 브랜드 존립 여부에 대한 의구심을 자아내고 있다. 특히, 1) 동사의 국내 브랜드 인지도가 상대적으로 낮다는 점과 2) 분기별 실적 변동성이 크다는 점이 불확실성을 키우고 있다. 다만, 자체 브랜드 비디비치가 여전히 YoY 고성장을 지속하고 있고, 최근의 우려가 주가에 모두 반영되어 있는 현 시점에서는 밸류에이션에 큰 부담이 없다. 향후 안정적인 화장품 매출 개선세가 확인될 시, 기업가치 상승으로 이어질 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	1,021	1,103	1,263	1,403	1,476	1,536
yoy	%	1.6	8.0	14.5	11.1	5.2	4.1
영업이익	십억원	27	25	56	98	119	136
yoy	%	35.6	-5.9	118.3	75.9	22.2	13.6
EBITDA	십억원	61	63	94	139	155	167
세전이익	십억원	25	32	59	102	126	142
순이익(지배주주)	십억원	17	24	57	81	101	113
영업이익률%	%	2.7	2.3	4.4	7.0	8.1	8.8
EBITDA%	%	6.0	5.7	7.4	9.9	10.5	10.9
순이익률	%	1.7	2.2	4.6	5.8	6.8	7.4
EPS	원	2,432	3,371	8,052	11,341	14,075	15,836
PER	배	27.2	22.0	24.2	16.3	13.1	11.7
PBR	배	1.0	1.1	2.6	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	배	13.4	14.0	18.0	11.2	9.4	8.0
ROE	%	3.7	5.0	11.1	14.1	15.5	15.1
순차입금	십억원	340	348	288	223	113	-12
부채비율	%	101.9	91.6	80.3	92.4	82.4	73.8

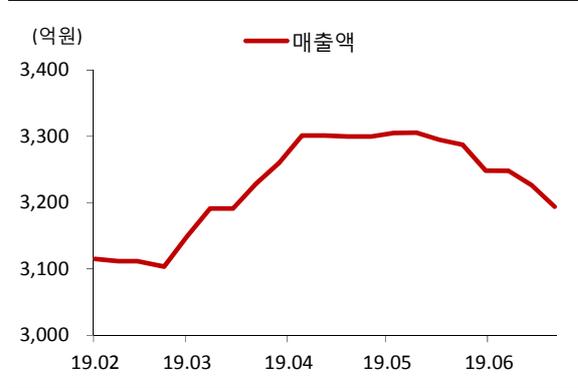
신세계인터내셔널 2Q19 Preview

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	y-y %	q-q %	컨센서스	차이
매출액	3044	2834	3118	3631	3659	3000	5.9%	-18.0%	318.0	-5.7%
영업이익	11.8	14.3	11.5	17.9	29.2	17.6	23.4%	-39.7%	21.6	-18.6%
순이익	9.1	10.7	9.7	28.2	22.9	14.6	36.4%	-36.2%	17.1	-14.8%
OPM%	3.9%	5.0%	3.7%	4.9%	8.0%	5.9%	0.8%p	-2.1%p	6.8%	-0.9%p

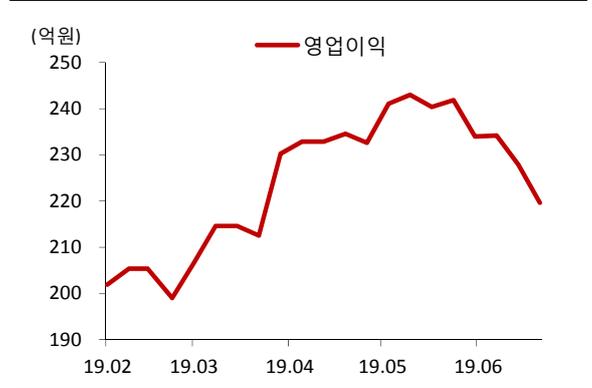
자료: Quantwise, SK 증권

신세계인터내셔널 2Q19 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

신세계인터내셔널 2Q19 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

신세계인터내셔널 PER Valuation

	단위	12M Fwd NOPLAT	Multiple	Value	비고	
영업가치 (A)	십억원			1,913.1	(a1+a2+a3)	
Fashion (a1)	(국내패션+해외패션)	십억원	10.8	13.4	145.3	국내 의류 peer 평균 12m fwd PER 적용
Cosmetics (a2)	(비디비치+수입화장품)	십억원	68.4	23.7	1,621.4	국내 화장품 peer 평균 12m fwd PER 10% 할인 적용
Life Style (a3)	(JAJU)	십억원	9.0	16.2	146.4	글로벌 peer 평균 12m fwd PER을 10% 할인 적용
지분가치 (B)	십억원			334.9	(b1+b2+b3)	
신세계사이먼(25%)		십억원	45.0	8.6	96.9	국내 유통업 평균 12m fwd PER 적용
몽클레르(49%)		십억원	18.0	26.7	235.8	몽클레르 12m fwd PER 적용
인터코스(50%)		십억원	4.4		2.2	1Q19 기준 장부가*지분율
순현금(순차입금) (C)	십억원			-292.7	12m fwd 예상 순차입금	
Total Value (D)	십억원			1,955.4	(A)+(B)+(C)	
Shares outstanding('000) (E)	천주			7,140.0	보통주 발행주식수 - 자기주식수	
적정주가	원			273,859	(D)/(E)	
목표주가	원			270,000	Upside +40.3%	

자료: Bloomberg, SK 증권

신세계인터내셔널 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E	
Sales	매출액	304.4	283.4	311.8	363.1	365.9	300.0	330.3	406.4	1,262.7	1,402.7	1,475.5
	해외의류	91.2	88.9	89.0	106.3	85.8	86.3	88.6	108.4	375.4	369.1	374.1
	국내의류	89.1	60.8	85.6	87.3	90.4	56.6	80.5	85.9	322.8	313.4	320.6
	화장품	39.9	54.8	56.8	70.5	103.2	77.4	79.3	105.6	221.9	365.4	403.0
	라이프스타일	45.1	50.6	52.4	52.6	48.0	52.3	53.8	56.1	200.6	210.1	223.7
	툼보이	39.6	28.4	27.5	46.2	38.0	27.0	26.1	48.5	141.7	139.5	145.1
	폴푸아레	0.0	0.0	1.4	0.6	1.1	0.6	1.5	1.7	2.0	4.9	7.7
	연결 조정	-0.5	-0.2	0.6	0.3	0.6	-0.2	0.6	0.3	0.2	5.1	9.0
y-y %	매출액	11.9%	18.3%	16.0%	12.7%	20.2%	5.9%	5.9%	11.9%	14.5%	11.1%	5.2%
	해외의류	-2.7%	-0.1%	-1.4%	-1.3%	-5.9%	-2.9%	-0.4%	1.9%	-1.4%	-1.7%	1.4%
	국내의류	-10.2%	-17.9%	-15.1%	-22.6%	1.5%	-6.9%	-6.0%	-1.6%	-16.6%	-2.9%	2.3%
	화장품	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	158.6%	41.1%	39.7%	49.9%	0.0%	64.6%	10.3%
	라이프스타일	3.8%	5.3%	4.4%	2.2%	6.5%	3.4%	2.7%	6.6%	3.9%	4.7%	6.5%
	툼보이	6.2%	-0.8%	-1.7%	-8.8%	-4.2%	-5.0%	-5.0%	5.0%	-1.9%	-1.5%	4.0%
GP	매출총이익	161.5	164.4	166.5	211.0	217.2	179.7	184.7	248.2	703.4	829.9	889.9
GPM %	매출총이익률	53.1%	58.0%	53.4%	58.1%	59.4%	59.9%	55.9%	61.1%	55.7%	59.2%	60.3%
OP	영업이익	11.8	14.3	11.5	17.9	29.2	17.6	18.5	32.4	55.5	97.7	119.3
	영업이익 y-y %	169.1%	222.1%	116.5%	14.2%	146.4%	23.4%	60.8%	80.9%	118.2%	75.9%	22.2%
	영업이익률 %	3.9%	5.0%	3.7%	4.9%	8.0%	5.9%	5.6%	8.0%	4.4%	7.0%	8.1%
	해외의류	2.6	2.9	1.2	2.3	2.2	2.4	1.1	2.7	8.9	8.4	9.3
	국내의류	2.1	-0.4	-0.3	2.4	2.4	-0.6	-0.3	2.7	3.7	4.2	4.6
	화장품	7.2	12.3	10.8	13.3	24.1	16.3	16.6	22.9	43.7	80.0	89.4
	라이프스타일	1.3	4.1	3.6	2.5	0.9	3.4	3.0	2.8	11.6	10.1	13.3
	툼보이	2.0	0.6	0.0	2.9	2.1	-0.5	0.4	2.7	5.5	4.6	7.3
	폴푸아레	-3.1	-3.8	-2.1	-4.6	-2.2	-3.3	-1.6	-1.0	-13.5	-8.1	-3.5
	연결 조정	-0.3	-1.5	-1.7	-0.9	-0.3	-0.1	-0.8	-0.3	-4.4	-1.5	-1.1
OPM %	해외의류	2.8%	3.2%	1.3%	2.1%	2.6%	2.7%	1.3%	2.5%	2.4%	2.3%	2.5%
	국내의류	2.3%	-0.7%	-0.3%	2.7%	2.7%	-1.0%	-0.3%	3.1%	1.1%	1.4%	1.4%
	화장품	18.0%	22.5%	19.1%	18.9%	23.3%	21.1%	21.0%	21.7%	19.7%	21.9%	22.2%
	라이프스타일	3.0%	8.2%	6.9%	4.8%	1.9%	6.5%	5.5%	5.0%	5.8%	4.8%	5.9%
	툼보이	5.2%	2.0%	0.0%	6.3%	5.5%	-2.0%	1.5%	5.5%	3.9%	3.3%	5.0%

자료: 신세계인터내셔널 SK 증권

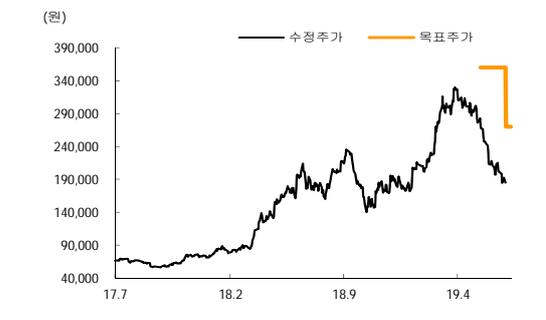
신세계인터내셔널 화장품 부문 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	39.9	54.8	56.8	70.5	103.2	77.4	79.3	105.6	222	365	403
비디비치 매출액	25.5	37.6	30.6	36.6	73.2	48.1	47.5	66.0	130	235	261
수입브랜드 매출액	14.4	17.2	26.1	33.3	28.4	27.5	29.8	36.2	91	122	130
연작 매출액				0.5	1.5	1.7	2.0	3.5	1	9	12
y-y %	251.9%	278.3%	260.4%	229.0%	158.6%	41.1%	39.7%	49.9%	252%	65%	10%
비디비치 y-y %	2695.5%	938.0%	412.1%	280.2%	186.8%	28.0%	55.0%	80.0%	547%	80%	11%
수입브랜드 y-y %	37.8%	58.4%	167.4%	182.9%	97.8%	60.0%	14.0%	8.5%	112%	34%	7%
연작 y-y %								600.0%		1640%	38%
화장품 전사 매출 기여도 %	13.1%	19.3%	18.2%	19.4%	28.2%	25.8%	24.0%	26.0%	18%	26%	27%
비디비치 비중 %	64%	69%	54%	52%	71%	62%	60%	62%	59%	64%	65%
수입브랜드 비중 %	36%	31%	46%	47%	28%	36%	38%	34%	41%	33%	32%
연작 비중 %				1%	1%	2%	3%	3%	0%	2%	3%
OP	7.2	12.3	10.8	13.3	24.1	16.3	16.6	22.9	44	80	89
YoY %	2427%	2061%	443%	368%	234%	33%	54%	72%	666.4%	83.0%	11.8%
비디비치	4.7	8.0	6.6	7.6	17.6	10.5	10.0	14.8	27	53	59
수입브랜드	2.5	4.3	4.3	5.7	6.5	5.8	6.7	8.0	17	27	30
연작				0.0	0	0.0	0.0	0.0	0	0	0
화장품 전사 이익 기여도 %	61%	86%	94%	74%	82%	93%	90%	71%	78.7%	81.9%	74.9%
비디비치 비중 %	66%	65%	61%	57%	73%	64%	60%	65%	61.5	66.1	66.1
수입브랜드 비중 %	34%	35%	39%	43%	27%	36%	40%	35%	38.5	33.8	33.8
연작 비중 %				-15%	0%	1%	0%	0%	0.0	0.1	0.1
OPM %	18.0%	22.5%	19.1%	18.9%	23.3%	21.1%	21.0%	21.7%	19.7%	21.9%	22.2%
비디비치 OPM	18.5%	21.2%	21.4%	20.8%	24.0%	21.8%	21.0%	22.5%	20.6%	22.5%	22.7%
수입브랜드 OPM	17.2%	25.2%	16.4%	17.2%	22.8%	21.2%	22.4%	22.2%	18.5%	22.2%	23.2%
연작 OPM				-4.0%	0.0%	0.1%	0.5%	1.0%	-4.0%	0.5%	1.0%

자료: 신세계인터내셔널 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.17	매수	270,000원	6개월		
2019.05.30	매수	360,000원	6개월	-39.41%	-24.86%
2018.05.30	담당자 변경				



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 7월 17일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	368	404	615	748	892
현금및현금성자산	3	12	178	287	412
매출채권및기타채권	134	139	155	164	171
재고자산	218	236	264	279	290
비유동자산	583	579	551	524	502
장기금융자산	0	2	4	4	4
유형자산	332	328	305	275	250
무형자산	46	43	43	44	45
자산총계	951	982	1,166	1,273	1,394
유동부채	304	246	260	270	277
단기금융부채	211	123	121	121	121
매입채무 및 기타채무	64	79	89	94	98
단기충당부채	0	1	3	5	6
비유동부채	151	191	299	305	315
장기금융부채	147	186	287	287	287
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	2	4	5	7
부채총계	455	438	560	575	592
지배주주지분	494	543	604	696	800
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	121	120	120	120	120
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	337	389	453	547	654
비지배주주지분	2	2	2	2	3
자본총계	496	545	606	698	802
부채외자본총계	951	982	1,166	1,273	1,394

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	22	114	208	126	139
당기순이익(손실)	24	58	81	101	113
비현금성항목등	64	55	55	55	54
유형자산감가상각비	32	32	35	30	25
무형자산상각비	6	6	6	6	6
기타	36	14	-3	1	5
운전자본감소(증가)	-58	-14	73	-14	-9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-16	-4	-12	-9	-7
재고자산감소(증가)	-3	-21	-22	-15	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-21	12	13	5	4
기타	-18	-1	94	5	5
법인세납부	-8	16	-1	-15	-19
투자활동현금흐름	-31	-42	-16	0	4
금융자산감소(증가)	-7	-1	0	0	0
유형자산감소(증가)	-21	-26	-10	0	0
무형자산감소(증가)	1	-5	-7	-7	-7
기타	-4	-10	1	7	10
재무활동현금흐름	-5	-63	-27	-17	-17
단기금융부채증가(감소)	-82	-121	-4	0	0
장기금융부채증가(감소)	90	97	-13	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-4	-4	-6	-6	-6
기타	-9	-35	-10	-11	-11
현금의 증가(감소)	-14	9	165	109	125
기초현금	17	3	12	178	287
기말현금	3	12	178	287	412
FCF	-12	67	67	106	118

자료 : 신세계인태내셔널 SK증권

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,103	1,263	1,403	1,476	1,536
매출원가	528	559	573	586	598
매출총이익	575	703	830	890	938
매출총이익률 (%)	52.1	55.7	59.2	60.3	61.1
판매비와관리비	549	648	732	771	803
영업이익	25	56	98	119	136
영업이익률 (%)	2.3	4.4	7.0	8.1	8.8
비영업손익	6	3	4	7	7
순금융비용	8	8	8	4	1
외환관련손익	21	-6	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	9	11	12	12	12
세전계속사업이익	32	59	102	126	142
세전계속사업이익률 (%)	2.9	4.7	7.3	8.6	9.3
계속사업법인세	8	1	21	26	29
계속사업이익	24	58	81	101	113
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	24	58	81	101	113
순이익률 (%)	2.2	4.6	5.8	6.8	7.4
지배주주	24	57	81	101	113
지배주주귀속 순이익률(%)	2.18	4.55	5.77	6.81	7.36
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	22	54	78	98	110
지배주주	22	54	78	98	110
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	63	94	139	155	167

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	8.0	14.5	11.1	5.2	4.1
영업이익	-5.9	118.3	75.9	22.2	13.6
세전계속사업이익	24.8	85.4	72.9	24.0	12.7
EBITDA	3.1	49.2	48.1	12.1	7.4
EPS(계속사업)	38.6	138.9	40.9	24.1	12.5
수익성 (%)					
ROE	5.0	11.1	14.1	15.5	15.1
ROA	2.5	6.0	7.6	8.3	8.5
EBITDA마진	5.7	7.4	9.9	10.5	10.9
안정성 (%)					
유동비율	121.4	164.0	236.1	277.4	321.8
부채비율	91.6	80.3	92.4	82.4	73.8
순차입금/자기자본	70.1	53.0	36.8	16.3	-1.5
EBITDA/이자비용(배)	7.3	11.5	13.3	14.4	15.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,371	8,052	11,341	14,075	15,836
BPS	69,236	76,024	84,579	97,409	112,000
CFPS	8,595	13,389	17,077	19,118	20,208
주당 현금배당금	600	850	850	850	850
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.4	29.3	29.1	23.5	20.8
PER(최저)	16.6	8.8	15.2	12.2	10.9
PBR(최고)	1.1	3.1	3.9	3.4	3.0
PBR(최저)	0.8	0.9	2.0	1.8	1.5
PCR	8.6	14.5	10.8	9.7	9.2
EV/EBITDA(최고)	14.6	21.1	18.7	16.0	14.2
EV/EBITDA(최저)	12.0	8.6	10.6	8.8	7.4

SK COMPANY Analysis



Analyst
전영현
yj6752@sk.com
02-3773-9181

Company Data

자본금	37 억원
발행주식수	821 만주
자사주	38 만주
액면가	500 원
시가총액	4,104 억원
주요주주	
잇츠한불(외2)	38.93%
KB자산운용	5.63%
외국인지분률	14.70%
배당수익률	1.30%

Stock Data

주가(19/07/12)	50,000 원
KOSDAQ	681.17 pt
52주 Beta	0.89
52주 최고가	62,500 원
52주 최저가	37,750 원
60일 평균 거래대금	25 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.5%	0.5%
6개월	15.6%	16.5%
12개월	-14.8%	2.5%

네오팜 (092730/KQ | 매수(유지) | T.P 61,000 원(유지))

균건한 성장

- 2Q 매출액과 영업이익은 208 억원(YoY +29.1%), 54 억원(YoY +25.6%)으로 추정
- 제로이드와 리얼베리어, 점포 수 증가와 기존점 성장률이 동반되며 고성장 지속 전망
- 건기식의 경우, 홈쇼핑 회당 매출 증가로 QoQ +50% 성장한 18 억 달성 추정
- 상품 매출 증가로 인한 원가를 상승과 늘어난 마케팅 비용으로 마진을 소폭 둔화 전망
- 투자의견 Buy, 목표주가 61,000 원 유지

2 분기, 아토팜 제외 전 브랜드 고성장 지속 전망

2 분기 매출액과 영업이익은 208 억원(YoY +29.1%), 54 억원(YoY +25.6%)으로 컨센서스 매출액과 영업이익 201 억원과 51 억원을 소폭 상회할 것으로 예상된다. 브랜드 별로는 아토팜 YoY +4%, 리얼베리어 YoY +23%, 제로이드 YoY +33%, 더마비 YoY +30%의 매출 성장을 추정한다. 2 분기는 전반적으로 1 분기보다 점포 출점이 많지는 않았으나, 재구매율 상승과 SKU 확대로 아토팜을 제외한 전 브랜드가 고성장을 지속한 것으로 보인다. 리얼베리어의 경우, 2 분기 말 기준 올리브영 900 개 이상 점포에 입점 완료하였으며, 20 개 가량 보유하고 있는 현 SKU를 하반기 40 개까지 확장 예정이다.

차기 성장 동력을 위한 투자 지속 중

대부분의 브랜드가 당초 계획했던 국내 H&B 위주 오프라인 점포 출점을 완료해가고 있다. 뛰어난 제품력과 꾸준한 마케팅을 바탕으로 시장 내 MS를 확대하고 있으나, 향후 신규 출점 둔화에 따른 점진적인 성장률 둔화는 불가피할 전망이다. 동사는 향후 성장을 피하기 위해 중국 쪽 마케팅에 포커스를 두고 있으며, 차기 신규 카테고리 건기식에 대한 사업도 진행 중이다. 지난 분기부터 홈쇼핑에서 본격 판매된 건기식(프로비라이프 더 불가 리코스)은 2 분기 QoQ +50% 가량 증가한 18 억 매출을 기록한 것으로 추정한다. 아직 규모는 크지 않지만, 매출 증가가 방송 횟수 증가에 의한 것이 아닌 회당 매출 증가에 의한 것이라는 점이 고무적이다. 중국의 경우, 아직까지 유의미한 매출이 발생하고 있지 않지만 동사의 높은 브랜드 인지도를 감안 시, 향후 성장 잠재력은 높다는 판단이다.

투자의견 Buy, 목표주가 61,000 원 유지

네오팜에 대한 투자의견 Buy 와 목표주가 61,000 원을 유지한다. 건기식 사업 시작에 따른 상품 매출 비중 증가와 늘어난 마케팅 비용으로 OPM은 소폭 둔화될 전망이다, 전 브랜드가 여전히 20% 이상 고성장을 지속 중이고, 탄탄한 고객층과 브랜드 인지도를 바탕으로 안정적인 외형 및 이익 성장을 시현하고 있다. 확실한 모멘텀 발생 전까지 큰 폭의 주가 상승은 제한적일 수 있으나, 업종 내 가장 안정적인 투자 대안 중 하나다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	424	536	663	834	973	1,112
yoy	%	17.8	26.6	23.6	25.9	16.6	14.3
영업이익	억원	96	140	192	228	277	330
yoy	%	52.6	47.0	36.5	18.9	21.5	19.4
EBITDA	억원	104	148	200	237	285	338
세전이익	억원	94	140	198	234	285	340
순이익(지배주주)	억원	77	116	154	178	216	257
영업이익률%	%	22.6	26.2	28.9	27.3	28.5	29.7
EBITDA%	%	24.5	27.7	30.2	28.4	29.3	30.4
순이익률	%	18.3	21.6	23.2	21.4	22.2	23.1
EPS	원	1,038	1,549	2,060	2,392	2,899	3,445
PER	배	25.2	30.4	21.9	20.3	16.8	14.1
PBR	배	5.1	7.4	5.7	5.0	4.1	3.3
EV/EBITDA	배	16.4	21.6	14.7	14.5	11.5	9.1
ROE	%	21.8	26.8	28.8	27.1	26.8	26.0
순차입금	억원	-242	-314	-420	-554	-724	-931
부채비율	%	20.6	19.2	23.0	23.6	22.8	21.8

네오팜 2Q19 Preview

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	y-y %	q-q %	컨센서스	차이
매출액	166	161	144	192	199	208	29.0%	4.6%	20.1	3.5%
영업이익	5.7	4.3	3.4	5.7	6.3	5.4	25.6%	-15.2%	5.1	4.7%
순이익	4.3	3.6	2.8	4.6	4.7	4.5	22.6%	-5.8%	4.1	8.8%
OPM%	34.2%	26.6%	24.0%	30.0%	31.9%	25.9%	-0.7%p	-6.0%p	25.6%	0.3%p

자료: Quantwise, SK 증권

네오팜 분기별 실적 추정

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	166.3	160.9	143.8	191.8	198.6	207.6	187.6	240.7	662.8	834.5	972.6
y-y %	27.1%	23.5%	25.4%	19.5%	19.4%	29.1%	30.4%	25.5%	23.6%	25.9%	16.6%
스킨 케어	113.7	119.4	97.3	121.2	125.9	134.1	111.8	138.4	451.7	510.2	582.1
페이셜 케어	31.6	27.3	29.3	40.9	37.7	33.6	35.2	49.0	129.1	155.6	179.7
바디 케어	11.6	12.9	10.9	20.5	17.9	16.7	15.8	25.7	56.0	76.1	95.1
기타	9.3	1.3	6.2	9.2	17.1	23.2	24.7	27.6	26.0	92.6	115.7
% y-y											
스킨 케어	20.7%	22.2%	19.5%	20.8%	10.7%	12.3%	14.8%	14.2%	20.9%	13.0%	14.1%
페이셜 케어	34.1%	23.5%	50.4%	30.5%	19.4%	23.0%	20.0%	20.0%	33.8%	20.5%	15.5%
바디 케어	27.1%	97.6%	19.1%	10.2%	53.5%	30.0%	45.0%	25.0%	28.7%	36.0%	25.0%
기타	137.2%	-67.1%	34.8%	-10.4%	83.4%	1700.0%	300.0%	200.0%	14.5%	256.3%	25.0%
매출총이익	126.0	113.9	106.4	137.0	146.7	148.0	136.9	170.8	483.4	602.4	703.1
y-y %	24.9%	18.5%	27.4%	13.4%	16.4%	30.0%	28.7%	24.6%	20.4%	24.6%	16.7%
% Sales	75.8%	70.8%	74.0%	71.4%	73.9%	71.3%	73.0%	70.9%	72.9%	72.2%	72.3%
판매비	69.1	71.1	71.9	79.6	83.3	94.3	94.8	102.0	291.7	374.5	426.3
y-y %	18.3%	16.5%	22.8%	-4.2%	20.5%	32.6%	31.9%	28.3%	11.8%	28.4%	13.8%
% Sales	41.6%	44.2%	50.0%	41.5%	42.0%	45.4%	50.6%	42.4%	44.0%	44.9%	43.8%
인건비 및 복리후생비	18.4	19.5	18.9	18.8	19.9	21.5	21.3	21.0	75.6	83.7	91.2
일반 관리비(지급수수료)	14.5	11.3	9.0	11.0	22.8	18.7	15.5	18.7	45.8	75.6	88.1
판매비	9.2	10.8	10.6	5.0	8.7	14.0	13.8	6.2	35.5	42.7	47.8
연구개발비	5.8	6.7	7.3	5.9	6.2	8.6	9.6	7.4	25.8	31.8	37.1
광고선전비	11.0	10.5	15.8	26.5	13.1	15.6	21.2	33.2	63.8	83.1	95.0
기타	10.1	12.3	10.4	12.4	12.5	15.9	13.5	15.6	45.3	57.6	67.1
% sales											
인건비 및 복리후생비	11.1%	12.1%	13.1%	9.8%	10.0%	10.3%	11.4%	8.7%	11.4%	10.0%	9.4%
일반 관리비(지급수수료)	8.7%	7.0%	6.2%	5.8%	11.5%	9.0%	8.2%	7.8%	6.9%	9.1%	9.1%
판매비	5.5%	6.7%	7.3%	2.6%	4.4%	6.7%	7.3%	2.6%	5.4%	5.1%	4.9%
연구개발비	3.5%	4.2%	5.1%	3.1%	3.1%	4.2%	5.1%	3.1%	3.9%	3.8%	3.8%
광고선전비	6.6%	6.5%	11.0%	13.8%	6.6%	7.5%	11.3%	13.8%	9.6%	10.0%	9.8%
기타	6.1%	7.7%	7.2%	6.5%	6.3%	7.7%	7.2%	6.5%	6.8%	6.9%	6.9%
영업이익	56.9	42.8	34.5	57.5	63.3	53.7	42.1	68.7	191.6	227.9	276.8
y-y	33.9%	21.9%	38.0%	52.0%	11.3%	25.6%	22.0%	19.6%	36.5%	18.9%	21.5%
% Sales	34.2%	26.6%	24.0%	30.0%	31.9%	25.9%	22.4%	28.6%	28.9%	27.3%	28.5%

네오팜, SK 증권

네오팜 2Q19 매출액 컨센서스 추이



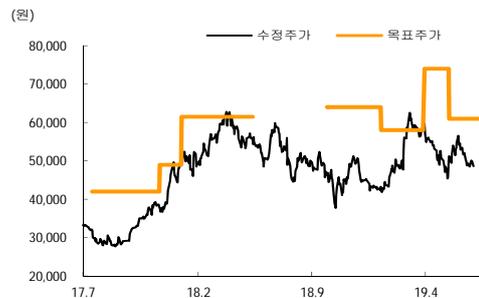
자료: Quantwise, SK 증권

네오팜 2Q19 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.17	매수	61,000원	6개월		
2019.05.31	매수	61,000원	6개월	-15.44%	-7.38%
2019.05.08	매수	74,000원	6개월	-29.49%	-19.73%
2019.04.15	매수	74,000원	6개월	-25.26%	-19.73%
2019.02.08	매수	58,000원	6개월	-9.22%	7.76%
2019.01.24	매수	58,000원	6개월	-25.74%	-23.19%
2018.11.26	매수	64,000원	6개월	-29.55%	-20.00%
2018.10.15	매수	64,000원	6개월	-31.30%	-25.47%
2018.05.30	담당자 변경				
2018.01.17	매수	61,500원	6개월	-13.44%	2.11%
2017.12.07	매수	49,000원	6개월	-12.07%	2.86%
2017.08.03	매수	42,000원	6개월	-23.60%	-6.43%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 7 월 17 일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	440	589	765	971	1,213
현금및현금성자산	42	84	227	398	605
매출채권및기타채권	72	88	110	129	147
재고자산	48	68	86	101	115
비유동자산	126	140	131	122	113
장기금융자산	17	17	17	17	17
유형자산	89	104	99	92	86
무형자산	12	12	11	10	10
자산총계	567	729	896	1,093	1,326
유동부채	90	129	161	189	217
단기금융부채	1	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	60	80	101	118	135
단기충당부채	1	1	2	2	2
비유동부채	1	7	10	14	21
장기금융부채	0	4	4	4	4
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	91	136	171	203	238
지배주주지분	476	593	725	890	1,089
자본금	37	37	37	37	37
자본잉여금	135	135	135	135	135
기타자본구성요소	-29	-27	-26	-26	-26
자기주식	-27	-27	-27	-27	-27
이익잉여금	333	448	580	747	948
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	476	593	725	890	1,089
부채외자본총계	567	729	896	1,093	1,326

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	102	156	123	206	245
당기순이익(손실)	116	154	178	216	257
비현금성항목등	43	58	60	69	81
유형자산감가상각비	6	7	7	7	6
무형자산상각비	2	2	2	2	1
기타	11	13	7	6	9
운전자본감소(증가)	-38	-28	-44	-11	-11
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-27	-16	-21	-19	-19
재고자산감소(증가)	-11	-25	-18	-15	-15
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	5	7	23	17	17
기타	-5	7	-28	6	6
법인세납부	-18	-28	-71	-68	-82
투자활동현금흐름	-108	-83	20	14	18
금융자산감소(증가)	-102	-68	10	0	0
유형자산감소(증가)	-9	-19	-1	0	0
무형자산감소(증가)	-2	-1	-1	-1	-1
기타	5	6	12	15	19
재무활동현금흐름	-25	-32	0	-50	-57
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	4	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-25	-35	-46	-50	-57
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-34	42	143	171	207
기초현금	76	42	84	227	398
기말현금	42	84	227	398	605
FCF	94	137	170	209	248

자료 : 네오팜, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	536	663	834	973	1,112
매출원가	135	179	232	270	307
매출총이익	401	483	602	703	805
매출총이익률 (%)	74.9	72.9	72.2	72.3	72.4
판매비와관리비	261	292	375	426	474
영업이익	140	192	228	277	330
영업이익률 (%)	26.2	28.9	27.3	28.5	29.7
비영업손익	0	6	6	8	9
순금융비용	-4	-7	-9	-12	-16
외환관련손익	-4	2	2	2	2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	140	198	234	285	340
세전계속사업이익률 (%)	26.2	29.9	28.0	29.3	30.5
계속사업법인세	25	44	55	69	82
계속사업이익	116	154	178	216	257
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	116	154	178	216	257
순이익률 (%)	21.6	23.2	21.4	22.2	23.1
지배주주	116	154	178	216	257
지배주주귀속 순이익률(%)	21.55	23.19	21.39	22.24	23.12
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	113	151	177	215	255
지배주주	113	151	177	215	255
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	148	200	237	285	338

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	26.6	23.6	25.9	16.6	14.3
영업이익	47.0	36.5	18.9	21.5	19.4
세전계속사업이익	48.7	41.0	18.1	22.0	19.2
EBITDA	42.8	34.8	18.4	20.4	18.6
EPS(계속사업)	49.3	33.0	16.1	21.2	18.8
수익성 (%)					
ROE	26.8	28.8	27.1	26.8	26.0
ROA	22.4	23.7	22.0	21.8	21.3
EBITDA마진	27.7	30.2	28.4	29.3	30.4
안정성 (%)					
유동비율	488.6	457.1	473.7	513.9	560.2
부채비율	19.2	23.0	23.6	22.8	21.8
순차입금/자기자본	-65.9	-70.8	-76.4	-81.4	-85.6
EBITDA/이자비용(배)	0.0	9,613.8	6,144.7	7,500.6	8,896.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,549	2,060	2,392	2,899	3,445
BPS	6,377	7,946	9,714	11,926	14,589
CFPS	1,656	2,172	2,511	3,009	3,547
주당 현금배당금	500	650	700	800	900
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	30.4	30.5	26.1	21.6	18.1
PER(최저)	14.8	18.3	17.5	14.5	12.2
PBR(최고)	7.4	7.9	6.4	5.2	4.3
PBR(최저)	3.6	4.8	4.3	3.5	2.9
PCR	28.5	20.7	19.4	16.2	13.7
EV/EBITDA(최고)	21.6	21.4	17.4	13.8	11.0
EV/EBITDA(최저)	-2.1	12.0	10.9	8.4	6.5

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

Company Data

자본금	11 십억원
발행주식수	2,288 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,292 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외33)	31.09%
국민연금공단	11.21%
외국인지분률	40.60%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(19/07/12)	57,800 원
KOSPI	2086.66 pt
52주 Beta	1.11
52주 최고가	82,300 원
52주 최저가	54,200 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.3%	-9.3%
6개월	-13.9%	-14.3%
12개월	-25.7%	-18.6%

한국콜마 (161890/KS | 매수(유지) | T.P 82,000 원(유지))

컨센서스 부합 전망

- 2분기 매출액 4,161 억원(YoY +15.6%)과 영업이익 348 억원(YoY +41.8%) 추정
- 컨센서스 매출액과 영업이익 4,243 억원과 356 억원에 대체로 부합할 전망
- 다만, 무석 법인 가동률 상승 지연과 PTP 법인 수주 부진이 지속되고 있는 상황
- 향후 점진적인 중국 법인 가동률 회복에 따라 실적 추정치 상향이 가능할 전망
- 투자의견 Buy, 목표주가 82,000 원 유지

2분기 시장 컨센서스에 부합하는 실적 전망

2분기 매출액 4,161 억원(YoY +15.6%)과 영업이익 348 억원(YoY +41.8%)으로 매출액 및 영업이익의 컨센서스 4,243 억원과 356 억원에 부합하는 실적을 시현할 것으로 추정한다. **국내 화장품** 매출은 수출이 YoY +1%, 내수가 YoY +5% 증가한 것으로 예상한다. 수출은 작년도 기저 부담으로 플랫폼 성장에 그칠 전망이며, 내수는 고운세상코스메틱, 헤브앤비, 카버코리아 등의 꾸준한 수주 증가에도 지난해 매출 비중의 13% 이상을 차지했던 지피클럽 향 마스크팩 매출 급감으로 성장률 상쇄가 불가피할 것으로 보인다. **제약 부문** 매출은 이번 2분기까지 CSO 사업 철수 영향을 받으며 YoY -9.5% 감소할 것으로 전망한다. 다만, 발사르탄 원료 가격 상승이 유지되고 있어, CSO 사업 철수에도 불구하고 영업이익률은 13%에 머물러 있다. 실질적인 영업이익률은 2~3%p 가량 하락했다는 의미다. **미국**은 수주 부진, **캐나다**는 꾸준한 외형 성장세가 유지되고 있으며, 중국의 경우, 지난 1분기 실적발표 이후 우려했던 바와 같이 무석 법인의 가동률 상승이 더딘 상황이다. **무석 법인**은 2분기까지 대형 고객사들의 오딧 작업이 마무리되며, 하반기 가동률 상승이 본격화될 것으로 보인다. 실적은 QoQ +50% 증가한 매출액 52 억원과 20 억 대 적자 지속을 전망한다. 주요 고객사들의 물량 이관으로 **북경 법인**은 예상대로 YoY -33% 수준의 매출액 감소를 전망한다. **CJ 헬스케어**는 신약 케이캡정 매출의 온기반영으로 YoY +14%의 매출 성장률과 13.5%의 영업이익률을 기록할 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 82,000 원 유지

현재 주가는 2019년 예상 실적 기준 PER 20 배로 PER 밴드 하단 수준이다. 국내 화장품에서 단기 모멘텀을 기대하기 보다는 향후 1) 무석 법인 가동률 상승과 2) 원가 안정화에 따른 제약 부문의 영업마진 회복 시그널을 트레이킹할 필요가 있다. 중국 화장품 시장 성장과 브랜드 난립에 따른 수혜 기대감은 여전히 유효하다고 판단, 현 주가는 충분히 매력적인 수준이다. 투자의견 Buy와 목표주가 82,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	667	822	1,358	1,642	1,799	1,930
yoy	%	24.6	23.1	65.3	20.9	9.6	7.3
영업이익	십억원	73	67	90	140	173	191
yoy	%	20.9	-8.8	34.3	56.0	23.5	10.2
EBITDA	십억원	85	86	132	241	266	265
세전이익	십억원	71	62	55	91	131	156
순이익(지배주주)	십억원	53	47	42	66	97	116
영업이익률%	%	11.0	8.2	6.6	8.6	9.6	9.9
EBITDA%	%	12.8	10.5	9.7	14.7	14.8	13.7
순이익률	%	8.0	5.9	2.7	4.1	5.5	6.1
EPS	원	2,516	2,240	1,954	2,898	4,295	5,134
PER	배	26.2	36.6	36.1	19.3	13.0	10.9
PBR	배	5.1	5.7	3.6	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	배	16.9	21.8	22.0	10.4	9.0	8.4
ROE	%	21.6	16.4	11.4	14.0	17.9	18.0
순차입금	십억원	31	115	949	858	725	560
부채비율	%	71.3	101.0	170.0	164.8	150.7	137.1

한국콜마 2Q19 Preview

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	y-y %	q-q %	컨센서스	차이
매출액	242.5	360.1	375.4	379.9	380.6	416.1	15.6%	9.3%	424.3	-1.9%
영업이익	18.0	24.6	7.8	39.6	31.7	34.8	41.6%	9.8%	35.6	-2.1%
순이익	13.3	11.9	-9.5	21.0	15.0	20.5	72.3%	36.4%	19.6	4.8%
OPM%	7.4%	6.8%	2.1%	10.4%	8.3%	8.4%	1.5%p	0.0%p	8.4%	0.0%p

자료: SK 증권 Quantwise

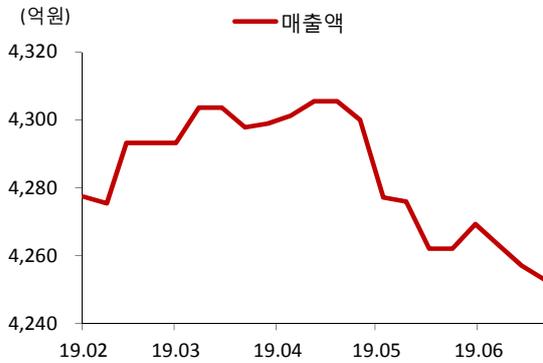
한국콜마 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
Sales	Sales	242.5	360.1	375.4	379.9	380.6	416.1	414.8	430.5	1,358	1,642	1,799
	y-y %	20.4%	73.9%	93.3%	73.5%	56.9%	15.6%	10.5%	13.3%	65.3%	20.9%	9.6%
	KOREA	208.4	245.8	222.0	215.4	220.9	248.9	239.6	238.2	891.6	947.5	1,028.9
	Cosmetic	156.4	193.0	177.4	170.5	174.7	201.1	189.0	187.2	697.3	752.0	809.9
	Domestic	146.2	175.8	159.3	158.2	162.4	183.7	167.3	172.4	639.5	685.8	733.8
	Export	10.2	17.2	18.1	12.3	12.3	17.4	21.7	14.8	57.8	66.2	76.1
	Bio	52.0	52.8	44.6	44.9	46.2	47.8	50.6	51.0	194.3	195.6	219.0
	Beijing	15.8	21.7	18.4	18.5	15.1	14.6	14.3	16.6	74.4	60.6	64.8
	무석	-	-	-	0.6	2.6	5.2	9.5	15.0	0.6	32.3	54.6
	PTP	14.2	13.4	13.4	14.6	13.9	13.8	13.8	15.0	55.6	56.5	59.4
	CSR	8.0	8.2	7.9	8.5	8.6	8.9	8.6	9.2	32.6	35.3	38.4
	CKM	0.1	80.0	124.0	131.0	126.2	132.0	136.4	144.1	335.1	538.7	584.5
y-y	KOREA	22.9%	43.7%	36.6%	20.7%	6.0%	1.2%	7.9%	10.6%	30.8%	6.3%	8.6%
	Cosmetic	27.2%	58.2%	55.5%	30.8%	11.7%	4.2%	6.5%	9.8%	42.5%	7.8%	7.7%
	Domestic	27.0%	52.5%	51.6%	30.2%	11.1%	4.5%	5.0%	9.0%	39.9%	7.2%	7.0%
	Export	29.1%	156.7%	101.1%	38.2%	20.6%	1.0%	20.0%	20.0%	77.8%	144.4%	15.0%
	Bio	11.8%	7.5%	-7.9%	-6.7%	-11.2%	-9.5%	13.5%	13.5%	1.1%	0.7%	12.0%
	Beijing	47.7%	51.7%	61.4%	-12.7%	-4.4%	-32.5%	-22.5%	-10.5%	29.2%	-18.6%	7.0%
	무석	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5283.3%	69.1%
	PTP	-14.5%	-18.8%	-30.6%	0.7%	-2.1%	3.0%	3.0%	3.0%	-16.9%	1.7%	5.0%
	CSR	21.2%	0.0%	113.5%	-9.6%	7.5%	8.5%	8.5%	8.5%	16.8%	8.3%	8.8%
	CKM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	60.8%	8.5%
OP	OP	18.0	24.6	7.8	39.6	31.7	34.8	32.3	41.5	90.0	140.3	173.3
	y-y %	-12.8%	44.8%	-49.5%	183.3%	76.4%	41.8%	314.5%	4.8%	34.3%	56.0%	23.5%
	% Sales	7.4%	6.8%	2.1%	10.4%	8.3%	8.4%	7.8%	9.6%	6.6%	8.5%	9.6%
	KOREA	17.1	22.3	11.6	20.0	18.3	20.0	17.4	22.0	71.0	77.7	89.7
	Cosmetic	9.6	15.4	11.2	13.9	12.3	14.1	10.8	15.4	50.1	52.5	59.0
	Bio	7.5	6.9	0.4	6.1	6.0	6.0	6.6	6.6	20.9	25.2	30.7
	Beijing	(0.3)	0.4	0.1	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.2	0.3	0.0	3.5
	무석	-	(0.4)	(0.7)	(2.0)	(2.9)	(2.6)	(1.9)	(1.1)	(3.0)	(8.5)	1.7
	PTP	0.6	0.5	(0.6)	(0.7)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	0.4	(0.3)	(0.0)	1.8
	CSR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.5	2.6	1.7	2.0
	CKM	-	1.6	(3.0)	23.7	15.1	17.8	17.1	20.2	22.3	70.2	77.3
OPM	KOREA	8.2%	9.1%	5.2%	9.3%	8.3%	8.1%	7.2%	9.2%	8.0%	8.2%	8.7%
	Cosmetic	6.8%	8.0%	6.0%	8.2%	7.5%	7.0%	5.7%	8.2%	7.2%	7.0%	7.3%
	Bio	14.5%	13.0%	1.0%	13.5%	13.0%	12.5%	13.0%	13.0%	10.8%	12.9%	14.0%
	Beijing	-2.0%	2.0%	0.5%	0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	1.5%	0.4%	0.0%	5.4%
	무석	0.0%	0.0%	0.0%	-333.3%	-112.0%	-50.0%	-20.0%	-7.0%	-508.3%	-26.2%	3.2%
	PTP	4.0%	3.5%	-4.5%	-5.0%	-1.0%	-1.5%	-0.5%	2.5%	-0.5%	-0.1%	3.0%
	CSR	8.8%	8.0%	8.0%	7.0%	5.0%	4.5%	4.8%	5.1%	7.9%	4.9%	5.2%
	CKM	-	-	-2.4%	18.1%	12.0%	13.5%	12.5%	14.0%	6.7%	13.0%	13.2%

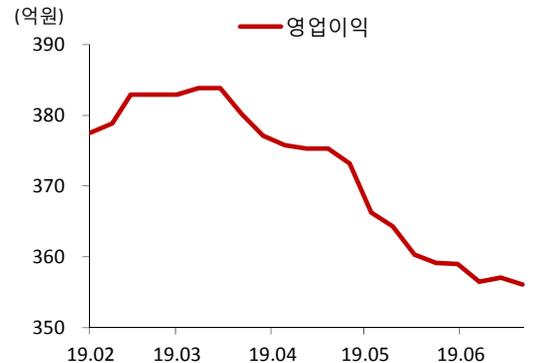
자료: 한국콜마 SK 증권

한국콜마 2Q19 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

한국콜마 2Q19 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.17	매수	82,000원	6개월		
2019.05.15	매수	82,000원	6개월	-15.59%	0.37%
2019.04.15	중립	82,000원	6개월	-12.66%	0.37%
2019.02.18	중립	82,000원	6개월	-13.11%	0.37%
2019.01.24	매수	82,000원	6개월	-18.51%	-6.46%
2018.11.15	매수	82,000원	6개월	-18.88%	-13.54%
2018.10.15	매수	94,000원	6개월	-35.92%	-29.04%
2018.05.30	담당자 변경				
2018.02.14	중립	95,000원	6개월	-18.02%	-2.42%
2018.01.17	매수	95,000원	6개월	-6.09%	-2.42%
2017.08.16	매수	84,000원	6개월	-7.41%	5.48%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 7월 17일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	366	555	737	908	1,112
현금및현금성자산	14	77	242	367	533
매출채권및기타채권	161	202	244	268	287
재고자산	106	177	214	234	251
비유동자산	303	1,631	1,574	1,516	1,446
장기금융자산	4	19	17	17	17
유형자산	236	421	393	366	318
무형자산	58	1,151	1,115	1,080	1,053
자산총계	669	2,186	2,311	2,424	2,557
유동부채	212	517	451	470	492
단기금융부채	79	288	174	166	166
매입채무 및 기타채무	112	158	191	209	224
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	124	859	987	987	987
장기금융부채	119	819	940	940	940
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	1	1	1	1
부채총계	336	1,377	1,438	1,457	1,479
지배주주지분	305	438	499	590	699
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	216	216	216	216
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	181	213	271	361	468
비지배주주지분	28	371	374	377	380
자본총계	333	810	873	967	1,079
부채외자본총계	669	2,186	2,311	2,424	2,557

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	9	86	188	212	208
당기순이익(손실)	49	37	68	99	118
비현금성항목등	38	102	175	167	147
유형자산감가상각비	16	31	63	57	47
무형자산상각비	3	11	38	35	26
기타	2	8	6	3	3
운전자본감소(증가)	-61	-29	-33	-23	-19
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-34	15	-39	-23	-19
재고자산감소(증가)	-18	-21	-36	-20	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-3	-15	31	18	15
기타	-6	-8	11	3	2
법인세납부	-17	-24	-22	-32	-38
투자활동현금흐름	-155	-1,291	39	-25	7
금융자산감소(증가)	-68	9	67	0	0
유형자산감소(증가)	-68	-76	-30	-30	0
무형자산감소(증가)	-8	0	0	0	0
기타	-11	-1,223	2	5	7
재무활동현금흐름	131	1,268	-65	-61	-49
단기금융부채증가(감소)	0	0	-6	-8	0
장기금융부채증가(감소)	141	847	-9	0	0
자본의증가(감소)	0	450	0	0	0
배당금의 지급	-6	-6	-7	-8	-9
기타	-4	-23	-50	-45	-40
현금의 증가(감소)	-13	62	166	125	166
기초현금	27	14	77	242	367
기말현금	14	77	242	367	533
FCF	-62	-9	134	171	199

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	822	1,358	1,642	1,799	1,930
매출원가	644	1,001	1,177	1,286	1,376
매출총이익	178	357	465	513	554
매출총이익률 (%)	21.6	26.3	28.3	28.5	28.7
판매비와관리비	111	267	325	340	363
영업이익	67	90	140	173	191
영업이익률 (%)	8.2	6.6	8.6	9.6	9.9
비영업손익	-5	-35	-49	-42	-35
순금융비용	3	31	47	40	33
외환관련손익	-1	-1	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	62	55	91	131	156
세전계속사업이익률 (%)	7.6	4.1	5.6	7.3	8.1
계속사업법인세	13	19	24	32	38
계속사업이익	49	37	68	99	118
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	49	37	68	99	118
순이익률 (%)	5.9	2.7	4.1	5.5	6.1
지배주주	47	42	66	97	116
지배주주귀속 순이익률(%)	5.75	3.12	3.99	5.4	6.02
비지배주주	1	-6	2	2	2
총포괄이익	39	34	70	102	121
지배주주	40	38	68	99	118
비지배주주	-1	-4	3	3	3
EBITDA	86	132	241	266	265

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	23.1	65.3	20.9	9.6	7.3
영업이익	-8.8	34.3	56.0	23.5	10.2
세전계속사업이익	-13.0	-10.7	64.6	43.5	19.1
EBITDA	1.1	53.2	82.6	10.3	-0.4
EPS(계속사업)	-11.0	-12.8	48.3	48.2	19.5
수익성 (%)					
ROE	16.4	11.4	14.0	17.9	18.0
ROA	8.4	2.6	3.0	4.2	4.7
EBITDA마진	10.5	9.7	14.7	14.8	13.7
안정성 (%)					
유동비율	172.6	107.3	163.3	193.2	226.0
부채비율	101.0	170.0	164.8	150.7	137.1
순차입금/자기자본	34.7	117.2	98.3	75.0	51.9
EBITDA/이자비용(배)	21.7	4.0	4.8	5.9	6.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,240	1,954	2,898	4,295	5,134
BPS	14,458	19,616	21,792	25,780	30,547
CFPS	3,149	3,894	7,351	8,389	8,400
주당 현금배당금	300	330	350	400	450
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	40.3	47.4	28.4	19.2	16.0
PER(최저)	26.4	27.7	19.3	13.0	10.9
PBR(최고)	6.2	4.7	3.8	3.2	2.7
PBR(최저)	4.1	2.8	2.6	2.2	1.8
PCR	26.0	18.1	7.6	6.7	6.7
EV/EBITDA(최고)	23.8	24.9	12.8	11.1	10.5
EV/EBITDA(최저)	16.2	19.2	10.4	9.0	8.4

SK COMPANY Analysis



Analyst
전영현

yj6752@sk.com
02-3773-9181

Company Data

자본금	5 십억원
발행주식수	1,005 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,035 십억원
주요주주	
코스맥스비티아이(외)	26.56%
국민연금공단	12.13%
외국인지분률	29.20%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(19/07/12)	103,000 원
KOSPI	2086.66 pt
52주 Beta	1.39
52주 최고가	163,000 원
52주 최저가	101,000 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.8%	-5.8%
6개월	-17.3%	-17.7%
12개월	-32.2%	-25.8%

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

낮아진 눈높이 충족

- 2 분기 매출액 3,588 억원(YoY +9.5%), 영업이익 197 억원(YoY +6.0%) 추정
- 지난 2 분기 높은 기저로 국내 및 상해 법인 YoY 성장률 둔화 추정
- 하반기 중국 성수기 시즌 돌입과 함께 중국 대형 고객사 위주 수주 가속화 전망
- 19 년 예상 실적 기준 PER 19.9 배로 중장기적 관점에서 현 주가는 충분히 매력적
- 투자 의견 Buy, 목표주가 170,000 원 유지

하반기 상해 법인 고성장 및 누월드 정상화 여부에 초점

2 분기 매출액 3,588 억원(YoY +9.5%), 영업이익 197 억원(YoY +6.0%)으로 낮아진 매출액 컨센서스 3,723 억원과 영업이익 컨센서스 204 억원을 소폭 하회하는 실적을 시현할 전망이다. **국내** 매출은 지난해 선제품 및 지퍼클립 기고 효과로 YoY +8% 성장을 예상하며, 생산효율화와 규모의 경제 효과로 영업이익률은 YoY +0.4%p 개선된 4.5%를 기록할 전망이다. **중국 상해 법인**은 하반기 성수기 효과가 더욱 짙어짐에 따라 2 분기 매출 성장률은 YoY +6%에 그칠 전망이다. **광저우 법인**의 경우, 신규 고객사 확보와 기존 고객사의 카테고리 다변화가 이뤄지며, 매출이 YoY +37% 증가했을 것으로 예상된다. **미국 오하이오 법인**과 **누월드**는 각각 YoY +40%, YoY -22% 성장을 추정한다. 오하이오 법인은 꾸준한 외형 성장으로 생산성을 개선시켜나가고 있으나, 누월드는 2 분기까지 1) 공장 리뉴얼로 인한 생산일수 부족과 2) 영업 부진에 따른 신규 수주의 약세로 수익성도 적자전환(-13 억)할 것으로 예상된다. 미국 법인 합산 적자는 -40 억원 수준에 달할 전망이다. 향후 오하이오 법인은 안정적인 외형 성장을 바탕으로 꾸준한 적자폭 감소가 가능할 것으로 보이며 누월드의 경우, 하반기부터는 공장 정상화에 따른 점진적인 실적 개선을 기대한다.

투자 의견 Buy, 목표주가 170,000 원 유지

코스맥스에 대해 투자 의견 Buy 와 목표주가 170,000 원을 유지한다. 단기적인 중국 수요 위축으로 최근 우려감이 커졌으나, 글로벌 No.1 회사인 만큼 중기적 관점에서 중국 사이트 고성장은 어느 정도 담보되어 있다는 판단이다. 중국 화장품 시장 성장에 따른 수혜를 '간접적으로' 가장 많이 받을 수 있는 업체라는 의견에는 변함이 없다. 향후 1~2 년간 적극적인 중국 내 영업 활동과 더불어 누월드를 제외한 동사의 모든 생산 사이트에서의 지속적인 외형 고성장이 기대된다. 다만, 일시적인 매출 성장률 둔화와 누월드의 부진으로 연내 유의미한 수익성 개선은 쉽지 않을 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	757	884	1,260	1,437	1,639	1,835
yoy	%	41.9	16.8	42.5	14.0	14.1	12.0
영업이익	십억원	53	35	52	69	111	133
yoy	%	46.4	-33.2	48.9	31.7	61.6	19.0
EBITDA	십억원	65	55	78	97	138	157
세전이익	십억원	46	25	36	61	101	120
순이익(지배주주)	십억원	35	19	33	52	79	93
영업이익률%	%	7.0	4.0	4.2	4.8	6.8	7.2
EBITDA%	%	8.6	6.3	6.2	6.8	8.4	8.5
순이익률	%	4.2	1.8	1.7	2.8	4.1	4.4
EPS	원	3,759	1,876	3,246	5,173	7,872	9,291
PER	배	31.8	62.4	40.1	19.6	12.9	10.9
PBR	배	5.7	5.4	4.9	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA	배	21.4	28.3	22.9	15.4	10.6	9.0
ROE	%	22.5	8.8	13.5	18.0	22.7	21.8
순차입금	십억원	179	362	470	482	453	411
부채비율	%	221.2	309.0	338.9	309.5	271.3	235.3

코스맥스 2Q19 Preview

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	y-y %	q-q %	컨센서스	차이
매출액	288.7	327.5	314.6	328.8	327.8	358.8	9.5%	9.5%	372.3	-3.6%
영업이익	10.4	18.6	13.2	10.1	13.5	19.7	6.0%	45.4%	20.4	-3.2%
순이익	7.6	9.7	4.2	-0.5	6.7	11.3	16.0%	69.8%	12.4	-8.6%
OPM%	3.6%	5.7%	4.2%	3.1%	4.1%	5.5%	-0.2%p	1.4%p	5.5%	0.0%p

자료: Quantwise, SK 증권

코스맥스 분기별 실적추정

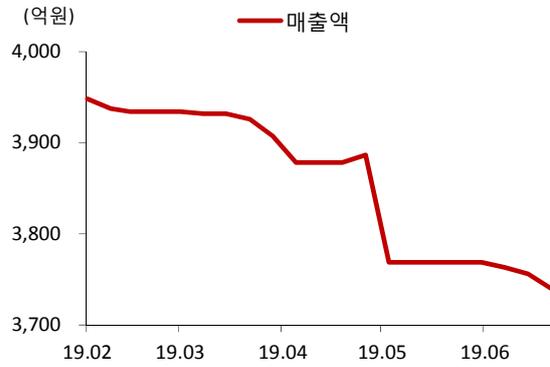
(십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
Sales	Sales	288.7	327.5	314.6	328.8	327.8	358.8	365.5	384.4	1,259.7	1,449.4	1,638.7
	y-y	31.8%	41.0%	50.9%	46.8%	13.5%	9.5%	16.2%	16.9%	42.5%	15.1%	13.1%
KOREA	KOREA	152.4	190.2	167.3	169.5	190.2	204.4	195.7	193.2	679.4	783.6	885.4
	CHINA	99.1	121.6	120.2	136.7	103.7	133.0	142.3	161.9	477.6	540.9	613.3
	Shanghai	80.4	106.5	105.0	119.1	81.8	112.3	120.2	134.6	410.9	448.9	498.3
	Guangzhou	18.8	15.1	15.2	17.6	22.0	20.7	22.0	27.3	66.7	92.0	115.0
	Indonesia	1.7	2.4	2.5	4.0	8.0	5.2	4.0	4.6	10.6	21.8	26.5
	Thailand	0.7	0.6	4.9	3.5	4.1	4.2	5.9	4.6	9.7	18.7	26.5
	USA(오하이오)	15.5	14.5	18.2	18.1	23.0	20.2	23.6	24.8	66.2	91.6	119.1
	USA(뉴월드)	27.3	24.2	28.0	19.6	20.0	19.0	23.8	20.8	99.1	83.7	92.1
	y-y%	KOREA	7.1%	38.2%	40.3%	31.4%	24.8%	7.5%	17.0%	14.0%	28.6%	15.3%
CHINA		28.7%	15.2%	36.7%	35.7%	4.6%	9.4%	18.4%	18.4%	28.7%	13.2%	13.4%
Shanghai		18.7%	15.5%	35.6%	33.2%	1.7%	5.5%	14.5%	13.0%	25.8%	9.2%	11.0%
Guangzhou		102.2%	13.0%	45.0%	55.3%	17.1%	37.0%	45.0%	55.0%	50.0%	38.0%	25.0%
Indonesia		-40.0%	31.4%	7.9%	104.9%	364.5%	115.0%	60.0%	15.0%	18.3%	105.4%	21.3%
Thailand		-	-	-	-	478.9%	600.0%	20.0%	30.0%	0.0%	92.6%	42.0%
USA(오하이오)		115.4%	127.8%	52.0%	44.1%	47.7%	40.0%	30.0%	37.0%	74.0%	38.2%	30.0%
USA(뉴월드)		-	-	-	-	-26.5%	-21.5%	-15.0%	6.5%	-	-15.5%	10.0%
OP		OP	10.4	18.6	13.2	10.1	13.5	19.7	14.0	21.6	53.9	70.5
	y-y	10.6%	29.7%	163.7%	58.4%	30.2%	6.1%	6.1%	113.8%	53.3%	30.9%	57.9%
	OPM	3.6%	5.7%	4.2%	3.1%	4.1%	5.5%	3.8%	5.6%	4.3%	4.9%	6.8%
KOREA	KOREA	5.0	7.7	4.0	5.4	7.7	9.2	6.5	7.7	22.1	31.1	41.4
	CHINA	7.4	11.0	7.0	12.3	8.0	12.1	8.9	15.5	37.7	44.5	53.4
	Shanghai	5.2	8.0	5.0	9.2	4.5	7.9	6.0	10.6	27.4	29.0	33.7
	Guangzhou	2.2	3.0	2.0	3.1	3.5	4.2	2.9	4.9	10.3	15.5	19.7
	Indonesia	-0.8	-1.1	-0.6	0.3	1.0	-0.4	-0.1	0.1	-2.2	0.5	2.7
	Thailand	-0.1	-1.1	0.0	-0.3	-1.6	-0.8	-0.4	0.1	-1.5	-2.8	0.8
	USA(오하이오)	-3.6	-3.8	-2.8	-3.5	-2.1	-2.8	-2.5	-1.1	-13.8	-8.5	3.2
	USA(뉴월드)	0.0	1.2	2.8	-1.5	-2.4	-1.3	-0.7	0.6	2.5	-3.8	4.0
	OPM%	KOREA	3.3%	4.1%	2.4%	3.2%	4.1%	4.5%	3.3%	4.0%	3.3%	4.0%
CHINA		7.5%	9.1%	5.8%	9.0%	7.7%	9.1%	6.3%	9.6%	7.9%	8.2%	8.7%
Shanghai		6.5%	7.5%	4.8%	7.7%	5.5%	7.0%	5.0%	7.9%	6.7%	6.5%	6.8%
Guangzhou		11.7%	20.0%	13.0%	17.5%	16.0%	20.3%	13.3%	17.8%	15.4%	16.9%	17.2%
Indonesia		-45.3%	-45.7%	-24.0%	7.6%	12.1%	-8.0%	-3.5%	2.7%	-20.6%	2.5%	10.0%
Thailand		-19.7%	-183.3%	0.0%	-8.6%	-40.2%	-20.0%	-7.0%	2.0%	-15.9%	-14.9%	3.0%
USA(오하이오)		-23.3%	-26.6%	-15.4%	-19.3%	-9.0%	-14.0%	-10.7%	-4.5%	-20.8%	-9.3%	2.7%
USA(뉴월드)		0.0%	5.0%	10.0%	-7.7%	-12.0%	-7.0%	-3.0%	3.1%	2.5%	-4.5%	4.3%

자료: 코스맥스, SK 증권

네오팜 2Q19 매출액 컨센서스 추이

(단위 :)



자료: Quantwise, SK 증권

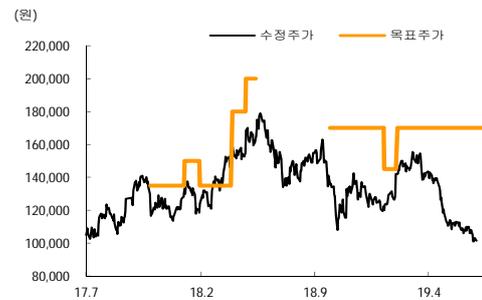
네오팜 2Q19 영업이익 컨센서스 추이

(단위 :)



자료: Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.07.17	매수	170,000원	6개월		
2019.05.14	매수	170,000원	6개월	-23.99%	-8.53%
2019.04.15	매수	170,000원	6개월	-15.35%	-8.53%
2019.02.18	매수	170,000원	6개월	-13.44%	-8.53%
2019.01.24	매수	145,000원	6개월	-12.14%	-2.07%
2018.11.08	매수	170,000원	6개월	-24.91%	-16.18%
2018.10.15	매수	170,000원	6개월	-26.58%	-20.00%
2018.05.30	담당자 변경				
2018.05.11	매수	200,000원	6개월	-23.12%	-10.50%
2018.04.16	매수	180,000원	6개월	-14.04%	-11.39%
2018.02.14	중립	135,000원	6개월	1.51%	14.44%
2018.01.17	중립	150,000원	6개월	-13.95%	-8.33%
2017.11.14	중립	135,000원	6개월	-8.86%	4.44%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 7 월 17 일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	500	596	662	781	911
현금및현금성자산	39	35	6	39	81
매출채권및기타채권	251	322	377	427	478
재고자산	185	209	245	277	311
비유동자산	434	466	475	470	464
장기금융자산	16	15	16	16	16
유형자산	307	333	323	298	276
무형자산	91	96	99	99	100
자산총계	934	1,062	1,137	1,250	1,375
유동부채	522	650	680	723	768
단기금융부채	242	371	354	354	354
매입채무 및 기타채무	256	231	270	305	342
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	184	169	180	190	197
장기금융부채	163	145	149	153	153
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	706	820	860	913	965
지배주주지분	218	265	314	385	471
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	129	129	129	129
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	65	135	184	253	336
비지배주주지분	10	-24	-36	-48	-61
자본총계	228	242	278	337	410
부채외자본총계	934	1,062	1,137	1,250	1,375

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	0	-37	33	62	75
당기순이익(손실)	16	21	40	67	81
비현금성항목등	45	66	63	71	76
유형자산감가상각비	20	24	27	25	22
무형자산상각비	1	1	2	2	2
기타	5	8	-7	-10	-8
운전자본감소(증가)	-41	-114	-45	-37	-38
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-57	-80	-54	-50	-52
재고자산감소(증가)	-60	-25	-35	-32	-34
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	94	-26	33	36	37
기타	-19	15	12	10	10
법인세납부	-20	-10	-25	-39	-43
투자활동현금흐름	-172	-56	-17	-2	-2
금융자산감소(증가)	-7	-7	-3	0	0
유형자산감소(증가)	-81	-48	-11	0	0
무형자산감소(증가)	-85	-2	-2	-2	-2
기타	1	2	-1	0	1
재무활동현금흐름	143	89	-45	-27	-31
단기금융부채증가(감소)	53	71	-81	0	0
장기금융부채증가(감소)	107	39	61	4	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-10	-3	-6	-10	-10
기타	-7	-19	-25	-21	-21
현금의 증가(감소)	-29	-4	-30	34	42
기초현금	68	39	35	6	39
기말현금	39	35	6	39	81
FCF	-169	-87	13	54	66

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	884	1,260	1,437	1,639	1,835
매출원가	772	1,105	1,256	1,432	1,602
매출총이익	112	155	180	207	234
매출총이익률 (%)	12.7	12.3	12.5	12.6	12.7
판매비와관리비	77	102	111	96	101
영업이익	35	52	69	111	133
영업이익률 (%)	4.0	4.2	4.8	6.8	7.2
비영업손익	-10	-16	-8	-10	-12
순금융비용	9	18	20	20	20
외환관련손익	-3	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	25	36	61	101	120
세전계속사업이익률 (%)	2.9	2.9	4.3	6.2	6.6
계속사업법인세	10	15	21	34	39
계속사업이익	16	21	40	67	81
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	16	21	40	67	81
순이익률 (%)	1.8	1.7	2.8	4.1	4.4
지배주주	19	33	52	79	93
지배주주귀속 순이익률(%)	2.13	2.59	3.62	4.83	5.09
비지배주주	-3	-12	-12	-12	-12
총포괄이익	16	22	42	69	83
지배주주	19	33	54	81	96
비지배주주	-3	-11	-12	-12	-12
EBITDA	55	78	97	138	157

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	16.8	42.5	14.0	14.1	12.0
영업이익	-33.2	48.9	31.7	61.6	19.0
세전계속사업이익	-45.7	43.4	69.0	65.3	18.9
EBITDA	-15.0	40.2	25.3	41.6	13.8
EPS(계속사업)	-50.1	73.0	59.4	52.2	18.0
수익성 (%)					
ROE	8.8	13.5	18.0	22.7	21.8
ROA	1.9	2.1	3.6	5.6	6.2
EBITDA마진	6.3	6.2	6.8	8.4	8.5
안정성 (%)					
유동비율	95.8	91.6	97.4	108.0	118.6
부채비율	309.0	338.9	309.5	271.3	235.3
순차입금/자기자본	158.4	194.3	173.7	134.5	100.2
EBITDA/이자비용(배)	5.9	4.2	4.7	6.6	7.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,876	3,246	5,173	7,872	9,291
BPS	21,704	26,411	31,208	38,305	46,821
CFPS	3,890	5,762	7,997	10,496	11,702
주당 현금배당금	300	600	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	84.5	55.1	30.1	19.8	16.7
PER(최저)	54.6	33.3	19.5	12.8	10.9
PBR(최고)	7.3	6.8	5.0	4.1	3.3
PBR(최저)	4.7	4.1	3.2	2.6	2.2
PCR	30.1	22.6	12.7	9.7	8.7
EV/EBITDA(최고)	35.9	29.2	21.0	14.6	12.5
EV/EBITDA(최저)	25.7	20.0	15.3	10.6	9.0

memo
