

2019-11-26



INDUSTRY ANALYSIS

화장품

2020년 Keyword 는 '턴어라운드'

- 1) 화장품, 중국에서의 판도가 변하고 있다
- 2) 구조적 개선보다는 턴어라운드에 주목
- 3) 관심 종목: 코스맥스, 신세계인터내셔널, 본스

화장품-엔터. 전영현, 3773-9181



Contents



Summary. 2020년 Keyword는 '턴어라운드'	4
Chapter 1. 화장품, 중국에서의 판도가 변하고 있다	6
1-1. 중국 소비 둔화, 화장품은 계속 좋을까?	7
1-2. 2019년 광군절 Review와 시사점	8
1-3. 중국 로컬 업체들 사이에도 지각변동이 일어나고 있다	10
1-4. 글로벌 회사들의 중국 향 Capex 투자는 지속	21
1-5. 여전히 높은 수요를 자랑하는 글로벌 브랜드들	22
Chapter 2. 구조적 개선보다는 턴어라운드에 주목	30
2-1. 3분기 화장품 업체 실적 Review	31
2-2. 산업 지표 Update	33
2-3. 구조적 개선보다는 턴어라운드에 주목	38
Chapter 3. 중소형 종목 찾기	43
Chapter 4. Company Analysis	50
코스맥스 (192820/KS 매수(유지) T.P 110,000원(유지))	51
신세계인터내셔널(031430/KS 매수(유지) T.P 260,000원(유지))	55

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 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자 의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3단계 (6개월 기준) 15% 이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 11월 26일 기준)

매수	85.35%	중립	14.65%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

2020년 Keyword는 '턴어라운드'

Consumer Cosmetics



Analyst
전영현

yj6752@sk.com
02-3773-9181

Consumer | Cosmetics

2019-11-25

2020년 Keyword는 '턴어라운드'

2019년 11월 11일, 중국 광군절 하루 판매액이 약 44.6조원을 기록하며 또 한번 사상 최대치를 경신했습니다. 중국이라는 '레드오션'에서 살아남기 위한 끊임없는 경쟁으로, 화장품 시장의 판도는 계속해서 변화하고 있습니다. 기존의 제품력과 마케팅만으로는 더 이상 화장품 회사의 생존을 담보할 수 없게 되었습니다. 이에 따라 2020년에는 국내 화장품 산업의 구조적인 변화보다는 업체별 차별화된 중국 전략과 그 효과를 점검하는 것이 보다 중요해질 전망이다. 보다 철저한 실적 위주의 Bottom-up 접근이 유효한 시점입니다.

● 중국에서의 판도가 변하고 있다

최근 중국 로컬 화장품 업체들 사이에서 지각 변동이 감지되고 있다. 견조할 것만 같던 중국의 전통 오프라인 강자들이 흔들리고 있고, 글로벌 화장품 기업들과 중국 신생 브랜드들이 한 데 뒤엉켜 너도나도 온라인 경쟁에 뛰어들며 이커머스 위주의 시장 재편이 이루어지고 있다. 여기에 중국의 로컬 화장품 OEM/ODM 업체들까지 등장하며, 국내 화장품 업체들을 위협하고 있다.

● 2020년 낮아진 베이스로 인한 점진적 업황 회복을 기대하나, 구조적 변화보다는 업체별 실적에 주목

실제로 2019년 국내 화장품 업체들은 중국 내 점유율 하락, 신규 시장 진입 실패, 기존 고객 이탈 등으로 실적 악화를 겪었다. 이후, 중국 내 경쟁 심화에 대한 잠재적인 리스크가 지속적으로 국내 화장품 업종センチ먼트를 끌어내리며 많은 화장품 업체들이 디레이팅을 경험하였다. 다만, 2020년에는 낮아진 2019년 베이스와 글로벌 시장에서의 점유율 확대로, 한국 화장품의 점진적인 업황 회복이 기대된다. 한편, 2018~2019년 2년간의 꾸준한 중국인 인바운드 회복과 화장품 수출 증가세 지속에도 일부 업체를 제외하고는 이런 지표들의 호조가 산업 전반적인 선순환으로 이어지지는 못하였다. 업종 내 비상장 인디 브랜드들의 난립과 글로벌 업체들의 시장 침투율이 확대된 영향 때문이다. 이처럼 구조적인 산업의 수혜를 기대하기 어려운 현 시점에서는, 실적 대비 과도하게 디레이팅이 이뤄진 저평가 회사나, 주가 낙폭이 과도했던 업체들 중 실적 턴어라운드가 기대되는 업체들을 선별하는 것이 보다 중요해질 전망이다.

● 관심 종목: 코스맥스, 신세계인터내셔널, 본느 제시

이에 따라 수익성 개선과 함께 2020년 강한 실적 턴어라운드 모멘텀을 보유한 코스맥스를 중·장기 타픽으로, 성수기 시즌 진입과 함께 4Q19 호실적이 기대되는 신세계인터내셔널을 보다 짧은 호흡에서 차선후주로 제시한다.

Investment Strategy

▶ 선호종목

▪ Investment Point

- 코스맥스(Buy, 11만원): 중국 전방 수요 위축으로 현 주가는 역사적 저점 구간(20E PER 15.8배)에 머물러 있음. 하지만 당사는 코스맥스의 수익성 개선에 주목, 내년도 YoY +50% 이상의 증익을 보여줄 업종 내 가장 강력한 2020년 '턴어라운드' 종목으로 제시
- 신세계인터내셔널(Buy, 26만원): 3분기 월 200억원 수준의 양호한 비디비치 월매출을 확인한 호실적을 시현했음에도 불구하고, 주가는 크게 상승하지 못했음. 연중 12M Fwd PER 고점 대비 -43% 하락한 디레이팅 과대 종목으로, 4분기 화장품/의류 성수기 시즌 진입과 함께 단기적으로 강한 실적 모멘텀 보유

▶ 관심종목

▪ Investment Point

- 본느(Not Rated): 기존 사업인 ODM 사업부의 안정적인 실적과 더불어 자체 브랜드 '터치인솔'의 판매 채널 다면화에 따른 매출 증가 국면으로 하반기 선제적인 QoQ 실적 개선을 기대

화장품, 중국 판도가 변하고 있다

1-1. 중국 소비 둔화, 화장품은 계속 좋을까?

● 중국 소매판매 성장률 연내 최저치 기록, 위안화는 무역 분쟁 불확실성과 경기 부양 기대 혼재되며 약세 전환

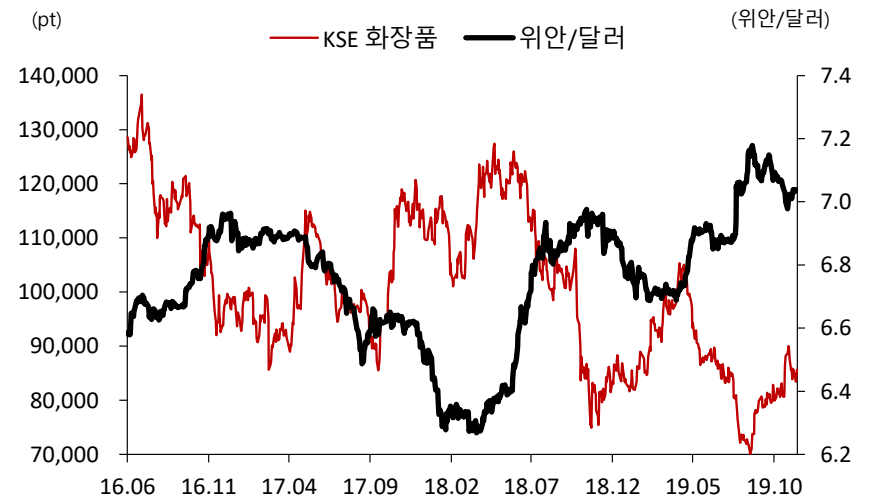
- 10월 중국의 소매판매 증가율은 YoY +7.2%에 그치며 연내 최저치를 기록, 화장품은 YoY +6.2%로 시장 성장률을 언더퍼폼
- 자동차, 화장품, 의류 등의 판매가 전반적으로 모두 악화되었는데, 다만, 11월 광군제를 앞두고 일부 소비 지연이 있었을 것으로 추정
- 미·중 무역 분쟁 장기화와 홍콩 불확실성은 단기적으로 중국 경기의 하방 요인으로 작용할 수 있겠으나, 대출 금리 인하 등 중국 정부의 소비 부양 정책이 소비심리에 긍정적 영향을 미치며 금번 광군제에서의 소비를 유인했던 것으로 판단
- 한편 대내외 정치적 불확실성 지속되며 안정화되던 위안화가 다시 약세 전환하였음
- 향후, 추가적인 위안화 약세 시, 투자センチ먼트 측면에서 화장품 업종 주가에 미칠 영향은 부정적임

중국 전체 소매판매 성장률은 연내 최저치를 기록



자료 : CEIC, SK증권

위안화 환율(위안/달러)과 KSE 화장품 업종 지수 추이



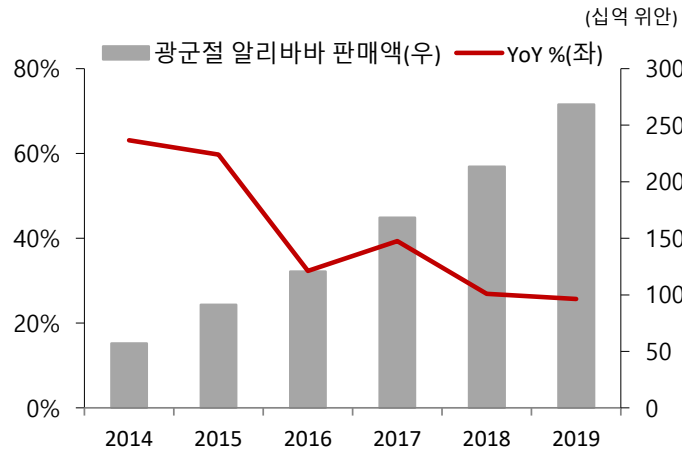
자료 : Bloomberg, Quantiwise, SK증권

1-2. 2019년 광군절 Review와 시사점 (1)

● 11.11 광군절은 흥행 - 럭셔리 브랜드의 여전한 호조 속에, 로컬 중·저가 브랜드의 MS 하락이 눈에 띈

- 이번 2019년 광군제 해외 직구 순위에서 한국은 미국, 일본에 이어 지난해와 동일하게 3위를 차지
- 하루동안 알리바바의 전체 온라인 판매액은 2,684억 위안(한화 약 44.6조원)으로 전년 동기 대비 26% 증가
- 매출이 100억원을 넘긴 한국 브랜드는 총 16개로 전년 대비 6개 브랜드가 추가됐으며, 이 중 화장품 브랜드가 가장 많았음
- 한편, 화장품 브랜드별 판매 순위에서는 기존 1위였던 중국 기초 화장품 브랜드 바이체링이 6계단 하락한 7위에 머물렀고, 자연당 역시 2계단 하락한 6위를 기록. 반면, LG생활건강의 '후'가 처음으로 Top 10 브랜드에 진입, 로레알은 7계단 상승해 1위를 차지
- 글로벌 Luxury 브랜드가 입지를 견고히 했고, '후'도 성공적으로 럭셔리 자리매김했다는 것을 증명했다는 측면에서 의미 있음
- 또한, 기존 중국 오프라인 강자들의 부진은 중국 화장품 시장의 판도가 온라인 채널 위주로 재편되고 있음을 시사

년도별 광군제 알리바바 판매액과 YoY %



자료 : 알리바바, SK증권

년도별 브랜드별 광군절 화장품 판매 순위

순위	브랜드명	2015	2016	2017	2018	2019
1	로레알(L'oreal)	3	3	7	8	1
2	랑콤(Lancome)	-	4	3	2	2
3	에스티로더(Estee Lauder)	-	-	4	3	3
4	올레이(OLAY)	4	-	6	6	4
5	SK II	-	7	5	5	5
6	자연당(Chando)	-	2	2	4	6
7	바이체링(Pechoin)	1	1	1	1	7
8	후(Whoo)	-	-	-	-	8
9	퍼펙트다이어리(Perfect Diary)	-	-	-	-	9
10	미노나(Winona)	-	-	-	-	10

자료 : SK증권, 언론자료

주: 2018년 대비 2019년 2계단 이상 순위 상승했을 경우, 붉은색, 하락했을 경우 푸른색 표기

1-2. 2019년 광군절 Review와 시사점 (2)

- 국내 브랜드들 가운데서는 후, 숨, 설화수, 헤라 등의 럭셔리 브랜드가 YoY +50~200% 수준 고성장
 - 이 외 애경의 Age 20's, 닥터자르트, AHC 등이 호조를 기록했으며, 그 중에서도 AHC는 티몰 글로벌 전체 카테고리 내에서 판매 순위 4위를 달성, 화장품 부문에서는 1위를 차지하며 중국 내 증가 시장의 입지를 재확인시켜주었음
 - 닥터자르트와 Age 20's도 각각 177억원과 92억원의 판매고를 올린 것으로 추정돼 4분기 실적에 긍정적인 전망

2019년 광군제 한국 화장품 업체 주요 실적

회사	브랜드	제품	판매 기록	비고
LG 생활건강	후	천기단 화현	25만 2천 세트	기초 스킨케어 1위 (후: 일매출 721억원 추정, 럭셔리 내 4위, 전체 화장품 8위, YoY +200% 이상 증가)
	숨	워터플 세트	8.5만 세트	광군제 1억 위안 매출 브랜드 List에 포함 (숨: YoY +120% 이상 증가)
아모레퍼시픽	설화수	자음라인 세트	24만개 이상	국내 화장품 중 최대 매출 달성(YoY +47%)
	라네즈	에센셜 스킨 로션	20만개 이상	
	헤라	블랙쿠션 타오바오		생방송 3초만에 완판
	려	자양윤모	22만개 이상	
카버코리아	AHC	히아루로닉 스킨케어	14만 2천개	티몰 글로벌 전체 카테고리 4위, 티몰 뷰티 카테고리 1위
애경산업	Age20's	에센스 커버팩트	35만 9천개	티몰 내 BB 크림 부문 판매 1위(팩트 매출 92억원 수준 추정)
지피클럽	JM솔루션	물광 링거 SOS 마스크	77만장	징동 판매기준 한국 브랜드 1위, 마스크팩 부문 1위
신세계인테리어	비디비치	페이스 클리어	11만 5천개	페이스클리어 27억원 매출 달성 추정
제이준코스메틱	제이준	블랙 물광 마스크	210만장	65억원 매출 달성, 역대 최대 매출
		인텐시브 샤이닝 마스크	130만장	
해브앤비	닥터자르트	시카페어 세럼 등		작년 매출의 약 7배 (닥터자르트 177억원 추정)
VT지엠피	VT코스메틱	시카	1천만개	100억원 매출 달성

자료 : 언론자료, SK증권

1-3. 중국 로컬 업체들 사이에도 지각변동이 일어나고 있다

중국 화장품 판매 채널은 온라인 상승, 오프라인 하락세가 뚜렷

국가별 년도별 채널별 화장품 매출 비중 추이: 중국 온라인의 가파른 상승과 오프라인 하락세가 두드러짐

- 2018년 중국 화장품의 온라인 판매 비중은 27%, 그 중에서도 색조 화장품은 그 비중이 33%로 온라인 선호도가 더욱 뚜렷

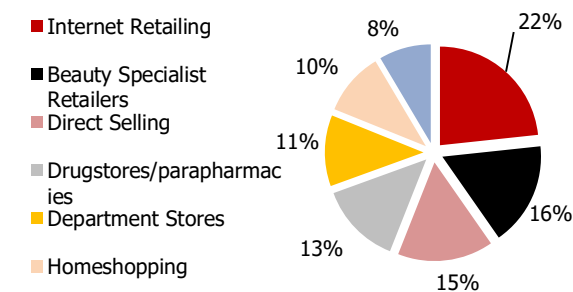
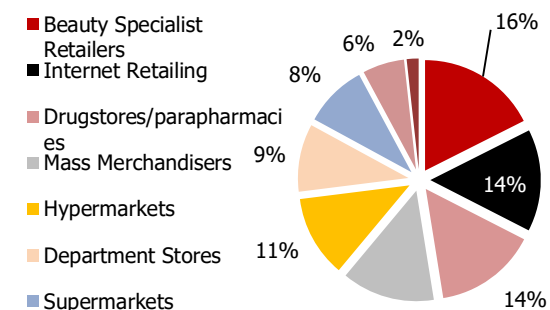
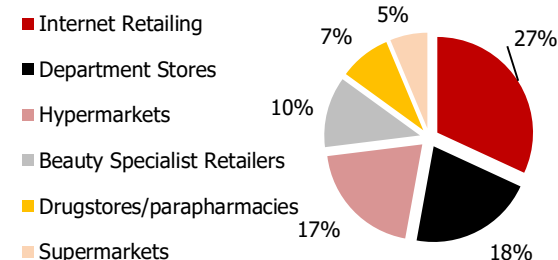
중국	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Internet Retailing	3%	5%	10%	13%	16%	19%	22%	24%	27%
Department Stores	29%	26%	22%	20%	20%	19%	18%	18%	18%
Hypermarkets	27%	26%	26%	25%	23%	22%	21%	19%	17%
Beauty Specialist Retailers	7%	8%	9%	9%	9%	9%	10%	10%	10%
Drugstores/parapharmacies	7%	7%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	7%
Supermarkets	9%	9%	9%	8%	8%	7%	7%	6%	5%

미국	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Beauty Specialist Retailers	12%	12%	12%	12%	13%	14%	15%	15%	16%
Internet Retailing	5%	5%	6%	6%	7%	9%	10%	11%	14%
Drugstores/parapharmacies	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	14%	14%
Mass Merchandisers	15%	14%	14%	14%	14%	14%	13%	13%	12%
Hypermarkets	12%	12%	12%	12%	12%	12%	11%	11%	11%
Department Stores	9%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	9%
Supermarkets	11%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	9%	8%
Direct Selling	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Homeshopping	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

한국	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Internet Retailing	8%	9%	9%	10%	11%	12%	14%	18%	22%
Beauty Specialist Retailers	26%	26%	24%	24%	26%	24%	22%	18%	16%
Direct Selling	17%	17%	16%	15%	13%	14%	14%	15%	15%
Drugstores/parapharmacies	2%	3%	4%	5%	5%	6%	9%	12%	13%
Department Stores	16%	16%	16%	16%	16%	15%	13%	12%	11%
Homeshopping	5%	5%	7%	8%	9%	9%	9%	9%	10%
Hypermarkets	15%	14%	13%	13%	12%	11%	10%	9%	8%

자료 : Euromonitor, SK증권

2018년 국가별 채널별 화장품 판매 비중



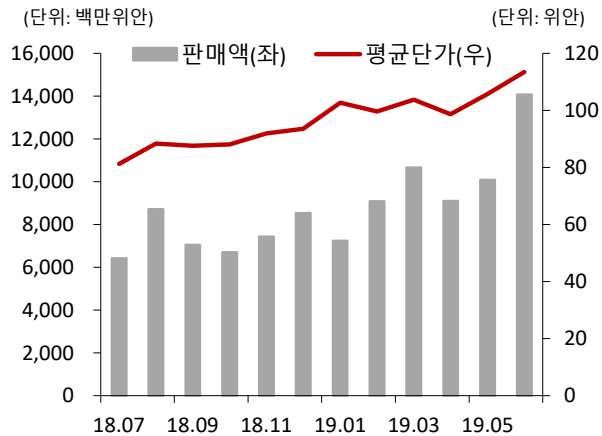
자료 : Euromonitor, SK증권

1-3. 중국 로컬 업체들 사이에도 지각변동이 일어나고 있다

온라인 내에서도 티몰의 성장이 압도적

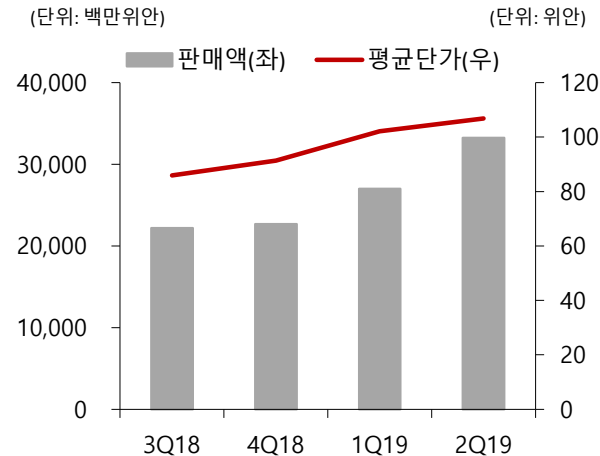
- 2019년 중국 뷰티 시장 규모는 75조원(YoY +8.3%) 수준, 그 중 약 40~50%가 티몰을 통해 발생
 - 2Q19 중국 티몰과 타오바오의 온라인 시장 규모는 YoY +23% 증가한 332억 위안(한화 약 5.6조원) 수준으로 추정

티몰 월별 온라인 쇼핑 판매액과 ASP



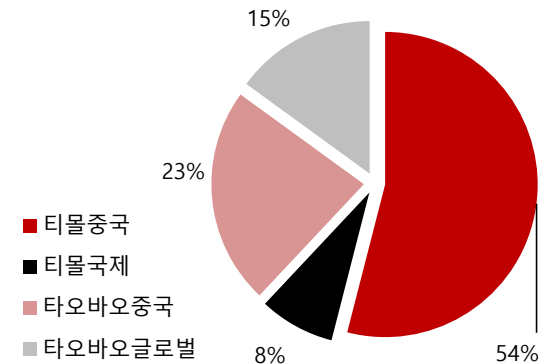
자료 : 알리바바, 업계자료, SK증권

티몰 분기별 온라인 쇼핑 판매액과 ASP



자료 : 알리바바, 업계자료, SK증권

2018-2019 중국 알리바바 내 플랫폼별 비중



자료 : 알리바바, 업계자료, SK증권

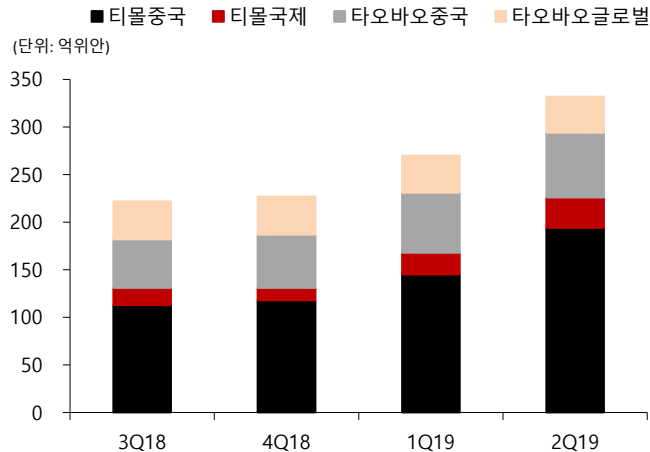
1-3. 중국 로컬 업체들 사이에도 지각변동이 일어나고 있다

온라인 내에서도 티몰의 성장이 압도적

● 상위 브랜드들의 티몰 집중화가 지속, 티몰은 안정적인 브랜드 플랫폼으로서의 위상 재고 중

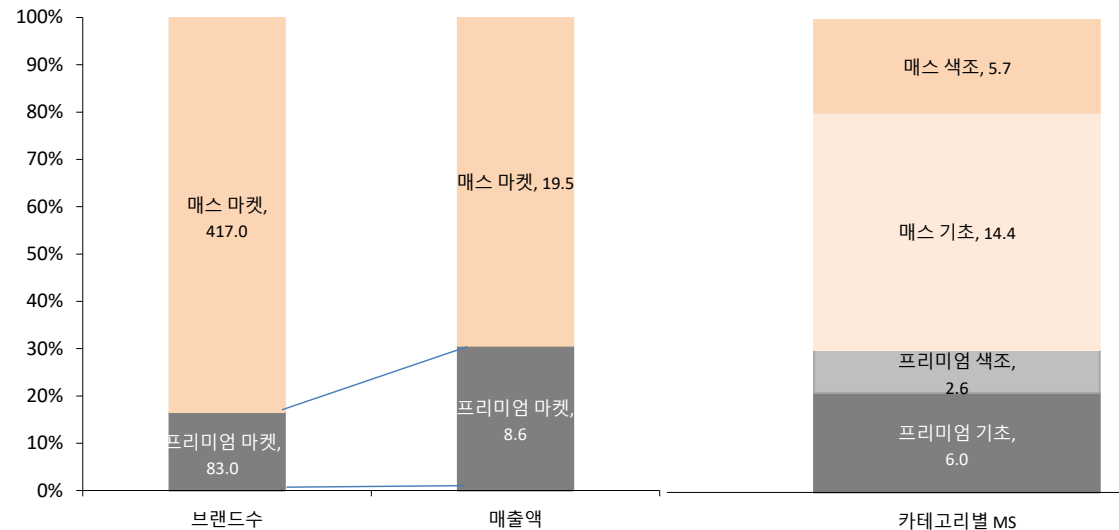
- 티몰 중국과 티몰 글로벌의 평균 판매가는 꾸준히 상승 중
- 타오바오 글로벌과 타오바오 중국의 경우, 내부 셀러 별 경쟁 심화로 전반적인 판가 하락이 발생되고 있는 것으로 파악
- 한편, 2Q19 기준 티몰 내 화장품 Top 500개 브랜드 판매액은 281억 위안으로 집계
- 500 개 중 프리미엄 브랜드 수는 83개(16.6% 비중)였으며, 프리미엄 화장품 판매액이 281억 위안 중 86억 위안을 차지(30.6%)

분기별 플랫폼별 화장품 판매액 추이



2Q19 기준 화장품 Top500 브랜드 카테고리별 구성 비중과 판매액

(단위: 개, 십억위안)



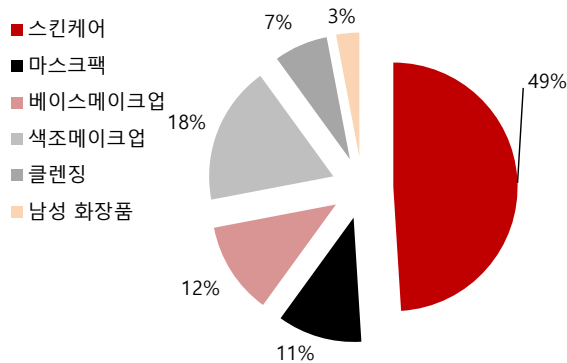
1-3. 중국 로컬 업체들 사이에도 지각변동이 일어나고 있다

온라인 내에서도 티몰의 성장이 압도적

● 티몰 내에서는 중국을 타겟한 유럽 및 북미 지역 브랜드들의 성장세가 지속 중

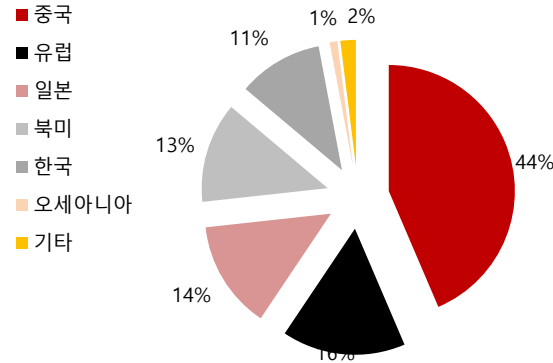
- 티몰의 국가별 화장품 평균 판매 단가는 1) 유럽 2) 북미 3) 일본 4) 한국 5) 중국 순으로 높으며, 모두 꾸준히 상승 중
- 다만, 한국과 중국 브랜드의 평단가 상승률은 선진국들의 판가 상승률 대비 현저히 못 미치는 수준
- 카테고리별 매출 비중에서는 스킨케어가 49%로 절반 수준을 차지했으며, 전년 동기 대비 크게 상이한 모습 포착되지 않음
- 한편, 온라인 화장품의 국가별 비중에서는 중국 브랜드 MS가 40% 내외를 기록 중인데, 이는 전년 대비 소폭 줄어들고 있는 추세

2018-2019 티몰 온라인 화장품 제품군별 구성비



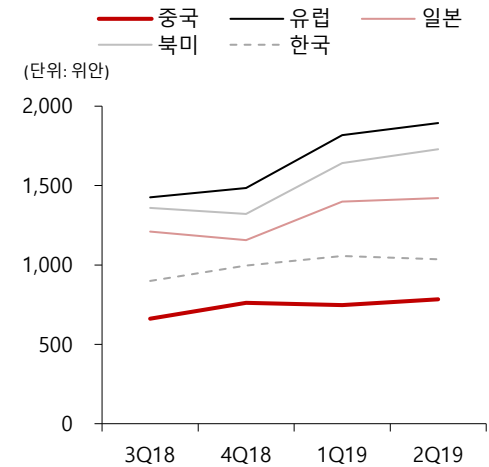
자료 : 알리바바, 업계자료, SK증권

2018-2019 티몰 온라인 화장품 시장 국가별 구성비



자료 : 알리바바, 업계자료, SK증권

티몰 수입 국가별 화장품 평균 판매 단가



자료 : 알리바바, 업계자료, SK증권

1-3. 중국 로컬 업체들 사이에도 지각변동이 일어나고 있다

기존 오프라인 강자 쇠퇴 - 온라인 강화 업체 위주 시장 재편 - 로컬 ODM 업체들의 등장

● Shanghai Jahwa (상해가와)

- 3Q 누적기준 매출액 57.3억 위안 (y-y +5.8%), 영업이익 4.0억 위안 (y-y -22.8%), 영업이익률 7.0% (y-y -2.6%p)

● PROYA (프로야)

- 3Q 누적기준 매출액 20.8억 위안 (y-y +33.4%), 영업이익 2.9억엔 위안 (y-y +30.8%), 영업이익률 13.8% (y-y -0.2%p)

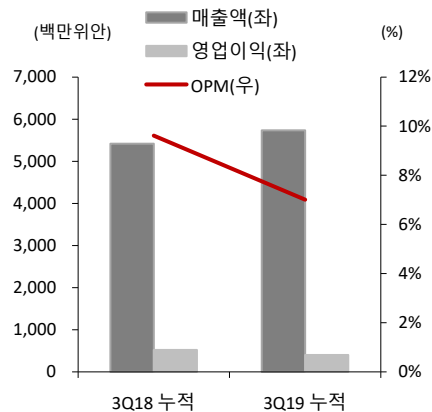
● Guangdong Marubi Biotechnology (마루비)

- 3Q 누적기준 매출액 12.1억 위안 (y-y +14.8%), 영업이익 3.9억 위안 (y-y +48.6%), 영업이익률 32.0% (y-y +7.3%p)

● Fujian Green Fine (NBC)

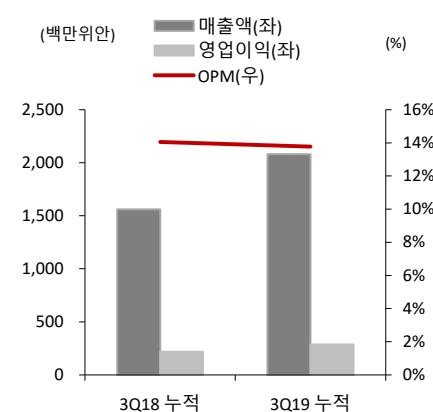
- 3Q 누적기준 매출액 19.2억 위안 (y-y +102.2%), 영업이익 4.1억 위안 (y-y +30.9%), 영업이익률 21.3% (y-y -11.6%p)

상해가와 3Q19 ytd 매출, 영업이익 증감율



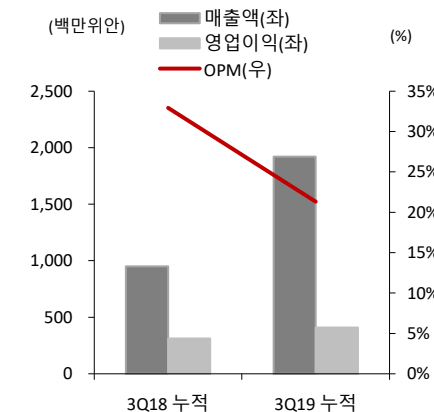
자료 : Bloomberg, SK증권

프로야 3Q19 ytd 매출액, 영업이익 증감율



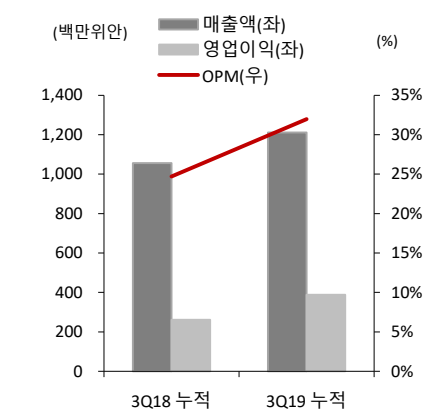
자료 : Bloomberg, SK증권

Fujian 3Q19 ytd 매출액, 영업이익 증감율



자료 : Bloomberg, SK증권

마루비 3Q19 ytd 매출액, 영업이익 증감율



자료 : Bloomberg, SK증권

1-3. 중국 로컬 업체들 사이에도 지각변동이 일어나고 있다

1) 기존 오프라인 강자 쇠퇴

- 중국 로컬 브랜드 비중이 **50%** 수준이었던 **2018년 대비 2019년 중국 뷰티 시장은 해외 비중이 60%까지 상승**
 - 바이체링, 즈란탕, 상해가와를 비롯한 기존 오프라인 강자들의 부진이 포착
 - **상해가와의 대표 브랜드 허보리스트(Herborist)는 주요 제품이 200-400위안 사이의 저가 라인으로 매출 비중의 70% 수준을 차지**
 - 현재 전사 매출액 내 온라인 비중은 15-20% 내외 수준으로 파악, 3-4년 내 온라인 비중 40%를 목표하고 있음
 - 동사는 1,500개 수준의 자체 오프라인 점포를 보유(1선 도시 10%, 2-3선 도시 80%, 4선 도시 9%, 5~10선 도시 1% 비중)
 - 최근 온라인 경쟁 심화로 매출 확장 속도가 제한적이며 2-3선 도시 내 글로벌 브랜드 침투율 증가로 오프라인 채널도 부진한 상황
 - 2016-2018년 국내 로드샵 및 중저가 브랜드들의 쇠퇴 과정과 닮아있음

오프라인 침투율이 높은 상해가와의 대표 브랜드 'Herborist'



Department store

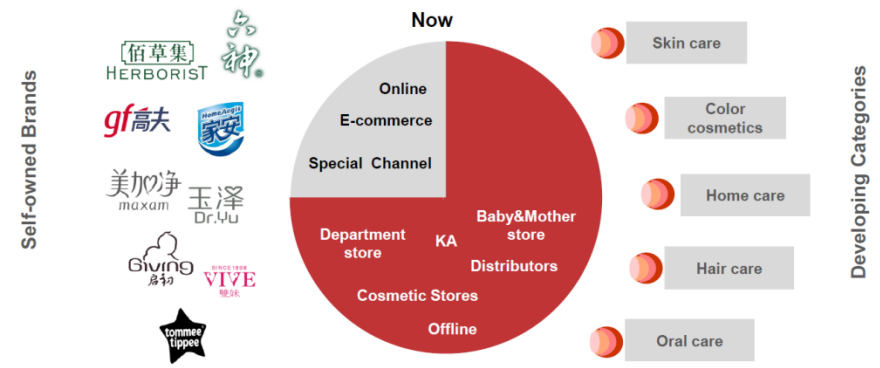
Deep penetration in department store channel with more than **1500 stores in 350 cities**



Cosmetic Stores

More than **5,500** cosmetic stores and **2,200** Watsons

상해가와의 채널 전략과 브랜드 현황



상해가화 (600315 CH)

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

자료 : Bloomberg

대차대조표

(USD mn)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
자산총계	891	1,258	1,547	1,476	1,477
유동자산	687	1,068	882	672	695
비유동자산	205	190	665	804	783
부채총계	278	375	789	650	632
유동부채	256	320	560	385	391
장기부채	23	54	229	264	241
자본총계	613	883	758	826	845

손익계산서

(USD mn, USD)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
매출액	858	922	898	961	1,080
영업이익	142	118	37	54	87
세전이익	185	416	42	70	98
당기순이익	146	352	30	58	82
기본EPS	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
희석EPS	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
EBITDA	149	125	49	68	107

현금흐름표

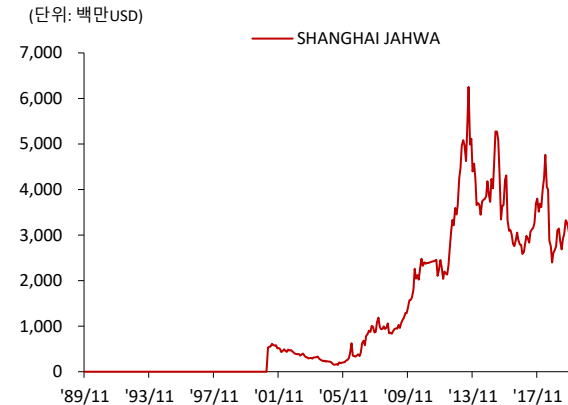
(USD mn)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
당기순이익	146	352	30	58	82
감가상각비	7	8	11	14	20
운전자본증감	30	4	(33)	51	6
영업활동현금흐름	193	87	21	137	136
자본지출	(16)	(79)	(75)	(78)	(58)
투자활동현금흐름	11	25	(507)	61	(137)
재무활동현금흐름	(58)	(63)	338	(304)	(25)
현금증감	146	48	(149)	(106)	(26)
FCF	177	8	(54)	59	78
주당현금흐름	0	0	(0)	0	0

주요 투자지표

(배, %)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
PER	25.6	11.9	90.4	63.6	33.7
PBR	6.1	4.6	3.5	4.6	3.2
PSR	4.4	4.6	3.1	3.8	2.6
P/CF	19.4	48.5	131.4	26.8	20.4
배당수익률	1.8	2.5	0.4	0.5	0.9
매출이익률	61.5	58.8	60.1	64.9	62.8
영업이익률	16.5	12.8	4.2	5.7	8.1
순이익률	17.0	38.2	3.4	6.0	7.6
ROA	17.9	32.3	2.1	3.8	5.5
ROE	25.2	46.4	3.7	7.3	9.7

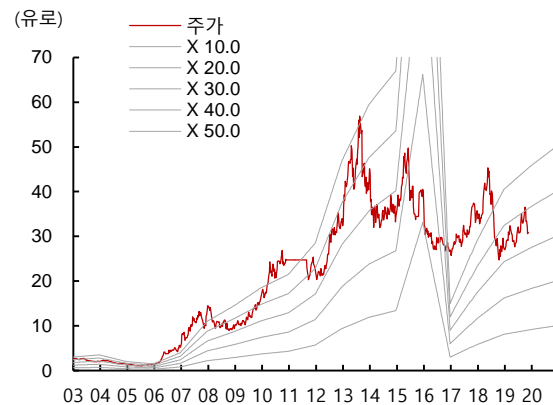
상해가화 시가총액 추이

(단위 : 백만USD)



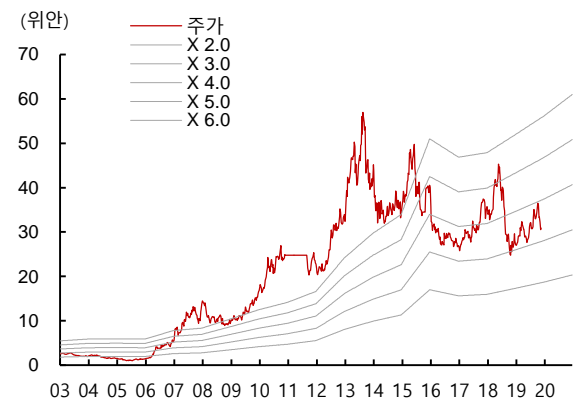
자료 : Datastream, SK증권

상해가화 PER 추이



자료 : Quantiwise, SK증권

상해가화 PBR 추이



자료 : Quantiwise, SK증권

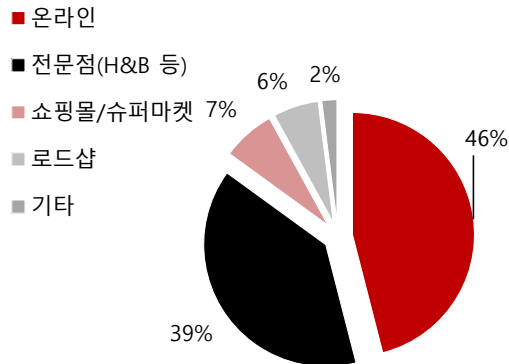
1-3. 중국 로컬 업체들 사이에도 지각변동이 일어나고 있다

2) 온라인 강화 업체 위주 시장 재편

● 한편, 프로야는 온라인 채널에 투자, 이커머스 경쟁력을 확보해 중저가 포지션임에도 시장을 아웃퍼폼 중

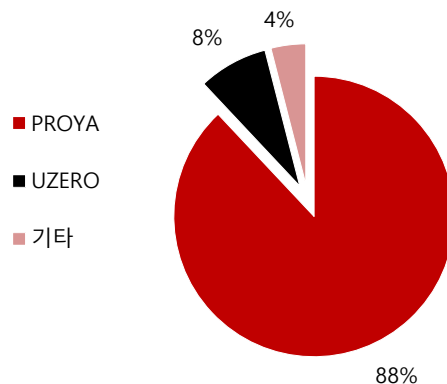
- 3Q19 누적 기준 매출액과 영업이익의 YoY 성장률이 30%를 웃도는 프로야의 경우, 온라인 비중이 지속적으로 확대되어 왔음
- 자체 로드샵 3개 밖에 보유하고 있지 않으며, 전문점이나 CS샵에 13,000개 정도 입점되어 있는 상태
- 매출의 20~25%를 마케팅, 2~3%를 R&D에 투자하고 있으며, 현재 10% 수준에 불과한 색조 생산 비중을 Capa 확장으로 늘릴 계획
- 매출의 97%로 대부분의 카테고리를 차지하고 있는 스킨케어의 경우, 자체 생산 비중이 96%로 OEM/ODM 의존도가 높지 않음
- 2020년 공략할 스킨케어 제품으로는 '에센스'를 꼽고 있으며, 100-300위안 사이에 형성되어 있는 ASP를 크게 올리지는 않을 것
- 재구매율이 높은 게 특징인데, 일반 오프라인 매장은 50% 이상, 온라인의 경우 20% 이상으로 파악하고 있음

PROYA 1H19 채널별 매출 비중



자료 : 프로야, SK증권

PROYA 1H19 브랜드별 매출 비중



자료 : 프로야, SK증권

상반기 히트를 기록한 프로야의 버블 마스크



자료 : 프로야, SK증권

프로야 (603605 CH)

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

자료 : Bloomberg

대차대조표

(USD mn)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
자산총계	224	212	216	354	416
유동자산	108	102	105	225	265
비유동자산	116	110	112	129	151
부채총계	182	150	136	130	169
유동부채	176	142	128	117	150
장기부채	6	8	7	13	18
자본총계	42	63	81	224	247

손익계산서

(USD mn, USD)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
매출액	279	262	244	264	357
영업이익	35	26	26	38	57
세전이익	31	27	26	36	59
당기순이익	26	23	23	30	43
기본EPS	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
희석EPS	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
EBITDA			31	43	62

현금흐름표

(USD mn)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
당기순이익	26	23	23	30	43
감가상각비			6	5	5
운전자본증감			(14)	6	19
영업활동현금흐름	29	82	14	47	76
자본지출	(15)	(8)	(9)	(12)	(35)
투자활동현금흐름	(32)	28	(22)	(14)	(68)
재무활동현금흐름	10	(90)	(0)	85	(1)
현금증감	6	21	(8)	118	6
FCF	14	74	5	35	41
주당현금흐름	0	0	0	0	0

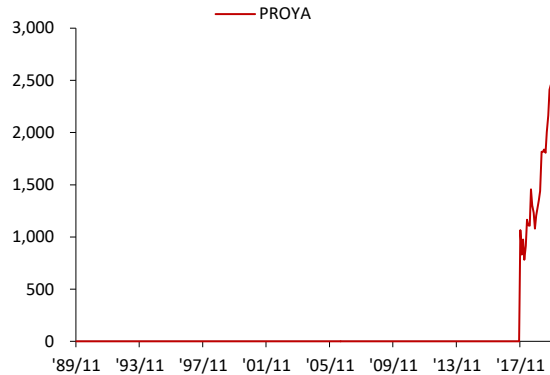
주요 투자지표

(배, %)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
PER				22.1	30.6
PBR				3.9	5.2
PSR				2.5	3.7
P/CF				14.1	17.7
배당수익률					
매출이익률	62.8	63.9	62.0	61.7	64.0
영업이익률	12.7	10.0	10.6	14.4	15.9
순이익률	9.2	8.7	9.5	11.3	12.2
ROA	12.2	10.4	10.7	10.6	11.1
ROE	43.6	43.0	31.8	19.9	18.2

프로야 시가총액 추이

(단위 : 백만USD)

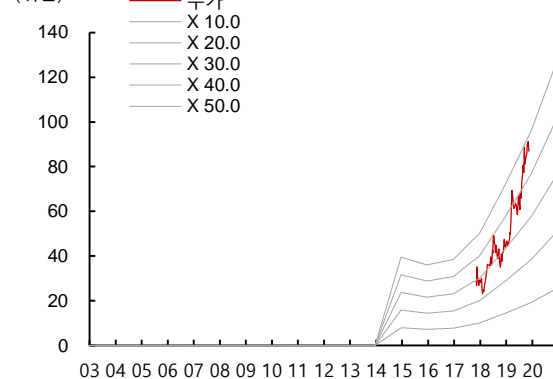
(단위: 백만USD)



자료 : Datastream, SK증권

프로야 PER 추이

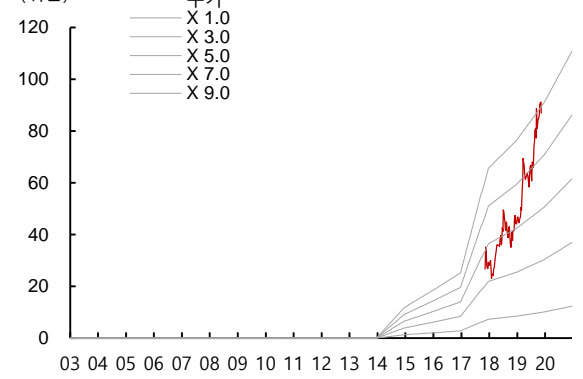
(위안)



자료 : Quantiwise, SK증권

프로야 PBR 추이

(위안)



자료 : Quantiwise, SK증권

1-3. 중국 로컬 업체들 사이에도 지각변동이 일어나고 있다

3) 로컬 ODM 업체들의 등장

● 중국 현지 화장품 OEM/ODM 사들의 등장도 눈에 띈

- 최근 중국 현지에서 눈에 띄는 로컬 ODM 사로는 1) 녹스벨카우(NBC), 2) 러바오, 3) 쩌천 4) BOK(마리달가 자체 브랜드) 등이 있음
- 이 중 하루 650만장 이상의 마스크 시트와 60만개의 로션 생산 Capa를 보유한 NBC는 2018년 상장회사 'Fujian'에 피인수됨
- 중국 ODM 사들은 대부분 소품종 대량생산으로 규모의 경제를 일으켜 공장 생산성 향상을 통한 이익 창출에 강점을 가지고 있음
- 다만, 국내 OEM/ODM 업체들이 아직도 중국 현지 ODM 사들에 비해 우위를 점하고 있는 부분은 크게 1) 신제품 제안에 유리한 뛰어난 R&D 능력을 보유한 점과 2) 전 카테고리에서의 기술력을 보유하고 있어 다품종 소량 생산이 가능하다는 점임
- 향후 단가 경쟁보다는 제품력 위주의 경쟁을 추구해야 할 것으로 보이며, 이에 중가 및 온라인 브랜드 위주 신규 고객 유입에 초점

녹스벨 카우 중국 공장



자료 : NBC, SK증권

녹스벨 카우 한국 R&D 센터



자료 : NBC, SK증권

국내 ODM 3사 지역별 CAPA

(단위: 억원)

	코스맥스	한국콜마	코스메카코리아
한국	5,300	7,500	3,500
중국	6,100	5,000	2,200
북미	3,500	1,300	1,600
Total	14,900	13,800	7,300

자료 : 각 사, SK증권
주: 디자인 캐파 기준

Fujian Green Fine (300132 CH)

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

자료 : Bloomberg

대차대조표

(USD mn)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
자산총계	170	139	103	146	213
유동자산	92	81	47	86	158
비유동자산	78	58	56	60	55
부채총계	73	47	12	34	52
유동부채	69	34	10	33	50
장기부채	4	13	1	1	1
자본총계	97	93	91	112	161

손익계산서

(USD mn, USD)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
매출액	123	93	84	120	215
영업이익	13	3	5	20	71
세전이익	10	0	6	16	70
당기순이익	8	2	5	14	61
기본EPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
희석EPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
EBITDA	18	9	10	25	75

현금흐름표

(USD mn)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
당기순이익	8	2	5	14	61
감가상각비	5	5	4	5	5
운전자본증감	(8)	6	1	(23)	(60)
영업활동현금흐름	7	12	11	(1)	6
자본지출	(6)	(4)	(2)	(2)	(0)
투자활동현금흐름	(6)	12	(2)	(2)	3
재무활동현금흐름	(6)	(24)	(9)	12	9
현금증감	(5)	(1)	0	9	18
FCF	1	8	9	(3)	5
주당현금흐름	0	0	0	(0)	0

주요 투자지표

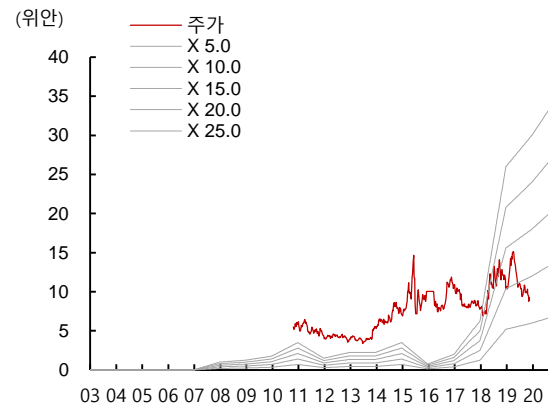
(배, %)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
PER	50.9	74.2	126.7	32.1	10.0
PBR	4.4	6.5	6.5	4.2	3.6
PSR	3.5	5.1	7.4	3.7	2.8
P/CF	62.1	90.7	56.5	40.8	101.9
배당수익률	0.4	0.3	0.0	0.6	1.0
매출이익률	20.3	16.2	20.7	28.4	40.9
영업이익률	10.5	3.5	6.5	16.6	32.8
순이익률	6.9	1.9	5.9	11.7	28.2
ROA	4.9	1.1	4.0	11.4	33.1
ROE	9.0	1.8	5.3	13.9	43.6

Fujian Green Fine 시가총액 추이 (단위 : 백만USD)



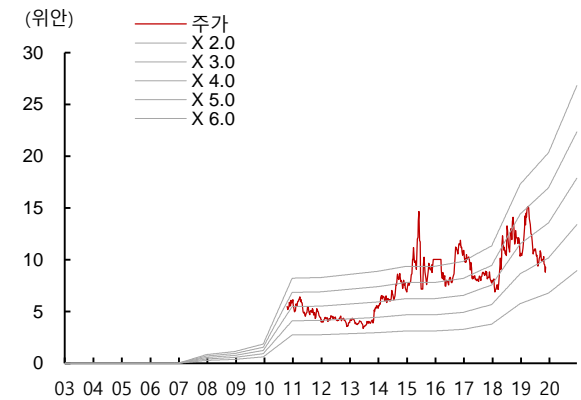
자료 : Datastream, SK증권

Fujian Green Fine PER 추이



자료 : Quantiwise, SK증권

Fujian Green Fine PBR 추이



자료 : Quantiwise, SK증권

1-4. 글로벌 회사들의 중국 향 Capex 투자는 지속

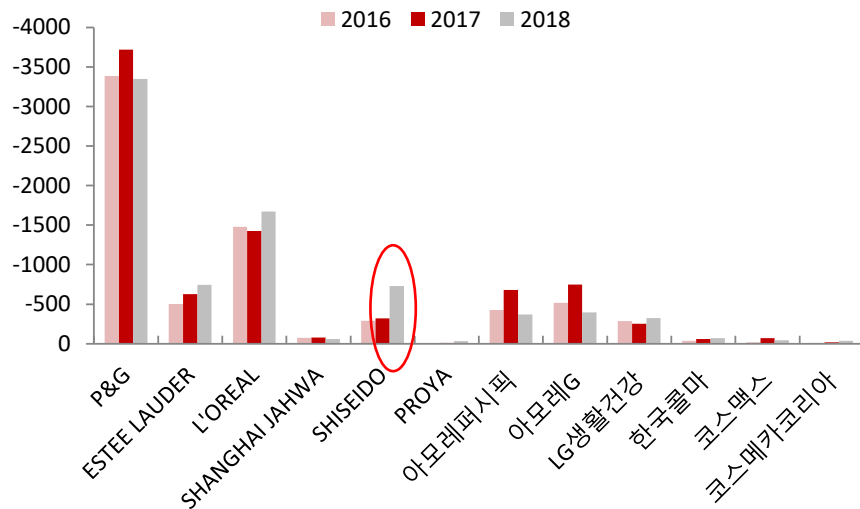
경쟁 심화 국면에도 투자는 지속되면서 공급 과잉 발생, 19년 ODM 업체들의 부진으로 연결

● 국내 업체들의 Capex 투자는 16~17년도 크게 증가, 일본과 중국 업체들의 Capex 투자는 현재 진행 중

- 2017년 아모레퍼시픽과 코스메카코리아, 코스맥스의 매출액 대비 Capex 비중은 15%, 11.6%, 9.2%로 경쟁사 대비 현저히 높았음
- 2018년 Capex 투자 마무리 국면으로, 2019년 본격적인 투자 회수 기간에 접어들 것으로 기대했으나, 경쟁에서 밀리는 모습
- 한편, 최근에도 중국 향 CAPEX 투자는 꾸준히 확대하고 있는데, 주체는 일본과 중국 업체들**
- 과거 Capex 투자에 보수적이었던 일본 업체들이 높은 중국 수요를 재확인하며 2018년부터 공격적인 투자를 집행
- 여기에 중국 브랜드 업체들의 생산 내재화 노력 지속과 현지 ODM 업체들의 등장으로 '공급' 측면에서 과잉이 발생
- 국내 화장품 업체들(맥스, 콜마, 메카, 한불, 메가코스)의 17~18년 증설분만 하더라도 소비자가 기준 디자인 캐파는 2.9조원 수준

글로벌 화장품 업체 최근 3개년 CAPEX 금액 추이

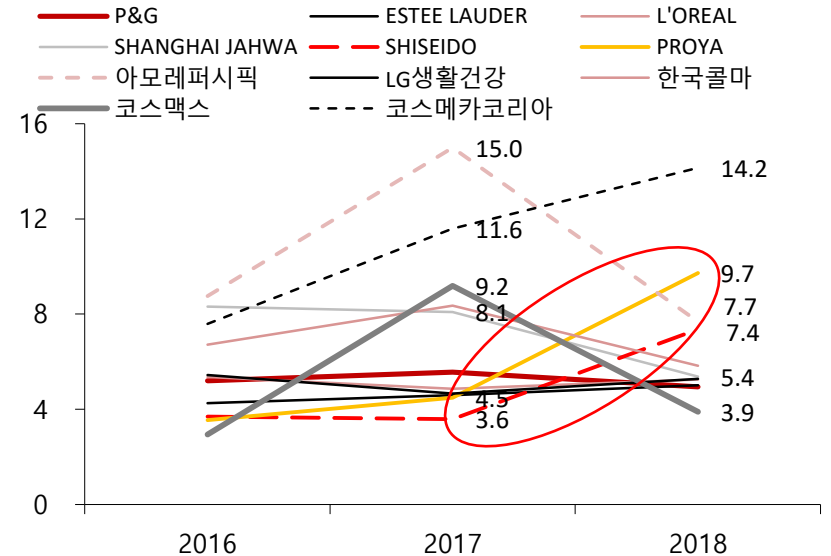
(단위: 백만달러)



자료 : Bloomberg, SK증권

글로벌 화장품 업체 최근 3개년 매출 대비 Capex 비중 추이

(단위: %)



자료 : Bloomberg, SK증권

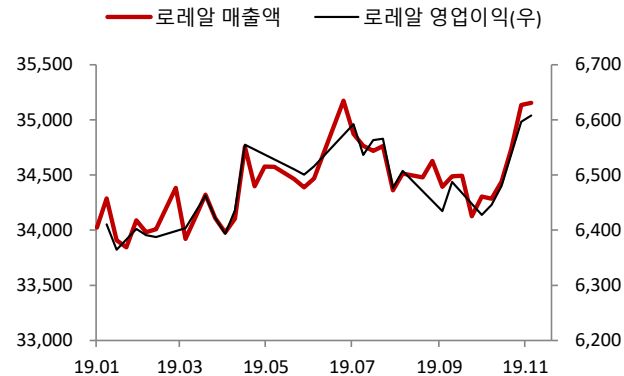
1-5. 여전히 높은 수요를 자랑하는 글로벌 브랜드들

P&G, 에스티로더 2021년 실적 눈높이 지속 우상향 vs 시세이도 2020년 전망치 하락

- 2019년 초 대비 2019년 11월 현재, 에스티로더와 P&G의 2021년 이익 추정치는 **+10.4%, +3.8% 상향** 조정
- 로레알 역시 2020년 이익 추정치가 연초 대비 **+3.2% 상향**되었음. 단, 시세이도의 경우, **-12.7% 하향** 조정

2020년 로레알 매출액과 영업이익 컨센서스 추이

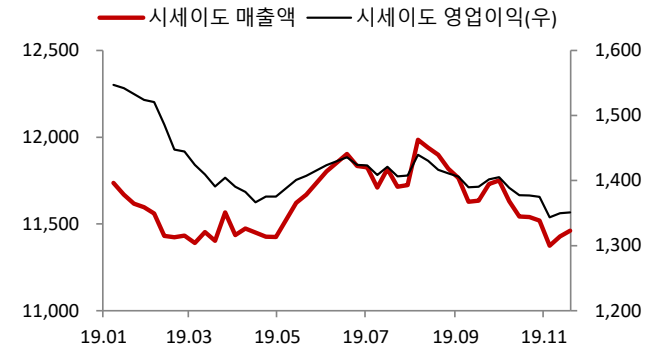
(단위: 백만달러)



자료 : Bloomberg, SK증권

2020년 시세이도 매출액과 영업이익 컨센서스 추이

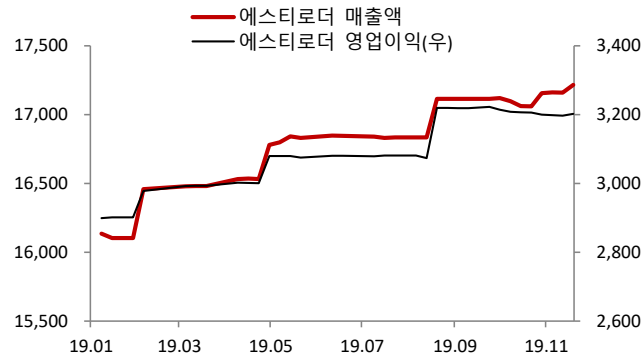
(단위: 백만달러)



자료 : Bloomberg, SK증권

2021년 에스티로더 매출액과 영업이익 컨센서스 추이

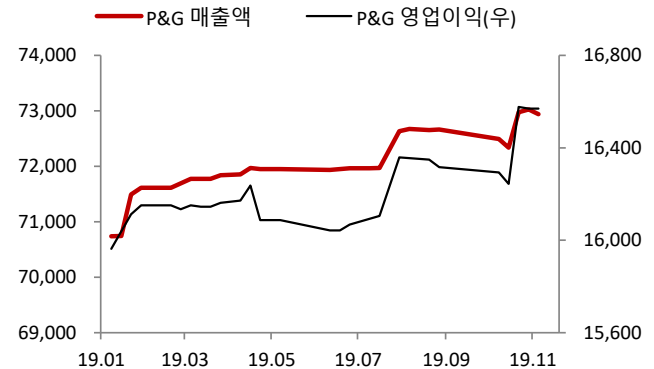
(단위: 백만달러)



자료 : Bloomberg, SK증권/ 주: 결산년월 6월임을 고려해 2021년 컨센서스 사용

2021년 P&G 매출액과 영업이익 컨센서스 추이

(단위: 백만달러)

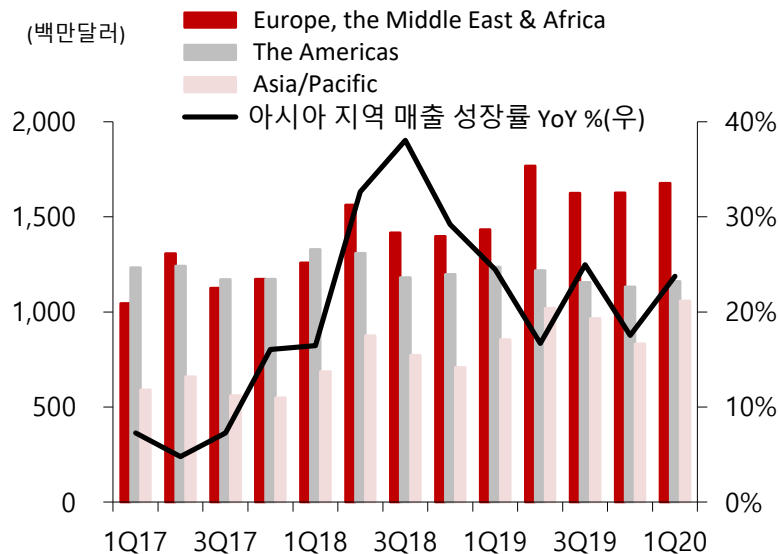


자료 : Bloomberg, SK증권/ 주: 결산년월 6월임을 고려해 2021년 컨센서스 사용

1-5. 여전히 높은 수요를 자랑하는 글로벌 브랜드들

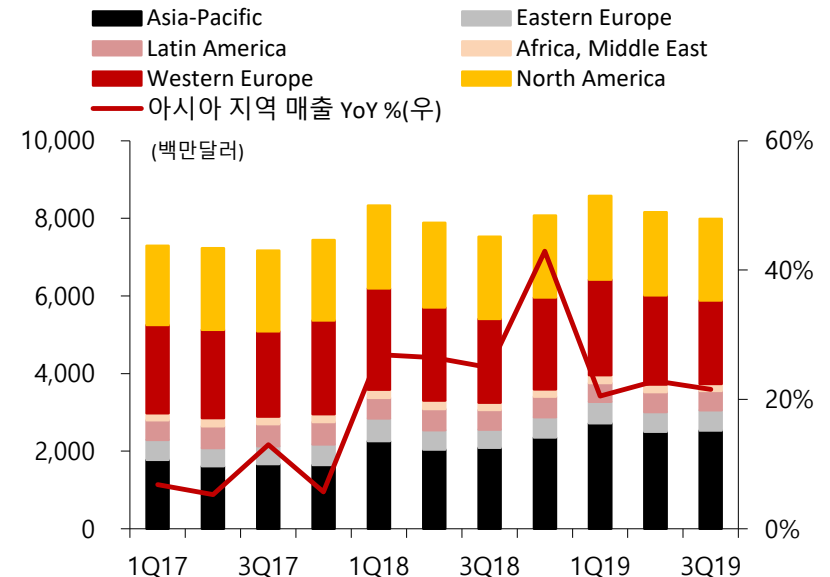
- **에스티로더, P&G, 로레알 : 중국 포함 아시아 지역 매출이 럭셔리 위주 지속 고성장, 컨센서스 상향의 주요 요인**
 - 1Q20 에스티로더: 라메르, 에스티로더, 바비브라운, 조말론 호조로 온라인 매출 YoY +40% 성장했으며 면세 비중 지속 확대 중
 - 1Q20 P&G: SKII와 OLAY의 매출 성장과 가격인상을 통한 탑라인 고성장 지속 중이며, 온라인 매출 YoY +30% 성장
 - 3Q19 로레알: 랑콤, 입생로랑 및 더마 코스메틱 호조, 온라인 매출 YoY +50% 성장했으며 중국 내 매스시장 점유율도 확대 중
 - 3Q19 시세이도: 중국 온라인 매출 YoY +20% 이상 성장했으나, 한국(불매)과 홍콩(시위) 영향으로 연간 실적 가이드는 하향조정

에스티로더 분기별 지역별 매출액과 아시아 지역 매출 성장률 %



자료 : 에스티로더, SK증권

로레알 분기별 지역별 매출액과 아시아 지역 매출 성장률 %



자료 : 로레알, SK증권

에스티로더 (EL US) 6월 결산

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

자료 : Bloomberg

대차대조표

(USD mn)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
자산총계	8,239	9,223	11,568	12,567	13,156
유동자산	4,469	4,225	4,964	6,168	7,212
비유동자산	3,771	4,998	6,604	6,399	5,944
부채총계	4,585	5,636	7,166	7,857	8,745
유동부채	2,136	2,681	2,823	3,310	4,605
장기부채	2,449	2,955	4,343	4,547	4,140
자본총계	3,654	3,587	4,402	4,710	4,411

손익계산서

(USD mn, USD)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
매출액	10,780	11,262	11,824	13,683	14,863
영업이익	1,606	1,610	1,692	2,055	2,313
세전이익	1,561	1,555	1,617	1,980	2,307
당기순이익	1,089	1,115	1,249	1,108	1,785
기본EPS	2.9	3.2	3.8	4.6	5.4
희석EPS	2.9	3.2	3.7	4.5	5.3
EBITDA	2,015	2,025	2,156	2,586	2,870

현금흐름표

(USD mn)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
당기순이익	1,089	1,115	1,249	1,108	1,785
감가상각비	409	415	464	531	557
운전자본증감	341	217	(123)	97	(225)
영업활동현금흐름	1,943	1,789	1,800	2,562	2,517
자본지출	(473)	(525)	(504)	(629)	(744)
투자활동현금흐름	(1,616)	(1,269)	(2,214)	(358)	473
재무활동현금흐름	(935)	(627)	636	(1,159)	(2,184)
현금증감	(608)	(107)	222	1,045	806
FCF	1,470	1,264	1,296	1,933	1,773
주당현금흐름	4	3	4	5	5

주요 투자지표

(배, %)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
PER	30.7	24.2	34.4	28.8	
PBR	9.1	7.9	10.7	10.2	
PSR	3.1	2.5	4.0	3.5	
P/CF	17.2	15.8	25.9	18.7	
배당수익률	1.0	1.5	1.0	1.1	
매출이익률	80.5	80.6	79.4	79.2	77.2
영업이익률	14.9	14.3	14.3	15.0	15.6
순이익률	10.1	9.9	10.6	8.1	12.0
ROA	13.5	12.8	12.0	9.2	13.9
ROE	29.0	30.9	31.4	24.4	39.3

에스티로더 시가총액 추이

(단위 : 백만USD)

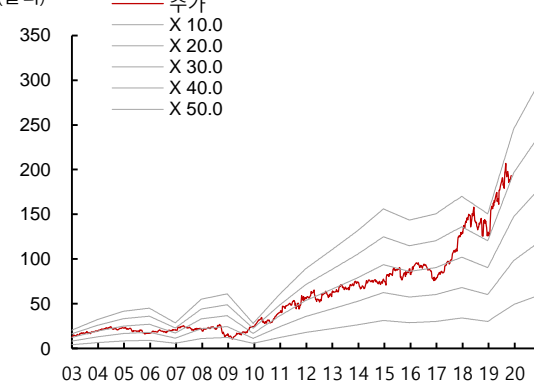
(단위: 백만USD)



자료 : Datastream, SK증권

에스티로더 PER 추이

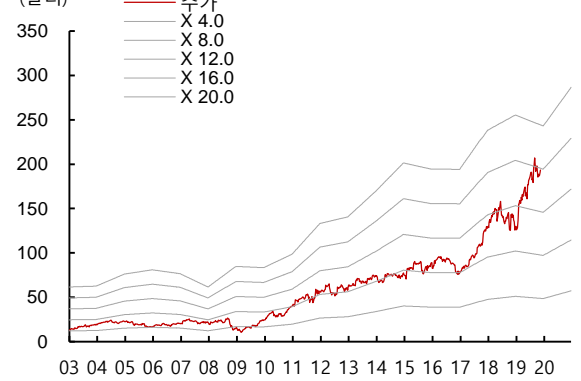
(달러)



자료 : Quantwise, SK증권

에스티로더 PBR 추이

(달러)



자료 : Quantwise, SK증권

P&G (PG US) 6월 결산

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

자료 : Bloomberg

대차대조표

(USD mn)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
자산총계	129,495	127,136	120,406	118,310	115,095
유동자산	29,646	33,782	26,494	23,320	22,473
비유동자산	99,849	93,354	93,912	94,990	92,622
부채총계	66,445	69,153	64,628	65,427	67,516
유동부채	29,790	30,770	30,210	28,237	30,011
장기부채	36,655	38,383	34,418	37,190	37,505
자본총계	63,050	57,983	55,778	52,883	47,579

손익계산서

(USD mn, USD)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
매출액	70,749	65,299	65,058	66,832	67,684
영업이익	11,049	13,441	13,955	13,363	5,487
세전이익	11,012	13,369	13,257	13,326	6,069
당기순이익	7,036	10,508	15,326	9,750	3,897
기본EPS	4.2	3.9	2.6	4.3	4.4
희석EPS	4.1	3.8	2.6	4.2	4.4
EBITDA	14,183	16,519	16,775	16,197	8,311

현금흐름표

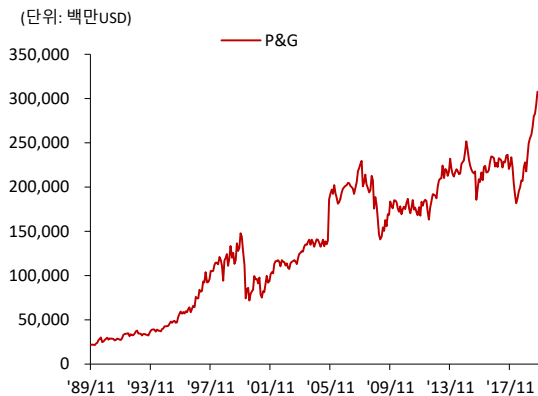
(USD mn)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
당기순이익	7,036	10,508	15,326	9,750	3,897
감가상각비	3,134	3,078	2,820	2,834	2,824
운전자본증감	2,336	1,620	(238)	1,451	1,654
영업활동현금흐름	14,608	15,435	12,753	14,867	15,242
자본지출	(3,736)	(3,314)	(3,384)	(3,717)	(3,347)
투자활동현금흐름	(2,890)	(5,575)	(5,689)	(3,511)	(3,490)
재무활동현금흐름	(13,430)	(9,594)	(8,597)	(14,356)	(10,082)
현금증감	(1,712)	266	(1,533)	(3,000)	1,670
FCF	10,872	12,121	9,369	11,150	11,895
주당현금흐름	4	4	4	4	5

주요 투자지표

(배, %)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
PER	19.5	22.3	35.5	22.0	
PBR	3.5	4.1	4.4	4.6	
PSR	3.0	3.5	3.7	3.5	
P/CF	14.7	14.7	18.7	15.6	
배당수익률	3.3	3.2	2.9	3.0	
매출이익률	47.6	49.6	50.0	48.5	48.6
영업이익률	15.6	20.6	21.5	20.0	8.1
순이익률	9.9	16.1	23.6	14.6	5.8
ROA	5.1	8.2	12.4	8.2	3.3
ROE	10.4	17.5	27.8	18.3	7.6

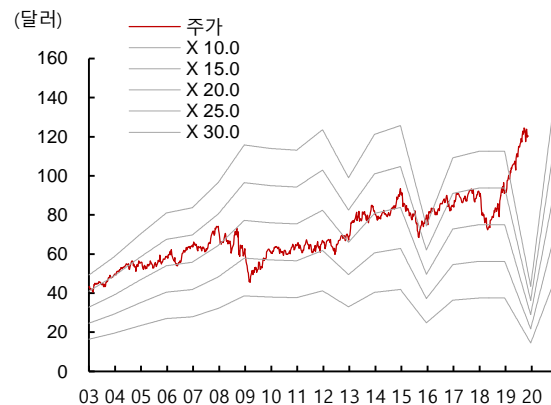
P&G 시가총액 추이

(단위 : 백만USD)



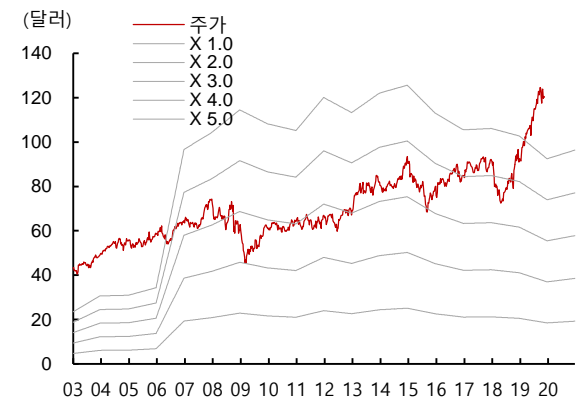
자료 : Datastream, SK증권

P&G PER 추이



자료 : Quantwise, SK증권

P&G PBR 추이



자료 : Quantwise, SK증권

로레알 (OR FP)

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

자료 : Bloomberg

대차대조표

(USD mn)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
자산총계	38,791	36,631	37,579	42,485	44,042
유동자산	10,617	10,055	10,595	13,247	14,276
비유동자산	28,174	26,576	26,984	29,238	29,765
부채총계	14,353	10,968	11,735	12,648	13,197
유동부채	11,212	8,882	9,711	11,028	11,580
장기부채	3,141	2,087	2,024	1,620	1,617
자본총계	24,438	25,662	25,844	29,837	30,844

손익계산서

(USD mn, USD)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
매출액	29,933	26,962	27,578	29,400	31,816
영업이익	4,714	4,670	4,342	5,079	5,689
세전이익	5,168	4,970	4,756	5,340	6,123
당기순이익	6,523	3,660	3,438	4,046	4,601
기본EPS	7.2	6.9	7.1	7.4	8.4
희석EPS	7.1	6.8	7.0	7.3	8.3
EBITDA	5,852	5,678	5,872	6,455	7,000

현금흐름표

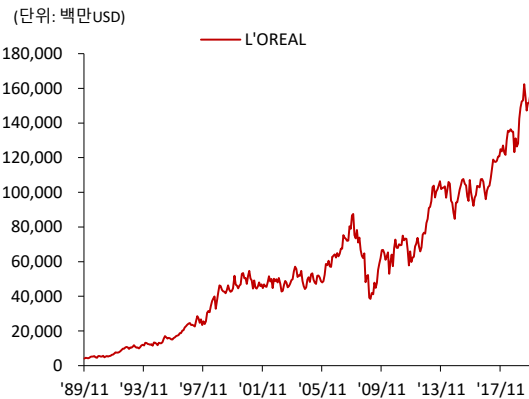
(USD mn)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
당기순이익	6,523	3,660	3,438	4,046	4,601
감가상각비	1,137	1,008	1,530	1,377	1,310
운전자본증감	74	(241)	5	295	134
영업활동현금흐름	5,133	4,665	5,207	5,871	6,250
자본지출	(1,339)	(1,257)	(1,478)	(1,427)	(1,673)
투자활동현금흐름	863	(1,816)	(2,883)	(1,714)	(2,381)
재무활동현금흐름	(6,983)	(3,423)	(1,941)	(2,645)	(2,753)
현금증감	(986)	(574)	383	1,512	1,117
FCF	3,794	3,409	3,730	4,443	4,578
주당현금흐름	7	6	7	8	8

주요 투자지표

(배, %)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
PER	29.1	26.6	31.5	27.1	28.9
PBR	3.8	3.7	4.0	4.2	4.2
PSR	3.6	3.6	3.9	4.0	4.2
P/CF	20.8	20.6	20.6	19.9	21.3
배당수익률	1.9	2.0	1.9	1.9	1.9
매출이익률	71.1	71.2	71.6	71.7	72.8
영업이익률	15.7	17.3	15.7	17.3	17.9
순이익률	21.8	13.6	12.5	13.8	14.5
ROA	15.6	10.0	9.0	10.1	10.6
ROE	22.9	15.1	12.9	14.5	15.1

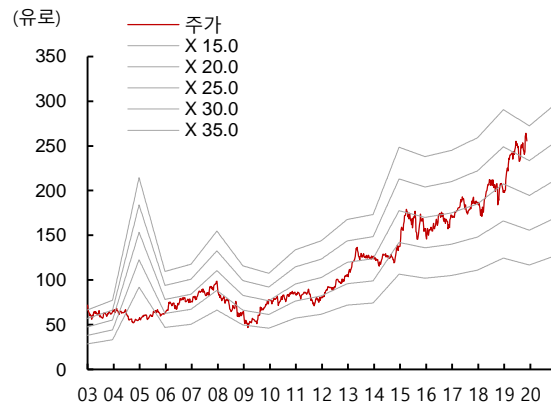
로레알 시가총액 추이

(단위 : 백만USD)



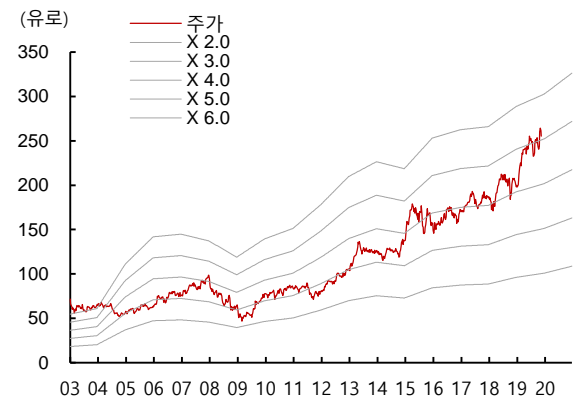
자료 : Datastream, SK증권

로레알 PER 추이



자료 : Quantiwise, SK증권

로레알 PBR 추이



자료 : Quantiwise, SK증권

시세이도 (4911 JP)

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

자료 : Bloomberg

대차대조표

(USD mn)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
자산총계	7,775	6,866	8,110	8,433	9,207
유동자산	3,906	3,460	3,804	4,674	4,404
비유동자산	3,869	3,406	4,306	3,759	4,802
부채총계	4,295	3,454	4,562	4,473	4,935
유동부채	2,423	2,212	2,115	2,588	3,100
장기부채	1,871	1,241	2,447	1,885	1,835
자본총계	3,480	3,413	3,548	3,960	4,272

손익계산서

(USD mn, USD)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
매출액	7,609	7,110	7,840	8,964	9,918
영업이익	496	252	339	717	982
세전이익	504	448	460	344	945
당기순이익	261	308	296	203	556
기본EPS	0.7	0.5	0.5	1.5	1.5
희석EPS	0.7	0.5	0.5	1.4	1.5
EBITDA	877	601	702	1,109	1,379

현금흐름표

(USD mn)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
당기순이익	261	308	296	203	556
감가상각비	381	348	363	391	397
운전자본증감	150	(62)	23	(113)	(129)
영업활동현금흐름	842	294	545	851	839
자본지출	(179)	(143)	(289)	(321)	(730)
투자활동현금흐름	(168)	111	(651)	(9)	(934)
재무활동현금흐름	(376)	(490)	182	(451)	(313)
현금증감	299	(86)	76	390	(408)
FCF	663	151	256	530	109
주당현금흐름	2	0	1	1	0

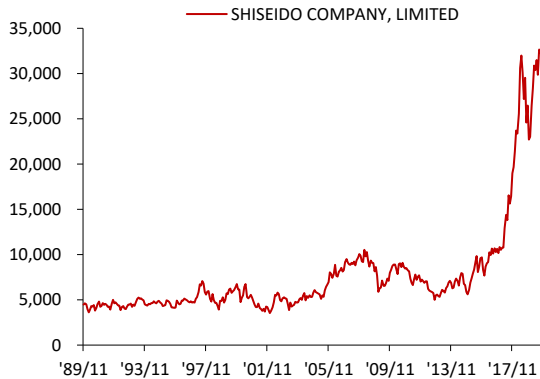
주요 투자지표

(배, %)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
PER	25.8	30.0	36.8	95.6	44.8
PBR	2.0	2.6	3.0	5.1	6.1
PSR	0.9	1.3	1.4	2.2	2.5
P/CF	8.0	31.4	20.0	22.8	29.7
배당수익률	1.2	0.8	0.7	0.5	0.7
매출이익률	75.1	74.7	75.6	77.0	78.8
영업이익률	6.5	3.6	4.3	8.0	9.9
순이익률	3.4	4.3	3.8	2.3	5.6
ROA	3.4	4.1	3.6	2.4	6.3
ROE	8.3	9.3	8.2	5.6	14.1

시세이도 시가총액 추이

(단위 : 백만USD)

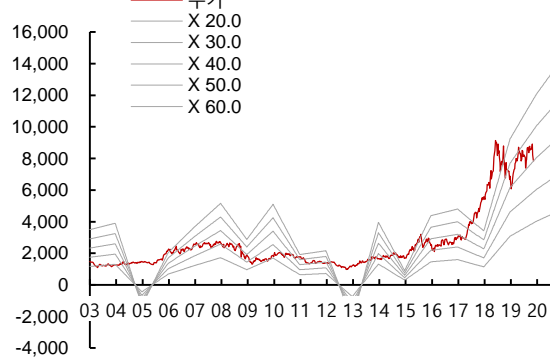
(단위: 백만USD)



자료 : Datastream, SK증권

시세이도 PER 추이

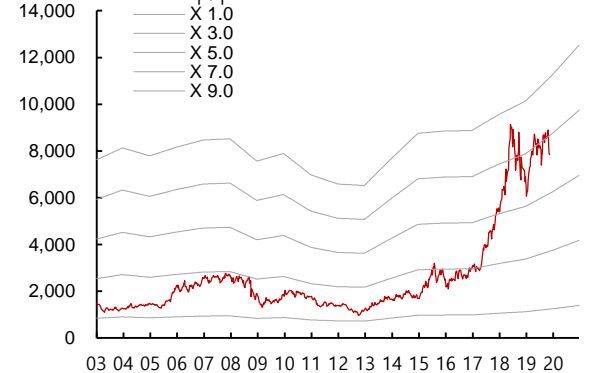
(엔)



자료 : Quantiwise, SK증권

시세이도 PBR 추이

(엔)



자료 : Quantiwise, SK증권

가오 (4452 JP)

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

자료 : Bloomberg

대차대조표

(USD mn)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
자산총계	9,999	10,907	11,474	12,679	13,323
유동자산	5,355	5,977	6,133	7,012	6,623
비유동자산	4,644	4,931	5,341	5,667	6,700
부채총계	4,388	5,150	5,546	5,401	5,704
유동부채	3,175	3,231	3,690	3,746	3,929
장기부채	1,212	1,919	1,855	1,655	1,775
자본총계	5,611	5,757	5,928	7,278	7,619

손익계산서

(USD mn, USD)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
매출액	13,274	12,186	13,439	13,284	13,661
영업이익	1,262	1,383	1,711	1,827	1,882
세전이익	1,200	1,372	1,691	1,822	1,877
당기순이익	754	869	1,167	1,311	1,392
기본EPS	1.5	1.8	2.4	2.7	2.9
희석EPS	1.5	1.8	2.4	2.7	2.9
EBITDA	2,016	1,857	2,182	2,313	2,431

현금흐름표

(USD mn)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
당기순이익	754	869	1,167	1,311	1,392
감가상각비	754	475	471	486	550
운전자본증감	(138)	7	(158)	(37)	(220)
영업활동현금흐름	1,374	1,501	1,699	1,658	1,772
자본지출	(484)	(570)	(688)	(746)	(727)
투자활동현금흐름	(604)	(613)	(817)	(858)	(1,430)
재무활동현금흐름	(760)	(220)	(946)	(443)	(1,040)
현금증감	10	669	(64)	357	(698)
FCF	890	931	1,011	911	1,045
주당현금흐름	2	2	2	2	2

주요 투자지표

(배, %)	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
PER	30.4	29.9	21.9	25.5	25.9
PBR	3.6	4.6	4.0	4.7	4.8
PSR	1.7	2.1	1.9	2.5	2.6
P/CF	16.7	17.3	15.0	20.2	20.4
배당수익률	1.5	1.3	1.7	1.4	1.5
매출이익률	54.9	55.3	56.3	44.0	43.4
영업이익률	9.5	11.3	12.7	13.7	13.8
순이익률	5.7	7.1	8.7	9.9	10.2
ROA	6.8	8.4	9.6	10.6	10.6
ROE	12.3	15.7	18.6	19.8	18.9

가오 시가총액 추이

(단위 : 백만USD)

(단위: 백만USD)



자료: Datastream, SK증권

가오 PER 추이

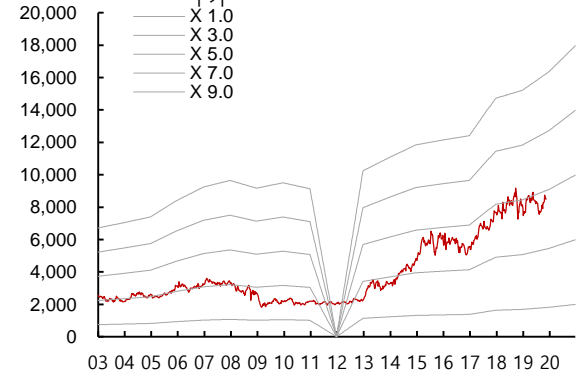
(엔)



자료 : Quantiwise, SK증권

가오 PBR 추이

(엔)



자료 : Quantiwise, SK증권

고세 (4922 JP) 3월 결산

재무제표 및 투자지표, 시가총액 추이

자료 : Bloomberg

대차대조표

(USD mn)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
자산총계	1,709	2,074	2,221	2,545	2,710
유동자산	1,121	1,434	1,546	1,762	1,853
비유동자산	588	639	675	784	857
부채총계	462	664	629	676	680
유동부채	377	513	503	591	597
장기부채	85	151	126	84	83
자본총계	1,247	1,409	1,591	1,870	2,030

손익계산서

(USD mn, USD)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
매출액	1,900	2,029	2,468	2,738	3,004
영업이익	207	289	362	437	473
세전이익	217	282	365	435	496
당기순이익	110	156	200	276	334
기본EPS	2.2	2.7	3.5	4.9	5.7
희석EPS	2.2	2.7	3.5	4.9	5.7
EBITDA	261	344	423	507	552

현금흐름표

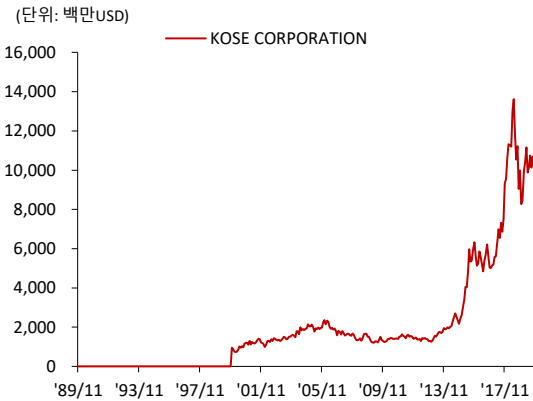
(USD mn)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
당기순이익	110	156	200	276	334
감가상각비	54	55	61	70	80
운전자본증감	(17)	(50)	(97)	(90)	(103)
영업활동현금흐름	139	220	160	315	298
자본지출	(41)	(59)	(101)	(90)	(137)
투자활동현금흐름	(139)	(166)	(75)	(94)	(186)
재무활동현금흐름	(19)	(35)	(61)	(147)	(108)
현금증감	(18)	19	24	75	3
FCF	98	161	59	225	161
주당현금흐름	2	3	1	4	3

주요 투자지표

(배, %)	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019
PER	53.3	29.7	46.3	32.2	
PBR	4.6	3.8	6.1	5.3	
PSR	3.1	2.3	3.8	3.2	
P/CF	42.2	21.0	57.9	28.2	
배당수익률	0.6	1.0	0.6	0.9	
매출이익률	75.6	75.6	74.9	73.1	73.4
영업이익률	10.9	14.2	14.7	16.0	15.7
순이익률	5.8	7.7	8.1	10.1	11.1
ROA	6.2	8.5	9.0	11.8	13.0
ROE	9.1	13.0	13.9	17.6	18.8

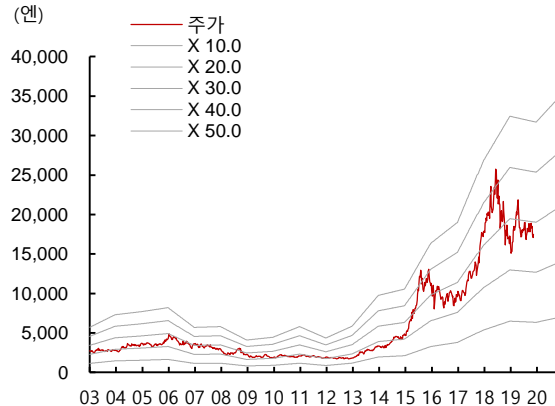
고세 시가총액 추이

(단위 : 백만USD)



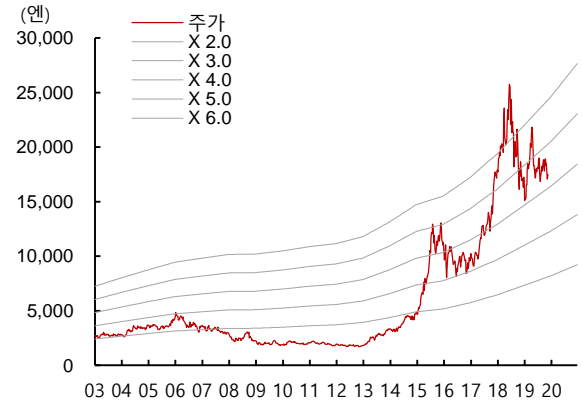
자료 : Datastream, SK증권

고세 PER 추이



자료 : Quantiwise, SK증권

고세 PBR 추이



자료 : Quantiwise, SK증권

구조적 개선보다는 턴어라운드 주목

2-1. 3분기 화장품 업체 실적 Review

브랜드 선방 vs ODM 부진으로 극명하게 갈린 3Q19 실적

SK증권 커버리지 업체별 3분기 실적과 컨센서스와의 괴리

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	y-y %	q-q %	컨센서스	차이
LG생활건강											
매출액	1,659.2	1,652.6	1,737.2	1,698.5	1,874.8	1,844.6	1964.9	13.1%	6.5%	1905.7	3.1%
영업이익	283.7	267.3	277.5	210.8	322.1	300.7	311.8	12.4%	3.7%	309.1	0.9%
순이익	196.4	187.4	207.2	101.3	225.8	210.6	217.1	4.8%	3.1%	220.9	-1.7%
OPM%	17.1%	16.2%	16.0%	12.4%	17.2%	16.3%	15.9%	-0.1%p	-0.4%p	16.2%	-0.3%p
아모레퍼시픽											
매출액	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.2	1,451.3	1,389.0	1402.0	9.7%	0.9%	1360.7	3.0%
영업이익	235.9	145.8	76.5	23.8	186.6	118.0	107.5	40.6%	-8.9%	87.5	22.9%
순이익	176.7	109.6	48.1	0.5	122.2	101.9	102.3	112.9%	0.4%	66.9	53.0%
OPM%	16.5%	10.8%	6.0%	1.9%	12.9%	8.5%	7.7%	1.7%p	-0.8%p	6.4%	1.2%p
아모레G											
매출액	1,664.3	1,553.7	1,462.6	1,397.6	1,642.5	1,572.7	1570.4	7.4%	-0.1%	1509.6	4.0%
영업이익	278.1	170.3	84.7	16.4	204.8	133.0	120.5	42.3%	-9.4%	90.7	32.8%
순이익	216.0	126.9	53.8	-20.5	163.3	102.6	112.3	108.5%	9.4%	42.7	163.2%
OPM%	16.7%	11.0%	5.8%	1.2%	12.5%	8.5%	7.7%	1.9%p	-0.8%p	6.0%	1.7%p
애경산업											
매출액	169.1	174.3	180.4	175.8	178.8	168.0	171.1	-5.2%	1.9%	176.6	-3.1%
영업이익	21.8	21.4	22.4	13.6	23.0	15.0	14.9	-33.3%	-0.6%	14.8	0.9%
순이익	17.3	16.2	17.5	9.8	18.4	11.0	10.3	-41.1%	-6.1%	13.0	-20.5%
OPM%	12.9%	12.3%	12.4%	7.7%	12.8%	8.9%	8.7%	-3.7%p	-0.2%p	8.4%	0.3%p
신세계인터내셔널											
매출액	304.4	283.4	311.8	363.1	365.9	300.0	359.9	15.5%	20.0%	339.3	6.1%
영업이익	11.8	14.3	11.5	17.9	29.2	17.6	19.1	66.0%	8.3%	15.6	22.5%
순이익	9.1	10.7	9.7	28.2	22.9	14.6	22.0	127.6%	50.7%	13.7	60.2%
OPM%	3.9%	5.0%	3.7%	4.9%	8.0%	5.9%	5.3%	1.6%p	-0.6%p	4.6%	0.7%p

자료 : Quantiwise, SK증권

2-1. 3분기 화장품 업체 실적 Review

브랜드 선방 vs ODM 부진으로 극명하게 갈린 3Q19 실적

SK증권 커버리지 업체별 3분기 실적과 컨센서스와의 괴리

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	y-y %	q-q %	컨센서스	차이
네오팜											
매출액	16.6	16.1	14.4	19.2	19.9	20.8	19.1	33.0%	-7.9%	18.4	3.9%
영업이익	5.7	4.3	3.4	5.7	6.3	5.4	5.1	46.5%	-5.9%	4.3	16.6%
순이익	4.3	3.6	2.8	4.6	4.7	4.5	4.2	46.9%	-6.8%	3.5	20.5%
OPM%	34.2%	26.6%	24.0%	30.0%	31.9%	25.9%	26.4%	2.4%p	0.5%p	23.5%	2.9%p
코스맥스											
매출액	288.7	327.5	314.6	328.8	327.8	358.8	317.5	0.9%	-11.5%	328.9	-3.5%
영업이익	10.4	18.6	13.2	10.1	13.5	19.7	10.4	-21.5%	-47.2%	11.5	-9.5%
순이익	7.6	9.7	4.2	-0.5	6.7	11.3	1.5	-65.5%	-87.1%	5.2	-71.8%
OPM%	3.6%	5.7%	4.2%	3.1%	4.1%	5.5%	3.3%	-0.9%p	-2.2%p	3.5%	-0.2%p
한국콜마											
매출액	242.5	360.1	375.4	379.9	380.6	416.1	360.9	-3.8%	-13.3%	380.3	-5.1%
영업이익	18.0	24.6	7.8	39.6	31.7	34.8	20.2	159.9%	-41.9%	30.0	-32.5%
순이익	13.3	11.9	-9.5	21.0	15.0	20.5	4.8	-150.9%	-76.5%	12.1	-60.1%
OPM%	7.4%	6.8%	2.1%	10.4%	8.3%	8.4%	5.6%	3.5%p	-2.8%p	7.9%	-2.3%p
코스메카코리아											
매출액	53.2	79.6	95.3	75.2	85.1	99.6	78.4	-17.7%	-21.3%	93.2	-15.9%
영업이익	0.6	9.6	6.0	-6.5	2.4	6.4	0.0	-99.5%	-99.6%	3.0	-99.1%
순이익	2.1	8.0	4.5	-5.4	0.3	4.5	0.3	-93.3%	-93.4%	3.8	-92.1%
OPM%	1.2%	12.1%	6.3%	-8.6%	2.9%	6.4%	0.0%	-6.3%p	-6.4%p	3.2%	-3.2%p

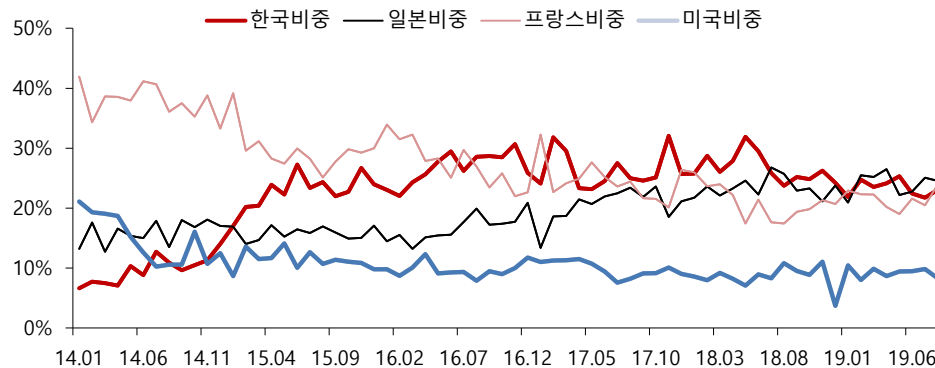
자료 : Quantiwise, SK증권

2-2. 산업 지표 Update

1) 중국의 화장품 수입 Data

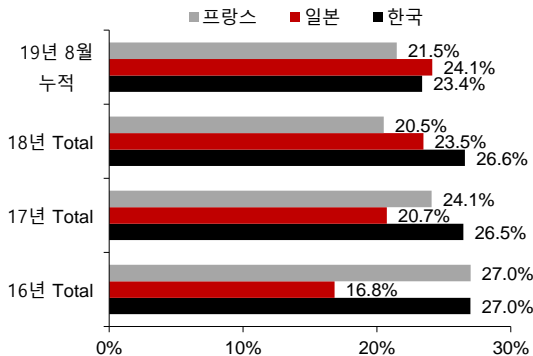
- 2019년 8월 중국 수입화장품 시장 내 한국화장품 점유율은 23%로 3위에 머무름
- 다만, 2019년 8월 누적기준으로 한국의 점유율은 23.4%로 일본에 이어 2위

중국의 국가별 화장품 수입 비중 추이



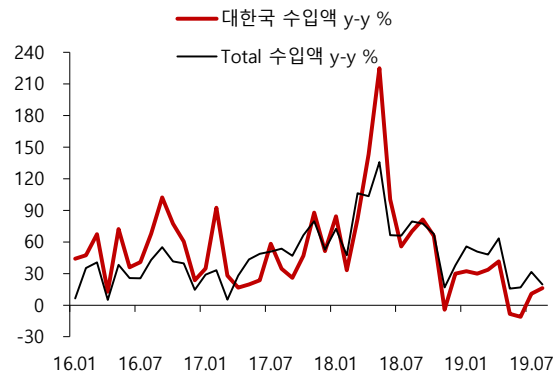
자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

중국의 국가별 화장품 수입 비중



자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

중국의 Total 화장품 수입액과 대한국 수입액 y-y %



자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

Comments

1Q19 점유율 23.4%

2Q19 점유율 24.0%

7, 8월 점유율 22.4%

18년 연간 하락 이후 점유율은 큰 등락 보이지 않음

3Q17 점유율 q-q 1.9%p 반등

19년 1~8월 누적 기준 1, 2, 3위는 각각 일본, 한국, 프랑스

Comments

2016년 이래로 국가별 점유율 흐름을 보게 되면,

일본은 중국 내 점유율을 꾸준히 상승

프랑스의 점유율은 지속 하락

한국의 중국 수입화장품 시장 점유율은 2019년 들어

이전 대비 더 큰 폭으로 하락하기 시작

원브랜드샵 몰락에도 더마 코스메틱, 색조 등으로

그 동안 빼앗아왔던 프랑스 쪽 점유율에 있어서

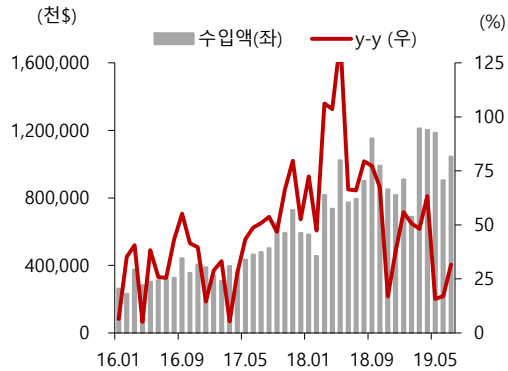
추가적인 MS 확장의 한계에 부딪힌 것으로 보임

2-2. 산업 지표 Update

1) 중국의 화장품 수입 Data

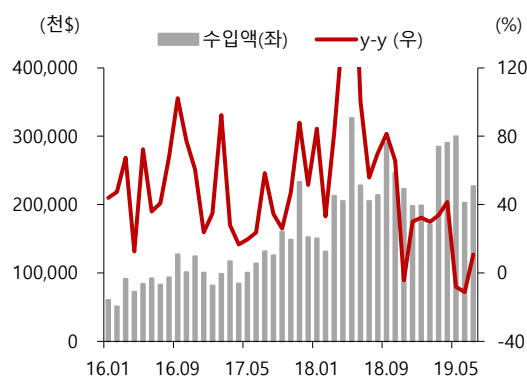
- 2019년 8월 중국의 대한국 화장품 수입액은 \$2.5억 (y-y +16.3%)으로 여름철 비수기 영향으로 QoQ 감소
- 2019년 8월 누적 기준 중국의 대한국 화장품 수입액은 y-y +14.9% 증가하며 양호한 회복세

중국의 전체 화장품 수입액 및 y-y 증감률



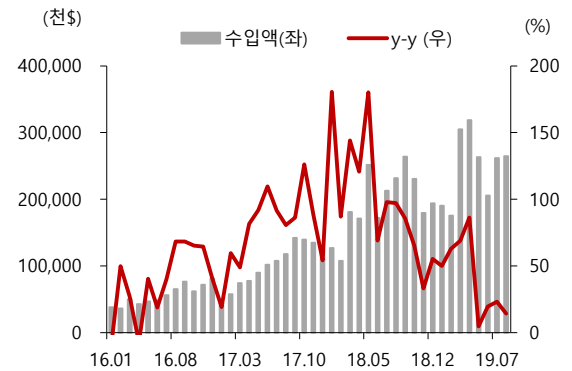
자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

중국의 대한국 화장품 수입액 및 y-y 증감률



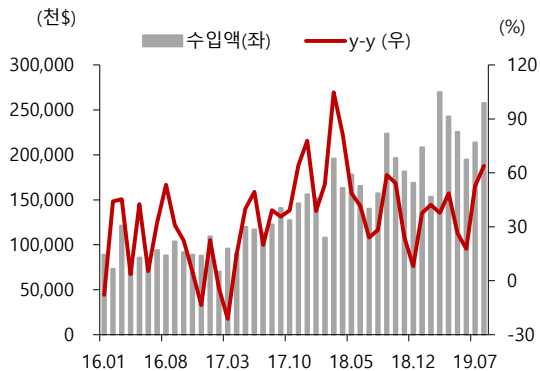
자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

중국의 대일본 화장품 수입액 및 y-y 증감률



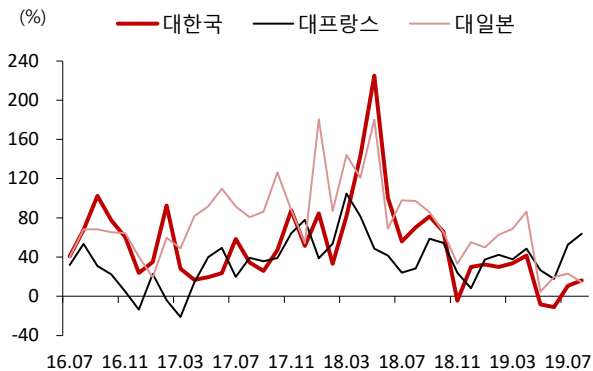
자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

중국의 대프랑스 화장품 수입액 및 y-y 증감률



자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

중국의 주요 3개국 화장품 수입액 y-y 증감률 추이



자료 : Kita, SK증권 주 : 중국무역데이터 기준

Comment

*중국의 화장품 수입 data는 2~3달 정도 지연되서 제공됨

*가장 최근 Update data는 8월 수치

최근 히트 브랜드 부족으로 수입 화장품 내 점유율에서

일본이 압도적으로 치고 나가는 모습이 포착되고 있음

광군제 감안하더라도 수입 화장품 내 비중은 연간

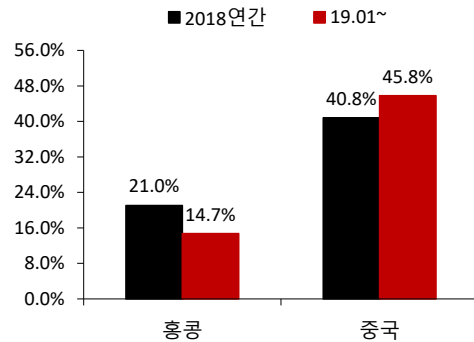
크게 변동 없을 것으로 예상

2-2. 산업 지표 Update

2) 한국의 화장품 수출 Data

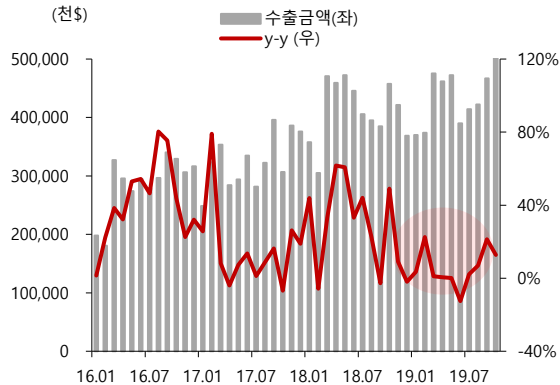
- 한편, 한국의 국가별 화장품 수출 비중에서 중국 비중은 18년 41%에서 19년 10월 누적 기준 46%로 상승
- 19년 10월 대중국 화장품은 YoY +28% 상승하며 8, 9월(+29%, +48%)에 이어 고성장을 이어감

18년, 19년 10월 누적 기준 한국 화장품 국가별 수출 비중



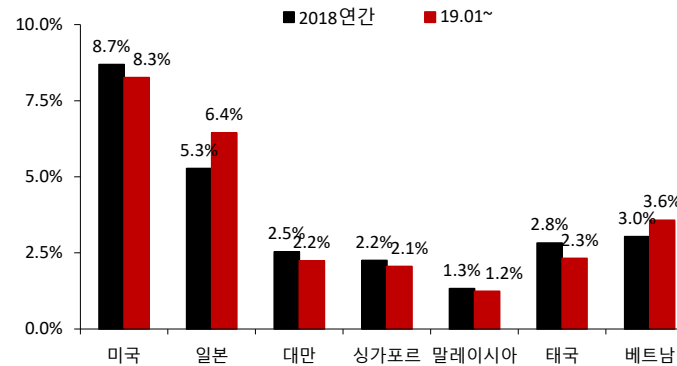
자료 : Kita, SK증권 주 : 한국 무역데이터 기준

한국의 화장품 수출액과 y-y 증감률



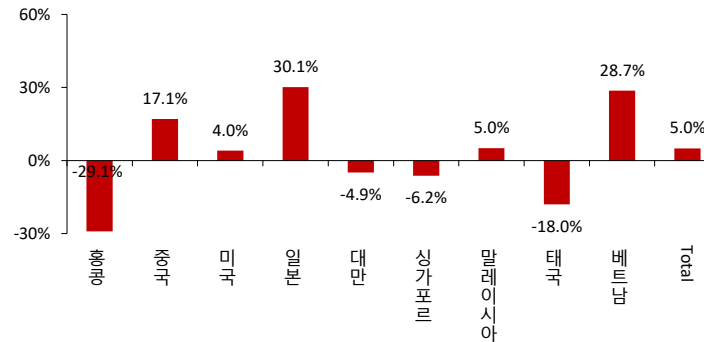
자료 : 산업통상자원부, SK증권 주 : 한국 무역데이터 기준

18년, 19년 10월 누적 기준 한국 화장품 국가별 수출 비중



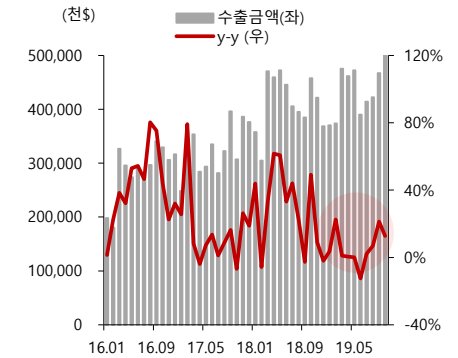
자료 : Kita, SK증권 주 : 한국 무역데이터 기준

19년 10월 누적 기준 한국 화장품 국가별 수출액 y-y 증감률



자료 : Kita, SK증권 주 : 한국 무역데이터 기준

한국의 대중국 화장품 수출액과 y-y 증감률



Comments

최근 홍콩을 둘러싼 정치적 불확실성과
19년 전자상거래법 규제에 따라 중소형
파이공들의 영업 환경 악화로 홍콩 향 수출이
크게 감소 하였음.

19년 10월 누적기준 -29% 하락.

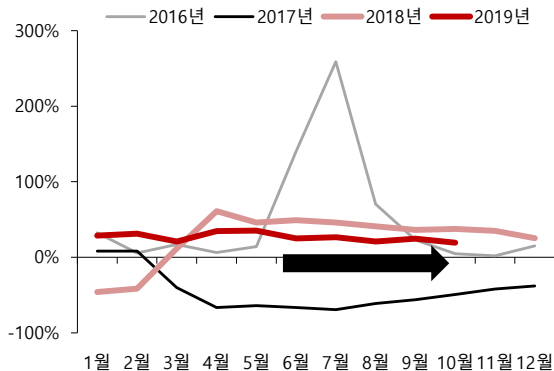
한편, 한국의 가장 큰 경쟁국가로 분류되는
일본으로의 견조한 수출 증가세가 고무적

2-2. 산업 지표 Update

2) 한국 및 일본의 중국인 인바운드 Data

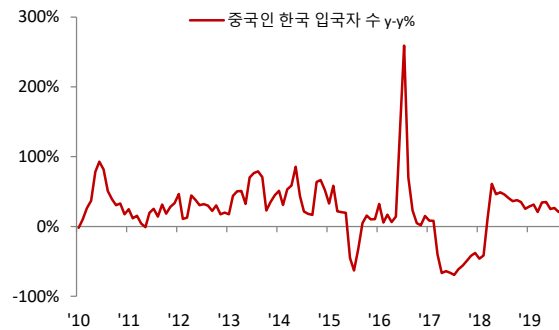
- 중국인 한국 입국자 수 증가율은 20~30% 수준에 머물러 있음. 1Q19 +27% → 2Q19 +32% → 3Q19 +24%
- 10월 역시 중국인 인바운드 입국객 수는 YoY +19% 증가하며 완만한 회복세 지속 중

중국인 한국 입국자 수 월별 증감율 y-y %



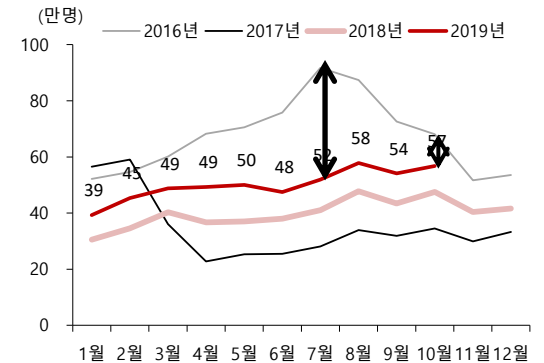
자료 : 관광지식정보시스템, SK증권

중국인 한국 입국자 수 y-y 증감율 추이



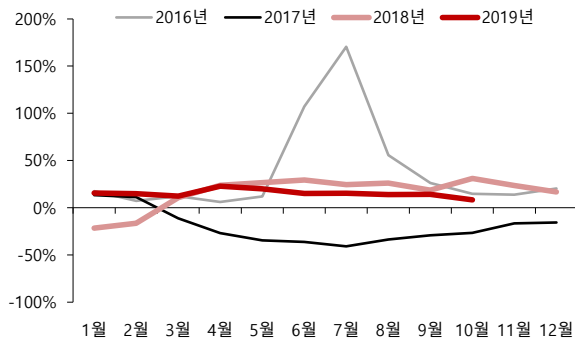
자료 : 관광지식정보시스템, SK증권

중국인 한국 입국자 수 월별 추이



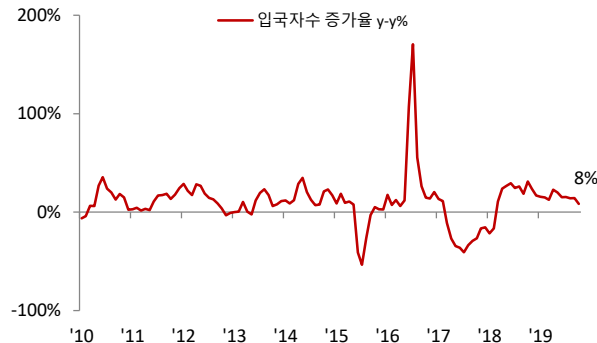
자료 : 관광지식정보시스템, SK증권

한국의 외래객 입국자 수 월별 증감율 y-y %



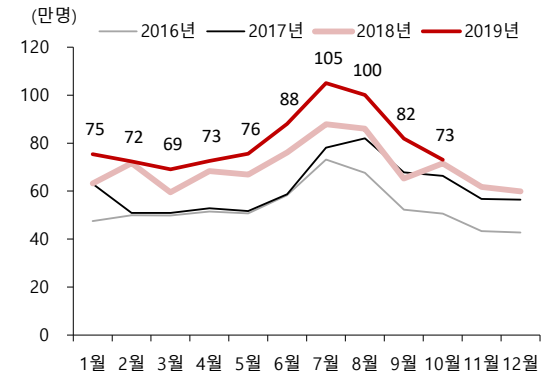
자료 : 관광지식정보시스템, SK증권

한국의 외래객 입국자 수 y-y 증감율 추이



자료 : 관광지식정보시스템, SK증권

중국인 일본 입국자 수 월별 추이



자료 : 일본관광청, SK증권

2-2. 산업 지표 Update

3) 면세점 판매 Data

- 9월 면세점 판매액 YoY +21% 이상 성장 확인되며 업종 투심 개선, 10-11월도 비슷한 흐름 유지 중
 - 화장품 가격(P)보다는 인당 구매액(Average Volume) 및 외국인 트래픽(Q) 증가 영향 컸던 것으로 파악
 - 면세점 수혜는 고가 화장품 비중이 높은 대형 브랜드 사가 상대적으로 더 클 전망
 - 하반기까지 면세점 채널 고성장은 전망하나, 업체별 마케팅/판촉 진행 방식에 따라 이익 및 경쟁 구도가 달라질 전망

면세점 월별 이용객 수 / 매출액 / 인당 구매 금액

		18.09	18.10	18.11	18.12	19.01	19.02	19.03	19.04	19.05	19.06	19.07	19.08	19.09
면세점 월별 이용객 수 (천명)	내국인	2462	2486	2437	2361	2577	2418	2430	2385	2408	2518	2448	2365	2151
	외국인	1520	1596	1534	1532	1455	1319	1696	1729	1746	1673	1662	1707	1729
	Total	3982	4082	3971	3892	4032	3737	4126	4114	4154	4191	4110	4072	3880
y-y %	내국인	-6.4	0.7	-3.4	-5.0	-3.9	7.3	-3.2	-5.1	-6.8	-1.6	-3.2	-7.4	-12.6
	외국인	19.7	30.6	16.4	8.2	8.1	2.1	7.5	6.8	10.2	4.6	12.0	13.1	13.8
	Total	2.1	10.6	3.4	-0.2	0.1	5.4	0.9	-0.4	-0.3	0.8	2.4	0.2	-2.6
면세점 월별 매출액 (백만\$)	내국인	298	288	286	290	316	299	295	296	295	303	298	273	263
	외국인	1221	1150	1173	1133	1210	1254	1624	1453	1471	1361	1417	1536	1609
	Total	1519	1438	1459	1423	1525	1552	1918	1749	1766	1664	1715	1810	1838
y-y %	내국인	-0.9	6.8	-0.9	-1.0	1.6	8.1	-0.3	-6.0	-8.7	0.1	-4.7	-10.2	-11.8
	외국인	31.1	35.5	25.1	20.7	13.1	37.7	28.4	20.1	26.0	22.1	37.5	28.9	31.8
	Total	23.3	28.6	19.0	15.5	10.5	30.8	23.0	14.7	18.5	17.4	27.7	21.0	21.0
면세점 인당 구매금액 (\$/명)	내국인	121	116	117	123	123	123	121	124	123	120	122	115	122
	외국인	803	721	765	740	831	950	957	840	843	814	852	900	930
	Total	382	352	368	366	378	415	465	425	425	397	417	444	474
y-y %	내국인	5.9	6.1	2.6	4.2	5.7	0.7	3.0	-1.0	-2.0	1.8	-1.6	-3.1	1.0
	외국인	9.5	3.7	7.5	11.6	4.7	34.8	19.5	12.5	14.3	16.7	22.8	14.0	15.8
	Total	20.8	16.3	15.0	15.8	10.4	24.0	21.9	15.2	18.9	16.5	24.7	20.7	24.1

자료 : 한국면세점협회, SK증권

2-3. 구조적 개선보다는 턴어라운드 주목

산업 지표 및 업황 양호하나 펀더멘털 변화는 제한적, 20년 이익 성장이 두드러지는 업체를 찾자

- **주가 낙폭 과대 종목: 대형 브랜드 중에서는 아모레퍼시픽, 애경산업, ODM은 코스메카코리아, 코스맥스**
 - : 대형 브랜드 3사 중 낙폭 과대 종목은 아모레퍼시픽(-21%)이며, ODM 4사 중 낙폭 과대 종목은 실적 쇼크를 기록한 코스메카코리아(-66%)
 - : 이 외 전반적인 ODM 업체들(코스맥스 -49%, 한국콜마 -44%)과 원브랜드샵 회사(제이준 -62%, 리더스 -56%)들이 대형사 대비 주가 낙폭이 컸음
- **디레이팅 과대 종목: 대형 브랜드 < ODM < 중·소형 브랜드 순으로 낙폭이 컸음**
 - : ODM/OEM 업체들의 실적이 더 큰 폭으로 악화되었기 때문이며, 디레이팅이 가장 컸던 회사는 연우>코스메카>한국콜마>코스맥스 순
 - : 대형 브랜드 사들은 고점 대비 디레이팅 폭이 크지 않았으며, 오히려 신세계인터내셔널(-43%), 클리오(-43%)가 호실적 대비 낙폭이 심했음

→ 양호한 업황 속, 구조적인 개선이 이루어질 여지는 크지 않아 보임에 따라 실적 턴어라운드 종목이 중요

2019년 연중 시가총액 고점 대비 현재 시가총액

(십억원, %)

	아모레P	아모레G	LG생활건강	코스맥스	한국콜마	코스메카	신세계인터	애경산업	클리오	네오팜
현 시가총액	13,621	7,058	22,365	1,523	1,779	347	2,356	1,341	406	450
고점 대비 %	-21%	-9%	-12%	-49%	-44%	-66%	-43%	-48%	-24%	-16%

	연우	잇츠한불	에이블C&C	SD생명공학	제이준	제로투세븐	제닉	펄텍코리아	리더스	아우딘퓨처스
현 시가총액	382	739	422	234	305	264	67	308	229	158
고점 대비 %	-27%	-48%	-40%	-53%	-62%	-29%	-48%	-24%	-56%	-51%

2019년 연중 12M Fwd PER 고점 대비 현재

(배, %)

	아모레P	아모레G	LG생활건강	코스맥스	한국콜마	코스메카	신세계인터	애경산업	클리오	네오팜
현재 PER	37.9	40.6	30.6	26.4	24.0	19.3	26.6	17.6	32.4	23.5
고점 대비 %	-19%	-14%	-17%	-32%	-34%	-37%	-43%	-25%	-43%	-32%

	연우	SD생명공학	제로투세븐	펄텍코리아
현재 PER	21.2	21.2	20.3	9.4
고점 대비 %	-39%	-38%	-54%	-3%

자료: Quantiwise, SK증권

2-3. 구조적 개선보다는 턴어라운드 주목

2020년 Korea Cosmetic Company는 다시 Global Peer 대비 높은 이익 성장성을 시현

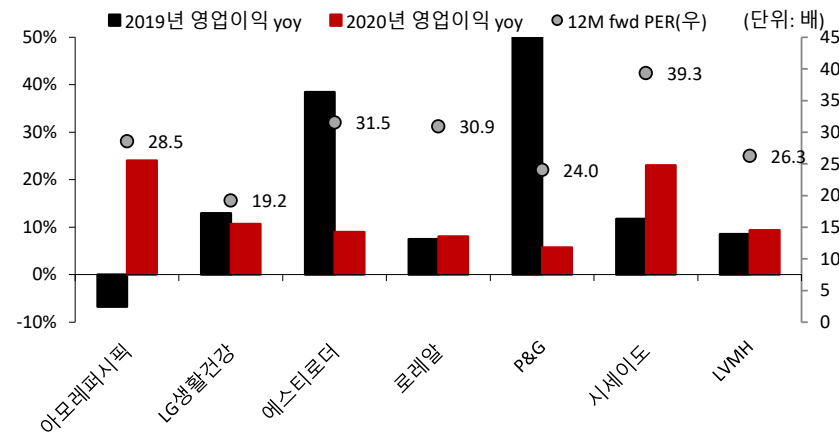
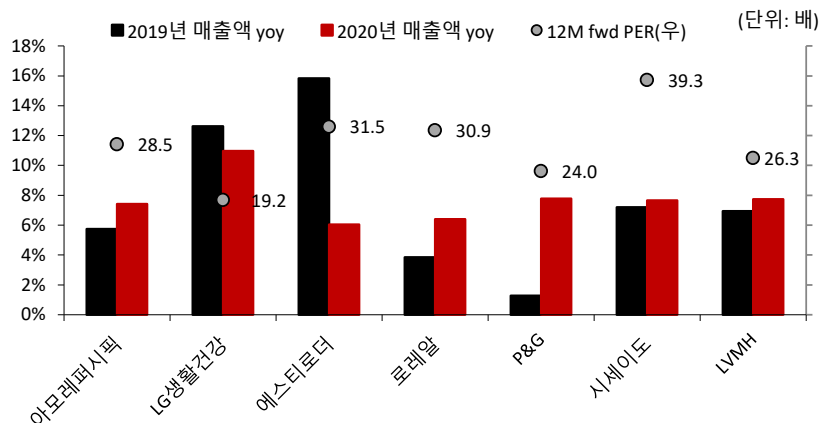
- **LG생활건강은 2020년 글로벌 피어 대비 가장 높은 매출액 성장을 나타낼 것으로 추정**
- 시세이도, 로레알 대비 높은 성장성이 예상되나, 현재 **LG생활건강**은 그들 대비 낮은 밸류에이션 멀티플에서 거래 중
- 한편, **2020년 아모레P**의 경우, 전년도 낮은 기저와 더불어 럭셔리 비중 확대로 **OP 성장률이 피어를 압도할 것**
→ 아모레P, LG생활건강 모두 2020년도 실적 성장 측면에서 긍정적이나, LG생활건강이 상대적으로 밸류에이션이 매력적

글로벌 화장품 회사 2019년과 2020년 실적 전망과 밸류에이션 멀티플

(단위: 배, %)

	아모레퍼시픽	LG생활건강	에스티로더	로레알	P&G	시세이도	LVMH
12M fwd PER(우)	28.5	19.2	31.5	30.9	24.0	39.3	26.3
2019년 매출액 yoy	5.7%	12.6%	15.8%	3.8%	1.3%	7.2%	6.9%
2020년 매출액 yoy	7.4%	11.0%	6.0%	6.4%	7.8%	7.7%	7.7%
2019년 영업이익 yoy	-6.8%	13.0%	38.4%	7.5%	202.0%	11.8%	8.5%
2020년 영업이익 yoy	24.0%	10.7%	9.0%	8.1%	5.7%	23.0%	9.4%

글로벌 화장품 회사 2019년과 2020년 실적 전망과 밸류에이션 멀티플 추이



자료 : Bloomberg, SK증권

주1 : 2019, 2020년 추정치는 블룸버그 컨센서스 데이터/ 주2: 에스티로더와 P&G의 경우, 6월 결산으로 각각 2020년과 2021년 추정치를 적용

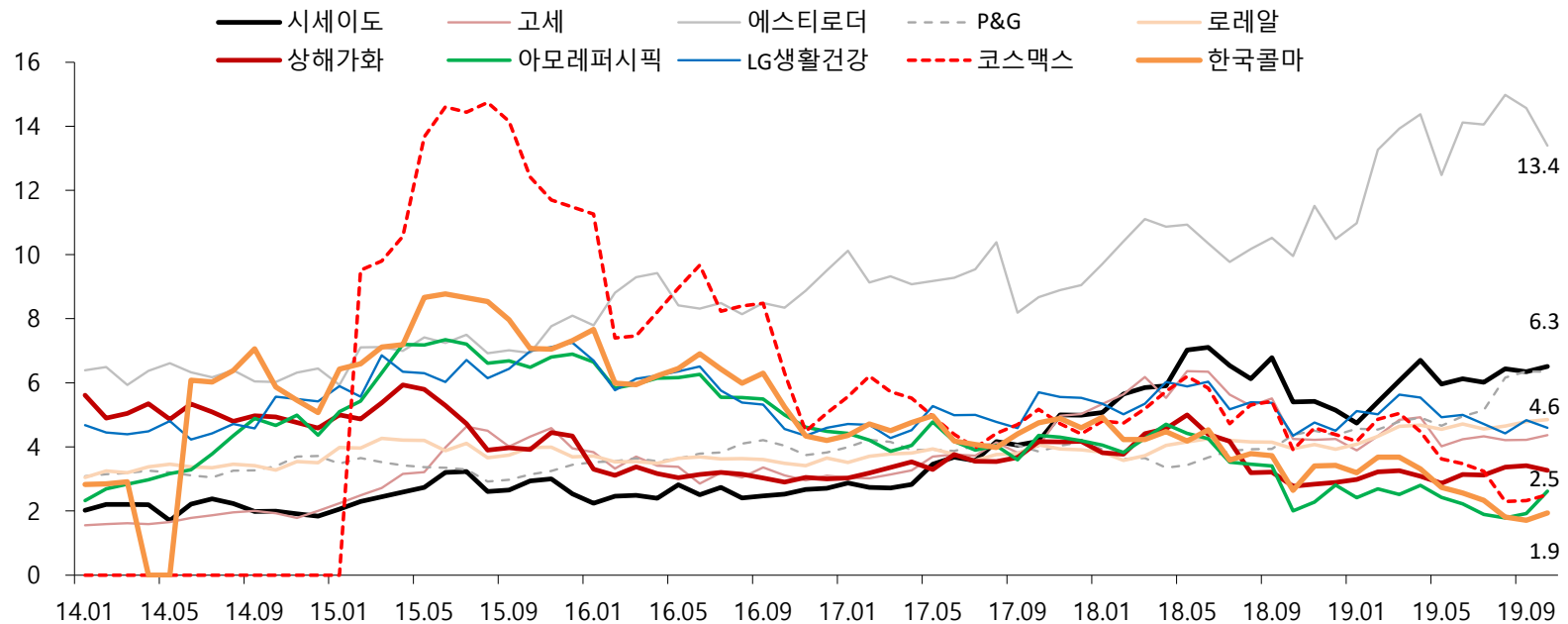
2-3. 구조적 개선보다는 턴어라운드 주목

● 글로벌 업체들과 비교 시, 국내 업체들 대부분 12M Fwd PBR이 과도하게 하락한 상황

- 2019년 실적이 부진했던 아모레퍼시픽, 코스맥스, 한국콜마의 순자산 가치 대비 주가는 순이익 대비 주가보다 더욱 크게 하락
- 다만, 화장품 업종 주가가 단기 실적 의존도가 높고, 턴어라운드도 빠를 수 있다는 점을 감안해야 함
- 특히, 역사적 PBR 저점 구간에 있는 ODM 업체들의 경우, 내년도 중국 가동률 회복 가시화 시, 업종 내 주가 상승폭 가장 클 전망
→ 중국 내 생산 능력 및 영업력 등을 감안 시, 코스맥스의 턴어라운드 가시화 시점이 가장 빠를 것으로 전망, 관심종목으로 제시

글로벌 화장품 업체별 12M Fwd PBR 추이

(단위 : 배)



자료 : Datastream, SK증권

2-3. 구조적 개선보다는 턴어라운드 주목

2019년을 지나며 국내 화장품 업체들 밸류에이션은 '중국'과 '일본' 대비 큰 폭으로 하향 조정되었음

국가별 화장품 회사 주가 및 투자 지표 현황

업종분류	회사명	국가	통화단위	시가총액 (백만 USD)	주가 (각국통화)	12 Forward PE	12 Forward Market PE	Valuation Premium	PE 1	PE 2	12 Forward PB	12 Forward Market PB	Valuation Premium	PB 1	PB 2
일본 화장품	KAO CORP	일본	JPY	37,684	8,495	24.5	14.7	67%	26.1	24.1	4.3	1.2	257%	4.7	4.3
	SHISEIDO COMPANY, LIMITED	일본	JPY	28,891	7,848	33.6	14.7	129%	38.9	32.9	5.7	1.2	371%	6.3	5.6
	UNICHARM CORP	일본	JPY	19,941	3,490	30.4	14.7	107%	33.7	30.0	4.0	1.2	230%	4.3	3.9
	KOSE CORPORATION	일본	JPY	9,759	17,500	25.5	14.7	74%	27.4	24.5	3.9	1.2	226%	4.3	3.8
	POLA ORBIS HLDG INC	일본	JPY	5,521	2,618	24.0	14.7	63%	28.5	24.2	3.1	1.2	153%	3.1	3.0
	LION CORP	일본	JPY	6,246	2,269	27.6	14.7	88%	31.7	29.2	3.0	1.2	153%	3.3	3.0
	PIGEON CORPORATION	일본	JPY	5,621	5,020	38.8	14.7	165%	42.6	37.8	8.0	1.2	562%	8.8	7.9
	ROHTO PHARMACEUTICAL CO., LTD.	일본	JPY	3,777	3,475	27.8	14.7	89%	29.7	27.3	2.7	1.2	121%	2.8	2.6
	PALTAC CORP	일본	JPY	3,135	5,360	15.1	14.7	3%	13.8	15.9	1.6	1.2	30%	1.6	1.5
	FANCL CORP	일본	JPY	3,623	3,020	30.1	14.7	105%	34.4	29.3	5.2	1.2	328%	5.6	5.0
	MANDOM CORPORATION	일본	JPY	1,310	2,949	23.6	14.7	61%	25.2	22.6	1.9	1.2	56%	1.9	1.9
	MILBON CO., LTD.	일본	JPY	1,856	6,090	38.2	14.7	161%	44.4	40.4	5.2	1.2	330%	5.6	5.1
미국/유럽 화장품	Estee Lauder	미국	USD	42,992	193	31.3	18.7	67%	32.3	29	13.2	3.0	337%	14.3	12.0
	P&G	미국	USD	299,981	120	23.9	18.7	27%	24.4	23	6.0	3.0	99%	6.1	5.9
	J&J	미국	USD	363,383	138	15.1	18.7	-20%	15.9	15.2	5.3	3.0	76%	5.8	5.3
	Coty	미국	USD	8,738	12	16.9	18.7	-10%	17	15.3	2.0	3.0	-35%	1.9	2.0
	Nu Skin	미국	USD	2,114	38	12.0	18.7	-36%	12.3	11.6	2.4	3.0	-20%	2.5	2.4
	Loreal	프랑스	EUR	157,246	255	31.0	15.4	101%	32.9	30.4	4.7	1.6	187%	5.1	4.7
중국 화장품	Unilever	네덜란드	EUR	89,726	53	19.5	17.2	13%	20.8	19	10.7	2.3	370%	10.6	10.7
	Shanghai Jahwa	중국	CNY	2,948	31	30.5	12.2	150%	33.6	30.2	3.1	1.6	95%	3.3	3.0
	Guangdong Marubi	중국	CNY	3,694	65	48.2	12.2	295%	49.8	42.1	8.8	1.6	458%	10.4	8.6
	Proya	중국	CNY	2,488	87	35.2	12.2	188%	45.2	34	7.2	1.6	356%	8.6	7.0
	Fujian Green Fine	중국	CNY	681	9	6.0	12.2	-51%	8.4	6.2	1.3	1.6	-17%	1.5	1.3
한국 화장품	아모레퍼시픽	한국	KRW	9,148	184,500	31.5	11.7	170%	36.7	30.3	2.5	0.9	175%	2.6	2.5
	아모레G	한국	KRW	5,462	78,100	34.2	11.7	192%	41.5	33.2	2.0	0.9	119%	2.1	2.0
	LG생활건강	한국	KRW	16,705	1,261,000	22.7	11.7	94%	25.9	23.1	4.5	0.9	400%	5.2	4.4
	신세계인터내셔널	한국	KRW	1,148	189,500	16.1	11.7	38%	18.4	14.8	2.0	0.9	122%	2.2	2.0
	애경산업	한국	KRW	588	26,250	13.0	11.7	11%	13.9	11.6	1.8	0.9	100%	2.0	1.8
	네오팜	한국	KRW	321	46,050	19.0	11.7	63%	19.2	17	3.9	0.9	330%	4.5	3.8
	코스맥스	한국	KRW	656	77,000	17.6	11.7	50%	24.9	17.6	2.4	0.9	171%	2.7	2.4
	한국콜마	한국	KRW	843	43,450	14.5	11.7	24%	18.3	14	1.8	0.9	96%	2.0	1.7
	코스메카코리아	한국	KRW	101	11,100	11.2	11.7	-4%	14.2	10.1	0.9	0.9	-3%	0.9	0.9
유럽 명품 의류	LVMH	프랑스	EUR	220,952	396	25.1	15.4	62%	27.2	24.4	4.8	1.6	192%	5.4	4.8
	Kering	프랑스	EUR	75,425	541	18.9	15.4	23%	22.3	19.0	5.4	1.6	227%	6.4	5.3
	Hermes	프랑스	EUR	76,379	656	41.5	15.4	169%	45.2	40.7	9.0	1.6	450%	10.5	8.9
	Ferragamo	이탈리아	EUR	3,216	17	27.9	11.7	138%	32.0	27.5	3.5	1.2	191%	3.7	3.5

자료 : Datastream, SK증권

주1: 2019년 11월 22일 종가 기준/ 주2: PE1과 PE2는 각각 당해 재무년도와 내년도 재무년도 PER을 의미(PB1, PB2도 동일)

2-3. 구조적 개선보다는 턴어라운드 주목

2020년 Korea Cosmetic Company는 다시 Global Peer 대비 높은 성장성을 시현

글로벌 화장품 회사 실적 및 밸류에이션 멀티플 추이

	2017	2018	2019	2020E	2021E
에스티로더 매출액	11,824	13,683	14,863	17,217	18,256
6월결산 영업이익	1,692	2,055	2,313	3,202	3,490
(백만\$) 매출액 y-y	5.0%	15.7%	8.6%	15.8%	6.0%
영업이익 y-y	5.1%	21.5%	12.6%	38.4%	9.0%
12M fwd PER 연말	29.8	26.3	31.5		
12M fwd PER 연평균	26.0	29.0	30.5		

	2017	2018	2019	2020E	2021E
P&G 매출액	65,058	66,832	67,684	72,940	75,687
6월결산 영업이익	13,955	13,363	5,487	16,569	17,514
(백만\$) 매출액 y-y	-0.4%	2.7%	1.3%	7.8%	3.8%
영업이익 y-y	3.8%	-4.2%	-58.9%	202.0%	5.7%
12M fwd PER 연말	21.8	20.5	24.0		
12M fwd PER 연평균	21.9	18.7	23.1		

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
로레알 매출액	29,400	31,816	33,040	35,154	37,152
12월결산 영업이익	5,079	5,689	6,115	6,608	7,087
(백만\$) 매출액 y-y	6.6%	8.2%	3.8%	6.4%	5.7%
영업이익 y-y	17.0%	12.0%	7.5%	8.1%	7.3%
12M fwd PER 연말	27.2	27.9	30.9		
12M fwd PER 연평균	26.2	28.2	30.1		

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
시세이도 매출액	8,964	9,918	10,631	11,446	12,175
12월결산 영업이익	717	982	1,097	1,349	1,566
(백만\$) 매출액 y-y	14.3%	10.6%	7.2%	7.7%	6.4%
영업이익 y-y	111.6%	36.8%	11.8%	23.0%	16.0%
12M fwd PER 연말	305.0	36.5	39.3		
12M fwd PER 연평균	82.3	42.5	39.1		

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
아모레퍼시픽 매출액	5,124	5,278	5,580	5,994	6,431
12월결산 영업이익	596	482	449	557	641
(십억원) 매출액 y-y	-9.2%	3.0%	5.7%	7.4%	7.3%
영업이익 y-y	-29.7%	-19.2%	-6.8%	24.0%	14.9%
12M fwd PER 연말	41.7	32.1	28.5		
12M fwd PER 연평균	32.5	33.2	29.4		

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
LG생활건강 매출액	6,105	6,748	7,600	8,433	9,015
12월결산 영업이익	930	1,039	1,174	1,299	1,436
(십억원) 매출액 y-y	0.2%	10.5%	12.6%	11.0%	6.9%
영업이익 y-y	5.6%	11.7%	13.0%	10.7%	10.5%
12M fwd PER 연말	28.0	22.7	19.2		
12M fwd PER 연평균	23.4	26.2	24.3		

자료 : Bloomberg, SK증권 주 : 2019년, 2020년, 2021년 추정치는 블룸버그 컨센서스 데이터

중소형 종목 찾기

3-1. 2019년 선제적 턴어라운드 vs 2020년 점진적 턴어라운드

선제적 vs 점진적 실적 턴어라운드가 기대되는 중소형주 2사

- 화장품 중소형주 관심 종목: 에이블씨엔씨, 본느

- 두 종목 모두 실적 증가가 기대
- 다만, 본느의 경우 화장품 성장주로 재확인 받기 위해서는 QoQ 탑라인 성장 및 증익이 필요한데, 3Q19~4Q19에 가능할 것으로 판단
- 에이블씨엔씨의 경우, 2019년 낮은 기저와 더불어 유통 채널 재편과 신규 브랜드 인수 효과에 의한 턴어라운드 여부 Tracking 필요

중소형주 3사 요약

		Sales				OP				Valuation Multiple	
		2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E	19년E PER	20년E PER
본느	(억원)	236	292	453	643	32	37	84	132	21.1	13.4
	y-y %	42.9%	23.7%	33.0%	42.0%	48.9%	16.6%	124.3%	56.7%		
	비고	미국 현지 주요 ODM 고객사 향 매출 고장 지속 중이며, 브랜드 확장과 높은 ODM 마진을 감안시 현 수준 이상의 멀티플 가능하다는 판단									
에이블씨엔씨	(십억원)	373	346	350	377	11	-19	-5	8	NA	36.4
	y-y %	-14.1%	-7.4%	1.3%	7.6%	-53.8%	적전	적지	흑전		
	비고	2020년E 연간 이루어질 오프라인 구조조정과 중국 법인 MS 회복 여부에 주목할 필요									

자료 : 각 사, SK증권

주 : 2019년 2020년 본느 실적은 당사 추정치, 에이블씨엔씨 실적은 컨센서스 추정치

본느 (226320 | Not Rated)

중국인 익스포저가 크지 않고, 하반기 선제적인 QoQ 실적 개선을 기대

투자포인트 및 밸류에이션

본느	Sales				OP				Valuation Multiple	
	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E	19년E PER	20년E PER
(억원)	236	292	453	643	32	37	84	132	21.1	13.4
y-y %	42.9%	23.7%	33.0%	42.0%	48.9%	16.6%	124.3%	56.7%		

밸류에이션

2019년 예상실적 기준 PER 21.1배, 2020년 예상 실적 기준 PER 13.4배로 국내 화장품업종 평균 대비 -30% 이상 디스카운트
 현재 시가 총액 1,208억원 수준
 예상 매출 및 이익 성장률 대비 제대로 된 화장품 밸류에이션을 적용받지 못하고 있음
 신규 증가하는 브랜드 매출을 제외하더라도 기존 업이었던 ODM 사업부도 고객사 매출 확대가 잘 이뤄지고 있음에 따라 리스크 적음

2019E Preview

연결기준 매출액 453억원(y-y +33%), 영업이익 84억원(y-y 124%) 추정
OPM 18.6%로 YoY +5.8%p 증가할 것으로 기대
 기존 ODM 고객사 향 벌크 매출 증가로 영업 레버리지가 확대되고 있는 국면으로 탐라인과 수익성이 같이 좋아질 수 있는 국면
 통상 픽시 등 미국 ODM 고객사들의 주요 판매 시즌이 겨울철이기에 3-4분기 성수기 시즌 돌입에 따른 수혜는 3Q에 가장 클 전망
 기대를 모았던 구독 경제(박시참, 입시 등) 향 매출은 4분기에도 일부 인식될 예정이며, 내년도 영업도 미리 해놓은 상태
 올해 입점한 세포라 차이나의 경우 연간 매출 20억 정도 발생 예정. 다만, 마케팅비 집행으로, 이익률 크지 않을 것
- 3Q19 매출액과 영업이익은 각각 135억원과 23억원을 기록하며 3Q19누적 매출액과 영업이익은 343억원과 64억원 달성

투자포인트

- 1) 밸류에이션 매력
 2019년 예상실적 기준 PER 21.1배, 2020년 예상 실적 기준 PER 13.4배로 30% 이상의 성장률과 18% 수준의 OPM 대비 저평가
- 2) 박시참 뿐만 아니라 미국 시장에서 성장하고 있는 시장인 구독 경제 고객사 향 매출이 꾸준히 증가하고 있음
 다만, 급격한 성장보다는 올해와 비슷한 수준에서 꾸준히 성장할 것으로 보여짐
- 3) 2020년 브랜드 매출에서 가장 큰 성장 가능성은 중국 온라인에 들어가기 시작했다는 것임.
- 4) 한편, 기존 고객사 및 주요 소비층이 중국보다는 북미에 다수 포진, 화장품 관련 중국 발 불확실성 리스크로부터 자유로움

본느 (226320 | Not Rated)

중국인 익스포저가 크지 않고, 하반기 선제적인 QoQ 실적 개선을 기대

본느 년도별 실적 추정

(단위 : 억원)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	
매출액		59.0	112.2	165.4	236.3	292.3	452.8	643.0
y-y %			90.2%	47.4%	42.9%	23.7%	33.0%	42.0%
ODM			92.0	145.5	167.8	209.0	294.3	385.8
브랜드			20.2	19.8	68.5	83.3	158.5	257.2
ODM y-y%				58.2%	15.3%	24.5%	40.8%	31.1%
브랜드 y-y%				-1.7%	245.4%	21.5%	90.3%	62.3%
ODM % sales			82.0%	88.0%	71.0%	71.5%	65.0%	60.0%
브랜드 % sales			18.0%	12.0%	29.0%	28.5%	35.0%	40.0%
영업이익		4.5	13.6	21.6	32.1	37.5	84.1	131.8
y-y %			202.0%	58.9%	48.9%	16.6%	124.3%	56.7%
OPM%		7.6%	12.1%	13.1%	13.6%	12.8%	18.6%	20.5%
ODM			10.6	18.6	21.0	29.2	60.3	82.9
브랜드			3.0	3.0	11.1	8.3	23.8	48.9
ODM margin %			11.5%	12.8%	12.5%	14.0%	20.5%	21.5%
브랜드 margin %			15.0%	15.0%	16.2%	10.0%	15.0%	19.0%
세전이익		3.4	20.2	15.2	33.9	6.2	71.5	112.0
지배주주순이익		2.7	18.2	9.8	28.4	3.1	57.2	89.6
NPM %		4.6%	16.2%	5.9%	12.0%	1.1%	12.6%	13.9%
현금성자산		1.7	29.9	16.8	49.7	1.5		
총차입금		5.5	7.7	6.5	5.4			
순부채		3.7	(22.3)	(10.2)	(44.3)	(-1.5)		
총 배당금		0.0	0.0	0.0	0.8	0.0	1.4	2.4
배당성향		0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%	103.0%

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	
매출액		4.5	5.3	5.2	15.0	11.1	9.8	14.0
영업이익		0.3	0.9	-0.2	4.0	2.2	1.9	2.7
세전이익						2.5	2.0	
지배주주순이익						0.0	2.1	
영업이익률		6.7%	17.0%	-3.8%	26.7%	19.8%	19.4%	19.0%

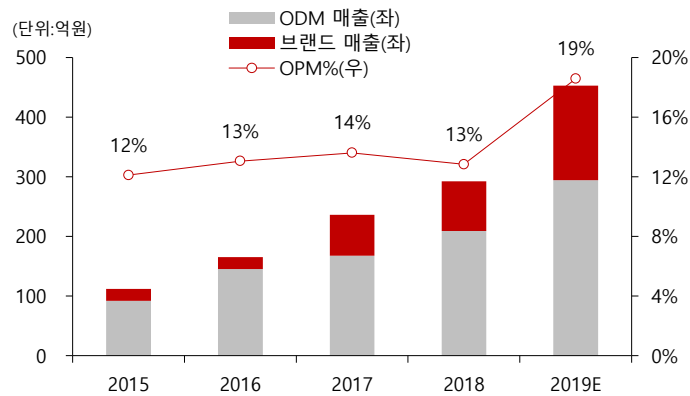
자료 : 본느, SK증권

본느 (226320 | Not Rated)

중국인 익스포저가 크지 않고, 하반기 선제적인 QoQ 실적 개선을 기대

- 2019년 예상 카테고리별 매출 비중 : ODM 66%, 수출 24%, 홈쇼핑 16%, 기타 3%
- 2019년 예상 전사 영업이익률 19%(ODM 25%, 브랜드 15% 추정) 전망

본느 연도별 카테고리별 매출액 및 OPM 추이



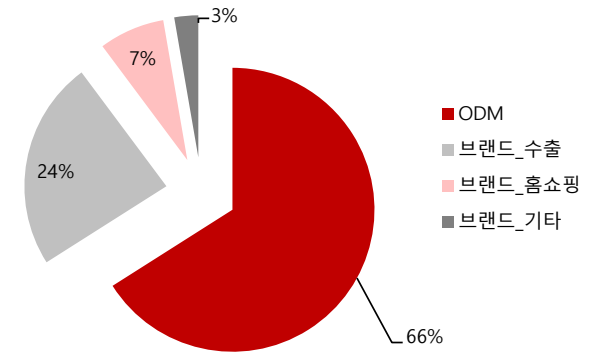
자료 : 본느, SK증권

본느의 대표 브랜드 터치인술 브랜드 제품



자료 : 본느, SK증권

2019년 예상 카테고리별 매출 비중



자료 : 본느, SK증권

본느의 ODM 고객사 중 대표적인 '픽시'의 미스트 제품



자료 : 본느, SK증권

에이블씨엔씨 (078520 | Not Rated)

긴 호흡에서 턴어라운드 시점을 가늠해볼 필요가 있는 회사

투자포인트 및 밸류에이션

에이블씨엔씨	Sales				OP				Valuation Multiple	
	2017	2018	2019E	2020E	2017	2018	2019E	2020E	2019E PER	2020E PER
(십억원)	373	346	350	377	11	-19	-5	8	NA	36.4
y-y %	-14.1%	-7.4%	1.3%	7.6%	-53.8%	적전	적지	흑전		

밸류에이션 2020년 컨센서스 기준 영업이익 흑전 예상되나, 밸류에이션이 싸지 않은 상황
다만, 2019년 적자에서 2020년 흑자로 돌아설 경우, 브랜드 화장품 업체 특성상 가파른 영업 정상화를 기대하게 될 것

사업부 현황 및 점포 수 로드샵, 유통점, 면세, 지하철 등의 오프라인 직영점 매출은 19년 연중 QoQ 감소세 지속
다만, 향후 핵심 채널인 온라인 및 중국 법인 매출은 YoY로 꾸준히 증가 중
3Q19 기준 미사 가맹점 수는 223개, 직영점 수는 390개로 오프라인 비용 슬림화 진행 중
여기에 기존점 성장률이 YoY +30% 이상 평균적으로 나오는 것으로 파악되는 멀티샵 NUNC로의 전환이 21개까지 이루어짐
향후, 광군절 판매 효과가 4분기 중국 법인 통해 인식될 것으로 보여지며, 오프라인 점포 정리와 NUNC 전환에 단기적으로 주목
중국과 온라인을 통한 해외 수출 증가 속도가 얼마나 빠르게 올라오는지 여부가 중요할 것

Key 포인트 1) 로드샵 부진 이후 3년 이상 주가가 부진했던 업체들 가운데 중국 내 인지도가 아직 높은 편에 속한 업체임에 따라
2020년 턴어라운드 여부 점검 측면에서 중국 경쟁력 재고에 대한 확인이 필요

2) 2019 오프라인 유통망 재정비 효과는 2020년 연간으로 나타나며 실적에 긍정적으로 작용할 전망
별도 매출의 90% 이상이 미사에서 나오며 아직까지 미사의 오프라인 비중은 60% 이상임

3) 대중국 관련 익스포저도 적지 않음.

2018년 기준 연매출의 15% 수준이 중국에서 발생
이 외 면세점, 로드샵 등 중국 관련 매출에 영향을 미치는 채널 비중은 25% 수준까지 올라감
중국 시장 내 점유율 확보 및 브랜드력 재고 점검이 필요한 이유.

에이블씨엔씨 (078520 | Not Rated)

긴 호흡에서 턴어라운드 시점을 가늠해볼 필요가 있는 회사

분기별 채널별 매출 실적

(단위 : 백만원)

구 분 (단위 : 백만원, %)	`18년 실적				`19년 실적			2017	2018	2019누적
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19			
미사	60,156	77,136	62,322	87,590	66,022	79,813	61,001	313,230	287,205	206,836
오프라인	44,400	58,490	46,812	62,415	48,847	56,783	41,455	233,797	212,117	147,086
가맹점	9,817	13,986	9,004	14,750	9,598	12,645	9,107	61,705	47,556	31,350
직영점	34,584	44,505	37,808	47,665	39,249	44,138	32,348	172,091	164,562	115,736
온라인	4,412	5,523	2,977	8,241	4,701	8,250	5,653	26,922	21,153	18,604
해외	11,345	13,123	12,533	16,934	12,474	14,779	13,892	52,511	53,935	41,146
어퓨	10,583	9,287	7,880	9,857	9,716	11,224	9,206	40,472	37,607	30,146
오프라인	6,338	5,730	5,119	6,018	4,418	4,428	3,272	25,905	23,205	12,118
온라인	2,711	1,914	1,484	1,980	1,872	1,959	1,945	10,421	8,089	5,775
해외	1,534	1,642	1,277	1,860	3,426	4,838	3,989	4,146	6,313	12,253
기타(홈쇼핑 등)	164	243	310	691	156	956	1,948	727	1,407	3,060
재무조정	(3,117)	(5,136)	(3,466)	(6,110)	(3,585)	(6,015)	(3,393)	(22,228)	(17,829)	(12,994)
별도 합계	67,787	81,530	67,045	92,028	72,309	85,978	68,761	332,201	308,391	227,048
중국법인	11,026	10,536	8,265	14,487	8,163	12,052	9,682	42,272	44,314	29,897
일본법인	5,557	5,676	0	3,933	7,601	8,491	10,387	28,214	15,167	26,479
연결조정	(6,533)	(7,193)	(2,184)	(6,441)	(7,272)	(9,463)	(8,343)	(29,402)	(22,350)	(25,077)
연결 합계(기존)	77,838	90,550	73,127	104,007	80,801	97,058	80,489	373,286	345,522	258,347

자료 : 에이블씨엔씨, SK증권

Company Analysis


증익이 본격화 될 2020년을 기대

● 2020E Preview

- ① 2020년 매출액 1조 4,376억원(y-y +7.1%), 영업이익 804억원(y-y +53.9%)으로 영업이익 컨센서스 666억원 상회 전망
- ② 2019년 국내 화장품은 중국 향 수요 위축으로 탑라인 성장률이 정체됐으나, 공장 자동화율 향상과 생산인력의 숙련도 상승으로 구조적인 수익성 개선을 경험하였음. 향후, 국내 OPM 5% 수준 유지 전망
- ③ 미주 법인의 경우, 누월드가 흑자전환하였고, 오하이오도 꾸준히 손실폭을 줄여나가고 있음. 내년도 미주 법인 매출 비중이 전사 매출의 17% 수준까지 증가할 것으로 예상함에 따라 미국의 수익성 개선은 전사 마진을 더욱 가파르게 개선시키는 요인이 될 것
- ④ 2019년 상반기부터 영업 조직을 강화한 중국 법인은 내년도 신규 수주가 본격화되며 중국 관련 불확실성을 점진적으로 해소시켜줄 전망

● 부문별 전망 및 투자 의견

- ① 코스맥스에 대한 투자 의견 Buy와 T.P. 110,000원을 유지. 현 주가는 역사적 저점 구간으로 2020년 순이익 기준 PBR 2.4배 PER 15.8배에 해당
- ② 중국 시장의 경쟁 심화로 성장률 둔화가 예상보다 장기화되고 있지만, 1) 국내 ODM 사들의 품질력과 R&D 경쟁력은 여전히 글로벌 우위를 점하고 있고, 2) 고대했던 국내와 미국의 수익성 개선이 가시화되고 있음에 따라 내년도 점진적인 중국 탑라인 성장률 회복과 미국과 국내를 필두로 한 전사 수익성 개선 기대감이 유효하다는 판단

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률
자본금	5 십억원	주가(19/11/22)	77,000 원	
발행주식수	1,005 만주	KOSPI	2101.96 pt	
자사주	0 만주	52주 Beta	1.21	
액면가	500 원	52주 최고가	155,500 원	
시가총액	803 십억원	52주 최저가	68,600 원	
주요주주		60일 평균 거래대금	9 십억원	
코스맥스비티아이(외6)	26.57%			
국민연금공단	13.24%			
외국인지분율	24.10%			
배당수익률	0.80%			

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	14.6%	10.4%
6개월	-34.2%	-35.6%
12개월	-31.7%	-33.4%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	757	884	1,260	1,328	1,438	1,567
yoy	%	41.9	16.8	42.5	5.4	8.2	9.0
영업이익	십억원	53	35	52	52	80	100
yoy	%	46.4	-33.2	48.9	-0.2	53.9	24.9
EBITDA	십억원	65	55	78	83	113	130
세전이익	십억원	46	25	36	35	64	84
순이익(지배주주)	십억원	35	19	33	33	51	63
영업이익률%	%	7.0	4.0	4.2	3.9	5.6	6.4
EBITDA%	%	8.6	6.3	6.2	6.2	7.9	8.3
순이익률	%	4.2	1.8	1.7	1.6	2.7	3.3
EPS(계속사업)	원	3,759	1,876	3,246	3,323	5,069	6,271
PER	배	31.8	62.4	40.1	24.0	15.8	12.7
PBR	배	5.7	5.4	4.9	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	배	21.4	28.3	22.9	14.1	10.1	8.3
ROE	%	22.5	8.8	13.5	12.0	16.3	17.5
순차입금	십억원	179	362	470	379	368	321
부채비율	%	221.2	309.0	338.9	346.9	324.3	294.7

코스맥스 (192820/KS | 매수(유지) | T.P 110,000원(유지))

기업분석

분기별 실적 추정

(단위 : 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2018	2019E	2020E
Sales	Sales	288.7	327.5	314.6	328.8	327.8	332.3	317.5	350.7	1,259.7	1,341.8	1,437.6
	y-y	31.8%	41.0%	50.9%	46.8%	13.5%	1.5%	0.9%	6.6%	42.5%	6.5%	7.1%
	KOREA	152.4	190.2	167.3	169.5	190.2	192.8	171.4	176.3	679.4	730.7	756.2
	CHINA	99.1	121.6	120.2	136.7	103.7	118.1	108.8	132.0	477.6	462.7	500.2
	Shanghai	80.4	106.5	105.0	119.1	81.8	88.8	83.3	101.2	410.9	355.1	365.7
	Guangzhou	18.8	15.1	15.2	17.6	22.0	29.3	25.5	30.8	66.7	107.6	134.5
	Indonesia	1.7	2.4	2.5	4.0	8.0	8.3	11.5	12.7	10.6	40.6	51.9
	Thailand	0.7	0.6	4.9	3.5	4.1	3.7	4.6	4.7	9.7	17.0	20.2
	USA(오하이오)	15.5	14.5	18.2	18.1	23.0	20.4	22.6	23.2	66.2	89.1	114.1
	USA(뉴월드)	27.3	24.2	28.0	19.6	20.0	17.1	23.8	24.9	99.1	85.8	100.3
y-y	KOREA	7.1%	38.2%	40.3%	31.4%	24.8%	1.4%	2.5%	4.0%	28.6%	7.6%	3.5%
	CHINA	28.7%	15.2%	36.7%	35.7%	4.6%	-2.8%	-9.5%	-3.4%	28.7%	-3.1%	8.1%
	Shanghai	18.7%	15.5%	35.6%	33.2%	1.7%	-16.6%	-20.7%	-15.0%	25.8%	-13.6%	3.0%
	Guangzhou	102.2%	13.0%	45.0%	55.3%	17.1%	94.2%	67.7%	75.0%	50.0%	61.4%	25.0%
	Indonesia	-40.0%	31.4%	7.9%	104.9%	364.5%	239.3%	362.4%	220.0%	18.3%	281.4%	28.1%
	Thailand	-	-	-	-	478.9%	517.7%	-7.0%	35.0%	0.0%	75.6%	18.4%
	USA(오하이오)	115.4%	127.8%	52.0%	44.1%	47.7%	41.5%	24.3%	28.0%	74.0%	34.5%	28.0%
	USA(뉴월드)	-	-	-	-	-26.5%	-29.5%	-15.2%	27.0%	-	-13.5%	17.0%
OP	OP	10.4	18.6	13.2	10.1	13.5	13.2	10.4	15.2	52.3	52.3	80.4
	y-y	10.6%	29.7%	163.7%	58.4%	30.2%	-29.2%	-21.5%	50.0%	48.9%	-0.2%	53.9%
	OPM	3.6%	5.7%	4.2%	3.1%	4.1%	4.0%	3.3%	4.3%	4.2%	3.9%	5.6%
	KOREA	5.0	7.7	4.0	5.4	7.7	10.6	8.6	8.6	22.1	35.6	37.6
	CHINA	7.4	11.0	7.0	12.3	8.0	7.5	3.5	7.6	37.7	26.5	36.3
	Shanghai	5.2	8.0	5.0	9.2	4.5	1.5	-1.0	2.0	27.4	7.0	11.9
	Guangzhou	2.2	3.0	2.0	3.1	3.5	6.0	4.5	5.5	10.3	19.5	24.3
	Indonesia	-0.8	-1.1	-0.6	0.3	1.0	1.0	1.5	1.4	-2.2	4.9	6.8
	Thailand	-0.1	-1.1	0.0	-0.3	-1.6	-1.9	-1.3	-1.2	-1.5	-6.0	-4.0
	USA(오하이오)	-3.6	-3.8	-2.8	-3.5	-2.1	-2.3	-1.8	-1.7	-13.8	-7.9	-1.1
	USA(뉴월드)	0.0	1.2	2.8	-1.5	-2.4	-2.1	1.6	1.7	2.5	-1.2	4.6
% Margin	KOREA	3.3%	4.1%	2.4%	3.2%	4.1%	5.5%	5.0%	4.9%	3.3%	4.9%	5.0%
	CHINA	7.5%	9.1%	5.8%	9.0%	7.7%	6.3%	3.2%	5.7%	7.9%	5.7%	7.2%
	Shanghai	6.5%	7.5%	4.8%	7.7%	5.5%	1.7%	-1.2%	2.0%	6.7%	2.0%	3.3%
	Guangzhou	11.7%	20.0%	13.0%	17.5%	16.0%	20.3%	17.5%	18.0%	15.4%	18.1%	18.1%
	Indonesia	-45.3%	-45.7%	-24.0%	7.6%	12.1%	12.5%	13.0%	11.0%	-20.6%	12.1%	13.0%
	Thailand	-19.7%	-183.3%	0.0%	-8.6%	-40.2%	-51.3%	-28.5%	-25.0%	-15.9%	-35.3%	-20.0%
	USA(오하이오)	-23.3%	-26.6%	-15.4%	-19.3%	-9.0%	-11.3%	-8.0%	-7.5%	-20.8%	-8.9%	-0.9%
	USA(뉴월드)	0.0%	5.0%	10.0%	-7.7%	-12.0%	-12.3%	6.7%	7.0%	2.5%	-1.4%	4.6%

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	500	596	669	728	828	매출액	884	1,260	1,328	1,438	1,567
현금및현금성자산	39	35	117	132	179	매출원가	772	1,105	1,163	1,257	1,368
매출채권및기타채권	251	322	302	326	356	매출총이익	112	155	166	181	199
재고자산	185	209	221	239	261	매출총이익률 (%)	12.7	12.3	12.5	12.6	12.7
비유동자산	434	466	476	477	451	판매비와관리비	77	102	113	100	98
장기금융자산	16	15	11	11	11	영업이익	35	52	52	80	100
유형자산	307	333	341	340	313	영업이익률 (%)	4.0	4.2	3.9	5.6	6.4
무형자산	91	96	101	101	102	비영업손익	-10	-16	-17	-16	-16
자산총계	934	1,062	1,145	1,205	1,279	순금융비용	9	18	19	18	18
유동부채	522	650	734	763	797	외환관련손익	-3	0	0	0	0
단기금융부채	242	371	378	378	378	관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	256	231	304	329	359	세전계속사업이익	25	36	35	64	84
단기충당부채	0	0	0	0	0	세전계속사업이익률 (%)	2.9	2.9	2.7	4.5	5.4
비유동부채	184	169	155	158	157	계속사업법인세	10	15	14	25	33
장기금융부채	163	145	129	133	133	계속사업이익	16	21	21	39	51
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0	중단사업이익	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	706	820	889	921	955	당기순이익	16	21	21	39	51
지배주주지분	218	265	293	333	386	순이익률 (%)	1.8	1.7	1.6	2.7	3.3
자본금	5	5	5	5	5	지배주주	19	33	33	51	63
자본잉여금	151	129	129	129	129	지배주주귀속 순이익률(%)	2.13	2.59	2.51	3.54	4.02
기타자본구성요소	0	0	0	0	0	비지배주주	-3	-12	-12	-12	-12
자기주식	0	0	0	0	0	총포괄이익	16	22	20	38	50
이익잉여금	65	135	165	206	259	지배주주	19	33	33	51	63
비지배주주지분	10	-24	-36	-49	-62	비지배주주	-3	-11	-13	-13	-13
자본총계	228	242	256	284	324	EBITDA	55	78	83	113	130
부채와자본총계	934	1,062	1,145	1,205	1,279						

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	0	-37	163	71	78
당기순이익(손실)	16	21	21	39	51
비현금성항목등	45	66	76	74	79
유형자산감가상각비	20	24	29	31	28
무형자산상각비	1	1	2	2	2
기타	5	8	12	-2	-2
운전자본감소(증가)	-41	-114	82	-16	-19
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-57	-80	25	-25	-29
재고자산감소(증가)	-60	-25	-8	-18	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	94	-26	66	25	30
기타	-19	15	-1	2	2
법인세납부	-20	-10	-16	-25	-33
투자활동현금흐름	-172	-56	-26	-32	-2
금융자산감소(증가)	-7	-7	7	0	0
유형자산감소(증가)	-81	-48	-30	-30	0
무형자산감소(증가)	-85	-2	-2	-2	-2
기타	1	2	-1	1	1
재무활동현금흐름	143	89	-55	-25	-29
단기금융부채증가(감소)	53	71	-9	0	0
장기금융부채증가(감소)	107	39	-20	4	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-10	-3	-6	-10	-10
기타	-7	-19	-20	-19	-19
현금의 증가(감소)	-29	-4	82	15	47
기초현금	68	39	35	117	132
기말현금	39	35	117	132	179
FCF	-169	-87	113	33	69

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	16.8	42.5	5.4	8.2	9.0
영업이익	-33.2	48.9	-0.2	53.9	24.9
세전계속사업이익	-45.7	43.4	-2.3	82.0	31.0
EBITDA	-15.0	40.2	6.8	36.3	15.3
EPS(계속사업)	-50.1	73.0	2.4	52.6	23.7
수익성 (%)					
ROE	8.8	13.5	12.0	16.3	17.5
ROA	1.9	2.1	1.9	3.3	4.1
EBITDA마진	6.3	6.2	6.2	7.9	8.3
안정성 (%)					
유동비율	95.8	91.6	91.2	95.5	103.8
부채비율	309.0	338.9	346.9	324.3	294.7
순차입금/자기자본	158.4	194.3	147.7	129.4	98.9
EBITDA/이자비용(배)	5.9	4.2	4.3	6.0	6.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,876	3,246	3,323	5,069	6,271
BPS	21,704	26,411	29,112	33,160	38,410
CFPS	3,890	5,762	6,371	8,307	9,235
주당 현금배당금	300	600	1,000	1,000	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	84.5	55.1	46.8	30.7	24.8
PER(최저)	54.6	33.3	20.6	13.5	10.9
PBR(최고)	7.3	6.8	5.3	4.7	4.1
PBR(최저)	4.7	4.1	2.4	2.1	1.8
PCR	30.1	22.6	12.5	9.6	8.7
EV/EBITDA(최고)	35.9	29.2	23.3	16.9	14.2
EV/EBITDA(최저)	25.7	20.0	12.7	9.1	7.5

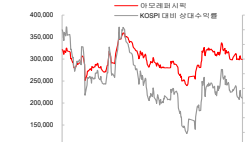
실적 대비 못 오른 주가

● 4Q19E Preview

- ① 4Q19E 신세계인터내셔널 매출액 4,010억원(y-y +10.4%), 영업이익 276억원(y-y +53.9%)으로 QoQ와 YoY 모두 성장하는 안정적 실적 전망
- ② 11월 광군제 효과와 의류 성수기 시즌 진입으로 화장품과 의류 부문 마진이 개선되며 4분기 전사 OPM은 6.9%를 기록할 전망(YoY +2%p)

● 부문별 전망 및 투자의견

- ① 3분기 비디비치의 월 200억원 수준의 안정적인 매출이 확인됨에 따라 티몰 신규 채널 입점 효과와 더불어 4분기 성수기 시즌 수혜를 기대할 수 있게 됨
- ② 향후, 내년도 출시 예정 브랜드인 '로이비'의 성공적인 런칭과 '연작'의 차별화된 포지셔닝으로 브랜드 확장 효과가 가시화될 경우, 회사의 밸류에이션 상승 요인으로 작용할 수 있을 전망
- ③ 다만, 주요 브랜드 비디비치가 1) 공식적인 채널보다 오픈마켓 위주 판매 비중이 높아 소비자 반응 및 판매 Tracking이 용이하지 않고, 2) 타이공 노출도가 높아 규제 리스크가 큰 점 등을 반영해 내년도 비디비치 매출액을 보수적으로 추정(YoY +8% 추정)
- ④ 그럼에도 불구하고, 수입 브랜드의 두 자릿수 매출 성장과 화장품 부문 영업 레버리지 확대 지속에 따른 수익성 개선으로 2020년 전사 영업이익은 YoY +14% 이상 성장 가능할 것으로 전망
- ⑤ 현 주가는 2020년 예상 순이익 기준 PER 17.4배로 매력적인 구간. 신세계인터내셔널에 대한 투자의견 Buy와 T.P. 260,000원을 유지

Company Data		Stock Data		주가 및 상대수익률
자본금	36 십억원	주가(19/11/22)	189,500 원	
발행주식수	714 만주	KOSPI	2101.96 pt	
자사주	0 만주	52주 Beta	1.08	
액면가	5,000 원	52주 최고가	330,000 원	
시가총액	1,503 십억원	52주 최저가	148,000 원	
주요주주		60일 평균 거래대금	10십억원	
신세계(외2)	65.14%			
국민연금공단	11.11%			
외국인지분율	6.00%			
배당수익률	0.40%			

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.4%	3.5%
6개월	-26.7%	-28.2%
12개월	39.4%	36.0%

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	1,021	1,103	1,263	1,429	1,505	1,565
yoy	%	1.6	8.0	14.5	13.1	5.4	3.9
영업이익	십억원	27	25	56	90	103	120
yoy	%	35.6	-5.9	118.3	62.8	13.8	16.3
EBITDA	십억원	61	63	94	131	139	151
세전이익	십억원	25	32	59	94	109	125
순이익(자배주)	십억원	17	24	57	74	86	98
영업이익률%	%	2.7	2.3	4.4	6.3	6.8	7.6
EBITDA%	%	6.0	5.7	7.4	9.2	9.2	9.6
순이익률	%	1.7	2.2	4.6	5.2	5.7	6.3
EPS(계속사업)	원	2,432	3,371	8,052	10,339	12,085	13,789
PER	배	27.2	22.0	24.2	20.4	17.4	15.3
PBR	배	1.0	1.1	2.6	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	배	13.4	14.0	18.0	13.3	11.9	10.3
ROE	%	3.7	5.0	11.1	13.0	13.6	13.7
순차입금	십억원	340	348	288	226	136	24
부채비율	%	101.9	91.6	80.3	93.2	85.0	77.3

신세계인터내셔널(031430/KS | 매수(유지) | T.P 260,000원(유지))

기업분석

신세계인터내셔널 분기별 실적 추정

(단위 : 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
Sales	매출액	304.4	283.4	311.8	363.1	365.9	301.7	359.9	401.0	1,262.7	1,428.6	1,505.3
	해외의류	91.2	88.9	89.0	106.3	85.8	88.1	91.8	108.5	375.4	374.2	383.4
	국내의류	89.1	60.8	85.6	87.3	90.4	58.1	89.1	85.6	322.8	323.3	330.4
	화장품	39.9	54.8	56.8	70.5	103.2	76.6	91.5	99.7	221.9	370.9	408.0
	라이프스타일	45.1	50.6	52.4	52.6	48.0	51.5	59.0	56.7	200.6	215.2	226.8
	툼보이	39.6	28.4	27.5	46.2	38.0	27.3	27.8	48.5	141.7	141.5	147.2
	폴푸아레	0.0	0.0	1.4	0.6	1.1	0.3	0.3	1.7	2.0	3.4	7.7
	연결 조정	-0.5	-0.2	0.6	0.3	0.6	0.1	0.7	0.3	0.2	3.5	9.5
y-y %	매출액	11.9%	18.3%	16.0%	12.7%	20.2%	6.5%	15.5%	10.4%	14.5%	13.1%	5.4%
	해외의류	-2.7%	-0.1%	-1.4%	-1.3%	-5.9%	-0.9%	3.1%	2.1%	-1.4%	-0.3%	2.4%
	국내의류	-10.2%	-17.9%	-15.1%	-22.6%	1.5%	-4.4%	4.1%	-1.9%	-16.6%	0.1%	2.2%
	화장품	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	158.6%	39.7%	61.2%	41.4%	0.0%	67.1%	10.0%
	라이프스타일	3.8%	5.3%	4.4%	2.2%	6.5%	1.7%	12.7%	7.9%	3.9%	7.3%	5.4%
	툼보이	6.2%	-0.8%	-1.7%	-8.8%	-4.2%	-4.1%	1.3%	5.0%	-1.9%	-0.1%	4.0%
OP	영업이익	11.8	14.3	11.5	17.9	29.2	14.6	19.1	27.6	55.5	90.4	102.9
	영업이익 y-y %	169.1%	222.1%	116.5%	14.2%	146.4%	2.2%	66.0%	53.9%	118.2%	62.8%	13.8%
	영업이익률 %	3.9%	5.0%	3.7%	4.9%	8.0%	4.8%	5.3%	6.9%	4.4%	6.3%	6.8%
	해외의류	2.6	2.9	1.2	2.3	2.2	3.4	1.4	2.6	8.9	9.6	10.6
	국내의류	2.1	-0.4	-0.3	2.4	2.4	-1.7	-0.7	2.1	3.7	2.0	2.4
	화장품	7.2	12.3	10.8	13.3	24.1	12.8	18.0	19.9	43.7	74.7	78.5
	라이프스타일	1.3	4.1	3.6	2.5	0.9	2.1	2.8	2.0	11.6	7.8	10.8
	툼보이	2.0	0.6	0.0	2.9	2.1	-0.2	-1.0	2.7	5.5	3.6	7.4
	폴푸아레	-3.1	-3.8	-2.1	-4.6	-2.2	-1.3	-0.6	-1.0	-13.5	-5.1	-3.5
	연결 조정	-0.3	-1.5	-1.7	-0.9	-0.3	-0.5	-0.8	-0.6	-4.4	-2.2	-3.2
OPM %	해외의류	2.8%	3.2%	1.3%	2.1%	2.6%	3.8%	1.5%	2.4%	2.4%	2.6%	2.8%
	국내의류	2.3%	-0.7%	-0.3%	2.7%	2.7%	-3.0%	-0.8%	2.4%	1.1%	0.6%	0.7%
	화장품	18.0%	22.5%	19.1%	18.9%	23.3%	16.7%	19.7%	19.9%	19.7%	20.1%	19.2%
	라이프스타일	3.0%	8.2%	6.9%	4.8%	1.9%	4.1%	4.7%	3.5%	5.8%	3.6%	4.8%
	툼보이	5.2%	2.0%	0.0%	6.3%	5.5%	-0.7%	-3.6%	5.5%	3.9%	2.5%	5.0%

자료 : 신세계인터내셔널, SK증권 추정

신세계인터내셔널 화장품 부문 분기별 실적 추정

(단위 : 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	39.9	54.8	56.8	70.5	103.2	76.6	91.5	99.7	222	371	408
비디비치 매출액	25.5	37.6	30.6	36.6	73.2	47.5	59.5	63.0	130	243	264
해외 브랜드 매출액	14.4	17.2	26.1	33.3	28.4	28.2	30.8	34.8	91	122	136
연작 매출액				0.5	1.5	0.9	1.2	1.8	1	5	8
y-y %	252%	278%	260%	229%	159%	40%	61%	41%	252%	67%	10%
비디비치 y-y %	2695%	938%	412%	280%	187%	26%	94%	72%	547%	86%	8%
해외 브랜드 y-y %	38%	58%	167%	183%	98%	64%	18%	5%	112%	34%	11%
연작 y-y %								260.0%		980%	48%
화장품 전사 매출 기여도 %	13%	19%	18%	19%	28%	25%	25%	25%	18%	26%	27%
비디비치 비중 %	64%	69%	54%	52%	71%	62%	65%	63%	59%	66%	65%
해외 브랜드 비중 %	36%	31%	46%	47%	28%	37%	34%	35%	41%	33%	33%
연작 비중 %				1%	1%	1%	1%	2%	0%	1%	2%
영업이익	7.2	12.3	10.8	13.3	24.1	12.8	18.0	19.9	44	75	79
비디비치	4.7	8.0	6.6	7.6	17.6	7.5	10.5	11.3	27	47	46
해외 브랜드	2.5	4.3	4.3	5.7	6.5	5.3	7.5	8.6	17	28	32
연작				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0
화장품 전사 이익 기여도 %	61%	86%	94%	74%	82%	88%	95%	72%	79%	83%	76%
비디비치 비중 %	66%	65%	61%	57%	73%	59%	58%	57%	61.5	62.7	59.1
해외 브랜드 비중 %	34%	35%	39%	43%	27%	42%	42%	43%	38.5	37.3	40.9
연작 비중 %				-15%	0%	-1%	0%	0%	0.0	0.0	0.0
영업이익의 YoY	2427%	2061%	443%	368%	234%	4%	67%	49%	666%	71%	5%
OPM	18%	22%	19%	19%	23%	17%	20%	20%	20%	20%	19%
비디비치 OPM %	19%	21%	21%	21%	24%	16%	18%	18%	21%	19%	18%
해외 브랜드 OPM %	17%	25%	16%	17%	23%	19%	24%	25%	18%	23%	24%
연작 OPM %				-4%	0%	0%	0%	0%	-4%	0%	0%

자료 : 신세계인터내셔널, SK증권 추정

재무상태표						포괄손익계산서					
월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	368	404	606	727	857	매출액	1,103	1,263	1,429	1,505	1,565
현금및현금성자산	3	12	175	265	376	매출원가	528	559	588	602	615
매출채권및기타채권	134	139	153	164	171	매출총이익	575	703	841	903	950
재고자산	218	236	260	280	291	매출총이익률 (%)	52.1	55.7	58.9	60.0	60.7
비유동자산	583	579	550	524	502	판매비와관리비	549	648	751	800	830
장기금융자산	0	2	4	4	4	영업이익	25	56	90	103	120
유형자산	332	328	305	275	250	영업이익률 (%)	2.3	4.4	6.3	6.8	7.6
무형자산	46	43	43	44	45	비영업손익	6	3	4	6	6
자산총계	951	982	1,157	1,252	1,358	순금융비용	8	8	8	5	2
유동부채	304	246	259	270	278	외환관련손익	21	-6	-1	-1	-1
단기금융부채	211	123	121	121	121	관계기업투자등 관련손익	9	11	12	12	12
매입채무 및 기타채무	64	79	88	94	98	세전계속사업이익	32	59	94	109	125
단기충당부채	0	1	3	5	6	세전계속사업이익률 (%)	2.9	4.7	6.6	7.3	8.0
비유동부채	151	191	299	305	315	계속사업법인세	8	1	20	23	27
장기금융부채	147	186	287	287	287	계속사업이익	24	58	74	86	99
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0	중단사업이익	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	2	4	5	7	*법인세효과	0	0	0	0	0
부채총계	455	438	558	575	592	당기순이익	24	58	74	86	99
지배주주지분	494	543	597	674	764	순이익률 (%)	2.2	4.6	5.2	5.7	6.3
자본금	36	36	36	36	36	지배주주	24	57	74	86	98
자본잉여금	121	120	120	120	120	지배주주귀속 순이익률(%)	2.18	4.55	5.17	5.73	6.29
기타자본구성요소	0	0	0	0	0	비지배주주	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0	총포괄이익	22	54	71	84	96
이익잉여금	337	389	446	526	618	지배주주	22	54	71	83	96
비지배주주지분	2	2	2	2	3	비지배주주	0	0	0	0	0
자본총계	496	545	599	677	766	EBITDA	63	94	131	139	151
부채와자본총계	951	982	1,157	1,252	1,358						

신세계인터내셔널(031430/KS | 매수(유지) | T.P 260,000원(유지))

기업분석

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	22	114	206	108	126
당기순이익(손실)	24	58	74	86	99
비현금성항목등	64	55	54	52	52
유형자산감가상각비	32	32	35	30	25
무형자산상각비	6	6	6	6	6
기타	36	14	-3	1	5
운전자본감소(증가)	-58	-14	78	-19	-9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-16	-4	-10	-11	-7
재고자산감소(증가)	-3	-21	-18	-19	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-21	12	11	6	4
기타	-18	-1	94	5	5
법인세납부	-8	16	-1	-12	-16
투자활동현금흐름	-31	-42	-16	-1	2
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	6	9
재무활동현금흐름	-5	-63	-27	-17	-17
단기금융부채증가(감소)	-82	-121	-10	0	0
장기금융부채증가(감소)	90	97	-17	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	163	90	111
기초현금	17	3	12	175	265
기말현금	3	12	175	265	376
FCF	-12	67	64	86	104

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

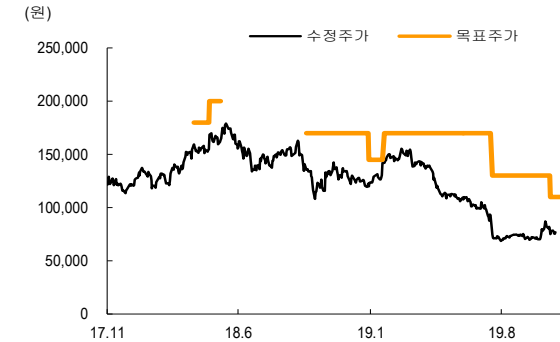
주요투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
월 결산(십억원)					
성장성 (%)					
매출액	8.0	14.5	13.1	5.4	3.9
영업이익	-5.9	118.3	62.8	13.8	16.3
세전계속사업이익	24.8	85.4	60.0	15.9	14.7
EBITDA	3.1	49.2	40.3	5.7	8.6
EPS(계속사업)	38.6	138.9	28.4	16.9	14.1
수익성 (%)					
ROE	5.0	11.1	13.0	13.6	13.7
ROA	2.5	6.0	6.9	7.2	7.6
EBITDA마진	5.7	7.4	9.2	9.2	9.6
안정성 (%)					
유동비율	121.4	164.0	234.5	269.3	308.7
부채비율	91.6	80.3	93.2	85.0	77.3
순차입금/자기자본	70.1	53.0	37.7	20.0	3.2
EBITDA/이자비용(배)	7.3	11.5	12.6	12.8	13.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,371	8,052	10,339	12,085	13,789
BPS	69,236	76,024	83,577	94,417	106,960
CFPS	8,595	13,389	16,075	17,128	18,160
주당 현금배당금	600	850	850	850	850
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	23.4	29.3	31.9	27.3	23.9
PER(최저)	16.6	8.8	15.0	12.8	11.2
PBR(최고)	1.1	3.1	4.0	3.5	3.1
PBR(최저)	0.8	0.9	1.9	1.6	1.5
PCR	8.6	14.5	11.8	11.1	10.4
EV/EBITDA(최고)	14.6	21.1	19.8	18.1	15.9
EV/EBITDA(최저)	12.0	8.6	10.2	9.1	7.7

Compliance Notice

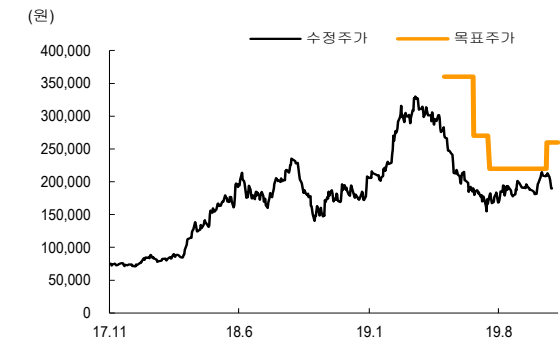
코스맥스(192820/KS)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.11.26	매수	110,000원	6개월		
2019.11.14	매수	110,000원	6개월	-30.31%	-28.64%
2019.08.12	매수	130,000원	6개월	-43.27%	-33.08%
2019.07.17	매수	170,000원	6개월	-26.87%	-8.53%
2019.05.14	매수	170,000원	6개월	-24.14%	-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%



신세계인터내셔널(031430/KS)

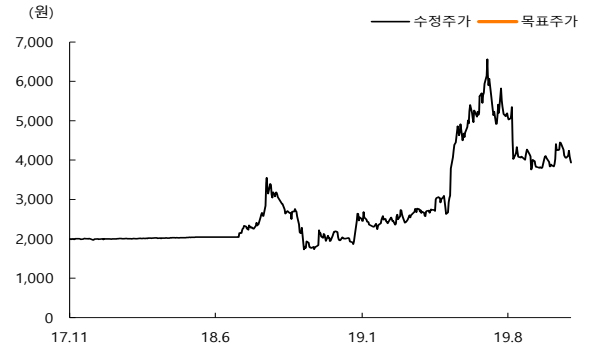
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.11.26	매수	260,000원	6개월		
2019.11.14	매수	260,000원	6개월	-22.58%	-18.08%
2019.08.12	매수	220,000원	6개월	-14.14%	-2.50%
2019.07.17	매수	270,000원	6개월	-34.59%	-30.74%
2019.05.30	매수	360,000원	6개월	-39.65%	-24.86%
2018.05.30	담당자 변경				



Compliance Notice

본느(226320/KS)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대 비	최고(최저) 주가대비
2019.11.26	Not Rated				



에이블씨엔씨(078520/KS)

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대 비	최고(최저) 주가대비
2019.11.26	Not Rated				

