

화장품

기다림과 신중함이 필요

1분기 실적 컨센서스 하회 예상. 현 상황 계속되면 2분기 이후 빠른 실적 악화 예상. 하지만 보다 근원적인 문제는 이후 회복의 정도나 속도에 대한 예측이 불가능하다는 점. 아직은 제한적 상승 여력보다는 리스크 회피에 집중해야. LG생활건강, 한국콜마 상대적으로 선호

1분기 실적에서 얻을 수 있는 단서는?

주요 5개사 1분기 매출액과 영업이익 평균 성장률($y-y$)은 각각 +5.9%, -0.4%로 컨센서스 하회 예상. THAAD(이하 사드, 고고도미사일방어체계) 관련 중국 정부의 제재가 강화된 후 컨센서스 조정 폭 미미해, 향후 본격적으로 실적 하향 조정될 수 있음

1분기 실적이 향후 전망에 대한 결정적 단서를 제공하기는 어려울 듯. 3월 후반에만 중국인 관광객 급감 영향 있기 때문. 더구나 channel check 결과 1월 말~2월 초 면세점 비롯한 여러 채널에서 중국向 가수요도 상당했던 듯. 결국 1~2월 실적은 실제 체력보다 부풀려졌을 가능성 존재

임박한 실적 악화, 그 후가 문제

사드 관련 조치가 유지될 경우 2분기부터 감의 국면에 돌입. 문제는 그 후. 중국이 종종 '유커'를 외교의 전략적 무기로 활용해 왔음은 주지의 사실. 그런데 반국가 감정에 기인한 관광객 감소의 기간이 경험적으로 상당히 길어, 그 동안 중국인들의 한국 화장품에 대한 로열티가 지속될 수 있을지 확신하기 어려움. 회복의 가능성은 존재하나 그 시점과 속도는 의문인 셈. 화장품 브랜드 기업들에 대한 2017년 실적 추정치를 8~10% 하향 조정함

밸류에이션 낮고 실적 안정성 높은 LG생활건강, 한국콜마 선호

중국의 사드 보복 조치는 기업이 통제 불가능한 변수이고 사실상 예측도 불가능. 현 시점에서는 중국의 태도 변화를 기다리거나, 그간 지나치게 높아진 중국 관련 사업 비중을 다변화하는 것이 최선. 당분간은 섹터 전반 실적 가시성과 밸류에이션을 둘러싼 새로운 컨센서스 형성 과정이 진행되며 주가 변동성 확대될 것. 상대적으로 밸류에이션 부담 덜한 LG생활건강과 정치 리스크와 무관하게 중국 현지 비중 확대 초입에 있는 한국콜마 선호

투자의견 및 투자지표

	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		순차입금	
					2017E	2018F	2017E	2018F	2017E	2018F	2017E	2018F
LG생활건강	051900.KS	Buy(유지)	960,000(유지)	821,000	21.4	19.8	4.8	4.1	22.1	20.1	98	-438
아모레퍼시픽	090430.KS	Hold(유지)	326,000(유지)	290,500	27.9	25.4	4.6	4.0	15.1	14.7	-1,444	-2,026
아모레G	002790.KS	Hold(유지)	135,000(유지)	125,000	30.4	27.8	3.6	3.2	11.5	11.4	-2,129	-2,738
한국콜마	161890.KS	Buy(유지)	84,000(유지)	76,200	24.2	20.6	4.9	4.0	22.1	21.2	52	10
코스맥스	192820.KS	Hold(유지)	132,000(유지)	140,500	32.6	24.9	5.9	4.9	19.2	21.4	204	174

주: 3월 28일 종가 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Industry Note | 2017. 3. 30

Neutral (유지)

Top Picks

LG생활건강	Buy(유지)	960,000원 (유지)
한국콜마	Buy(유지)	84,000원 (유지)
PER(배)	PBR(배)	
KOSPI	9.8	1.0
Sector	20.0	3.4

Sector Index



업종 시가총액 48,137십억원 (Market 비중 3.8%)
주: KRX업종 분류 기준



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 이효진
02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

(단위: 원, 배, %, 십억원)

I. 1분기 실적, 그리고 2017년

1분기 실적 대체로 기대치 하회할 듯

주요 화장품 업체들의 1분기 실적은 컨센서스를 하회할 것으로 전망한다. 3월 중순부터 중국인 관광객 유입이 급격히 둔화되면서 면세점과 기타 화장품 판매 채널의 매출이 부진했을 것이기 때문이다. 화장품 상위 5개사의 1분기 평균 매출액과 영업이익 성장률(y-y)은 각각 +5.9%, -0.5%로 예상한다. 참고로 컨센서스 기준 매출액과 영업이익 성장률은 각각 +9.5%, +4.7%이다.

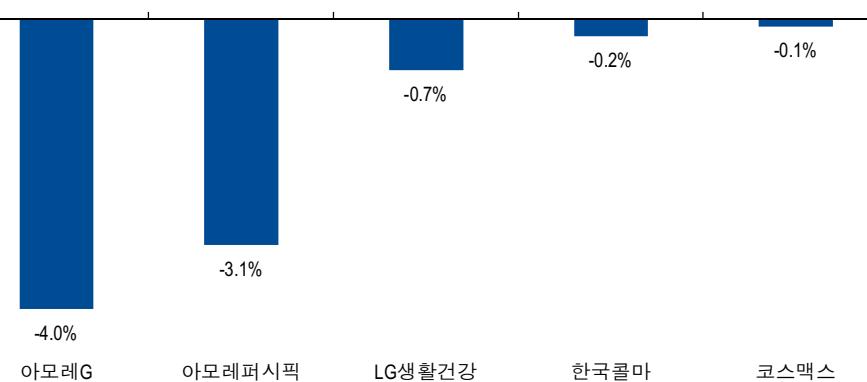
1~2월 중국向 판매 가수요 발생한 점 영두에 둬야

다만 1분기의 경우 예상보다 좋은 실적이 나온다 하더라도 향후 전망에 대한 단서를 제공하기에는 역부족이라는 판단이다. 중국 정부의 한국 여행 규제가 본격화된 3월 후반 정도만 중국인 관광객 급감의 영향을 받았을 것이기 때문이다. 더구나 Channel check 결과 1월 말~2월 초에는 사드 관련 규제 강화를 예상한 일부 유통상들을 중심으로 면세점을 비롯한 여러 채널에서 중국向 가수요가 발생한 것으로 추측된다. 2월 對중국 화장품 수출이 갑자기 커진 것도 같은 맥락으로 판단한다. 결국 1~2월 실적이 실제 체력보다 부풀려졌을 가능성이 존재하는 셈이다.

최근 컨센서스 하향 조정 미미, 조만간 실적 하향 본격화 시사

1분기 실적에 대한 점검이 이뤄지는 동안 본격적으로 연간 실적이 하향 조정될 것으로 보이는데, 사드 관련 중국 정부의 조치가 강화된 후 실질적으로 브랜드 업체에 대한 2017년 영업이익 컨센서스 조정 폭은 평균 2.6%에 불과하기 때문이다. 당사 리서치본부는 가능성이 없는 것은 아니나 화장품 기업들의 실적이 당분간 회복되기 힘들다고 판단, 이들에 대한 실적 추정치를 8 ~10% 하향 조정하였다. 당사 추정치는 시장 컨센서스 대비 9 ~12% 낮은 수준이다.

그림1. 중국 정부의 자국민 한국 관광 금지 조치 이후 화장품 기업 영업이익의 컨센서스 조정폭



주: 2017년 3월 3일 중국 정부의 자국민 한국 관광 금지 조치가 내려지기 이전 영업이익 대비 현재 컨센서스 하락률
자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부

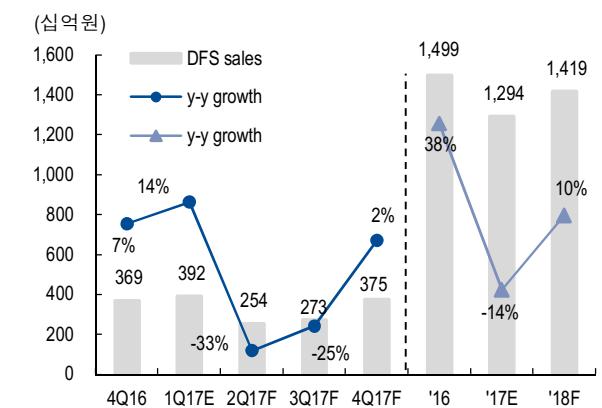
표1. 화장품 1분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E			
					당사 추정치	y-y	Consensus	difference
LG생활건강								
매출액	1,519.0	1,554.0	1,563.0	1,457.0	1,564.2	2.9	1,630.1	-4.0
영업이익	234.0	225.0	244.0	178.0	243.7	4.4	255.0	-4.4
영업이익률	15.4	14.5	15.6	12.2	15.6		15.6	0.0
세전이익	219.0	206.0	233.0	95.0	236.0	8.0	249.3	-5.3
지배지분순이익	158.0	156.0	189.0	65.0	170.0	7.4	179.6	-5.3
아모레퍼시픽								
매출액	1,485.1	1,443.4	1,400.9	1,316.0	1,577.1	6.2	1,613.2	-2.2
영업이익	337.8	240.6	167.5	102.2	327.1	-3.2	348.4	-6.1
영업이익률	22.7	16.7	12.0	7.8	20.7		21.6	-0.9
세전이익	345.9	239.6	153.5	117.6	325.7	-5.8	352.1	-7.5
지배지분순이익	259.1	190.4	116.4	73.4	242.0	-6.6	272.1	-11.1
아모레G								
매출액	1,759.3	1,719.7	1,654.3	1,564.3	1,855.8	5.5	1,919.7	-3.3
영업이익	419.1	309.7	219.7	134.4	412.1	-1.7	428.6	-3.9
영업이익률	23.8	18.0	13.3	8.6	22.2		22.3	-0.1
세전이익	427.3	311.4	201.5	148.0	412.1	-3.6	438.2	-6.0
지배지분순이익	135.6	106.9	66.0	33.9	124.6	-8.1	141.8	-12.1
한국콜마								
매출액	148.6	173.0	160.2	185.6	189.9	27.8	193.9	-2.1
영업이익	17.5	21.5	15.5	18.9	19.6	12.0	20.8	-6.1
영업이익률	11.8	12.5	9.7	10.2	10.3		10.7	-0.4
세전이익	17.3	21.3	13.0	19.7	19.5	12.5	20.8	-6.2
지배지분순이익	13.3	16.4	9.7	13.7	14.9	11.5	15.8	-5.9
코스맥스								
매출액	173.5	197.7	186.1	199.7	198.2	14.2	212.3	-6.7
영업이익	13.1	18.2	11.9	9.5	14.5	11.1	15.9	-8.6
영업이익률	7.5	9.2	6.4	4.7	7.3		7.5	-0.2
세전이익	11.4	16.2	8.8	10.1	12.6	9.8	13.9	-9.7
지배지분순이익	9.3	9.5	6.7	7.6	8.4	-9.8	9.9	-14.9

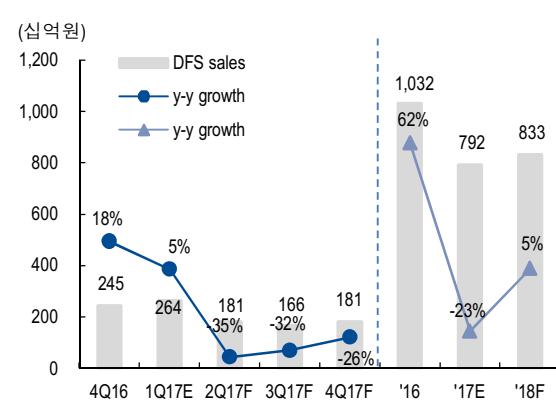
주: K-IFRS 연결 기준. Difference 값은 컨센서스 대비 당사 추정치; 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 아모레퍼시픽 면세 채널 매출, 2017년 14% 감소 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림3. LG생활건강 면세 채널 매출도 2017년 23% 감소 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

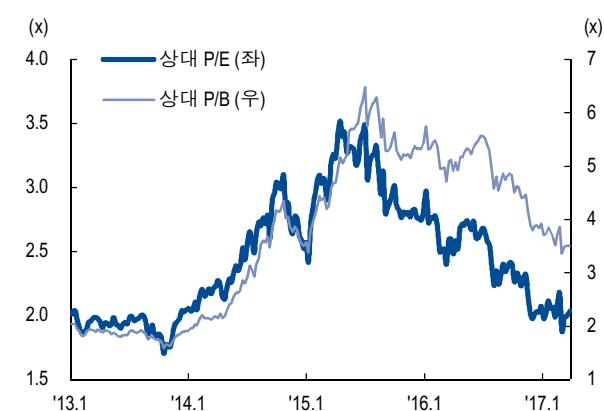
표2. 화장품 실적 추정 비교

(단위: 십억원, %, %p)

	2016	2017E				2018F			
		당사 추정치	y-y	Consensus	difference	당사 추정치	y-y	Consensus	difference
LG생활건강									
매출액	6,094.1	6,072.0	-0.4	6,572.9	-7.6	6,375.8	5.0	7,118.4	-10.4
영업이익	880.9	869.5	-1.3	967.7	-10.1	928.8	6.8	1,070.4	-13.2
영업이익률	14.5	14.3		14.7	-0.4	14.6		15.0	-0.5
세전이익	752.7	814.7	8.2	925.2	-11.9	924.3	13.5	1,030.6	-10.3
지배지분순이익	568.2	615.0	8.2	678.5	-9.4	661.9	7.6	756.1	-12.5
아모레퍼시픽									
매출액	5,645.4	5,854.7	3.7	6,283.9	-6.8	6,392.3	9.2	7,134.3	-10.4
영업이익	848.1	849.6	0.2	965.5	-12.0	928.1	9.2	1,126.3	-17.6
영업이익률	15.0	14.5		15.4	-0.9	14.5		15.8	-1.3
세전이익	856.6	844.0	-1.5	988.0	-14.6	924.0	9.5	1,153.2	-19.9
지배지분순이익	639.3	626.7	-2.0	735.7	-14.8	686.1	9.5	860.7	-20.3
아모레G									
매출액	6,697.6	7,061.8	5.4	7,495.5	-5.8	7,732.6	9.5	8,523.3	-9.3
영업이익	1,082.8	1,125.8	4.0	1,236.1	-8.9	1,227.9	9.1	1,446.1	-15.1
영업이익률	16.2	15.9		16.5	-0.5	15.9		17.0	-1.1
세전이익	1,088.3	1,172.8	7.8	1,259.8	-6.9	1,286.3	9.7	1,477.2	-12.9
지배지분순이익	342.4	342.4	0.0	395.2	-13.4	375.6	9.7	468.8	-19.9
한국콜마									
매출액	667.5	837.8	25.5	840.2	-0.3	981.8	17.2	981.7	0.0
영업이익	73.4	88.6	20.7	89.2	-0.7	105.8	19.4	106.4	-0.5
영업이익률	11.0	10.6		10.6	0.0	10.8		10.8	-0.1
세전이익	71.3	87.4	22.5	87.3	0.1	105.7	21.0	104.9	0.7
지배지분순이익	53.1	66.4	25.0	66.4	-0.1	77.9	17.5	79.9	-2.4
코스맥스									
매출액	757.0	900.3	18.9	956.0	-5.8	1,101.1	22.3	1,168.2	-5.7
영업이익	52.6	67.4	28.1	72.6	-7.2	87.8	30.3	98.0	-10.4
영업이익률	7.0	7.4		7.6	-0.1	8.0		8.4	-0.4
세전이익	46.5	61.1	31.4	66.5	-8.1	80.9	32.3	91.6	-11.8
지배지분순이익	34.8	43.3	24.6	50.0	-13.4	56.7	30.8	69.0	-17.9

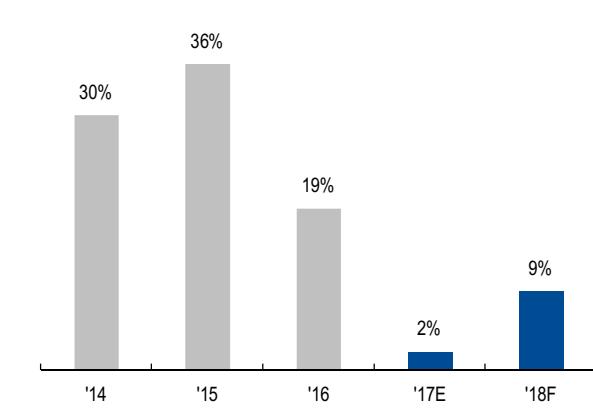
주: K-IFRS 연결 기준. 'difference' 값은 컨센서스 대비 당사 추정치; 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

그림4. 화장품 섹터 상대 PER과 상대 PBR



자료: Quantwise, NH투자증권 리서치본부

그림5. 화장품 시가총액 상위 5개 종목 합산 영업이익 성장률



주: 합산 대상은 LG생활건강, 아모레퍼시픽, 아모레G, 한국콜마, 코스맥스

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

II. 임박한 실적 악화, 회복에 필요한 조건은?

2분기 이후 매출 및 이익 감소 예상

현재의 상황들, 즉 중국인 관광객 유입의 급격한 둔화, 중국 수출 관련 현지 통관 강화, 중국 내 반한 감정 확산 등이 지속된다면 2분기 이후 감익은 기정 사실과 다름 없어 보인다. 물론 ODM(제조사개발생산) 기업들의 경우 비즈니스 특성상 감익 시점이 2분기 이후로 미뤄질 수 있다.

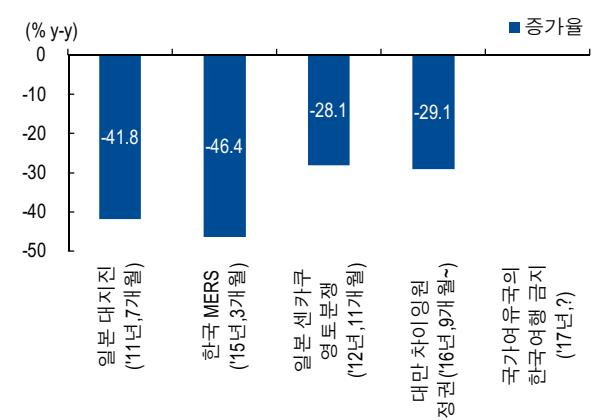
근원적 질문은 그 후의 회복 정도와 속도

하지만 이 정도는 대부분 투자자들이 예상하고 있는 범위에 해당되는 것 같다. 문제는 그 이후, 즉 1) 언제 사드를 둘러싼 갈등이 전격적으로 해소될 수 있을 것인지, 2) 그 후에는 한국 화장품 기업들의 실적이 사드 이전수준으로 완벽히 회복할 수 있을 것인지를 관건이다.

정치가 개입하면 회복의 속도는 더딜

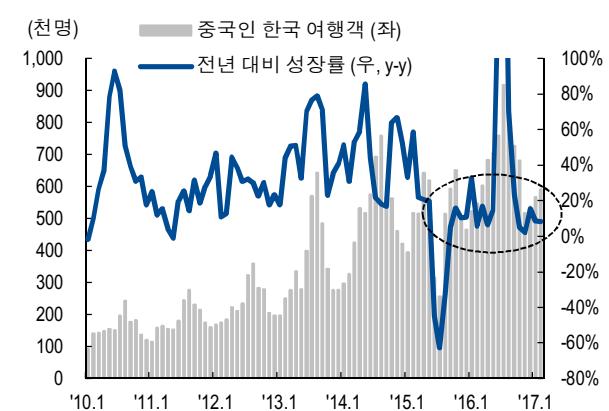
중국이 종종 ‘유커’를 외교에서 전략적 무기로 활용해 왔음은 주지의 사실이다. 2012년 일본과의 센카쿠 영토분쟁, 또 2016년 대만 차이잉원 정권과의 대립을 기점으로 해당 국가에 대한 중국인 관광객 유입은 급격히 감소했고, 회복에는 짧게 9개월에서 길게 11개월까지 소요된 바 있다. 이런 정치적 분쟁에 기반한 이벤트의 경우 일본 대지진이나 한국 MERS(중동호흡기증후군) 때의 중국인 관광객 급감에 비해 그 정도는 상대적으로 약하나 기간은 길다는 특징을 갖는다.

그림6. 중국인 관광객 감소사례: 정치적 사안 개입되면 장기화



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

그림7. 중국인 관광객 유입 증가율 지속 둔화 중



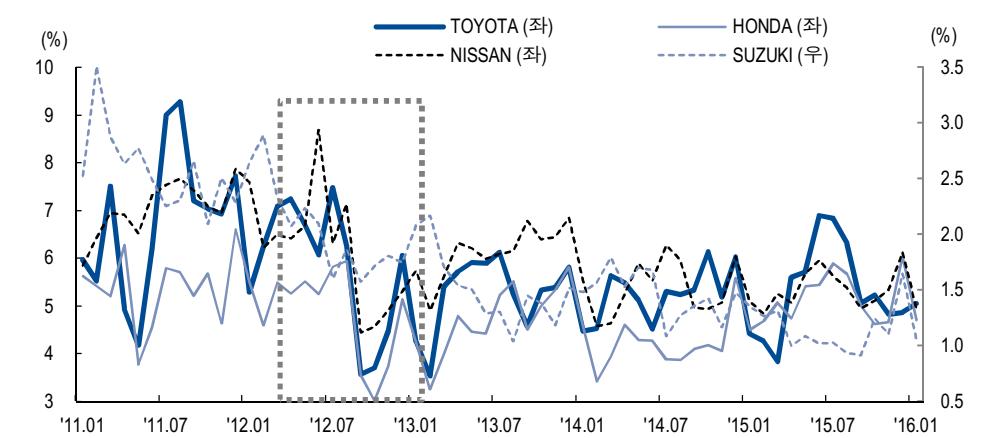
자료: 한국관광공사, NH투자증권 리서치본부

오랜 공백기 후에도 한국 화장품에 대한 로열티 유지될까?

현 시점에서 우려 섞인 투자자들 질문의 핵심은 다음과 같다. 1) 국가 간 분쟁 혹은 이후 중국 관광객 수요 회복에 긴 시간이 걸리는 게 일반적인데, 과연 그 기간 동안 중국인들이 한국 화장품에 대한 로열티를 계속 간직하고 있을까? (그래서 이 이슈가 해소되면 예전과 같은 호황이 다시 올까?), 2) 혹은 궁극적으로, 중국에 지나치게 의존적인 현재의 비즈니스 구조가 조만간 다른 지역 기반으로 다각화될 수 있을까? 3) 결국 이 모든 변수를 감안한 매력적인 벤류에이션은 어디인가?

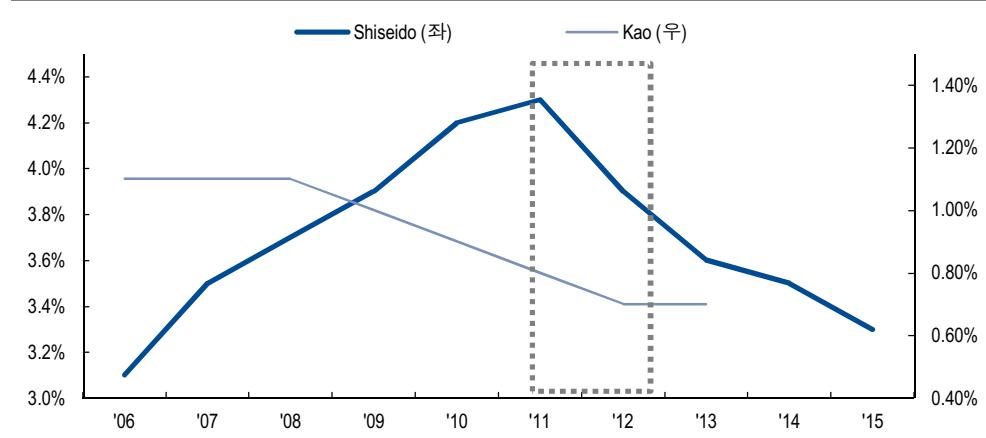
1)에 대해서는 과거 사례가 시사점을 제공한다. 대만과 일본의 사례가 그것인데, 특히 일본 소비재 기업들이 센카쿠 열도 분쟁을 기점으로 중국 내 시장점유율을 잃었고, 그것을 회복하기까지 긴 시간이 걸렸다는 점을 참고할 필요가 있다.

그림8. 2012년 중-일 영토 분쟁 후, 일본 자동차 브랜드의 중국 내 점유율 하락



자료: CPCA (China Passenger Car Association), NH투자증권 리서치본부

그림9. 2012년 중-일 영토 분쟁 후, 일본 화장품 브랜드의 중국 내 점유율 하락세



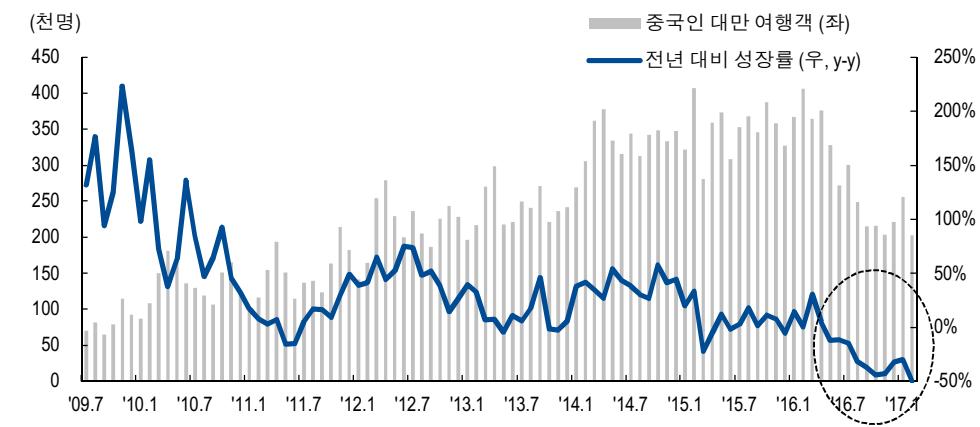
자료: Euromonitor, NH투자증권 리서치본부

표3. 중-일간 영토 분쟁의 사례

다오위다오(센카쿠열도) 영유권 분쟁		
2012년 9월 7일	<ul style="list-style-type: none"> - 청일전쟁 와중인 1895년 일본이 자국 영토로 편입했으나 중국은 불평등한 시모노세키조약으로 일본에 뺏겼다고 맞서온 - 중국인이 센카쿠열도에 상륙해 영유권을 주장하면 일본 당국이 체포해 추방하는 등 과거에도 여러 차례 영유권 다툼을 빚어오던 중 해당 부근에서 일본 해상보안청 소속 순시선이 중국 어선의 저인망 조업을 단속하면서 시작됨 	
2012년 9월 13일	<ul style="list-style-type: none"> - 중국 어선은 순시선을 들이받으면서 돌아났으나 순시선에 붙잡혔고, 일본은 중국 선원들을 구속하면서 분쟁 시작 - 센고쿠 요시토 일본 관방장관이 "선장은 국내법에 따라 범죄 사건으로 다룰 것"이라고 강경한 입장을 발표 	
2012년 9월 18일	<ul style="list-style-type: none"> - 중국인들 '반일의 날'로 선포하면서 여러 도시에서 동시다발적으로 반일 시위 발생. 유명 건강식품 업체인 바오젠(寶健)사는 직원 1만명의 일본 관광 계획을 취소 	
2012년 9월 21일	<ul style="list-style-type: none"> - 베이징 관광당국은 여행사 관계자들을 불러 일본 관광을 자제하라고 압력. 일본은 이날 고위급 회담을 통해 문제를 해결하려 했으나 중국은 일언지하에 거절 	
2012년 9월 23일	<ul style="list-style-type: none"> - 중국은 희토류 수출 중단 결정. 일본 수출기업의 생명줄인 희토류는 중국이 세계 생산량의 97% 가량을 차지 - 일본은 24일 선장을 석방하겠다고 발표해 진화에 나섬 - 언론에 따르면 다오위다오 분쟁으로 축발된 반일시위로 일본 기업의 직접피해액만 1천억원을 넘는 것으로 집계 	
2012년 9월 24일	<ul style="list-style-type: none"> - 중국 포탈 시나(新浪)닷컴은 13일 일본 아시아신문 보도를 인용해 일본 정부는 13일 열린 내각회의에서 중국의 일본계 기업의 손실 규모에 대해 최소 수십억엔에서 최대 1백억엔(1천 376 억원)에 달한다는 공식 입장을 확인 - 2012년 일본의 대중 교역은 3조 5,213 억엔의 적자를 기록. 2010년보다 2배 가까이 늘어난 수치. 때문에 일본 무역 수지는 사상 최대 적자를 기록 	
당시 일본 기업들의 피해 예시		
정치 문제의 경제 문제로의 확산	<ul style="list-style-type: none"> - 조사기관인 HIS Automotive에 따르면 9월 20일까지 일본계 자동차 기업의 중국 내 생산 중단으로 14,000 대, 금액으로는 2 억 5,000 만달러 규모의 손실을 입음 - 응답자의 57%는 중일관계가 악화될 때마다 일본계 제품 브랜드 이미지가 나빠진다고 답변 	
일본계 자동차가 안 팔린 또 다른 이유	<ul style="list-style-type: none"> - 사실 일본계 자동차의 중국내 판매둔화는 단지 다오위다오 문제 때문만이 아님. 일본계 자동차 판매는 이미 최근 몇년간 하락세 - 중국 자동차공업협회에 따르면 2008년 중국 내 일본계 자동차의 시장점유율은 2008년 30.5%로 정점을 찍은 후 지난 3년간 지속적으로 하락 - 2012년 말 현재 일본계 자동차의 중국 시장 점유율은 20% 내외. 중일 관계 악화뿐만 아니라 일본계 자동차 기업의 중국 현지화 수준이 낮기 때문에 시장을 점차 잃고 있음 	
가전/의류 브랜드도 매출 급감	<ul style="list-style-type: none"> - 소니는 다오위다오 사건 이후 대거 할인에 돌입했으며 파나소닉, 샤프 등 일본계 가전제품 판매가 눈에 띄게 줄어듦 - 중이캉 시장조사기관에 따르면 7월 셋째주부터 9월 둘째주까지 샤프 TV 시장 점유율이 8.8%에서 4.7%로 급락. 같은 기간 소니는 5.9%에서 4.4%로, 파나소닉은 0.4%까지 떨어짐 - 도시바, 산요의 시장 점유율은 1% 이하로 떨어짐 - 유니클로는 중국 내 145 개 매장이 있으나 반일시위 때문에 9월 19일 60 개 매장을 영업을 중단. - 유니클로는 중국 내 생산 비중을 당초 75%에서 60%까지 낮출 계획을 밝힘. 일본 신사복 유통하는 칭산상사는 캄보디아 협력공장을 1개에서 3개로 늘릴 것이라 밝힘 	
당시 일본 업종/기업별 피해 사례		
업종	기업	이벤트
자동차		<ul style="list-style-type: none"> - 닛산, 혼다와 협력관계 맺은 둥펑 자동차와 도요타, 혼다와 협력관계 맺은 광저우 자동차의 경우 중국 반일 시위 이후 2012년 10월 10일까지 주가 각각 13%, 15% 하락 - 둥펑자동차의 경우 총판매량의 50% 이상이 일본 브랜드 제품, 광저우 경우 대부분이 일본 브랜드 - 마쓰다 역시 9월 중국 시장 판매량이 지난해 같은 기간보다 35% 감소했는데 판매 실적이 악화되면서 협력업체인 충칭, 창안 자동차와 이치 자동차도 타격
	도요타 자동차	- 칭다오 판매 1호점이 시위대 방화로 전소. 9월 18~24 일까지 중국 공장 가동 중단
	혼다 자동차	- 광둥성 5 개공장 18~19 일 가동 중단
유통	이온(AEON)	<ul style="list-style-type: none"> - 산동성 칭다오의 '쟈스코(Jusco) 이오지마점' 매장이 타격. 시위대가 쟈스코 매장의 엘리베이터를 파괴하고 방화. 또한 창고와 매장에 있던 상품 24 억엔(약 340 억원)어치의 절반 정도를 약탈하거나 파손. 9월 15일부터 잠정 휴업
	세븐아이홀딩스	- 칭다오의 세븐일레븐 편의점 198 개 점포 휴업. 슈퍼마켓 체인 이토요카도, 청두 베이징 13 개점 영업 중단
	이즈미야	- 후난성 매장 15 일 시위대 습격으로 8 일까지 휴업
백화점	헤이와도	<ul style="list-style-type: none"> - 후난성 창사 시내 중심가의 일본계 슈퍼마켓 '헤이와도'는 15 일 3,000 명 시위대의 습격으로 1 층 2 층 유리창이 부서지고 상품이 훼손되어 피해를 입음. 헤이와도는 후난성의 3 개 점포를 일시 폐점

자료: 언론보도 내용을 NH투자증권 리서치본부 정리

그림10. 중국 정부의 대만 관광 규제와 반대만 감정 고조로 중국인 대만 여행객 수 역성장



자료: CEIC, NH투자증권 리서치본부

표4. 대만의 對중국 관계 악화 후 영향

중국-대만, 양안 일지

1992년 11월	- 중국과 대만, '92 공식' 합의
2000년 5월	- 민주진보당 천수이볜 (陳水扁) 총통 취임
2002년 8월	- 천수이볜, 대만 독립 위한 국민 투표 의사 밝히며 '일변일국론' 천명
2005년 3월	- 중국 전인대, 대만이 독립 추구할 때 군사적 대응을 승인하는 '반국가분열법' 통과
2005년 4월	- 후진타오 중국 국가주석, 렌잔 대만 국민당 주석, 60년만에 첫 국공 수뇌회담
2008년 5월	- 대만 국민당 마잉주 총통 취임
2010년 9월	- 중국-대만 경제 협력 기본 협정(ECFA) 공식 발효
2015년 11월	- 시진핑 중국 국가주석과 마잉주 (馬英九) 대만 총통 첫 정상회담
2016년 5월	- 대만독립을 지지하는 민주진보당 차이잉원(蔡英文) 총통 취임

최근 대만 경제 피해 예시

중국 정부의 관광 축소령	- 지난해 5~7월까지 대만을 방문한 중국인 단체 여행객은 전년 대비 각각 32%, 31%, 35% 감소. 지난해 3월 54% 증가한 것과 대비됨. 지난해 국경절(10월 1일~10월 8일) 중국인 여행객 수는 9만 5천명으로 전년 동기 18만명 대비 50% 감소
	- 중국 단체 관광객 하루 배정 인원을 8천명에서 5천명으로 40% 가까이 줄였기 때문. 실제 대만에 입국하는 유커도 하루 평균 1천명씩 감소하고 있어 중국 여행사들이 운영하는 대만 단체관광 상품의 80%가 잠정 중단된 것으로 파악
	- 개인 자유여행도 축소 움직임을 보임. 2월 23일 대만 자유시보에 따르면 중국 당국은 대만으로 개인 자유여행을 떠날 수 있는 출발지를 기준 47 개 도시에서 베이징(北京), 상하이(上海), 샤먼(廈門), 광저우(廣州) 등 4 곳으로 줄일 방침이라 밝힘. 이로써 대만 자유여행이 허용됐던 2012년 6월 당시 상황으로 돌아감
	- 2015년 기준 대만을 방문한 중국인 여행객은 418만명으로 그 중 80%가 관광목적으로 방문. 하루에 인당 평균 228달러를 소비했으며 평균 7일 체류
	- 장징선(張景森) 행정원 정무위원(국무위원)은 9월 6일 "대만 관광버스 업자가 가장 많은 타격을 받았다"며 "관광버스업자 중 90%가 직원 급여를 위해 대출신청을 한 상태"라고 밝힘
관광업계 및 중국 수출 기업 피해	- 언론에 따르면, 중국 정부는 민진당 정부를 압박하기 위해 대만산 농산물의 수입 통관을 까다롭게 하고 있음. 7월까지 누적 대만과 중국의 무역액은 955 억 5천만달러로 지난해 같은 기간 대비 10% 감소
	- 2015년 대만 당국이 발표한 '중국인 관광객 소비규모'를 기초로 계산했을 때, 중국인 관광객수 10% 감소 시 대만 서비스업 손실은 약 178 억대만달러에 달하며 이는 약 0.1%p 경제성장을 하락을 의미함

자료: 언론보도 내용을 NH투자증권 리서치본부 정리

III. 대담함보다는 신중함이 필요할 때

**예측이 사실상
불가능한 이슈엔
보수적 대응**

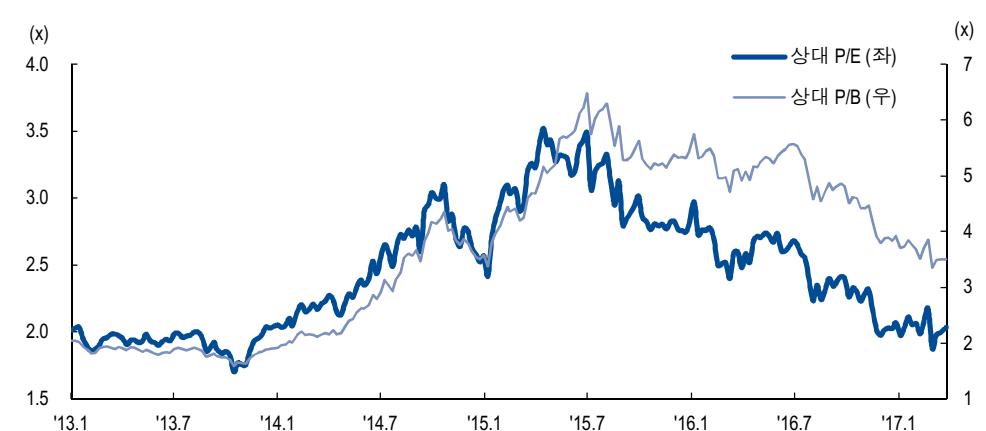
중국의 사드 보복 조치는 기업이 통제 불가능한 변수이고 사실상 예측은 불가능하다고 보인다. 따라서 현 시점에서는 중국의 태도 변화를 기다리거나, 그간 지나치게 높아진 중국 관련 사업 비중을 다변화하는 것이, 기업이 할 수 있는 최상의 전략일 것이다. 결국 이런 움직임과, 2분기 이후 기업 실적의 악화 정도를 확인한 후 대응하는 투자 전략이 합리적이다고 판단된다.

**조만간 실적과
밸류에이션 컨센서스
하향 조정 예상**

당분간은 섹터 전반의 실적 가시성과 밸류에이션을 둘러싸고 새로운 컨센서스 형성 과정을 거칠 것이다. 섹터 전반에 대해서 신중한 접근이 필요한 국면이 지속되고 있고, 상대적 관점에서는 밸류에이션 부담이 덜한 종목(LG생활건강)을 선택하는 것이 리스크를 줄일 수 있는 방법이라 판단된다.

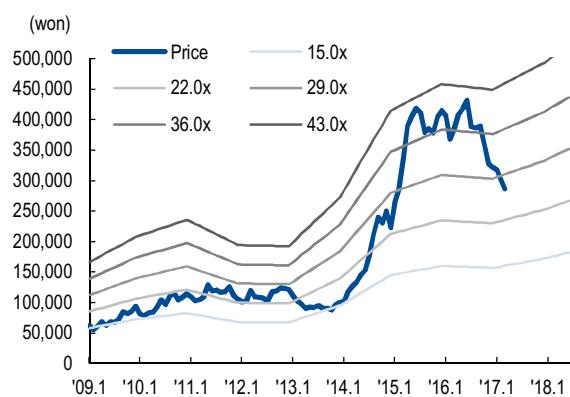
당사 리서치 본부의 실적 추정치 하향 조정 후 화장품 섹터의 2017년 기준 평균 PER은 27배 수준이다. 둔화된 잠재 성장률을 고려하면 매력적인 밸류에이션은 아니라고 판단된다. 특히 상대적 실적 안정성을 기반으로 관심의 대상이 되고 있는 일부 ODM 기업들이 투자매력에 있어 우월하나, 중국 현지 비중 확대 잠재력에 비해 밸류에이션 부담이 덜한 종목(한국콜마)에 선별적으로 집중할 필요가 있다.

그림11. 화장품 섹터 PER 및 PBR



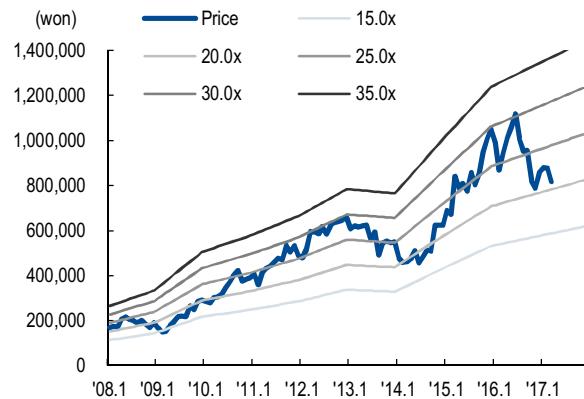
자료: Quantwise, NH투자증권 리서치본부

그림12. 아모레퍼시픽의 PER 밴드



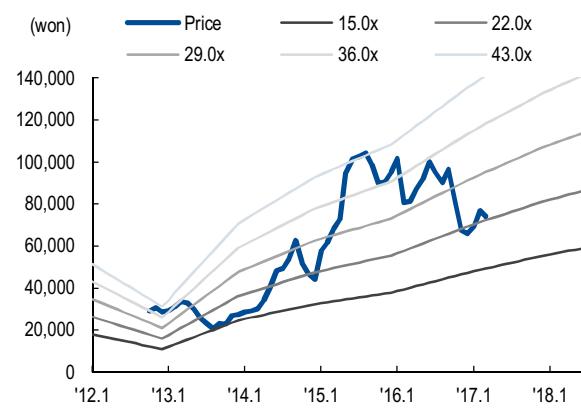
자료: DataguidePro, NH투자증권 리서치본부

그림13. LG생활건강의 PER 밴드



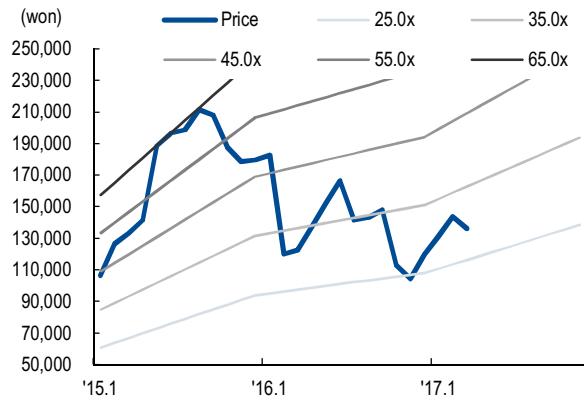
자료: DataguidePro, NH투자증권 리서치본부

그림14. 한국콜마의 PER 밴드



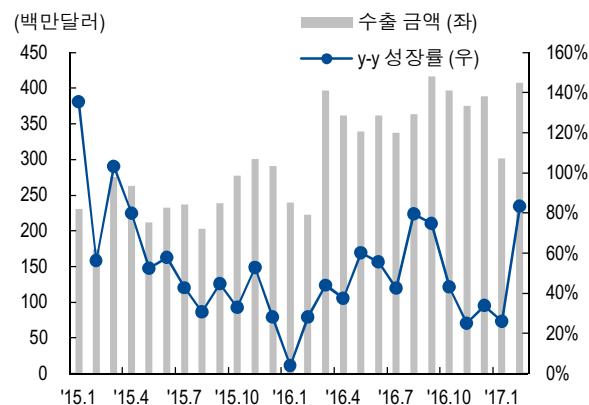
자료: DataguidePro, NH투자증권 리서치본부

그림15. 코스맥스의 PER 밴드



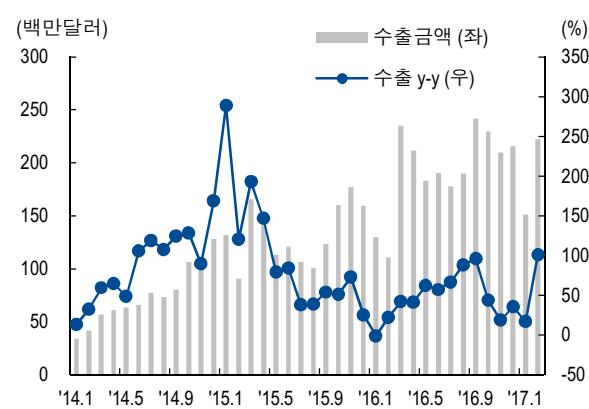
자료: DataguidePro, NH투자증권 리서치본부

그림16. 화장품 수출 데이터: 2월 y-y +83% 기록



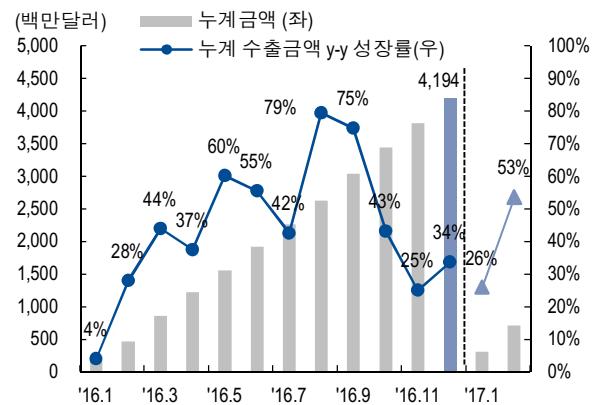
주: 관세청 화장품 신분류 기준; 자료: 관세청, NH투자증권 리서치본부

그림18. 중국 및 홍콩 向 화장품 수출: 2월 y-y +101% 기록



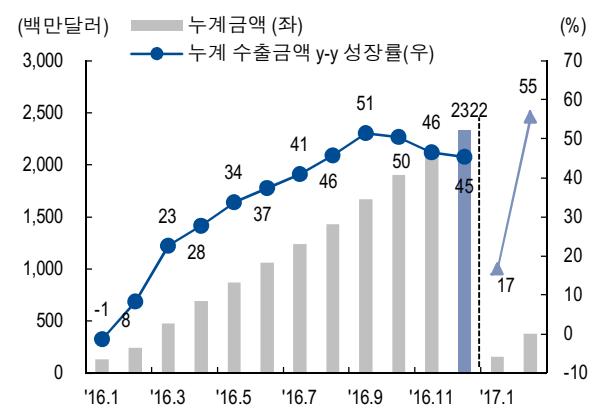
주: 품목코드 3304 기준
자료: 관세청, NH투자증권 리서치본부

그림17. 화장품 수출 2016년~2017년 월별 누계 성장률



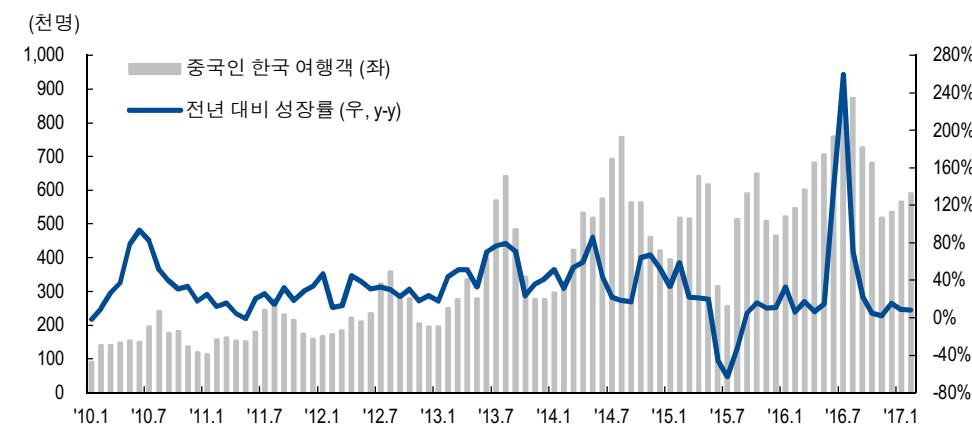
주: 관세청 화장품 신분류 기준; 자료: 관세청, NH투자증권 리서치본부

그림19. 중국 및 홍콩 向 화장품 수출 '16년~'17년 월별 누계 성장률



주: 품목코드 3304 기준
자료: 관세청, NH투자증권 리서치본부

그림20. 중국인 관광객 성장을 지속 둔화



주: 2016년 5~7월 높은 성장률은 2015년 동기간 메르스로 인한 기저효과에 기인
자료: 한국관광공사, NH투자증권 리서치본부

표5. 국내 화장품 기업들 실적 및 밸류에이션

(단위: 십억원, %, 원, 배)

종목명		LG 생활건강	아모레퍼시픽	아모레 G	코스맥스	한국콜마
종목코드		051900.KS	090430.KS	002790.KS	192820.KS	161890.KS
최근종가(원)		821,000	290,500	125,000	140,500	76,200
시가총액(십억원)		12,823	16,982	10,307	1,412	1,608
투자의견		Buy(유지)	Hold(유지)	Hold(유지)	Hold(유지)	Buy(유지)
목표주가(원)		960,000	326,000	135,000	132,000	84,000
목표주가 변동사항		유지	유지	유지	유지	유지
상승여력(%)		17.6	14.0	9.3	-2.9	13.7
매출액	2016	6,094	5,645	6,698	757	667
	2017E	6,072	5,855	7,062	900	838
	2018F	6,376	6,392	7,733	1,101	982
영업이익	2016	881	848	1,083	53	73
	2017E	869	850	1,126	67	89
	2018F	929	928	1,228	88	106
영업이익률	2016	14%	15%	16%	7%	11%
	2017E	14%	15%	16%	7%	11%
	2018F	15%	15%	16%	8%	11%
지배순이익	2016	568	639	342	35	53
	2017E	615	627	342	43	66
	2018F	662	686	376	57	78
EPS	2016	35,369	10,649	4,248	3,752	2,516
	2017E	38,362	10,431	4,109	4,311	3,145
	2018F	41,368	11,429	4,504	5,641	3,694
PER	2016	24.2	30.2	31.3	31.8	26.2
	2017E	21.4	27.9	30.4	32.6	24.2
	2018F	19.8	25.4	27.8	24.9	20.6
PBR	2016	6.0	5.7	4.2	5.7	5.1
	2017E	4.8	4.6	3.6	5.9	4.9
	2018F	4.1	4.0	3.2	4.9	4.0
EV/EBITDA	2016	14.9	19.5	9.6	19.2	16.9
	2017E	13.9	16.3	8.5	19.1	15.9
	2018F	12.6	14.6	7.9	15.0	13.3
ROE(%)	2016	24.9	17.7	12.8	22.5	21.6
	2017E	22.1	15.1	11.5	19.2	22.1
	2018F	20.1	14.7	11.4	21.4	21.2
ROA(%)	2016	11.7	14.1	12.3	4.9	13.4
	2017E	13.3	13.4	10.9	5.7	12.7
	2018F	13.5	11.3	11.4	6.1	12.6

주: 3월 28일 종가 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표6. 글로벌 화장품 업체 실적과 밸류에이션

회사명		ESTEE LAUDER	L'OREAL	P&G	UNILEVER	SHISEIDO	KOSE	L'OCCITANE
주가 (달러)		85.8	195.0	90.5	50.6	26.6	2.0	92.4
시가총액 (백만달러)		31,444.9	109,573.5	231,335.6	151,541.2	10,658.0	2,992.7	5,597.0
매출액 (백만달러)	2016	11,264	28,597	65,299	58,344	7,840	2,029	1,417
	2017E	12,465	29,940	66,553	60,154	8,467	2,485	1,518
	2018F	13,279	31,099	68,979	62,717	8,898	2,647	1,630
영업이익 (백만달러)	2016	1,771	4,987	14,456	9,117	339	289	185
	2017E	2,009	5,313	14,903	9,545	432	382	199
	2018F	2,201	5,651	15,766	10,399	559	422	222
EBITDA (백만달러)	2016	2,185	6,564	17,534	10,737	702	344	253
	2017E	2,437	6,595	17,949	11,207	804	434	266
	2018F	2,681	6,914	18,787	11,988	928	480	295
순이익 (백만달러)	2016	1,223	4,043	10,707	5,928	213	156	122
	2017E	1,361	4,121	11,016	6,337	263	223	145
	2018F	1,502	4,397	11,669	6,898	343	247	164
EPS (달러)	2016	3.3	7.2	3.9	N/A	0.5	2.7	0.1
	2017E	3.7	7.4	4.1	2.2	0.6	4.0	0.1
	2018F	4.2	7.9	4.4	2.4	0.8	4.3	0.1
PER (배)	2016	26.2	31.2	24.1	21.4	36.8	30.3	23.3
	2017E	23.1	25.7	22.0	23.4	39.8	22.8	20.3
	2018F	20.7	24.1	20.5	21.5	31.1	21.0	17.9
EV/EBITDA (배)	2016	13.8	14.8	13.6	12.8	15.7	12.0	10.5
	2017E	13.9	16.4	14.3	14.6	13.2	10.9	9.4
	2018F	12.5	15.4	13.7	13.5	11.2	9.5	8.1
ROA (%)	2016	12.3	10.5	8.6	9.9	2.6	8.9	9.7
	2017E	12.2	10.4	9.3	12.3	3.3	10.0	10.7
	2018F	13.5	10.6	9.6	12.9	4.1	10.4	11.1
배당수익률 (%)	2016	1.4	1.9	3.0	3.3	0.7	N/A	1.6
	2017E	1.7	2.0	3.1	2.9	0.8	1.1	1.8
	2018F	1.9	2.1	3.3	3.1	0.9	1.2	2.1
주가수익률 (%) (Absolute)	1 week	-0.8	1.5	-0.8	1.0	-1.4	-0.9	-1.5
	1 month	3.6	2.3	-0.6	6.9	-0.2	6.2	2.9
	3 month	11.1	4.1	7.6	25.1	-1.3	5.8	9.9
	6 month	-3.0	6.6	1.2	8.8	10.7	-0.9	3.1
	1 year	-8.3	14.6	9.5	14.2	14.0	-8.6	15.7
	YTD	12.2	3.5	7.6	23.2	-0.4	5.3	7.2

주: 최근일 종가 기준

자료: Bloomberg

LG생활건강 (051900.KS)

가장 방어적 포트폴리오+낮은 밸류에이션

1분기 실적은 컨센서스 소폭 하회 전망. 연간 실적 가이던스(영업이익 + 7%) 보수적이나 통제 불가능한 외부 환경 고려하면 달성 쉽지 않아 보임. 생활용품과 음료 사업군이, 성장은 크지 않으나 안정적 수익원으로 방어적 역할 수행 중. 섹터 내 최선호 관점 유지

분기별 실적에 대한 보수적 접근 필요

LG생활건강의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조5,642억 원(+ 3% y-y)과 2,437억 원(+ 4% y-y)으로 시장 컨센서스를 소폭 하회할 전망

관심의 대상인 면세 매출은 중국 관광객 유입 현황이나 면세점 동향을 참고할 때 2월까지는 10% 내외의 성장을 기록한 것으로 추산. 하지만 업계 전반에 걸쳐 1월 말~2월 초 다양한 유통상의 '사재기'가 일부 존재했던 것으로 추정되는데, 이를 감안하면 면세점 실적 둔화는 이미 진행 중

非화장품 부문의 활약 기대

중국인 관광 관련 규제가 지속될 경우 2분기 이후 감익 불가피. 하지만 동사는 비즈니스 구조상 생활용품과 음료 부문이 연간 실적의 하방을 어느 정도 지지해 줄 수 있다는 측면에서 타 화장품 업체 대비 방어적 성격 보유

최근 화장품 내수 판매 채널, 생활용품, 음료 모두 고성장을 기대하기 어려운 시장 환경으로 파악. 그럼에도 불구하고 동사는 핵심 브랜드 점유율 상승, 프리미엄화, 가격 인상 등을 통해 상대적으로 안정적인 이익 흐름 이어갈 수 있을 것

2017년 동사의 연결 매출액과 영업이익은 각각 6조720억 원(-0.4% y-y)과 8,695억 원(-1.3% y-y)으로 전망. 중국인 관광객 유입 가정을 수정, 면세점 매출 성장률을 기준 +8%에서 -23%로 하향한 영향

낮은 밸류에이션, 최고의 미덕

동사의 2017년 기준 PER은 21배로 아모레퍼시픽 대비 22% 할인되어 거래 중. 섹터 전반의 실적 확장성이 불투명하고, 밸류에이션 부담이 존재하는 상황에서는 당분간 동사와 같이 상대적으로 밸류에이션 부담이 덜한 종목에 투자하는 것이 안전하다는 판단. 섹터 내 최선호 관점 유지

Company Note | 2017. 3. 30

Buy (유지)

목표주가 960,000원 (유지)

현재가 ('17/03/28) 821,000원

업종 화장품

KOSPI / KOSDAQ	2,163.31 / 612.28
시가총액(보통주)	12,822.5십억원
발행주식수(보통주)	15.6백만주
52주 최고가('16/07/07)	1,181,000원
최저가('16/11/24)	741,000원
평균거래대금(60일)	34.6십억원
배당수익률(2017E)	0.88%
외국인지분율	45.9%

주요주주

LG	34.0%
국민연금	7.2%

주가상승률 3개월 6개월 12개월

절대수익률 (%)	-3.5	-17.4	-14.6
상대수익률 (%p)	-9.7	-21.6	-21.7

2016 2017E 2018F 2019F

매출액	6,094	6,072	6,376	7,497
증감률	14.4	-0.4	5.0	17.6
영업이익	881	869	929	1,203
영업이익률	14.5	14.3	14.6	16.0
(지배지분)순이익	568	615	662	861
EPS	35.369	38,362	41,368	54,112
증감률	23.1	8.5	7.8	30.8
PER	24.2	21.4	19.8	15.2
PBR	6.0	4.8	4.1	3.4
EV/EBITDA	14.9	13.9	12.6	9.5
ROE	24.9	22.1	20.1	21.9
부채비율	71.8	53.1	46.3	42.8
순차입금	428	98	-438	-1,152

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 이효진
02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

표1. LG생활건강 1분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E				2Q17F	
					예상치	y-y	q-q	기준추정		
매출액	1,519	1,554	1,563	1,457	1,564	2.9	7.3	1,613	1,630	1,469
영업이익	234	225	244	178	244	4.4	37.0	251	255	219
영업이익률	15.4	14.5	15.6	12.2	15.6			15.6	15.6	14.9
세전이익	219	206	233	95	236	8.0	148.4	248	249	207
(지배)순이익	158	156	189	65	170	7.4	162.5	160	180	153

주: IFRS 연결기준. 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. LG생활건강 실적 전망 (IFRS 연결)

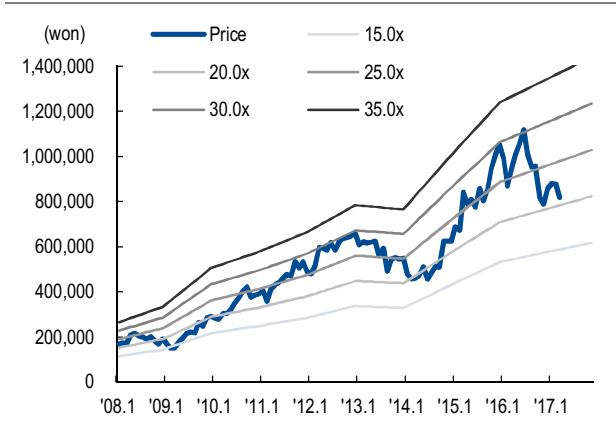
(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016	2017E	2018F	2019F	
매출액	- 수정 후	6,094.1	6,072	6,376	7,497
	- 수정 전	-	6,429	6,760	7,557
	- 변동률	-	-5.6	-5.7	-0.8
영업이익	- 수정 후	880.9	869	929	1,203
	- 수정 전	-	944	999	1,210
	- 변동률	-	-7.9	-7.0	-0.6
영업이익률(수정 후)	14.5	14.3	14.6	16.0	
EBITDA	1,015	1,014	1,076	1,352	
(지배지분)순이익	568	615	662	861	
EPS	- 수정 후	35,369	38,362	41,368	54,112
	- 수정 전	35,326	41,666	44,781	56,500
	- 변동률	0.1	-7.9	-7.6	-4.2
PER	24.2	21.4	19.8	15.2	
PBR	6.0	4.8	4.1	3.4	
EV/EBITDA	14.9	13.9	12.6	9.5	
ROE	24.9	22.1	20.1	21.9	

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

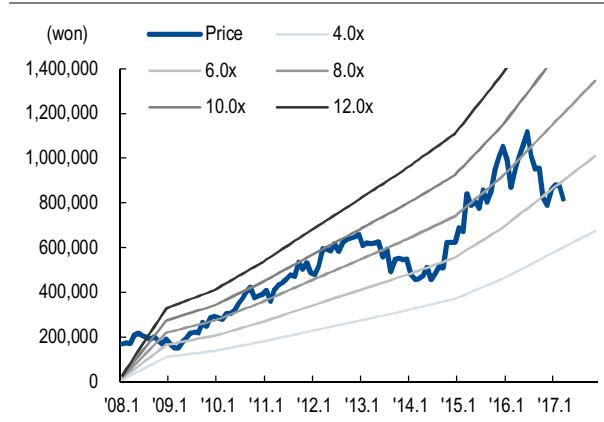
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. LG생활건강 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

그림2. LG생활건강 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

표3. LG생활건강의 부문별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018F
매출액(십억원)	1,519	1,554	1,563	1,457	1,564	1,469	1,516	1,522	6,094	6,072	6,376
화장품	797	820	742	797	828	713	653	822	3,156	3,017	3,207
생활용품	419	374	439	363	427	387	469	391	1,595	1,674	1,750
음료	304	360	383	297	308	369	394	309	1,344	1,381	1,419
매출성장률(%)	16.7	18.5	12.7	9.7	2.9	-5.5	-3.0	4.5	14.4	-0.4	5.0
화장품	25.9	33.1	26.6	14.1	4.0	-13.0	-12.0	3.1	24.6	-4.4	6.3
생활용품	6.5	7.4	1.5	6.9	2.0	3.5	6.8	7.9	5.4	5.0	4.5
음료	10.1	3.7	4.0	1.9	1.5	2.4	3.0	4.2	4.8	2.7	2.7
영업이익(십억원)	234	225	244	178	244	219	246	162	881	869	929
화장품	157	153	131	136	162	128	118	145	577	552	587
생활용품	54	37	68	28	54	39	70	33	187	196	210
음료	22	35	45	14	23	37	47	14	116	122	132
영업이익 성장률(%)	30.9	34.1	28.4	20.7	4.4	-3.0	0.6	-9.1	28.8	-1.3	6.8
화장품	39.4	54.8	59.9	22.8	2.9	-15.8	-10.4	6.0	42.8	-4.3	6.3
생활용품	11.6	6.4	5.8	15.9	0.4	3.5	3.9	18.4	9.0	5.0	7.2
음료	27.6	2.7	2.2	6.8	4.3	4.5	4.9	3.6	6.9	4.5	8.6
영업이익률(%)	15.4	14.5	15.6	12.2	15.6	14.9	16.2	10.6	14.5	14.3	14.6
화장품	19.7	18.6	17.7	17.1	19.5	18.0	18.0	17.6	18.3	18.3	18.3
생활용품	12.9	10.0	15.4	7.6	12.7	10.0	15.0	8.3	11.7	11.7	12.0
음료	7.3	9.8	11.8	4.6	7.5	10.0	12.0	4.6	8.7	8.8	9.3

자료: LG생활건강, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. LG생활건강 화장품 채널별 매출 전망

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	2017E	2018F
화장품 매출액	1,956	2,533	3,156	3,017	3,207
Prestige	660	1,069	1,543	1,356	1,441
백화점	158	167	180	189	195
면세점	300	636	1,032	792	833
방문판매	202	266	331	374	413
Masstige	1,140	1,069	1,104	1,109	1,138
기타	158	395	508	552	628
매출액 성장률(y-y)	17.7	29.5	24.6	-4.4	6.3
Prestige	60.3	61.9	44.4	-12.1	6.3
백화점	4.0	5.6	7.6	4.9	3.4
면세점	202.9	112.1	62.3	-23.2	5.1
방문판매	25.8	31.6	24.6	13.0	10.3
Masstige	3.3	-6.3	3.3	0.4	2.6
기타	7.9	150.8	28.6	8.7	13.8

주: The Face Shop 매출은 Masstige에 포함

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					Valuation / Profitability / Stability				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F		2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
매출액	5,328	6,094	6,072	6,376	PER(X)	36.5	24.2	21.4	19.8
증감률 (%)	13.9	14.4	-0.4	5.0	PBR(X)	9.1	6.0	4.8	4.1
매출원가	2,226	2,434	2,364	2,451	PCR(X)	19.6	13.0	13.2	12.0
매출총이익	3,102	3,660	3,708	3,925	PSR(X)	3.1	2.2	2.1	2.0
Gross 마진 (%)	58.2	60.1	61.1	61.6	EV/EBITDA(X)	22.5	14.9	13.9	12.6
판매비와 일반관리비	2,418	2,779	2,838	2,996	EV/EBIT(X)	26.7	17.1	16.2	14.6
영업이익	684	881	869	929	EPS(W)	28,730	35,369	38,362	41,368
증감률 (%)	33.9	28.8	-1.4	6.9	BPS(W)	114,985	142,927	170,537	200,797
OP 마진 (%)	12.8	14.5	14.3	14.6	SPS(W)	341,172	390,190	388,779	408,229
EBITDA	811	1,015	1,014	1,076	자기자본이익률(ROE, %)	25.1	24.9	22.1	20.1
영업외손익	-40	-128	-55	-5	총자산이익률(ROA, %)	11.7	13.3	13.5	13.3
금융수익(비용)	-28	-16	-15	-2	투하자본이익률 (ROIC, %)	16.9	23.6	21.5	21.3
기타영업외손익	-18	-119	-40	-3	배당수익률(%)	0.5	0.9	0.9	0.9
종속, 관계기업관련손익	6	7	0	0	배당성향(%)	17.5	19.3	17.9	16.6
세전계속사업이익	645	753	815	924	총현금배당금(십억원)	92	126	126	126
법인세비용	174	173	188	250	보통주 주당배당금(W)	5,500	7,500	7,500	7,500
계속사업이익	470	579	627	675	순부채(현금)/자기자본(%)	29.9	16.3	3.1	-11.9
당기순이익	470	579	627	675	총부채/ 자기자본(%)	99.2	71.8	53.1	46.3
증감률 (%)	32.4	23.2	8.3	7.7	이자발생부채	1,061	794	573	563
Net 마진 (%)	8.8	9.5	10.3	10.6	유동비율(%)	114.8	124.2	155.3	202.8
지배주주지분 순이익	460	568	615	662	총발행주식수(mn)	18	18	18	18
비지배주주지분 순이익	10	11	12	13	액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
기타포괄이익	24	23	0	0	주가(W)	1,050,000	857,000	821,000	821,000
총포괄이익	494	602	627	675	시가총액(십억원)	17,543	14,567	13,898	13,898

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F	(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
현금및현금성자산	397	339	448	972	영업활동 현금흐름	638	713	606	815
매출채권	420	470	468	491	당기순이익	470	579	627	675
유동자산	1,331	1,425	1,696	2,283	+ 유형자산상각비	127	134	145	147
유형자산	1,290	1,464	1,478	1,490	+ 종속, 관계기업관련손익	-7	-7	0	0
투자자산	54	64	63	67	+ 외화환산손실(이익)	4	-1	0	0
비유동자산	2,884	3,078	3,082	3,089	Gross Cash Flow	838	1,031	969	1,072
자산총계	4,215	4,502	4,779	5,372	- 운전자본의증가(감소)	-16	-135	-165	-7
단기성부채	373	277	226	216	투자활동 현금흐름	-347	-406	-151	-155
매입채무	217	229	228	239	+ 유형자산 감소	17	4	0	0
유동부채	1,159	1,147	1,092	1,126	- 유형자산 증가(CAPEX)	-302	-332	-150	-150
장기성부채	688	517	348	348	+ 투자자산의매각(취득)	6	-3	0	-3
장기충당부채	59	68	68	71	Free Cash Flow	336	382	456	665
비유동부채	940	734	564	575	Net Cash Flow	291	308	455	660
부채총계	2,099	1,881	1,657	1,701	재무활동현금흐름	-232	-367	-347	-136
자본금	89	89	89	89	자기자본 증가	0	0	0	0
자본잉여금	97	97	97	97	부채증감	-232	-367	-347	-136
이익잉여금	2,066	2,539	3,029	3,565	현금의증가	59	-58	109	524
비지배주주지분	78	88	100	113	기말현금 및 현금성자산	397	339	448	972
자본총계	2,115	2,621	3,122	3,671	기말 순부채(순현금)	633	428	98	-438

아모레퍼시픽 (090430.KS)

실적 성장 둔화기

1분기 실적 컨센서스 하회 전망. 2분기 이후 면세 채널 매출 감소 예상되는데, 수익성 높은 채널인 만큼 영업이익에 끼치는 영향 더 클 것. 중국 인의 동사 브랜드에 대한 로열티 지속 여부와, 국내 면세에 치중된 이익 구조의 변화 속도가 관건. Hold 의견 유지

Company Note | 2017. 3. 30

상반기 동안 high base 부담 존재

아모레퍼시픽의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조5,771억원 (+6.2% y-y)과 3,271억원 (-3.2% y-y)으로 시장 컨센서스를 소폭 하회할 전망. 전년동기 실적 베이스가 높았던 부담이 존재하는데다, 3월 중순 이후 면세점 매출을 비롯한 몇몇 화장품 판매 채널에서 중국인 관광객 급감 효과가 부분적으로 나타날 것이기 때문

동사의 면세 채널 이익 기여도가 2016년 기준 35% 이상이고, 이 중 80% 이상이 중국인 관광객 수요로 추정되어, 중국 정부의 한국 여행 규제가 지속된다면 당분간 실적 부진은 불가피할 것. 같은 조건 하에서 연초에 제시된 2017년 이익 가이던스(매출액 10% 성장, 영업이익 10% 성장)도 달성하기 힘들 것으로 판단

2017년 동사의 연결 매출액과 영업이익은 각각 5조8,547억원 (+3.7% y-y)과 8,496억원 (+0.2% y-y)으로 예상. 중국인 관광객 유입 가정을 수정, 면세점 매출 성장률을 기준 +12%에서 -14%로 하향한 결과

지금으로선 화장품 부문의 내수 소비도 그리 좋지 않아 면세점의 실적 변동을 완화시켜줄 모멘텀은 부재. 다만 면세 채널 중 해외 면세 비중 확대나 next China(특히 북미) 시장 침투가 예상보다 빠른 시점에 본격화된다면 실적 밸런스 확보 가능할 것

밸류에이션상 상승 여력 제한적

동사 주가는 당사 이익 추정치 기준 2017/18년 PER 28배/25배 수준에 형성. 이는 KOSPI 대비 180%의 프리미엄 혹은 글로벌 화장품 동종업체 평균(시세이도 제외) 대비 22%의 프리미엄에 해당. 장기적으로 '사드 이후' 점진적 회복 가정하더라도 락바텀으로 보기에는 힘든 밸류에이션. 아모레퍼시픽에 대한 Hold 의견과 기존 목표주가 유지

Hold (유지)

목표주가	326,000원 (유지)
현재가 ('17/03/28)	290,500원
업종	화장품
KOSPI / KOSDAQ	2,163.31 / 612.28
시가총액(보통주)	16,982.2십억원
발행주식수(보통주)	58.5백만주
52주 최고가('16/07/07)	441,000원
최저가('17/03/03)	251,500원
평균거래대금(60일)	56.6십억원
배당수익률(2017E)	0.48%
외국인지분율	38.1%
주요주주	
아모레퍼시픽그룹 외 3 인	47.6%
The Capital Group Companies, Inc. 외 24 인	8.5%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-8.2 -26.6 -24.9
상대수익률 (%)p	-14.1 -30.4 -31.2
	2016 2017E 2018F 2019F
매출액	5,645 5,855 6,392 6,839
증감률	18.4 3.7 9.2 7.0
영업이익	848 850 928 1,003
영업이익률	15.0 14.5 14.5 14.7
(지배지분)순이익	639 627 686 766
EPS	10,649 10,431 11,429 12,752
증감률	10.5 -2.0 9.6 11.6
PER	30.2 27.9 25.4 22.8
PBR	5.7 4.6 4.0 3.6
EV/EBITDA	19.5 16.3 14.6 13.2
ROE	17.7 15.1 14.7 14.5
부채비율	33.0 37.1 34.9 32.3
순차입금	-944 -1,444 -2,026 -2,668

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 0|효진
02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

표1. 아모레퍼시픽 1분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E				2Q17F	
					예상치	y-y	q-q	기준추정		
매출액	1,485	1,443	1,401	1,316	1,577	6.2	19.8	1,591	1,613	1,376
영업이익	338	241	167	102	327	-3.2	220.0	350	348	201
영업이익률	22.7	16.7	12.0	7.8	20.7			22.0	21.6	14.6
세전이익	346	240	154	118	326	-5.8	177.1	350	352	200
(지배)순이익	259	190	116	73	242	-6.5	229.9	265	272	149

주: IFRS 연결기준. 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 아모레퍼시픽 실적 전망 (IFRS 연결)

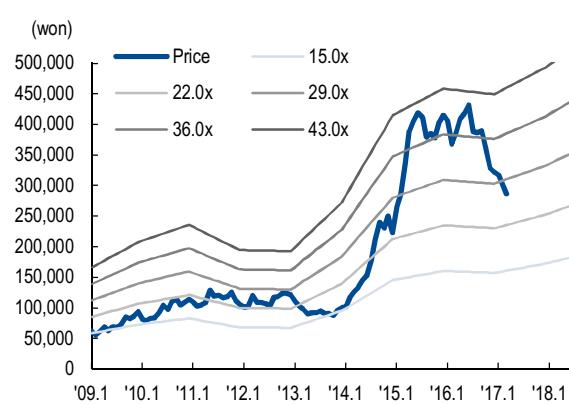
(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016	2017E	2018F	2019F	
매출액	- 수정 후	5,645	5,855	6,392	6,839
	- 수정 전	-	6,194	6,679	7,097
	- 변동률	-	-5.5	-4.3	-3.6
영업이익	- 수정 후	848	850	928	1,003
	- 수정 전	-	946	1,035	1,109
	- 변동률	-	-10.1	-10.3	-9.6
영업이익률(수정 후)		15.0	14.5	14.5	14.7
EBITDA		1,029	1,064	1,149	1,225
(지배지분)순이익		639	627	686	766
EPS	- 수정 후	10,649	10,431	11,429	12,752
	- 수정 전	-	11,619	13,127	14,182
	- 변동률	-	-10.2	-12.9	-10.1
PER		30.2	27.9	25.4	22.8
PBR		5.7	4.6	4.0	3.6
EV/EBITDA		19.5	16.3	14.6	13.2
ROE		17.7	15.1	14.7	14.5

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

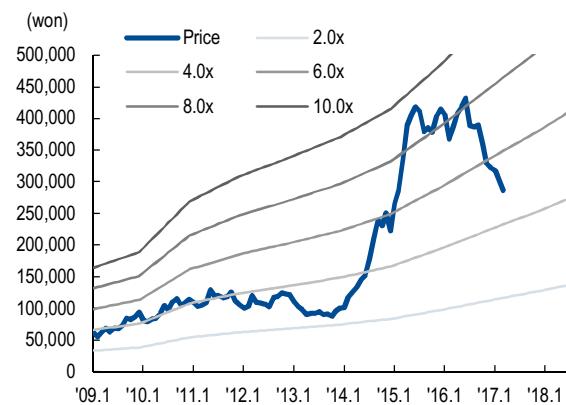
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 아모레퍼시픽 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

그림2. 아모레퍼시픽 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

표3. 아모레퍼시픽의 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	2017E	2018F
매출액(십억원)					
한국	3,041.5	3,559.0	4,000.7	3,792.9	3,967.9
화장품	2,578.9	3,066.0	3,523.2	3,329.7	3,490.8
생활용품	462.6	493.0	477.5	463.2	477.1
해외	754.6	1,231.1	1,645.0	2,061.8	2,424.4
Total	3,874.0	4,766.6	5,645.4	5,854.7	6,392.3
매출성장률(%)					
한국	18.8	17.0	12.4	(5.2)	4.6
화장품	23.5	18.9	14.9	(5.5)	4.8
생활용품	-2.1	6.6	-3.1	(3.0)	3.0
해외	25.0	23.0	18.4	3.7	9.2
영업이익(십억원)					
한국	501.9	641.0	677.7	610.6	634.8
화장품	469.8	595.8	674.8	589.8	610.9
생활용품	32.1	45.2	2.9	20.8	23.9
해외	61.7	144.7	210.5	239.0	293.3
Total	563.8	772.9	848.1	849.6	928.1
영업이익률(%)					
한국	16.5	18.0	16.9	16.1	16.0
화장품	18.2	19.4	19.2	17.7	17.5
생활용품	6.9	9.2	0.6	4.5	5.0
해외	7.4	12.0	12.8	11.6	12.1

자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 아모레퍼시픽의 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018F
매출액	1,485.1	1,443.4	1,400.9	1,316.0	1,577.1	1,376.3	1,455.6	1,445.7	5,645.4	5,854.7	6,392.3
증감률(y-y)	23.3	20.7	22.8	7.4	6.2	-4.6	3.9	9.9	18.4	3.7	9.2
한국	1,085.4	1,038.8	1,007.0	869.4	1,083.7	903.9	927.4	877.9	4,000.7	3,792.9	3,967.9
화장품	943.9	927.3	867.4	784.5	959.2	798.0	782.2	790.4	3,523.2	3,329.7	3,490.8
전문점	127.9	125.5	107.7	83.0	124.1	123.0	102.3	88.7	444.1	438.0	434.6
할인점	39.5	35.6	34.6	27.9	36.7	33.6	32.9	24.8	137.6	128.0	124.1
온라인	115.0	106.2	108.6	92.4	116.7	108.3	110.2	95.4	422.2	430.6	452.2
백화점	84.6	86.1	75.1	67.5	87.1	92.1	80.4	61.7	313.3	321.4	330.2
면세점	377.0	390.2	363.7	368.5	392.1	253.6	272.8	375.2	1,499.4	1,293.7	1,419.0
방판	182.3	165.0	155.5	119.3	185.0	168.3	160.9	119.3	622.1	633.6	646.2
직판	8.0	8.0	6.7	6.1	7.6	8.2	7.0	5.9	28.8	28.8	28.8
기타	9.7	10.7	15.5	19.8	9.8	10.8	15.7	19.4	55.7	55.7	55.7
생활용품	141.5	111.5	139.6	84.9	124.5	105.9	145.2	87.5	477.5	463.2	477.1
해외	399.6	404.7	393.9	464.5	493.4	472.4	528.2	567.8	1,645.0	2,061.8	2,424.4
영업이익	337.8	240.6	167.5	102.2	327.1	201.4	180.5	140.6	848.1	849.6	928.1
증감률(y-y)	21.5	15.6	2.4	-24.9	-3.2	-16.3	7.8	37.5	9.7	0.2	9.2
한국	268.2	199.6	136.6	73.3	252.2	147.9	120.2	90.2	677.7	610.6	634.8
화장품	247.9	194.3	148.3	84.3	239.8	143.6	117.3	89.0	674.8	589.8	610.9
생활용품	20.3	5.3	-11.7	-11.1	12.5	4.2	2.9	1.3	2.9	20.8	23.9
해외	79.4	49.0	47.2	34.8	74.9	53.5	60.3	50.3	210.5	239.0	293.3
영업이익률	22.7	16.7	12.0	7.8	20.7	14.6	12.4	9.7	15.0	14.5	14.5

자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					Valuation / Profitability / Stability				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F		2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
매출액	4,767	5,645	5,855	6,392	PER(X)	43.0	30.2	27.9	25.4
증감률 (%)	23.1	18.4	3.7	9.2	PBR(X)	8.6	5.7	4.6	4.0
매출원가	1,169	1,425	1,606	1,976	PCR(X)	25.4	17.8	16.3	15.1
매출총이익	3,597	4,221	4,249	4,417	PSR(X)	5.1	3.3	2.9	2.7
Gross 마진 (%)	75.5	74.8	72.6	69.1	EV/EBITDA(X)	28.2	19.5	16.3	14.6
판매비와 일반관리비	2,824	3,373	3,399	3,489	EV/EBIT(X)	33.5	23.6	20.4	18.0
영업이익	773	848	850	928	EPS(W)	9,635	10,649	10,431	11,429
증감률 (%)	37.1	9.7	0.2	9.2	BPS(W)	48,475	56,202	63,724	71,966
OP 마진 (%)	16.2	15.0	14.5	14.5	SPS(W)	81,539	96,572	100,152	109,348
EBITDA	920	1,029	1,064	1,149	자기자본이익률(ROE, %)	18.6	17.7	15.1	14.7
영업외손익	5	9	-6	-4	총자산이익률(ROA, %)	14.1	13.4	11.3	10.8
금융수익(비용)	22	12	14	21	투하자본이익률 (ROIC, %)	26.0	27.1	28.6	31.1
기타영업외손익	-17	-3	-20	-25	배당수익률(%)	0.3	0.5	0.5	0.5
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	배당성향(%)	13.7	14.4	14.5	14.5
세전계속사업이익	778	857	844	924	총현금배당금(십억원)	93	109	107	117
법인세비용	194	211	211	231	보통주 주당배당금(W)	1,350	1,580	1,550	1,700
계속사업이익	585	646	633	693	순부채(현금)/자기자본(%)	-23.3	-24.2	-32.7	-40.5
당기순이익	585	646	633	693	총부채/ 자기자본(%)	31.8	33.0	37.1	34.9
증감률 (%)	51.9	10.4	-2.0	9.5	이자발생부채	147	145	415	427
Net 마진 (%)	12.3	11.4	10.8	10.8	유동비율(%)	210.3	180.7	229.4	262.4
지배주주지분 순이익	578	639	627	686	총발행주식수(mn)	69	69	69	69
비지배주주지분 순이익	7	6	6	7	액면가(W)	500	500	500	500
기타포괄이익	-29	-13	0	0	주가(W)	414,500	321,500	290,500	290,500
총포괄이익	556	632	633	693	시가총액(십억원)	26,659	20,964	18,745	18,745

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F	(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
현금및현금성자산	687	624	1,394	1,988	영업활동 현금흐름	628	677	899	962
매출채권	280	294	309	318	당기순이익	585	646	633	693
유동자산	1,833	2,116	2,923	3,549	+ 유/무형자산상각비	147	181	215	220
유형자산	1,871	2,359	2,424	2,463	+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
투자자산	52	56	67	79	+ 외화환산손실(이익)	9	-4	0	0
비유동자산	2,610	3,065	3,141	3,193	Gross Cash Flow	955	1,054	1,044	1,124
자산총계	4,443	5,182	6,064	6,742	- 운전자본의증가(감소)	-167	-163	51	49
단기성부채	118	145	182	194	투자활동 현금흐름	-217	-610	-290	-272
매입채무	158	166	204	242	+ 유형자산 감소	2	1	0	0
유동부채	872	1,171	1,274	1,352	- 유형자산 증가(CAPEX)	-215	-495	-280	-260
장기성부채	51	3	236	236	+ 투자자산의매각(취득)	-4	-2	-10	-12
장기충당부채	32	8	9	11	Free Cash Flow	412	182	619	702
비유동부채	199	114	367	392	Net Cash Flow	411	67	609	690
부채총계	1,071	1,285	1,642	1,744	재무활동현금흐름	-69	-133	161	-96
자본금	35	35	35	35	자기자본 증가	0	0	0	0
자본잉여금	720	720	720	720	부채증감	-69	-133	161	-96
이익잉여금	2,623	3,159	3,678	4,247	현금의증가	345	-63	770	594
비지배주주지분	27	18	24	31	기말현금 및 현금성자산	687	624	1,394	1,988
자본총계	3,372	3,897	4,422	4,998	기말 순부채(순현금)	-785	-944	-1,444	-2,026

아모레G (002790.KS)

새로운 성장 동력이 필요한 시점

1분기 매출 성장률은 컨센서스 하회할 것. 아모레퍼시픽의 실적 개선 지연에 더해, 최근 기저가 높아진 이니스프리와 에뛰드의 성장률 둔화도 부담. 밸류에이션 부담 해소 국면 필요. Hold 의견 유지

이니스프리 매출 성장률에 쓸린 관심

아모레G의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조8,558억원(+5.5% y-y)과 4,121억원(-1.7% y-y)으로 시장 컨센서스를 하회할 것. 아모레퍼시픽의 실적 성장 둔화가 주 원인

실적 베이스가 높아진 이니스프리의 성장률도 10%대로 둔화되고 있는 것으로 추정. 면세점 비중이 20% 수준으로 추정되어 최근의 업황 변화를 완전히 피해가기 어려운 것으로 보임. 이번 실적에서는 이니스프리의 개별 실적이 관전 포인트인데, 중국 내 아모레 그룹의 브랜드력을 가늠해 볼 수 있는 단서이기 때문

이니스프리의 수출(아모레퍼시픽 중국 현지법인에서 판매) 성장률이 30% 이상으로 여전히 견고할 것이라 판단. 다만 최근 몇 년간 동브랜드의 성장률이 점포 확장에 기댄 바 컸기 때문에 중국 현지에서의 점포 확장 계획(최근 330개, 올해 추가 400개 예상)이 제때에 실행될 수 있느냐가 중요할 것

당분간 아모레퍼시픽에 연동하는 실적과 주가 예상

아모레G에 대한 Hold 투자의견과 기준 목표주가를 유지함. 현 상황에서 동사의 주가가 아모레퍼시픽의 그것과 디커플링되기는 어려워 보임. 아모레퍼시픽의 실적 전망치 하향 조정과 함께, 동사의 차별화된 성장률을 지지하던 이니스프리와 에뛰드의 실적 개선 속도가 다소 둔화된 점을 반영하여 2017년 실적 전망치 소폭 하향 조정. 다만 중국 관련 규제가 급격하게 완화될 경우 주가와 실적 회복의 속도는 가장 빠를 것으로 보임

Company Note | 2017. 3. 30

Hold (유지)

목표주가	135,000원 (유지)
현재가 ('17/03/28)	125,000원
업종	화장품
KOSPI / KOSDAQ	2,163.31 / 612.28
시가총액(보통주)	10,307.3십억원
발행주식수(보통주)	82.5백만주
52주 최고가('16/05/09)	174,500원
최저가('17/03/03)	109,500원
평균거래대금(60일)	21.8십억원
배당수익률(2017E)	0.41%
외국인지분율	19.1%
주요주주	
서경배 외 6 인	62.0%
국민연금	5.8%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-3.8 -23.5 -17.2
상대수익률 (%)p	-10.0 -27.4 -24.1
	2016 2017E 2018F 2019F
매출액	6,698 7,062 7,733 8,312
증감률	18.3 5.4 9.5 7.5
영업이익	1,083 1,126 1,228 1,327
영업이익률	16.2 15.9 15.9 16.0
(지배지분)순이익	342 342 376 411
EPS	4,248 4,109 4,504 4,923
증감률	32.0 -3.3 9.6 9.3
PER	31.3 30.4 27.8 25.4
PBR	4.2 3.6 3.2 2.9
EV/EBITDA	9.6 8.5 7.9 7.3
ROE	12.8 11.5 11.4 11.3
부채비율	27.3 23.6 20.6 18.3
순차입금	-1,603 -2,129 -2,738 -3,453

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

아모레G 1분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E					2Q17F
					예상치	y-y	q-q	기존 추정	컨센서스	
매출액	1,759	1,720	1,654	1,564	1,856	5.5	18.6	1,955	1,912	1,693
영업이익	419.1	309.7	219.7	134.4	412.1	-1.7	206.7	472.6	428.6	267.7
영업이익률	23.8	18.0	13.3	8.6	22.2			24.2	22.3	15.8
세전이익	427.3	311.4	201.5	148.0	412.1	-3.6	178.4	472.6	438.2	267.7
(지배)순이익	135.6	106.9	66.0	33.9	124.6	-8.1	267.4	137.8	141.8	81.7

주: IFRS 연결기준. 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 0|효진
02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

표1. 아모레G 실적 전망 (IFRS 연결)

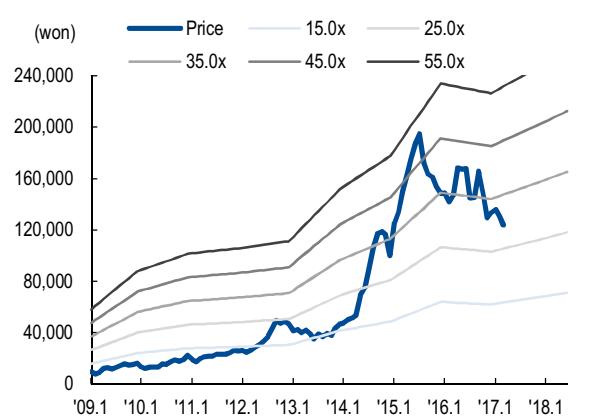
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2016	2017E	2018F	2019F
매출액	- 수정 후	6,698	7,062	7,733	8,312
	- 수정 전	-	7,442	8,098	8,709
	- 변동률	-	-5.1	-4.5	-4.6
영업이익	- 수정 후	1,083	1,126	1,228	1,327
	- 수정 전	-	1,233	1,355	1,470
	- 변동률	-	-8.7	-9.4	-9.7
영업이익률(수정 후)		16.2	15.9	15.9	16.0
EBITDA		1,304	1,384	1,493	1,598
(지배지분)순이익		342	342	376	411
EPS	- 수정 후	4,248	4,109	4,504	4,923
	- 수정 전	-	4,502	5,001	5,464
	- 변동률	-	-8.7	-9.9	-9.9
PER		31.3	30.4	27.8	25.4
PBR		4.2	3.6	3.2	2.9
EV/EBITDA		9.6	8.5	7.9	7.3
ROE		12.8	11.5	11.4	11.3

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

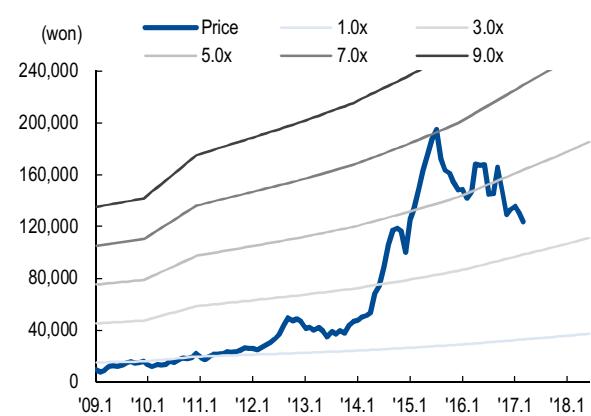
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 아모레G Forward PER Band



자료: Dataguide Pro

그림2. 아모레G Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro

표2. 아모레G의 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17E	2016	2017E	2018F
매출액(십억원)											
화장품	1,783	1,770	1,683	1,611	1,898	1,728	1,764	1,844	6,809	7,193	7,847
아모레퍼시픽	1,485	1,443	1,401	1,316	1,577	1,376	1,456	1,464	5,645	5,873	6,428
에뛰드	81	85	76	75	94	99	92	100	317	385	419
이니스프리	187	214	177	191	196	224	186	246	768	852	915
AMOR Prof.	22	19	21	18	22	19	21	22	79	83	86
비화장품	72	79	67	68	78	85	73	69	287	305	322
Total	1,759	1,720	1,654	1,564	1,856	1,693	1,717	1,793	6,698	7,062	7,733
매출성장률(%)											
화장품	24	25	25	7	6	-2	5	15	19	6	9
아모레퍼시픽	23	21	23	7	6	-5	4	11	18	4	9
에뛰드	14	31	34	15	15	17	22	34	23	22	9
이니스프리	31	46	29	15	12	5	10	13	30	11	7
AMOR Prof.	40	10	13	34	5	5	5	29	23	5	3
비화장품	17	13	16	6	8	7	9	1	13	6	6
Total	22	22	23	7	5	-2	4	15	18	5	9
영업이익(십억원)											
화장품	408	320	216	152	412	267	238	193	1,089	1,110	1,211
아모레퍼시픽	338	241	168	108	327	201	180	144	848	853	935
에뛰드	12	12	7	-3	11	10	7	-2	29	27	29
이니스프리	52	63	37	45	69	52	46	46	197	213	229
AMOR Prof.	6	5	4	1	5	4	4	3	16	17	17
비화장품	6	7	2	-5	5	6	2	3	11	16	17
Total	419	310	220	140	412	268	236	190	1,083	1,126	1,228
영업이익률(%)											
화장품	22.9	18.1	12.8	9.4	21.7	15.4	13.5	10.4	16.0	15.4	15.4
아모레퍼시픽	22.7	16.7	12.0	8.2	20.7	14.6	12.4	9.9	15.0	14.5	14.5
에뛰드	15.1	14.3	9.1	-3.6	12.0	10.0	8.0	-1.6	9.0	7.0	7.0
이니스프리	27.8	29.4	21.0	23.4	35.0	23.0	25.0	18.9	25.6	25.0	25.0
AMOR Prof.	27.1	24.7	21.5	5.7	25.0	20.0	20.0	16.1	20.3	20.3	20.3
비화장품	8.9	8.8	3.3	-6.6	6.0	7.0	3.0	4.0	3.9	5.1	5.4
Total	23.8	18.0	13.3	9.0	22.2	15.8	13.7	10.6	16.2	15.9	15.9

자료: 아모레G, NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 아모레G의 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	2017E	2018F
매출액(십억원)					
화장품	4,694.0	5,705.5	6,809.2	7,193.1	7,847.0
아모레퍼시픽	3,874.0	4,766.7	5,645.4	5,873.0	6,427.6
에뛰드	306.5	257.9	316.6	385.1	418.7
이니스프리	456.6	592.1	767.9	851.8	914.9
AMOR Prof.	54.6	64.6	79.3	83.3	85.8
비화장품	244.1	253.7	286.7	304.9	321.8
Total	4,711.9	5,661.2	6,697.6	7,061.8	7,732.6
매출성장률(%)					
화장품	22.9	21.5	19.3	5.6	9.1
아모레퍼시픽	24.9	23.0	18.4	4.0	9.4
에뛰드	(9.1)	(15.9)	22.8	21.6	8.7
이니스프리	37.2	29.7	29.7	10.9	7.4
AMOR Prof.	11.4	18.3	22.8	5.0	3.0
비화장품	(9.8)	3.9	13.0	6.4	5.5
Total	21.0	20.1	18.3	5.4	9.5
영업이익(십억원)					
화장품	657.2	913.6	1,089.3	1,110.2	1,210.6
아모레퍼시픽	563.6	785.7	848.1	853.4	935.1
에뛰드	5.6	(0.6)	28.6	27.0	29.3
이니스프리	76.5	125.6	196.5	213.0	228.7
AMOR Prof.	11.6	13.2	16.1	16.9	17.4
비화장품	(4.7)	2.4	11.1	15.6	17.4
Total	659.1	913.6	1,082.8	1,125.8	1,227.9
영업이익률(%)					
화장품	14.0	16.0	16.0	15.4	15.4
아모레퍼시픽	14.5	16.5	15.0	14.5	14.5
에뛰드	1.8	(0.2)	9.0	7.0	7.0
이니스프리	16.7	21.2	25.6	25.0	25.0
AMOR Prof.	21.2	20.4	20.3	20.3	20.3
비화장품	(1.9)	0.9	3.9	5.1	5.4
Total	14.0	16.1	16.2	15.9	15.9

자료: 아모레G, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					Valuation / Profitability / Stability				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F		2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
매출액	5,661	6,698	7,062	7,733	PER(X)	46.0	31.3	30.4	27.8
증감률 (%)	20.1	18.3	5.4	9.5	PBR(X)	5.2	4.2	3.6	3.2
매출원가	1,415	1,641	1,730	1,894	PCR(X)	10.7	7.9	7.4	6.9
매출총이익	4,246	5,057	5,332	5,838	PSR(X)	2.1	1.6	1.5	1.3
Gross 마진 (%)	75.0	75.5	75.5	75.5	EV/EBITDA(X)	12.1	9.6	8.5	7.9
판매비와 일반관리비	3,333	3,974	4,206	4,610	EV/EBIT(X)	14.6	11.5	10.5	9.5
영업이익	914	1,083	1,126	1,228	EPS(W)	3,219	4,248	4,109	4,504
증감률 (%)	38.7	18.5	4.0	9.1	BPS(W)	28,489	31,869	35,205	38,820
OP 마진 (%)	16.1	16.2	15.9	15.9	SPS(W)	70,950	83,816	85,641	93,776
EBITDA	1,103	1,304	1,384	1,493	자기자본이익률(ROE, %)	10.7	12.8	11.5	11.4
영업외손익	7	6	47	58	총자산이익률(ROA, %)	11.6	12.3	10.9	11.4
금융수익(비용)	34	22	47	58	투하자본이익률 (ROIC, %)	21.3	24.8	25.4	26.5
기타영업외손익	-28	-18	0	0	배당수익률(%)	0.3	0.3	0.4	0.5
종속, 관계기업관련손익	1	2	0	0	배당성향(%)	11.1	10.3	12.4	13.3
세전계속사업이익	922	1,088	1,173	1,286	총현금배당금(십억원)	33	38	46	54
법인세비용	248	277	317	347	보통주 주당배당금(W)	390	460	550	650
계속사업이익	674	812	812	939	순부채(현금)/자기자본(%)	-28.0	-28.8	-33.6	-37.9
당기순이익	674	812	812	939	총부채/ 자기자본(%)	25.8	27.3	23.6	20.6
증감률 (%)	35.6	20.5	0.0	15.6	이자발생부채	169	206	212	224
Net 마진 (%)	11.9	12.1	11.5	12.1	유동비율(%)	259.4	222.7	275.2	339.6
지배주주지분 순이익	260	342	342	376	총발행주식수(mn)	89	89	89	89
비지배주주지분 순이익	414	469	469	563	액면가(W)	500	500	500	500
기타포괄이익	-39	-19	0	0	주가(W)	148,000	133,000	125,000	125,000
총포괄이익	635	792	812	939	시가총액(십억원)	12,363	11,322	10,694	10,694

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F	(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
현금및현금성자산	1,003	969	1,493	2,105	영업활동 현금흐름	737	877	969	1,063
매출채권	317	345	363	398	당기순이익	674	812	812	939
유동자산	2,538	2,943	3,536	4,271	+ 유/무형자산상각비	189	221	258	265
유형자산	2,212	2,774	2,916	3,051	+ 종속, 관계기업관련손익	-1	-2	0	0
투자자산	79	79	84	92	+ 외화환산손실(이익)	3	-7	0	0
비유동자산	3,610	4,146	4,292	4,435	Gross Cash Flow	1,107	1,338	1,394	1,503
자산총계	6,148	7,088	7,829	8,706	- 운전자본의증가(감소)	-174	-213	-101	-141
단기성부채	139	206	212	224	투자활동 현금흐름	-83	-814	-413	-416
매입채무	134	136	140	144	+ 유형자산 감소	6	2	0	0
유동부채	979	1,321	1,285	1,257	- 유형자산 증가(CAPEX)	-278	-602	-400	-400
장기성부채	51	3	3	3	+ 투자자산의매각(취득)	-7	0	-4	-8
장기충당부채	39	10	10	11	Free Cash Flow	459	274	569	663
비유동부채	282	200	211	231	Net Cash Flow	653	63	556	646
부채총계	1,260	1,522	1,496	1,488	재무활동현금흐름	-71	-99	-32	-34
자본금	44	44	44	44	자기자본 증가	0	0	0	0
자본잉여금	696	696	696	696	부채증감	-71	-99	-32	-34
이익잉여금	1,948	2,251	2,548	2,869	현금의증가	586	-34	524	612
비지배주주지분	2,355	2,734	3,203	3,766	기말현금 및 현금성자산	1,003	969	1,493	2,105
자본총계	4,888	5,567	6,333	7,217	기말 순부채(순현금)	-1,367	-1,603	-2,129	-2,738

한국콜마 (161890.KS)

상대 매력도 높은 ODM 기업

1분기, 컨센서스 소폭 하회 전망. 대규모 증설 진행 중이어서 2017년 대한 이익 성장 기대가 낮았다는 점이 부담을 덜어주고 있음. ODM 내에서 상대적으로 낮은 밸류에이션과 안정적인 수익 구조 보유. Buy 유지

상대적으로 양호한 1분기 실적 예상

한국콜마의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,899억 원(+ 28% y-y)과 196억 원(+ 12% y-y)으로 시장 컨센서스를 소폭 하회할 전망이나, 성장 성 측면에서 업종 내 상대적 우위는 지속될 것

화장품 부문의 경우 전방 산업 동향이 시차를 두고 실적에 반영되는 ODM 업체 특성상 아직은 큰 변화가 감지되지 않고 있어, 두 자릿수 성장 지속 전망

제약 부문 또한 고성장세 지속 전망. 증설 후 중국 사업 확대, M&A 후 북미 계열사 실적 포함 효과로 외형 성장성 양호

다만 제약 신규 설비 가동에 따른 감가상각비 증가와 저수익 부문의 기여도 상승으로 영업이익 증가율은 매출 증가율을 밀돌 전망

2017년 외형 성장 제고의 해

올해 한국콜마의 연결 매출액과 영업이익은 각각 8,378억 원(+ 26% y-y)과 886억 원(+ 21% y-y)으로 예상. M&A 효과와 북경콜마 가동률 상승이 외형 성장의 핵심. 2017년 중국 무석 지구 신규 공장 건립으로 장기 성장 모멘텀 기반을 확보할 것. 다만 OEM 기업은 대규모 증설이나 M&A 후 통상 수익성 정상화에 어느 정도의 시간을 필요로 하기 때문에 2017년 연중으로 이익 성장률이 매출 성장률에 미치지 못할 가능성 존재

중국 현지 비중 상승 여력 커 더 매력적

한국콜마에 대한 Buy 투자의견과 기준 목표주가를 유지함. ODM 업체들도 최근의 중국發 위험에서 자유롭지 않다고 생각. 고객사가 분산되어 있고, 브랜드 간 경쟁에 덜 노출되어 있다는 점에서 상대적인 안정성은 존재하나, 최근 Channel check 결과에 따르면 전방산업인 저가 브랜드숍의 성장률이 다소 둔화되고 있는 점이 부담. 다만 동사는 ODM 기업 중에서도 비교적 안정적인 실적 구조를 보이고 있고 낮은 밸류에이션에 거래되어 상대적으로 선호

Company Note | 2017. 3. 30

Buy (유지)

목표주가	84,000원 (유지)
현재가 ('17/03/28)	76,200원
업종	화장품
KOSPI / KOSDAQ	2,163.31 / 612.28
시가총액(보통주)	1,607.8십억원
발행주식수(보통주)	21.1백만주
52주 최고가('16/07/07)	106,000원
최저가('17/01/10)	59,200원
평균거래대금(60일)	11.7십억원
배당수익률(2017E)	0.38%
외국인지분율	48.1%

주요주주

한국콜마홀딩스 외 23 인	23.2%
NIHON KOLMAR	13.2%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
	절대수익률 (%)	-21.8	-7.6
상대수익률 (%p)	9.7	-25.8	-15.4
2016	2017E	2018F	2019F
매출액	667	838	982
증감률	24.4	25.6	17.2
영업이익	73	89	106
영업이익률	11.0	10.6	10.8
(지배지분)순이익	53	66	78
EPS	2,516	3,145	3,694
증감률	16.8	25.0	17.5
PER	26.2	24.2	20.6
PBR	5.1	4.9	4.0
EV/EBITDA	16.9	15.9	13.3
ROE	21.6	22.1	21.2
부채비율	71.3	61.5	51.3
순차입금	31	52	10

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 이효진
02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

표1. 한국콜마 1분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E			2Q17F
					예상치	y-y	q-q	
매출액	148.6	173.0	160.2	185.6	189.9	27.8	2.3	193.9
영업이익	17.5	21.5	15.5	18.9	19.6	12.0	3.6	20.8
영업이익률	11.8	12.5	9.7	10.2	10.3			10.7
세전이익	17.3	21.3	13.0	19.7	19.5	12.5	-1.2	20.8
(지배)순이익	13.3	16.4	9.7	13.7	14.9	11.5	8.6	15.8

주: IFRS 연결기준. 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 한국콜마 실적 전망 (IFRS 연결)

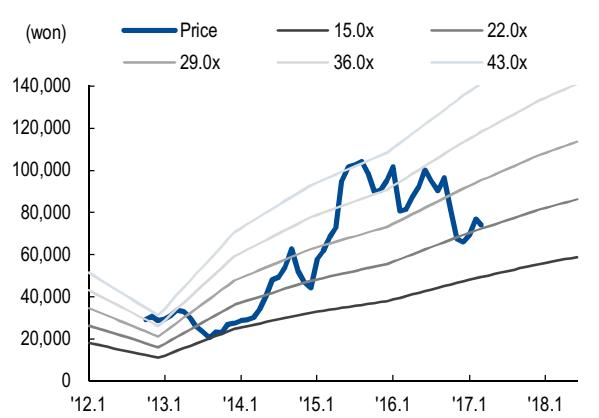
(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016	2017E	2018F	2019F
매출액	- 수정 후	667	838	982
	- 수정 전	-	838	982
	- 변동률	-	0.0	0.0
영업이익	- 수정 후	73	89	106
	- 수정 전	-	89	106
	- 변동률	-	0.0	-0.8
영업이익률(수정 후)		11.0	10.6	10.8
EBITDA		85	105	123
(지배지분)순이익		53	66	78
EPS	- 수정 후	2,516	3,145	3,694
	- 수정 전	-	3,237	3,815
	- 변동률	-	-2.8	-3.2
PER		26.2	24.2	20.6
PBR		5.1	4.9	4.0
EV/EBITDA		16.9	15.9	13.3
ROE		21.6	22.1	19.6

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

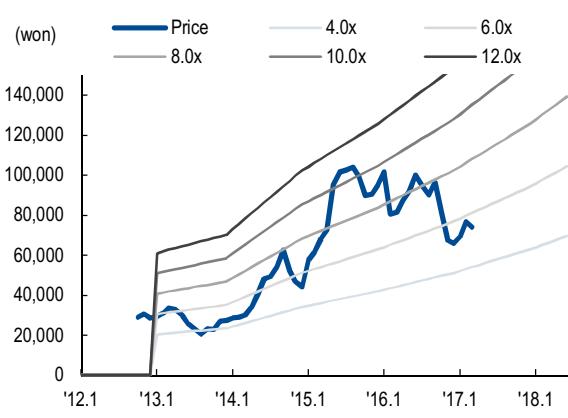
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 한국콜마 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

그림2. 한국콜마 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

표3. 한국콜마의 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	2017E	2018F
매출액(십억원)	461.3	536.7	667.6	837.8	981.8
국내	438.6	508.9	619.6	695.1	804.8
화장품	324.3	377.4	454.2	508.2	593.6
제약	114.3	131.5	165.4	186.9	211.2
중국	27.0	37.1	52.1	78.2	139.4
북경	27.0	37.1	52.1	78.2	109.4
강소성					30.0
미국			13.6	66.0	72.0
캐나다				25.0	27.5
매출성장률(%)	23	16	24	25	17
국내	23	16	22	12	16
화장품	27	16	20	12	17
제약	15	15	26	13	13
중국	48	37	40	50	78
북경	48	37	40	50	40
강소성					
미국				385	9
캐나다					10
영업이익(십억원)					
국내	40.7	55.2	72.5	75.4	90.4
중국	4.3	5.8	5.2	5.5	6.9
미주			1.0	7.8	8.2
Total	46.8	60.7	73.4	88.6	105.8
영업이익률(%)					
국내	9.3	10.8	11.7	10.8	11.2
중국	16.0	15.6	11.0	7.0	4.9
미주			7.0	11.8	11.3
Total	10.2	11.3	11.0	10.6	10.8

자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 한국콜마의 분기별 실적 추정

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018F
매출액(십억원)	148.6	173.1	160.2	185.7	189.9	217.9	200.5	218.2	667.6	837.8	981.8
국내	144.5	166.6	147.3	161.2	162.5	185.6	164.9	182.1	619.6	695.1	804.8
화장품	109.1	124.7	104.4	116.0	120.0	139.5	116.8	131.9	454.2	508.2	593.6
제약	35.4	41.9	42.9	45.2	42.5	46.1	48.0	50.3	165.4	186.9	211.2
중국	7.1	12.9	16.6	15.5	12.8	19.4	22.4	23.6	52.1	78.2	109.4
미국				13.6				16.0	13.6	66.0	72.0
캐나다									25.0	27.5	
매출성장률(%)	18	22	25	34	28	26	25	18	24	25	17
국내	19	22	18	25	10	12	12	14	20	12	17
화장품	19	22	18	25	10	12	12	14	20	12	17
제약	15	31	29	28	20	10	12	11	26	13	13
중국	24	32	88	22	80	50	35	52	40	50	40
미국									385	9	
영업이익(십억원)	17.5	21.5	15.5	18.9	19.6	24.3	20.6	24.2	73.4	88.6	105.8
국내	17.1	20.9	15.4	17.7	17.3	20.4	17.6	20.0	72.5	75.4	90.4
중국	0.4	0.6	1.3	2.9	0.3	1.4	1.6	2.2	5.2	5.5	6.9
미국				1.0	1.3	1.7	1.2	1.1	1.0	5.3	5.4
캐나다					0.6	0.8	0.3	0.8		2.5	2.75
영업이익률(%)	11.8	12.5	9.7	10.2	10.3	11.2	10.3	11.1	11.0	10.6	10.8

자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					Valuation / Profitability / Stability				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F		2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
매출액	536	667	838	982	PER(X)	44.0	26.2	24.2	20.6
증감률 (%)	16.3	24.4	25.6	17.2	PBR(X)	9.1	5.1	4.9	4.0
매출원가	410	514	658	800	PCR(X)	28.0	15.8	15.3	12.9
매출총이익	126	154	179	182	PSR(X)	3.7	2.1	1.9	1.6
Gross 마진 (%)	23.5	23.1	21.4	18.5	EV/EBITDA(X)	28.2	16.9	15.9	13.3
판매비와 일반관리비	66	80	117	138	EV/EBIT(X)	32.7	19.6	18.9	15.5
영업이익	61	73	89	106	EPS(W)	2,155	2,516	3,145	3,694
증감률 (%)	29.8	19.7	21.9	19.1	BPS(W)	10,459	12,790	15,685	19,129
OP 마진 (%)	11.4	11.0	10.6	10.8	SPS(W)	25,395	31,633	39,705	46,532
EBITDA	70	85	105	123	자기자본이익률(ROE, %)	22.7	21.6	22.1	21.2
영업외손익	-2	-3	-1	0	총자산이익률(ROA, %)	13.4	12.7	12.6	13.3
금융수익(비용)	-2	-3	-1	0	투하자본이익률 (ROIC, %)	26.1	22.5	21.2	22.0
기타영업외손익	0	0	0	0	배당수익률(%)	0.2	0.4	0.4	0.4
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	배당성향(%)	9.3	9.9	7.9	6.8
세전계속사업이익	59	71	87	106	총현금배당금(십억원)	4	5	5	5
법인세비용	13	18	21	25	보통주 주당배당금(W)	200	250	250	250
계속사업이익	45	53	66	80	순부채(현금)/자기자본(%)	-6.8	10.8	14.9	2.4
당기순이익	45	53	66	80	총부채/ 자기자본(%)	56.0	71.3	61.5	51.3
증감률 (%)	36.4	17.8	24.5	21.2	이자발생부채	29	63	67	64
Net 마진 (%)	8.4	7.9	7.9	8.1	유동비율(%)	161.9	134.6	153.9	186.3
지배주주지분 순이익	45	53	66	78	총발행주식수(mn)	21	21	21	21
비지배주주지분 순이익	0	0	0	2	액면가(W)	500	500	500	500
기타포괄이익	-1	2	0	0	주가(W)	94,900	65,800	76,200	76,200
총포괄이익	44	55	66	80	시가총액(십억원)	2,002	1,388	1,608	1,608

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F	(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
현금및현금성자산	16	27	10	50	영업활동 현금흐름	49	38	25	73
매출채권	90	127	160	188	당기순이익	45	53	66	80
유동자산	186	264	311	381	+ 유형자산상각비	10	12	17	17
유형자산	146	185	212	223	+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
투자자산	0	0	0	0	+ 외화환산손실(이익)	0	1	0	0
비유동자산	159	229	252	260	Gross Cash Flow	72	88	105	124
자산총계	344	493	564	641	- 운전자본의증가(감소)	-9	-32	-59	-25
단기성부채	25	59	59	56	투자활동 현금흐름	-9	-21	-40	-25
매입채무	67	104	109	115	+ 유형자산 감소	0	0	0	0
유동부채	115	196	202	205	- 유형자산 증가(CAPEX)	-33	-45	-40	-25
장기성부채	4	5	8	8	+ 투자자산의매각(취득)	0	0	0	0
장기충당부채	5	4	4	4	Free Cash Flow	16	-7	-15	48
비유동부채	9	9	13	13	Net Cash Flow	41	17	-16	48
부채총계	124	205	215	217	재무활동현금흐름	-46	11	-1	-8
자본금	11	11	11	11	자기자본 증가	0	0	0	0
자본잉여금	116	116	116	116	부채증감	-46	11	-1	-8
이익잉여금	94	141	202	275	현금의증가	-5	11	-17	40
비지배주주지분	0	18	18	20	기말현금 및 현금성자산	16	27	10	50
자본총계	221	288	349	424	기말 순부채(순현금)	-15	31	52	10

코스맥스 (192820.KS)

밸류에이션 부담을 소화할 시간이 필요

high base 부담으로 1분기 실적 성장을 크지 않을 전망. ODM 기업 특성상 외부 환경 변화에 대한 방어력 보유했으나, 시차의 문제일 뿐 결국은 전방 업황과 같은 방향의 실적 예상. 현재의 밸류에이션은 ODM 기업이 시기적으로 누릴 수 있는 프리미엄 충분히 적용된 상태. Hold 유지

1분기 실적 컨센서스 하회 전망

코스맥스의 1분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1,982원(+ 14% y-y)과 145억원(+ 11% y-y)으로 시장 컨센서스를 소폭 하회할 전망. 전년동기의 high base가 부담. 당시 수출 매출액 증가율이 급격히 증가한 점 고려하면 지난 4분기의 low base 효과와 상반된 흐름 예상

국내 화장품 사업과 중국 사업의 성장률은 각각 9%, 20%로 전망됨. 아직 까지는 ODM 업체들의 실적에서 중국 여행객 수요 감소의 효과가 확인되기엔 이른 시점

전방 수요 둔화 가능성과 밸류에이션이 부담

2017년 코스맥스의 연결 매출액과 영업이익은 각각 9,003억원(+ 19% y-y)과 674억원(+ 28% y-y)으로 전망. 국내외 증설과 신규 고객 확보를 기반으로 상대적으로 양호한 성장 예상

다만 동사의 투자 매력이 상대적으로 높은지에 대해서는 의구심 존재. 우선 ODM 사업자의 특성상 전방 산업 수요 부진의 영향을 상대적으로 늦게 받게 됨

최근 Channel check를 통해 ODM 기업들의 핵심 고객사인 저가 브랜드숍들이 매출 부진과 경쟁 심화 장기화를 우려하고 있음을 확인. 이는 시차를 두고 ODM 업체들의 성장 둔화 및 마진 하락 위험이 나타날 수 있음을 시사

밸류에이션 부담도 여전. 동사의 현재 주가는 2017년 기준 PER 33배로 동종업체 평균(당사 추정치 기준) 대비 약 20%의 프리미엄 상태. 추가적인 프리미엄 확대를 위해서는 상대적 매력을 넘어서는 새로운 모멘텀 필요한 시점. 코스맥스에 대한 Hold 투자의견과 기존 목표주가를 유지함

Company Note | 2017. 3. 30

Hold (유지)

목표주가	132,000원 (유지)		
현재가 ('17/03/28)	140,500원		
업종	화장품		
KOSPI / KOSDAQ	2,163.31 / 612.28		
시가총액(보통주)	1,412.0십억원		
발행주식수(보통주)	10.0백만주		
52주 최고가('16/07/05)	172,593원		
최저가('16/11/24)	97,300원		
평균거래대금(60일)	11.5십억원		
배당수익률(2017E)	1.00%		
외국인지분율	26.7%		
주요주주			
코스맥스비티아이 외 4 인	26.0%		
국민연금	12.5%		
주가상승률	3개월 6개월 12개월		
절대수익률 (%)	18.1 -4.6 15.7		
상대수익률 (%p)	10.5 -9.4 6.1		
2016	2017E	2018F	2019F
매출액	757	900	1,101
증감률	42.0	18.9	22.3
영업이익	53	67	88
영업이익률	7.0	7.4	8.0
(지배지분)순이익	35	43	57
EPS	3,752	4,311	5,641
증감률	63.3	14.9	30.9
PER	31.8	32.6	24.9
PBR	5.7	5.9	4.9
EV/EBITDA	19.2	19.1	15.0
ROE	22.5	19.2	21.4
부채비율	221.2	196.0	185.5
순차입금	179	204	174

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhqv.com

RA 이효진
02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

표1. 코스맥스 1분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E				2Q17F	
					예상치	y-y	q-q	기준추정		
매출액	173.5	197.7	186.1	199.7	198.2	14.2	-0.8	198.2	212.3	237.2
영업이익	13.1	18.2	11.9	9.5	14.5	11.1	53.7	13.9	15.9	22.6
영업이익률	7.5	9.2	6.4	4.7	7.3			7.0	7.5	9.5
세전이익	11.4	16.2	8.8	10.1	12.6	9.8	24.0	9.9	13.9	22.1
(지배)순이익	9.3	9.5	6.7	7.6	8.4	-9.8	11.2	6.6	9.9	16.9

주: IFRS 연결기준. 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 코스맥스 실적 전망 (IFRS 연결)

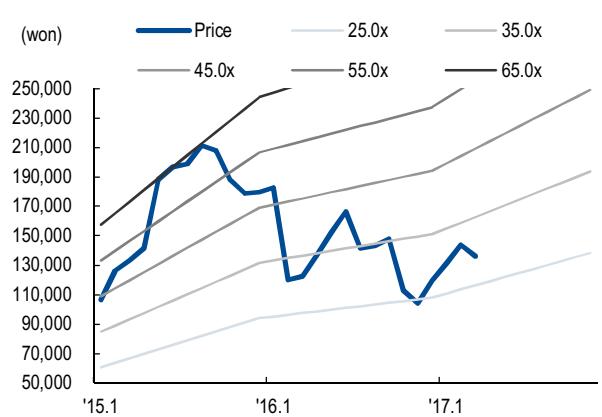
(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016	2017E	2018F	2019F
매출액	- 수정 후	757	900	1,101
	- 수정 전	-	900	1,101
	- 변동률	-	0.0	0.0
영업이익	- 수정 후	53	67	88
	- 수정 전	-	67	88
	- 변동률	-	0.0	0.0
영업이익률(수정 후)		7.0	7.4	8.0
EBITDA		65	84	105
(지배지분)순이익		35	43	57
EPS	- 수정 후	3,752	4,311	5,641
	- 수정 전	-	4,072	5,294
	- 변동률	-	5.9	6.6
PER		31.8	32.6	24.9
PBR		5.7	5.9	4.9
EV/EBITDA		19.2	19.1	15.0
ROE		22.5	19.2	21.4
				24.5

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

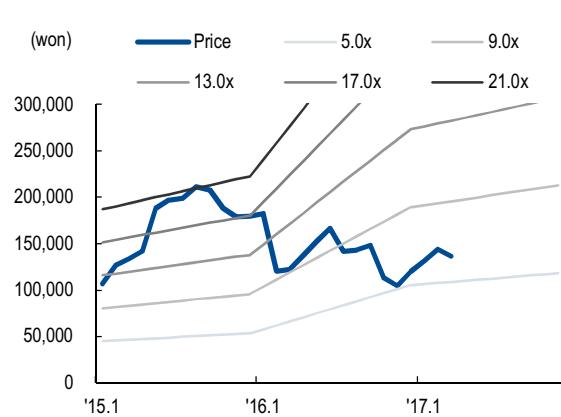
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 코스맥스 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

그림2. 코스맥스 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

표3. 코스맥스의 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018F
매출액(십억원)	173.5	197.7	186.1	199.7	198.2	237.2	228.4	236.6	757.0	900.3	1101.1
Korea	123.9	128.0	123.7	129.9	135.2	152.5	141.1	148.0	505.6	576.8	636.1
China	57.0	79.4	69.1	69.9	68.4	91.3	89.8	90.0	275.4	339.4	470.7
영업이익	13.1	18.2	11.9	9.5	14.5	22.6	16.9	13.4	52.6	67.4	87.8
영업이익률	7.5	9.2	6.4	4.8	7.3	9.5	7.4	5.6	7.0	7.5	8.0

자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 코스맥스의 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	2017E	2018F
매출액(십억원)					
Cosmax Korea	290.5	372.5	505.6	576.8	636.1
Cosmax China	123.3	202.6	275.4	339.4	470.7
Cosmax Indonesia		1.7	3.0	4.2	5.9
Cosmax USA		1.9	17.6	35.1	59.7
Cosmax Icure		1.3	4.4	7.5	11.3
Total	390.2	533.3	757.0	900.3	1,101.1
매출성장률(%)					
Cosmax Korea	11.4	28.2	35.7	14.1	10.3
Cosmax China	54.3	64.3	35.9	23.3	38.7
Cosmax Indonesia			77.4	40.0	40.0
Cosmax USA			834.1	100.0	70.0
Cosmax Icure			244.8	70.0	50.0
Total	23.9	36.7	41.9	19.0	22.3
영업이익(십억원)					
Cosmax Korea	21.8	28.2	43.3	48.7	55.0
Cosmax China	12.9	16.5	29.5	32.9	41.7
Total	31.5	35.9	52.6	67.4	87.8
영업이익률(%)					
Cosmax Korea	7.5	7.6	8.6	8.4	8.6
Cosmax China	10.5	8.1	10.7	9.7	8.9
Total	8.1	6.7	7.0	7.5	8.0

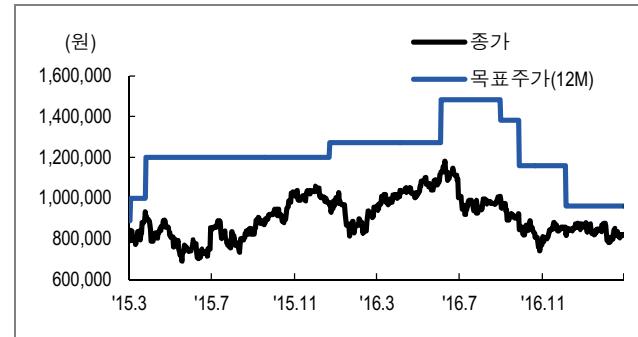
자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					Valuation / Profitability / Stability				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F		2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
매출액	533	757	900	1,101	PER(X)	78.1	31.8	32.6	24.9
증감률 (%)	59.6	42.0	18.9	22.3	PBR(X)	17.0	5.7	5.9	4.9
매출원가	445	639	741	902	PCR(X)	32.4	14.9	16.9	13.7
매출총이익	88	118	159	199	PSR(X)	3.1	1.5	1.6	1.3
Gross 마진 (%)	16.5	15.6	17.7	18.1	EV/EBITDA(X)	40.9	19.2	19.1	15.0
판매비와 일반관리비	52	65	98	126	EV/EBIT(X)	51.3	23.8	23.9	18.0
영업이익	36	53	67	88	EPS(W)	2,297	3,752	4,311	5,641
증감률 (%)	50.0	47.2	26.4	31.3	BPS(W)	10,581	20,990	23,830	28,767
OP 마진 (%)	6.8	7.0	7.4	8.0	SPS(W)	57,665	81,656	89,585	109,571
EBITDA	45	65	84	105	자기자본이익률(ROE, %)	23.8	22.5	19.2	21.4
영업외손익	-6	-7	-6	-7	총자산이익률(ROA, %)	4.9	5.7	6.1	7.3
금융수익(비용)	-5	-6	-7	-7	투하자본이익률 (ROIC, %)	8.9	10.8	13.3	16.2
기타영업외손익	-1	-1	1	0	배당수익률(%)	0.4	0.8	1.0	1.3
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	배당성향(%)	29.6	28.9	27.8	28.4
세전계속사업이익	29	46	61	81	총현금배당금(십억원)	6	10	12	16
법인세비용	11	15	20	26	보통주 주당배당금(W)	700	1,000	1,200	1,600
계속사업이익	19	31	41	55	순부채(현금)/자기자본(%)	195.9	86.5	87.2	61.9
당기순이익	19	31	41	55	총부채/ 자기자본(%)	354.8	221.2	196.0	185.5
증감률 (%)	18.8	63.2	32.3	34.1	이자발생부채	211	250	209	223
Net 마진 (%)	3.6	4.1	4.6	5.0	유동비율(%)	86.4	103.2	98.6	109.4
지배주주지분 순이익	21	35	43	57	총발행주식수(mn)	9	10	10	10
비지배주주지분 순이익	-2	-3	-2	-2	액면가(W)	500	500	500	500
기타포괄이익	0	-7	0	9	주가(W)	179,419	119,500	140,500	140,500
총포괄이익	19	24	41	64	시가총액(십억원)	1,656	1,075	1,412	1,412

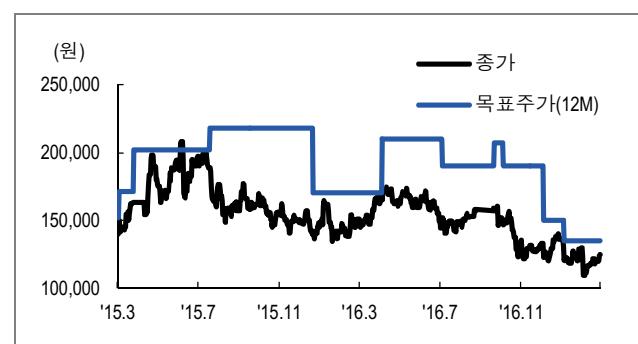
STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F	(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
현금및현금성자산	17	68	2	46	영업활동 현금흐름	-7	23	52	54
매출채권	142	187	204	229	당기순이익	19	31	41	55
유동자산	256	396	373	480	+ 유/무형자산상각비	9	13	17	17
유형자산	163	236	260	263	+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
투자자산	4	15	40	41	+ 외화환산손실(이익)	1	-1	-1	-1
비유동자산	183	270	319	324	Gross Cash Flow	51	74	84	103
자산총계	439	666	692	804	- 운전자본의증가(감소)	-40	-31	-5	-16
단기성부채	177	190	148	162	투자활동 현금흐름	-47	-98	-65	-12
매입채무	78	125	149	182	+ 유형자산 감소	0	1	0	0
유동부채	296	384	379	439	- 유형자산 증가(CAPEX)	-43	-90	-40	-20
장기성부채	34	60	62	62	+ 투자자산의매각(취득)	0	-12	-25	8
장기충당부채	12	15	17	21	Free Cash Flow	-50	-66	12	34
비유동부채	46	75	79	83	Net Cash Flow	-54	-74	-13	42
부채총계	342	459	458	522	재무활동현금흐름	60	125	-53	2
자본금	4	5	5	5	자기자본 증가	0	92	-3	0
자본잉여금	60	151	148	148	부채증감	60	33	-50	2
이익잉여금	32	58	89	130	현금의증가	7	51	-66	44
비지배주주지분	-1	-4	-6	-8	기말현금 및 현금성자산	17	68	2	46
자본총계	97	207	234	281	기말 순부채(순현금)	190	179	204	174

투자의견 및 목표주가 변경내역

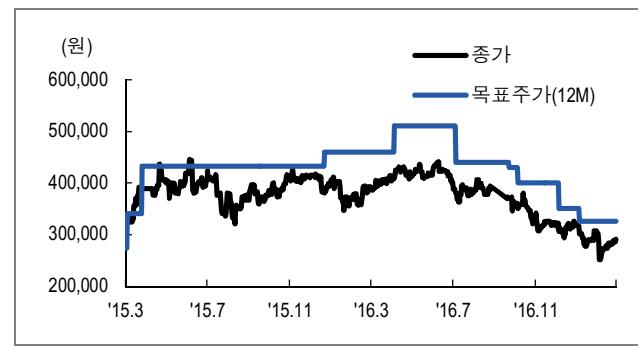
종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
LG생활건강	051900.KS	2017.01.04	Buy	960,000원(12개월)
		2016.10.25	Buy	1,160,000원(12개월)
		2016.09.28	Buy	1,380,000원(12개월)
		2016.07.01	Buy	1,480,000원(12개월)
		2016.01.20	Buy	1,270,000원(12개월)
		2015.04.22	Buy	1,200,000원(12개월)
		2015.03.31	Buy	1,000,000원(12개월)
		2015.02.25	Buy	890,000원(12개월)
		2015.02.04	Buy	820,000원(12개월)
		2014.10.22	Buy	730,000원(12개월)



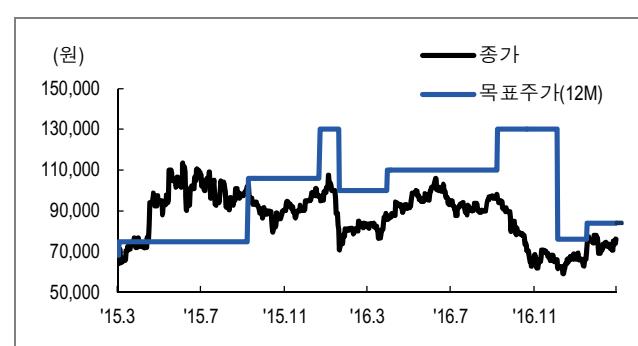
종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
아모레 G	002790.KS	2017.02.03	Hold	135,000원(12개월)
		2017.01.04	Buy	150,000원(12개월)
		2016.11.02	Buy	190,000원(12개월)
		2016.10.20	Buy	207,000원(12개월)
		2016.08.01	Buy	190,000원(12개월)
		2016.05.03	Buy	210,000원(12개월)
		2016.01.20	Buy	170,000원(12개월)
		2015.08.17	Buy	218,000원(12개월)
		2015.04.22	Buy	2,020,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
아모레퍼시픽	090430.KS	2017.02.03	Hold	326,000원(12개월)
		2017.01.04	Hold	350,000원(12개월)
		2016.11.02	Hold	400,000원(12개월)
		2016.10.20	Hold	430,000원(12개월)
		2016.08.01	Hold	440,000원(12개월)
		2016.05.03	Buy	510,000원(12개월)
		2016.01.20	Buy	460,000원(12개월)
		2015.04.22	Hold	4,330,000원(12개월)
		2015.03.31	Hold	3,400,000원(12개월)
		2015.02.04	Hold	2,740,000원(12개월)

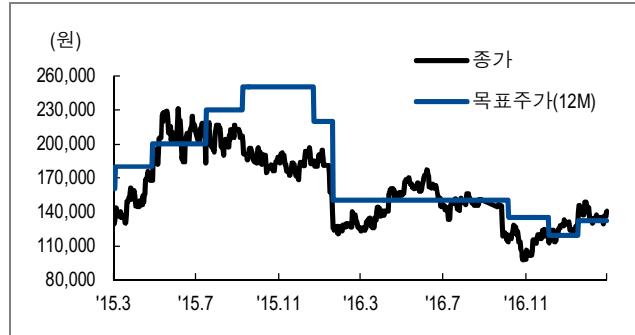


종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
한국콜마	161890.KS	2017.02.15	Buy	84,000원(12개월)
		2017.01.04	Buy	76,000원(12개월)
		2016.04.27	Buy	110,000원(12개월)
		2016.01.20	Buy	130,000원(12개월)
		2015.10.07	Hold	106,000원(12개월)
		2015.05.08	Hold	75,000원(12개월)
		2015.03.31	Buy	75,000원(12개월)
		2015.02.04	Buy	68,000원(12개월)



투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
코스맥스	192820.KS	2017.02.15	Hold	132,000원(12개월)
		2017.01.04	Hold	119,000원(12개월)
		2016.11.03	Hold	135,000원(12개월)
		2016.02.17	Hold	150,000원(12개월)
		2016.01.19	Buy	220,000원(12개월)
		2015.10.06	Buy	250,000원(12개월)
		2015.08.13	Buy	230,000원(12개월)
		2015.05.25	Buy	200,000원(12개월)
		2015.03.31	Buy	180,000원(12개월)



중목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 3월 24일기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
75.5%	24.5%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.