

2017. 08. 07 리서치센터

Hanyang Securities

기업분석

Analyst | 최서연  
Tel. 3770-5323

janice84@hygood.co.kr

## 화장품 Update

### ▶ 코스메카코리아(241710) – 중국 법인과 수출이 성장세 견인

**2Q17 Preview:** 2Q17 실적 매출액 507억원(+16.5%, yoy), 영업이익 42억원(+5.7%, yoy)으로 추정. 국내법인의 내수 매출은 yoy +6.3%, 수출은 yoy +42.4% 성장 기대. 중국법인은 1분기 실적에 작년 4분기 이연된 매출이 반영돼 2분기 매출은 qoq로는 감소하겠으나 yoy로는 +36.2% 상승 예상. 다만, 영업 및 R&D 투자에 따른 고정비 증가와 1분기 대비 중국법인 매출 감소에 따른 마진율 악화 등으로 2분기 영업이익률은 yoy -0.8%p 하락한 8.3% 예상

**해외 매출로 성장세 지속 전망:** 수출 및 중국법인은 기존 고객사 수주 물량 확대 및 신규 고객사 확보 등을 통해 당분간 고성장이 가능할 것으로 기대. 특히, 중국은 Capa 확대를 통한 중국 로컬사의 수주가 크게 증가하고 있으며 중국 색조 시장의 급격한 성장으로 신규 고객사 등을 확보해 나가는 중. 이에 국내 화장품 시장 성장세 둔화에도 동사의 실적은 해외 매출 확대로 꾸준히 증가할 것으로 판단

**매수 투자의견, 목표주가 8.8만원 유지:** 경쟁사 대비 국내 매출 비중이 크지 않아 중국과의 정치적 환경에 따른 실적 악화의 부담이 적은 편이며 중국내 로컬 업체 고객사 비중이 확대되는 것은 긍정적으로 업종에 대한 투자 심리가 좋지 않음에도 실적 개선에 따른 주가 상승이 가능할 것으로 판단

코스메카코리아(241710)	
주가(08/04)	60,700원
시가총액	3,241억원
Rating	매수(유지)
Target Price	88,000원
Previous	88,000원

### ▶ 연우(115960) – 해외 매출 비중 확대로 하반기 실적 개선 기대

**2Q17 Preview:** 2Q17 실적 매출액 580억원(-8.2%, yoy), 영업이익 57억원(-43.9%, yoy), 영업이익률 9.8%(-6.3%p, yoy) 추정. 어려운 전방산업으로 국내 주요 고객사들의 주문량 1분기보다 줄어든 것으로 파악되며 제품 리뉴얼 및 신제품 준비로 수출 물량 감소. 또한 인건비 및 감가상각비 등의 고정비 증가로 수익성도 악화

**수출 확대에 따른 점진적인 실적 개선 기대:** 2분기 말부터 동사 주요 해외 고객사들의 주문에 따른 생산 시작되었고 올해 말에는 글로벌 업체의 헤어케어 럭셔리 신규 브랜드 제품에 용기를 공급할 계획으로 점진적인 해외 매출 확대 기대. 또한 한중 관계 악화로 일본 화장품 시장이 좋아지면서 일본으로의 수출도 증가. 이에 하반기에는 수출의 성장세가 나타날 것으로 판단되며 해외 매출 비중도 50%까지 확대될 것으로 전망

**매수 투자의견 유지, 목표주가 3.6만원으로 하향:** 실적 추정치 조정에 따라 목표주가 하향. 전방산업의 악화로 국내 매출의 부진 지속과 설비 투자에 따른 고정비 증가로 수익성 악화 불가피. 다만, 하반기 해외 고객사로의 매출 확대와 화장품 업체 외 헬스케어 관련 신규 고객사 증가는 긍정적

연우(115960)	
주가(08/04)	26,650원
시가총액	3,304억원
Rating	매수(유지)
Target Price	36,000원
Previous	40,000원

# 코스메카코리아(241710)

## – 중국 법인과 수출이 성장세 견인

### ▶ 2Q17 Preview

– 동사의 2Q17 실적은 매출액 507억원(+16.5%, yoy), 영업이익 42억원(+5.7%, yoy)으로 추정한다. 사드로 인한 한중 관계 악화로 동사 매출 비중 30%를 차지하는 원 브랜드샵의 실적 부진이 이어졌으나 홈쇼핑, 온라인, H&B 스토어로의 공급이 선방하면서 국내법인의 내수 매출은 yoy +6.3% 상승이 예상된다. 수출은 주요 고객사인 C사로의 매출이 크게 증가했으며 이외 글로벌 고객사향 수주도 증가해 yoy +42.4% 성장이 기대된다. 한편, 중국법인은 1분기 실적에 작년 4분기 이연된 매출이 반영되면서 2분기 매출액은 qoq로는 감소하겠으나 yoy로는 +36.2% 성장이 전망된다. 올해 2분기부터는 기존 소주 공장 외 연간 생산 Capa 4천만개의 불산 공장이 가동을 시작했으며 기존 중국 로컬 업체들의 주문 증가 및 신규 고객 확보 등으로 지속적인 성장세가 이어지고 있다. 2분기 실적 성장세는 지속되겠지만 영업 및 R&D 투자에 따른 고정비 증가와 1분기 대비 중국법인 매출 감소에 따른 마진율 악화 등으로 2분기 영업이익률은 yoy -0.8%p 하락한 8.3%가 예상된다.

### ▶ 해외 매출로 성장세 지속 전망

– 하반기에도 로드샵 고객사의 상황이 크게 나아지지 않을 것으로 예상되면서 국내법인의 내수 매출은 2분기와 비슷한 흐름을 보일 것으로 전망된다. 그러나 수출 및 중국법인은 기존 고객사 수주 물량 확대 및 신규 고객사 확보 등을 통해 당분간 꾸준한 고성장이 가능할 것으로 기대된다. 작년 상반기 기준 28%였던 동사의 해외 매출 비중은 올해 1분기 기준 35%까지 증가하였으며 이에 국내 화장품 시장 성장세 둔화에도 동사의 실적 성장세는 해외 매출 확대로 꾸준히 증가할 것으로 판단된다. 수출 부문은 BB크림 등을 중심으로 기존 글로벌 고객사향으로 나가는 물량이 지속적으로 확대되고 있으며 중국 법인은 불산 공장을 통한 Capa 확대와 생산 효율성 개선 등으로 외내형 성장이 가능할 것으로 예상된다. 특히, 히트제품인 톤업크림을 중심으로 중국 로컬사의 수주가 크게 증가하고 있으며 중국 색조 시장의 급격한 성장으로 신규 로컬 업체도 확보하면서 중국법인은 고성장을 이어갈 것으로 판단된다.

### ▶ 매수 투자의견, 목표주가 8.8만원 유지

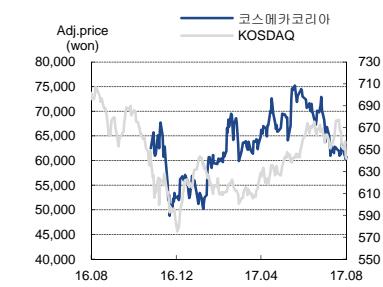
– 경쟁사 대비 국내 매출 비중이 크지 않아 중국과의 정치적 환경에 따른 실적 악화의 부담이 적은 편이며 중국법인 및 수출 부문의 고성장세는 당분간 지속될 것으로 예상된다. 또한 중국내 로컬 업체 고객사 비중이 확대되는 것은 긍정적으로 업종에 대한 투자 심리가 좋지 않음에도 실적 개선에 따른 주가 상승이 가능할 것으로 판단돼 매수 투자의견 및 목표주가 8.8만원을 유지한다.

Rating	매수(유지)
Target Price	88,000원
Previous	88,000원

#### 주가지표

KOSPI(08/04)	2,395P
KOSDAQ(08/04)	642P
현재주가(08/04)	60,700원
시가총액	3,241억원
총발행주식수	534만주
120일 평균거래대금	212억원
52주 최고주가	75,200원
최저주가	48,800원
유동주식비율	56%
외국인지분율(%)	14.85%
주요주주	박은희 외 3인(39.0%) 박선기(7.1%)

#### 상대주가차트



## 기업Update

최서연(02-3770-5323) janice84@hygood.co.kr

결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	자배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2014A	683	25	14	14	339	—	—	—	3.6%	7.5%	2.7%
2015A	991	64	50	50	1,257	—	—	—	6.4%	24.6%	20.3%
2016A	1,652	131	115	115	2,698	20.8	2.9	15.7	7.9%	18.0%	27.7%
2017F	2,086	171	146	146	2,735	22.0	2.7	14.1	8.2%	13.0%	20.3%
2018F	2,713	219	190	190	3,550	17.0	2.3	9.4	8.1%	14.8%	20.2%

자료: 코스메카코리아, 한양증권 리서치센터 추정

## 〈도표1〉 실적 추이 및 전망

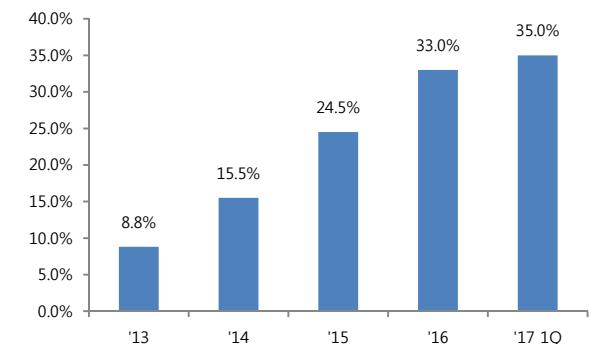
(단위: 억원)

연결 손익	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	'15	'16	'17E
매출액	341	435	435	440	506	507	531	542	991	1,652	2,086
국내법인	341	395	392	406	449	456	478	498	954	1,535	1,881
내수	263	296	275	283	329	315	327	339	749	1,117	1,330
수출	78	99	117	123	120	141	151	159	205	418	551
중국법인	25	59	70	69	89	81	87	86	72	223	343
영업이익	34	40	35	22	48	42	45	36	64	131	171
영업이익률	10.0%	9.1%	8.0%	5.0%	9.5%	8.3%	8.5%	6.6%	6.4%	7.9%	8.2%
순이익	28	40	29	19	35	36	39	36	50	115	146
순이익률	8.1%	9.1%	6.7%	4.3%	6.9%	7.1%	7.3%	6.6%	5.1%	7.0%	7.0%

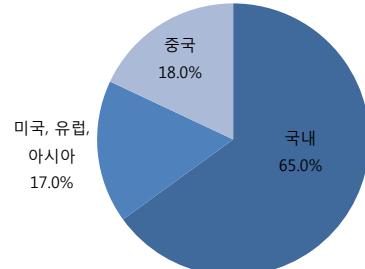
자료: 코스메카코리아, 한양증권 리서치센터 추정

## 〈도표2〉 해외 매출 비중 추이

## 〈도표3〉 지역별 매출 비중

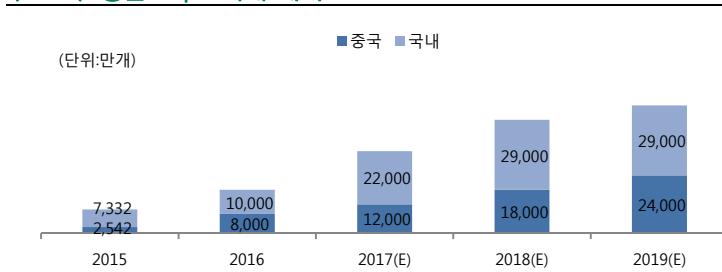


자료: 코스메카코리아, 한양증권 리서치센터



자료: 코스메카코리아, 한양증권 리서치센터

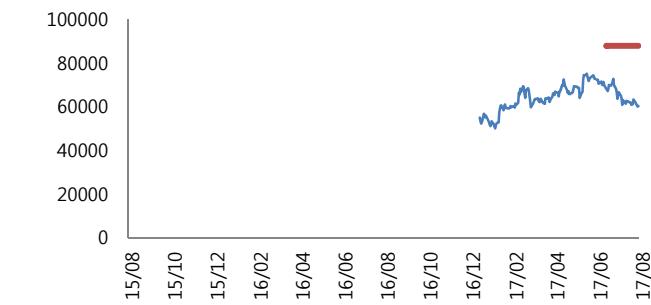
## 〈도표4〉 생산 Capa 확대 계획



자료: 코스메카코리아, 한양증권 리서치센터

구분	투자계획		
	2017	2018	합계
국내	200	50	250
중국	150	100	250
합계	350	150	500

## TP Trend



## Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관 또는 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:최서연)
- 기업 투자의견
 

매수	향후 6개월간 15% 이상 상승예상
중립	향후 6개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
매도	향후 6개월간 15% 이상 하락 예상

 당사의 투자의견은 2004년 10월 1일부터 매수, 중립, 매도의 3단계로 변경되었습니다.
- 산업 투자의견
 

비중확대	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
중립	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
비중축소	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 투자의견 비율공시(기준: 2017.06.30)
 

구분	매수	중립	매도
비율	92%	8%	0%

## • 투자의견 및 목표가 등 주이

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
코스메카코리아	241710	2016.10.12	Not Rated	-
		2017.06.19	매수(신규)	88,000원
		2017.08.07	매수(유지)	88,000원

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.

# 연우(115960)

– 해외 매출 비중 확대로 하반기 실적 개선 기대

## ▶ 2Q17 Preview

– 동사의 2Q17 실적은 매출액 580억원(-8.2%, yoy), 영업이익 57억원(-43.9%, yoy), 영업이익률 9.8%(-6.3%p, yoy)로 추정한다. 2분기는 4분기와 더불어 성수기에 속하고 상여금이 없어 수익성이 가장 좋은 분기이나 어려운 전방산업에 따른 매출 감소와 인건비 및 감가상각비 등의 고정비 증가로 매출액과 영업이익 모두 전년 동기 대비 하락할 것으로 예상된다. 2분기 국내 주요 고객사들의 주문량은 1분기보다도 줄어든 것으로 파악되며 수출 물량 또한 주요 제품 리뉴얼 및 신제품 준비 일정에 따라 매출 감소가 나타날 것으로 전망된다. 중국법인은 올해 초 영업 조직을 재정비함에 따라 안정적인 고객사를 확보해 나가고 있으며 1분기 수준의 매출액이 예상되나 판관비 증가로 영업이익은 1분기 대비 소폭 감소할 것으로 판단된다.

## ▶ 수출 확대에 따른 점진적인 실적 개선 기대

– 하반기에도 불확실한 시장 환경에 따라 국내 대형 화장품 업체들의 주문량 감소로 동사의 국내 매출의 부진이 이어질 것으로 예상되는 가운데 동사는 해외 매출 비중 확대를 통해 어려움을 극복하려고 노력 중이다. 2분기 말부터 동사 주요 해외 고객사들의 주문에 따른 생산이 시작되었고 올해 말에는 글로벌 업체의 헤어케어 럭셔리 신규 브랜드 제품에 용기를 공급할 계획으로 점진적으로 해외 매출이 확대될 것으로 판단된다. 또한 한중 관계의 악화로 일본 화장품 시장이 좋아지면서 동사도 규모가 크지는 않지만 일본으로의 수출이 증가하고 있고 3분기 중 일본 브랜드의 주문에 따른 생산도 시작될 예정이다. 이에 3분기부터는 수출의 성장세가 나타날 것으로 기대되며 작년 국내 고객사로의 매출 증가로 42.3%에 불과했던 해외 매출 비중도 올해는 예년 수준 이상으로(약 50%) 증가할 것으로 판단된다.

## ▶ 매수 투자의견 유지, 목표주가 3.6만원으로 하향

– 매수 투자의견은 유지하나 실적 추정치 조정에 따라 목표주가는 기준 4만원에서 3.6만원으로 하향한다. 전방산업의 악화로 국내 매출의 부진이 당분간 이어질 것으로 예상되며 설비 투자에 따른 고정비 증가로 수익성도 악화될 것으로 전망된다. 다만, 하반기부터는 해외 고객사로의 매출이 성장세로 전환되고 화장품 업체 외 헬스케어 관련 신규 고객사가 1분기부터 증가되고 있는 점은 긍정적이다.

Rating	매수(유지)
Target Price	36,000원
Previous	40,000원

### 주가지표

KOSPI(08/04)	2,395P
KOSDAQ(08/04)	642P
현재주가(08/04)	26,650원
시가총액	3,304억원
총발행주식수	1,240만주
120일 평균거래대금	200억원
52주 최고주가	47,050원
최저주가	26,650원
유동주식비율	37.2%
외국인자본율(%)	6.52%
주요주주	기중현 외 1인(61.4%) PKG Group, LLC(6.8%)

### 상대주가차트



## 기업Update

최서연(02-3770-5323) janice84@hygood.co.kr

결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2014A	1,688	121	87	87	868	—	—	—	7.2%	10.5%	8.0%
2015A	1,991	189	153	153	1,466	27.8	3.2	16.5	9.5%	12.4%	11.3%
2016A	2,346	249	209	209	1,687	22.8	2.7	12.7	10.6%	11.7%	13.1%
2017F	2,396	189	166	166	1,342	20.1	1.7	15.9	7.9%	8.9%	9.8%
2018F	2,727	251	190	190	1,534	17.6	1.6	11.7	9.2%	9.3%	11.6%

자료: 연우, 한양증권 리서치센터 추정

## 〈도표1〉 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

연결 손익	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	'15	'16	'17E	'18E
매출액	549	632	596	569	566	580	608	642	1,991	2,346	2,396	2,727
yoy	19.9%	21.1%	28.7%	3.8%	3.2%	-8.2%	1.9%	12.9%	18.0%	17.8%	2.2%	13.8%
영업이익	59	102	55	33	23	57	51	58	189	249	189	251
yoy	248.4%	31.6%	64.3%	-45.5%	-60.1%	-43.9%	-8.0%	74.9%	55.3%	32.0%	-23.9%	32.5%
영업이익률	10.7%	16.1%	9.3%	5.8%	4.1%	9.8%	8.4%	9.0%	9.5%	10.6%	7.9%	9.2%
당기순이익	50	82	30	48	(3)	50	44	50	153	209	166	190
순이익률	9.1%	12.9%	5.0%	8.4%	-106.3%	8.6%	7.2%	7.8%	7.7%	8.9%	6.9%	7.0%

자료: 연우, 한양증권 리서치센터 추정

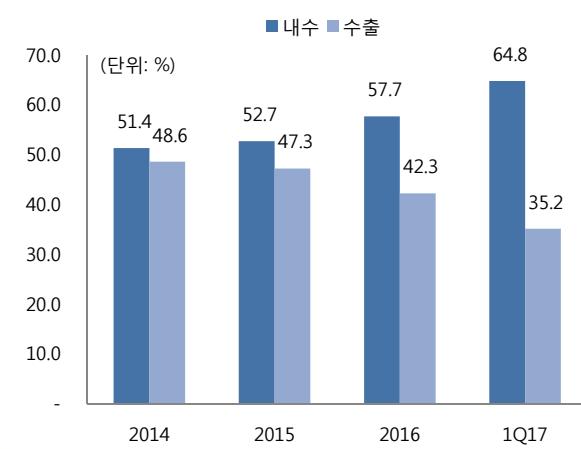
## 〈도표2〉 실적 추정치 변경 내역

(단위: 억원, %)

	2016	2017(E)			2018(E)		
		기준	변경	변동률	기준	변경	변동률
매출액	2,346	2,560	2,396	-6.4%	2,914	2,727	-6.4%
영업이익	249	233	189	-18.9%	286	251	-12.2%
OPM(%)	10.6	9.1	7.9	-1.2%p	9.8	9.2	-0.6%p
당기순이익	209	184	166	-9.8%	226	190	-15.9%

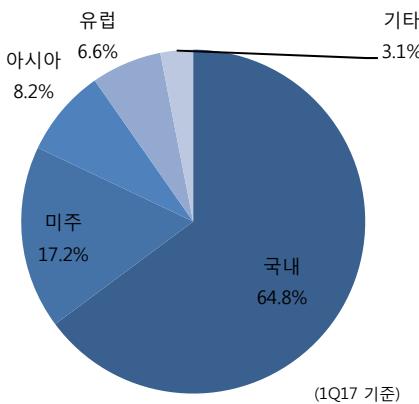
자료: 연우, 한양증권 리서치센터 추정

## 〈도표3〉 내수/수출 비중



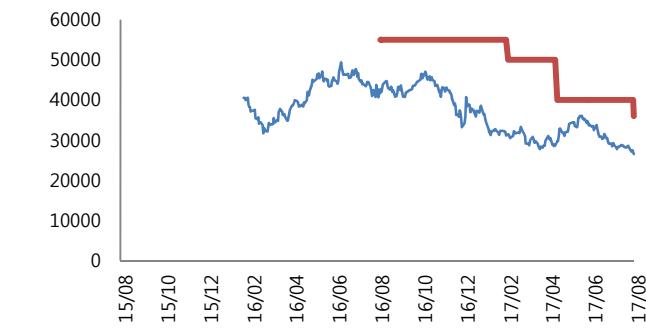
자료: 연우, 한양증권 리서치센터

## 〈도표4〉 지역별 매출 비중



자료: 연우, 한양증권 리서치센터

## TP Trend



## Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지금보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 종대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관 또는 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:최서연)
- 기업 투자의견
 

매수	향후 6개월간 15% 이상 상승예상
중립	향후 6개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
매도	향후 6개월간 15% 이상 하락 예상

 당사의 투자의견은 2004년 10월 1일부터 매수, 중립, 매도의 3단계로 변경되었습니다.
- 산업 투자의견
 

비중확대	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
중립	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
비중축소	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 투자의견 비율공시(기준: 2017.06.30)
 

구분	매수	중립	매도
비율	92%	8%	0%

## • 투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
연우	115960	2016.08.08	매수(신규)	55,000원
		2016.10.31	매수(유지)	55,000원
		2016.12.12	매수(유지)	55,000원
		2017.02.06	매수(유지)	50,000원
		2017.04.17	매수(유지)	40,000원
		2017.05.16	매수(유지)	40,000원
		2017.08.07	매수(유지)	36,000원

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



## 한양증권 점포현황

HANYANG SECURITY

---

본점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
광진금융센터	(02)2294-2211	서울 광진구 아차산로 355 타워더모스트 광진아크로텔 4층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프리자빌딩 1층

---

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다.  
본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자 의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.