

**신영 Consumer팀**

#ODM매력떨었다 #중국성장지속 #동남아도 핫해
#온라인은핵인싸지름길 #더마(Derma)에도 주목



화장품업(신규) 어지러운 세상, 중심(中心) 잡기

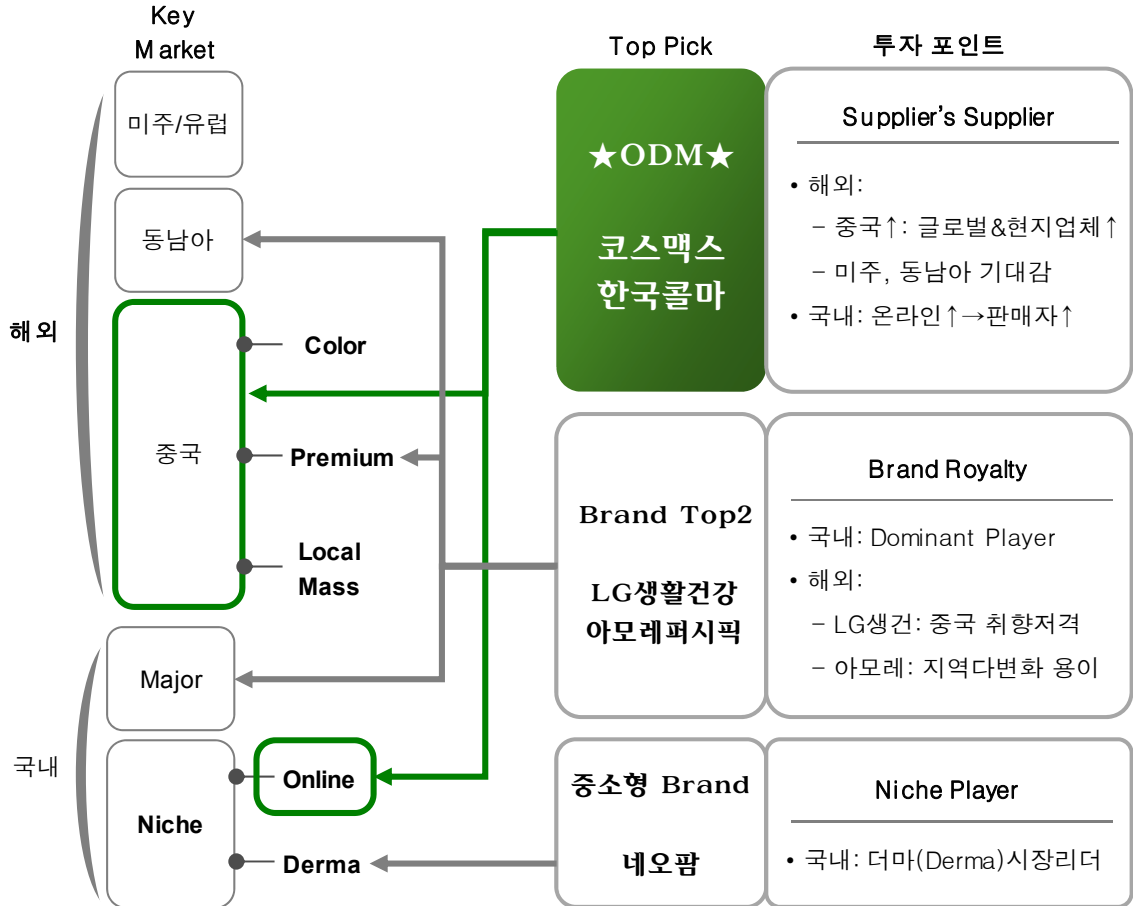




Content

I. 화장품업, 그것이 알고 싶다	5
1. 화장품업 Value Chain.....	5
2. 2017년 사드(THAAD)사태, 전과 후.....	6
3. 중국인 구매력이 매력적인 이유.....	12
4. 중국인 마음 사로잡기.....	15
II. 투자의 중심(中心) 잡기.....	31
1. ODM사: 화장품업 최선후업종.....	32
2. 대형브랜드사: 잘하는 것에 집중할 때.....	44
3. 중소형 브랜드사: 국내 니치(Niche) 마켓은 여전히 성장한다.....	50
III. 기업분석.....	58
코스맥스(매수/TP 190,000원/신규): 글로벌 ODM시장을 선도한다	59
한국콜마(매수/TP 100,000원/신규): 힘을 내요, C헬스케어.....	77
LG생활건강(매수/TP 1,500,000원/신규): 럭셔리시장, 놓치지 않을 거예요.....	94
아모레퍼시픽(매수/TP 320,000원/신규): 미래 성장동력은 시장 다변화.....	113
네오팜(매수/TP 62,000원/신규): 국내 더마코스메틱 시장의 터줏대감	133
L'Oreal(ORF/ 프랑스): 글로벌 화장품계의 큰 손.....	143
Shiseido(4911.JP/ 일본): 중국의 이변 정류장은 시세이도입니다.....	148

화장품업 투자전략



자료: 신영증권 리서치센터

화장품업 최선호주로 ODM기업(한국콜마, 코스맥스)을 추천한다.

화장품 산업은 ODM업체의 발전으로 '제조'와 '유통/판매'가 분리되어 발달하였다.

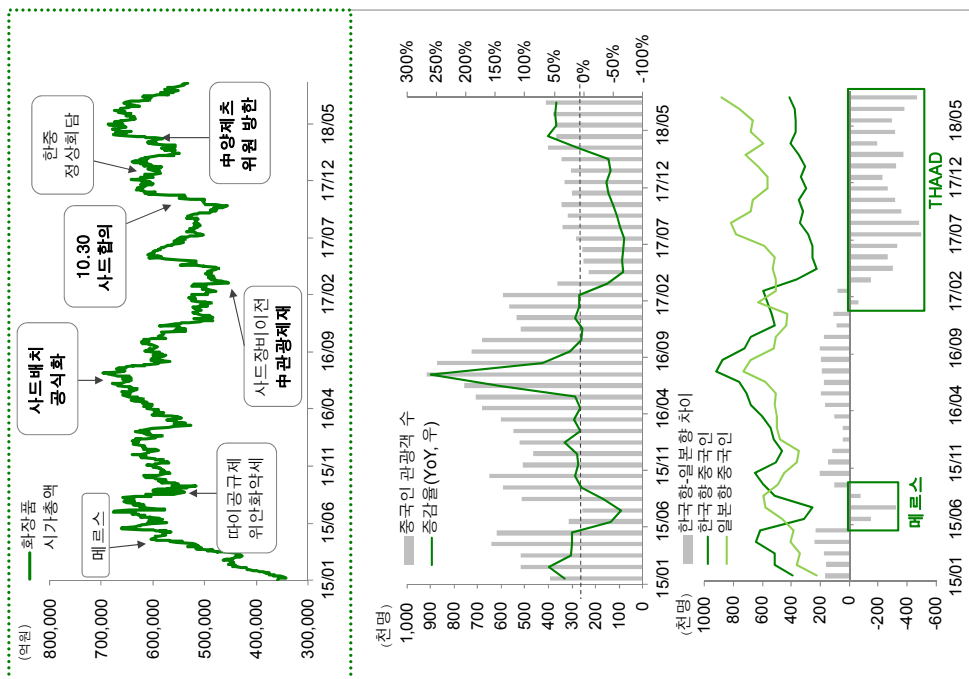
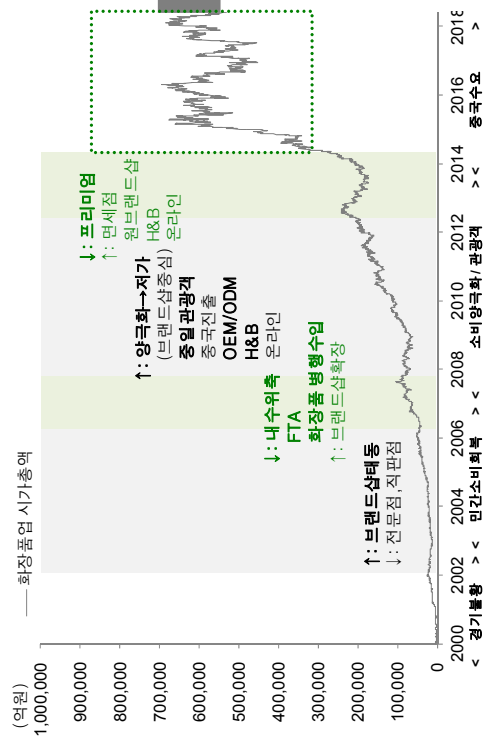
국내 화장품업체의 주요 성장동력은 **해외**, 특히 **중국**에서 기대할 수 있으며,

성숙기에 접어든 국내 화장품시장에서 성장성 있는 분야는 **온라인채널** 및 **더마(Derma) 화장품**으로 판단된다

ODM업체는 온라인채널을 통해 급증하는 **국내 화장품 제조판매업자**의 수요부터,

중국 현지 및 글로벌 진출업체의 수요까지 폭 넓게 수용할 수 있어 화장품업 내 가장 매력적이다

내 여자 친구와



자료: Quantwise, 대한회계공인협회, 한국관광공사, 일본관광공사, 경영증권리서치센터

I. 화장품업, 그것이 알고 싶다

1. 화장품업 Value Chain

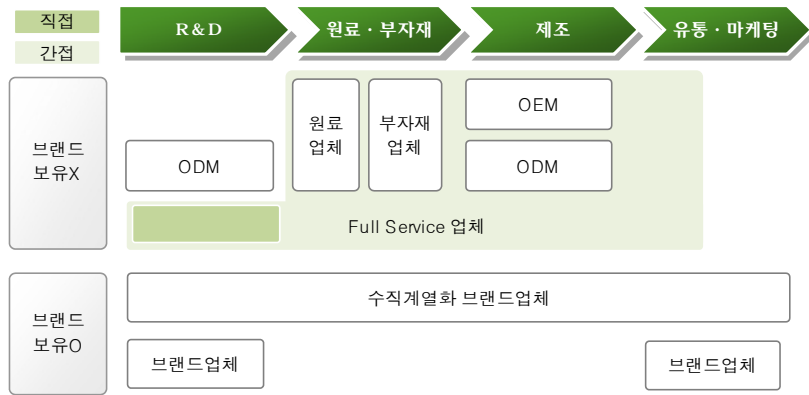
제품개발능력과
고객충성도 확보가
중요

화장품산업은 화장품 연구개발부터 원료·부자재 조달, 제조, 유통·마케팅에 이르는 활동을 아우른다. 화장품업은 1) 낮은 경기민감도, 2) 기술집약적 고부가가치 창출, 3) 이미지 중시, 4) 짧은 제품생애주기 등의 특징이 있다. 즉, 경기영향을 적게 받으며 꾸준히 소비되고, 유행성이 강해 신제품 개발이 빈번하다는 의미이다. 시장 내 경쟁력을 갖추기 위해 빠르게 변하는 수요를 충족시킬 제품개발능력과 더불어, 굳건한 고객충성도 확보가 중요하다

OEM/ODM사
국내외 수주 증가 중

시장참여자는 화장품법에 따라 제조업자(생산)와 제조판매업자(기획, 판매)로 구분하기도 하나, 실무적으로는 원/부자재업체, OEM/ODM업체, 브랜드업체로 나눌 수 있다. 2000년대 초반 화장품 브랜드숍의 확대로 제조와 유통이 분리되며 성장하기 시작한 OEM/ODM사들은 현재 세계 화장품 시장을 선도하고 있으며, 국내 H&B스토어, 온라인 등 유통채널의 발달로 난립하는 브랜드사의 수요에 대응하며 발전 중이다. 더불어 중국 시장 성장에 따라 증가한 글로벌 수주 역시 성장동력으로 작용하고 있다

도표 1. 화장품산업 Value Chain



자료: 신영증권 리서치센터

2. 2017년 사드(THAAD)사태, 전과 후

(1) 국내 시장 영향

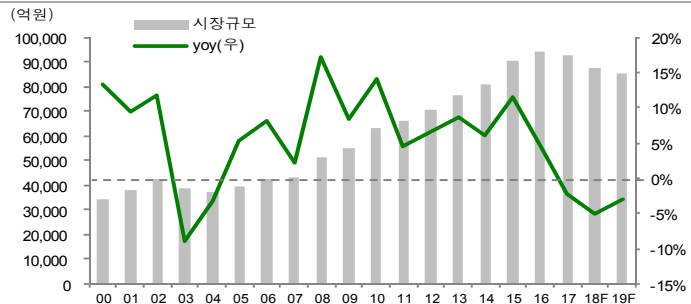
한류 영향으로
국내 화장품 시장 성장

2008년부터 시작된 국내 화장품 시장의 가파른 성장은 화장품업 주가에 긍정적인 영향을 미쳤다. 이는 한류(韓流)에 따른 해외, 특히 중국 수요의 K-뷰티 선호현상에 기인하였다. 실제로 국내 프리미엄 채널은 2008년부터, 매스채널은 2014년부터 성숙기에 진입한 모습을 보였기 때문이다

화장품 수출액 증가로
2018년 시장규모
감소할 전망

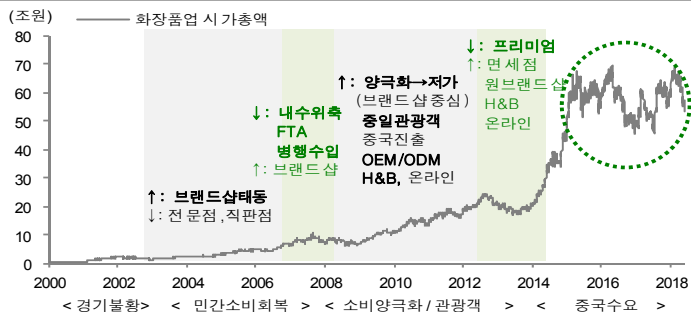
2017년 국내 화장품 시장규모는 9조 2,552억원을 기록, 전년 비 2.1% 감소하였다. 이는 2017년 3월 사드(THAAD) 사태 이후 중국인 관광객 급감으로 인한 내수 화장품 시장 위축 때문이다. 2018년의 시장규모는 8.9조원으로, 전년에 이어 3.6% 감소할 것으로 전망한다. 화장품 시장규모는 국내 생산액에서 수출액을 빼고, 수입액을 더하는 식으로 산정되며, 올해 시장규모 감소는 국내 화장품사의 해외진출에 따른 수출액 증가 지속을 예상하기 때문이다

도표 2. 국내 화장품 시장규모 추이



자료: 대한화장품협회, 신영증권 리서치센터

도표 3. 국내 화장품 산업 시가총액 추이



자료: Quantivise, 신영증권 리서치센터

사드배치에 따른
중국의 단체관광 제재

2013년부터 중국인 관광객은 일본을 제치고 방한 외국인 입국객 수 1위에 오르며, 국내 화장품 소비시장에 활력을 불어넣어왔다. 그러나 2016년 7월 한국 정부의 사드(THAAD) 배치 공식화는 2017년 중국 정부의 관광제재로 이어져, 중국인 관광객이 급감하는 데에 주 원인이 되었다

화장품업 주가
對 중국 이벤트에 등락

업체별 화장품 소매판매지수를 살펴보면, 사드 직후 전문소매(원브랜드샵 등), 대형마트, 무점포(온라인 등) 채널이 일제히 하락하였다. 이는 중국인 관광객이 국내 소비시장에 깊숙이 침투해있었다는 것을 의미한다. 이에 화장품업 주가는 對 중국 관련 이벤트에 등락을 반복하는 모습을 보여왔다. 다만, 중국 파이공(代工, 보따리상) 수요가 몰렸던 면세점은 화장품 소매판매지수를 견인하며 가파르게 상승하였다

도표 4. 2015년 이후 국내 화장품 산업 시가총액 추이

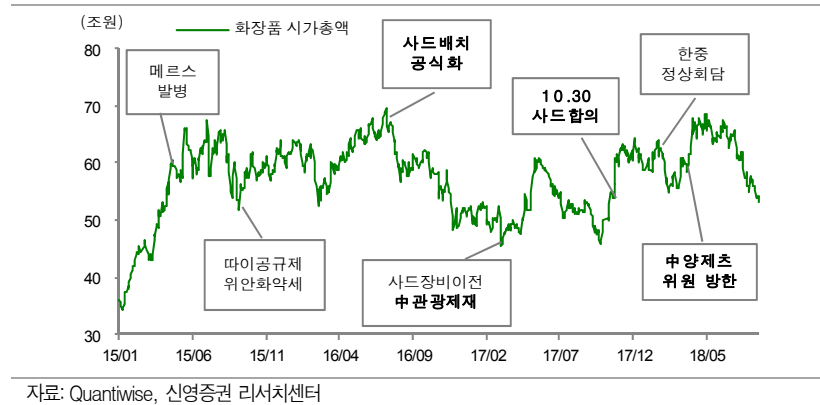


도표 5. 방한 중국인, 일본인 관광객 수 추이

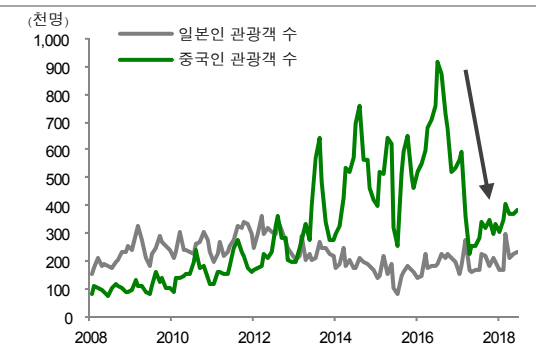


도표 6. 소매판매 지수 추이

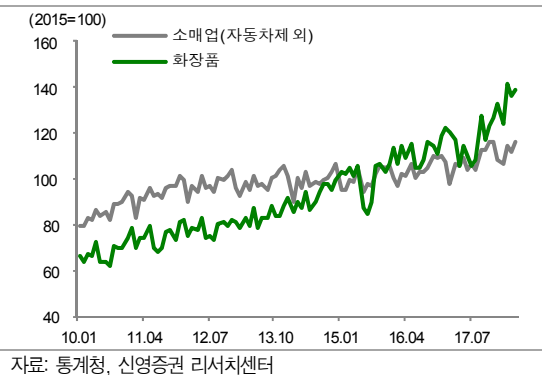
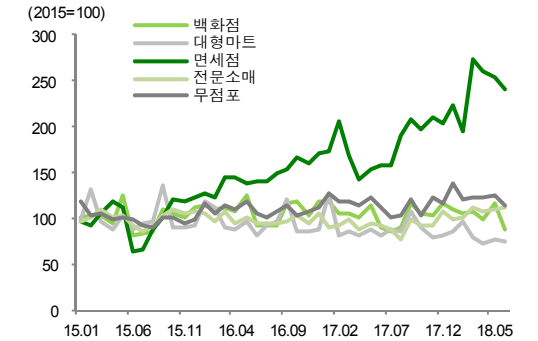
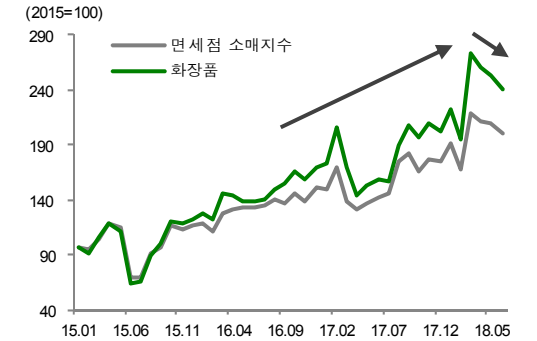


도표 7. 유통별 화장품 소매판매지수 추이



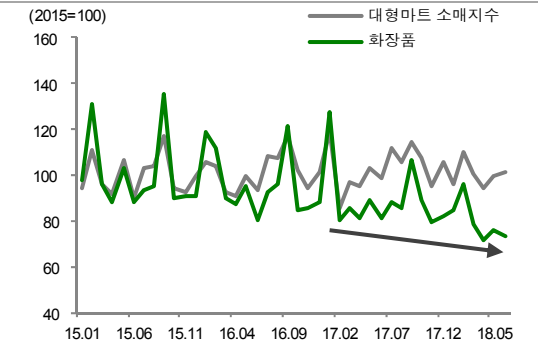
자료:통계청, 신영증권 리서치센터

도표 8. 면세점 채널 화장품 소매판매지수 추이



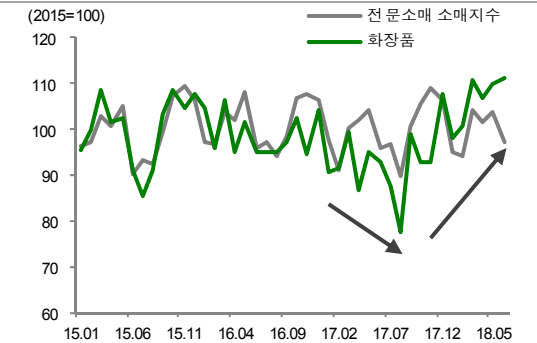
자료:통계청, 신영증권 리서치센터

도표 9. 대형마트 채널 화장품 소매판매지수 추이



자료:통계청, 신영증권 리서치센터

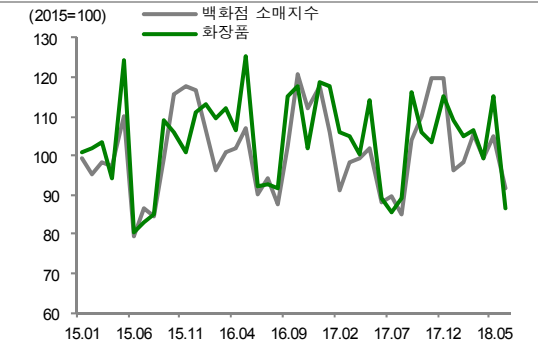
도표 10. 전문소매 채널 화장품 소매판매지수 추이



자료:통계청, 신영증권 리서치센터

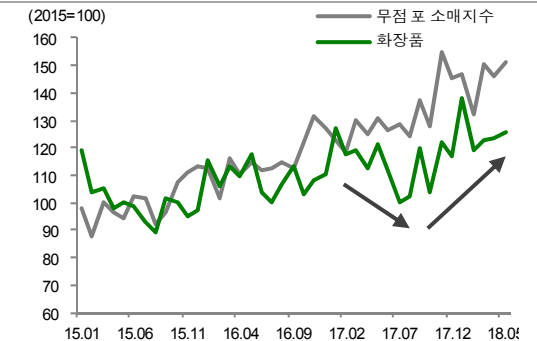
참고: 전문소매점은 일정한 매장을 갖추고 특정상품을 전문판매하는 소매점을 의미

도표 11. 백화점 채널 화장품 소매판매지수 추이



자료:통계청, 신영증권 리서치센터

도표 12. 무점포 채널 화장품 소매판매지수 추이



자료:통계청, 신영증권 리서치센터

참고: 무점포 채널은 인터넷쇼핑, 홈쇼핑, 방문/비대면판매를 포함

(2) 중국인 수요 영향이 컸던 이유

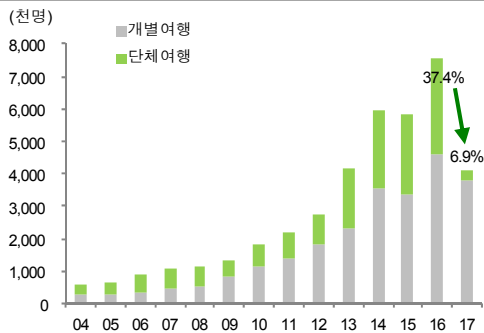
방한입국객 1위 중국,
가장 많이 하는 활동 쇼핑

중국인 관광객이 화장품업의 성장동력이 될 수 있었던 이유는 중국인 관광객이 한국 방문 시 가장 많이 하는 활동이 쇼핑이며, 쇼핑 품목 1위가 향수/화장품이기 때문이다. 또한, 중국은 2013년부터 방한 외국인 입국객 수 1위이자 전체 여행객 중 1인당 쇼핑경비가 가장 높은 국가이다

중국 단체관광객 감소로
화장품 시장 부진

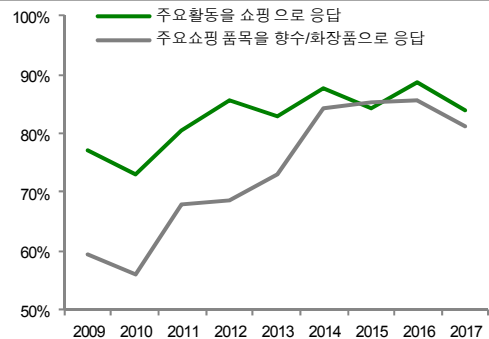
중국인 관광객은 개별여행과 단체여행, 크게 두 유형으로 나뉜다. 중국 정부의 단체관광 제재로 2016년 중국인 관광객 중 37.4%를 차지하는 단체여행객이 큰 폭 감소하며 전체 중국인 관광객 수 역시 하락하였고, 이 여파로 국내 화장품 시장이 부진했던 것으로 판단된다

도표 13. 방한 중국인 관광객 추이



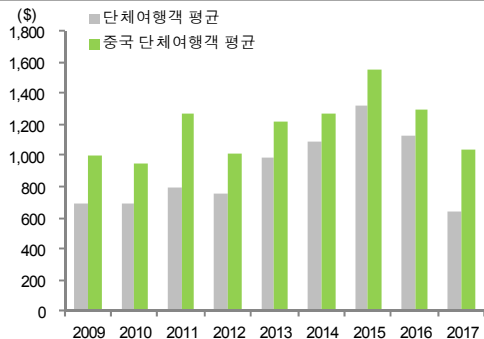
자료: 한국관광공사, 한국문화관광연구원, 신영증권 리서치센터

도표 14. 방한 중국인 관광객 설문조사



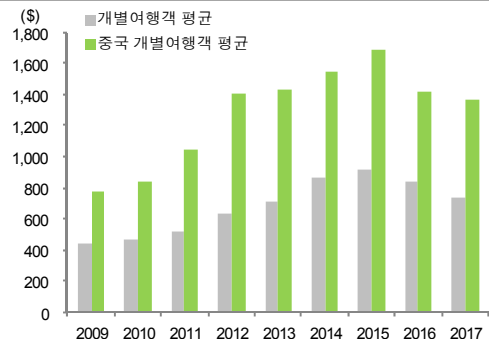
자료: 한국관광공사, 한국문화관광연구원, 신영증권 리서치센터
참고: 중복응답 가능

도표 15. 방한 단체 여행객 평균 1인당 쇼핑경비



자료: 한국관광공사, 한국문화관광연구원, 신영증권 리서치센터

도표 16. 방한 개별 여행객 평균 1인당 쇼핑경비



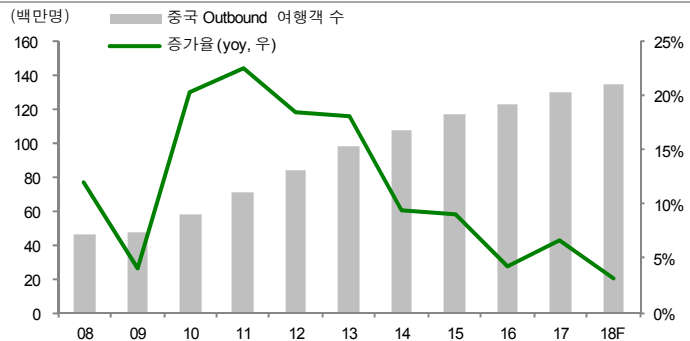
자료: 한국관광공사, 한국문화관광연구원, 신영증권 리서치센터

(3) 중국인 수요는 어디로 갔나?

중국 관광객 성숙으로
원거리 여행 증가

2017년 중국인 Outbound 여행객 수는 1.3억명으로, 2018년 상반기 중국인 관광객이 가장 많이 방문한 국가는 태국, 일본, 홍콩/마카오/대만 순을 기록하였다. 여전히 인접 국가인 아시아 지역이 주요 여행국가의 상위를 차지하고 있으나, 점차 인도네시아, 캄보디아 등 상대적으로 거리가 먼 동남아시아나 유럽, 호주 등의 국가가 순위권에 나타나며 중국 관광객이 성숙하고 있음을 보여준다. 한국의 경우, 중-일 영토분쟁 영향으로 2011년부터 6년 간 높은 순위에서 머무르다, 사드(THAAD) 사태 이후 9~10위권에 위치하고 있다. 참고로 현재 한국행 단체여행이 허용된 지역은 북경, 충칭, 상하이, 산둥성, 후베이성, 장쑤성 등 총 6개 성/직할시이다

도표 17. 중국 Outbound 여행객 수 추이



자료: 중국 국가여유국, Travel China Guide, 신영증권 리서치센터

도표 18. 중국 Outbound 여행국가 상위 10위 추이

구분	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	1H18
1	홍콩	홍콩	홍콩	홍콩	홍콩	홍콩	홍콩	홍콩	한국	태국	태국	태국
2	마카오	마카오	마카오	마카오	마카오	마카오	마카오	한국	대만	한국	일본	일본
3	일본	일본	일본	일본	한국	한국	한국	태국	일본	일본	싱가폴	홍/마/대
4	한국	베트남	한국	한국	대만	대만	태국	대만	홍콩	인니	베트남	싱가폴
5	베트남	한국	베트남	대만	말련	태국	대만	마카오	태국	싱가폴	인니	베트남
6	태국	러시아	대만	베트남	일본	일본	미국	일본	프랑스	미국	말련	유럽
7	싱가폴	미국	미국	미국	태국	캄보디아	일본	싱가폴	이탈리아	말련	필리핀	말련
8	말련	싱가폴	러시아	말련	미국	미국	베트남	말련	스위스	몰디브	미국	호주
9	호주	태국	싱가폴	태국	캄보디아	말련	캄보디아	인니	마카오	베트남	한국	미국
10	독일	말련	태국	싱가폴	베트남	베트남	말련	프랑스	독일	필리핀	몰디브	한국

자료: 중국 국가여유국, Travel China Guide, 신영증권 리서치센터

참고: 2014년은 3Q까지 집계됨, 2016~17년은 홍콩, 마카오, 대만 여행객 집계 제외

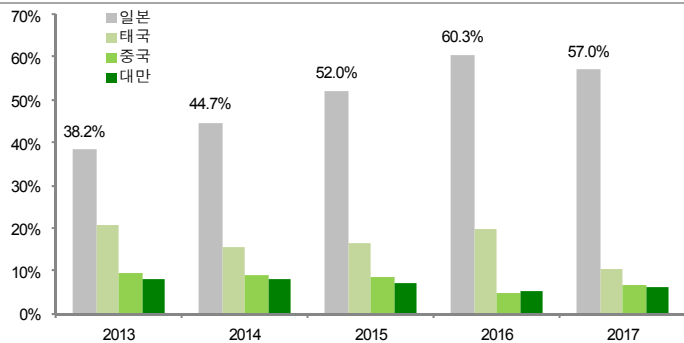
한국 방문시 비교국가
1위는 일본

국내 방한 외국인 관광객 대상 설문조사에서 한국 방문 시 비교국가 1순위는 일본이며, 2017년 응답 비율은 57.0%로 타 국가 대비 압도적인 수치를 기록하였다. 실제로 2015년 메르스(MERS), 2017년 사드(THAAD) 사태로 인해 방한 중국인 관광객이 감소했던 시기에, 방한 중국인 관광객은 증가하는 추이를 확인할 수 있다

방한 중국인 입국자수는
사드보복 해제의 신호탄

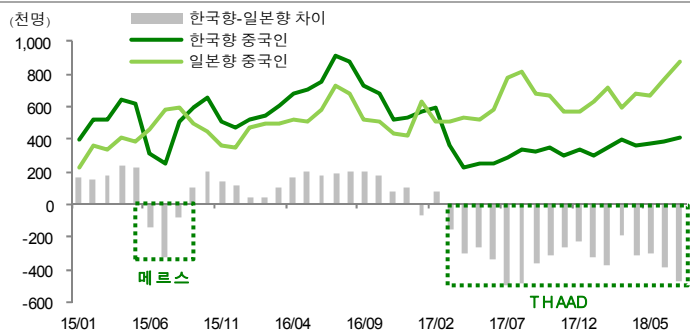
방한 중국인 입국자수 회복은 단기간에 국내 화장품시장 턴어라운드로 이어지지 않을 수 있다. 그러나 이는 중국의 사드 보복 해제의 신호탄이라 생각하며, 한국여행의 제 1 비교국가인 일본향 중국인 관광객 수와 함께 향후 추이를 지켜볼 필요가 있다. 유의미한 턴어라운드는 한국향-일본향 중국인 관광객 차이가 축소 혹은 역전됨으로써 확인할 수 있다고 판단된다

도표 19. 한국 방문 시 비교 국가 설문조사



자료: 한국관광공사, 한국문화관광연구원, 신영증권 리서치센터

도표 20. 한국향, 일본향 중국인관광객 수 비교



자료: 한국관광공사, 일본관광국, 신영증권 리서치센터

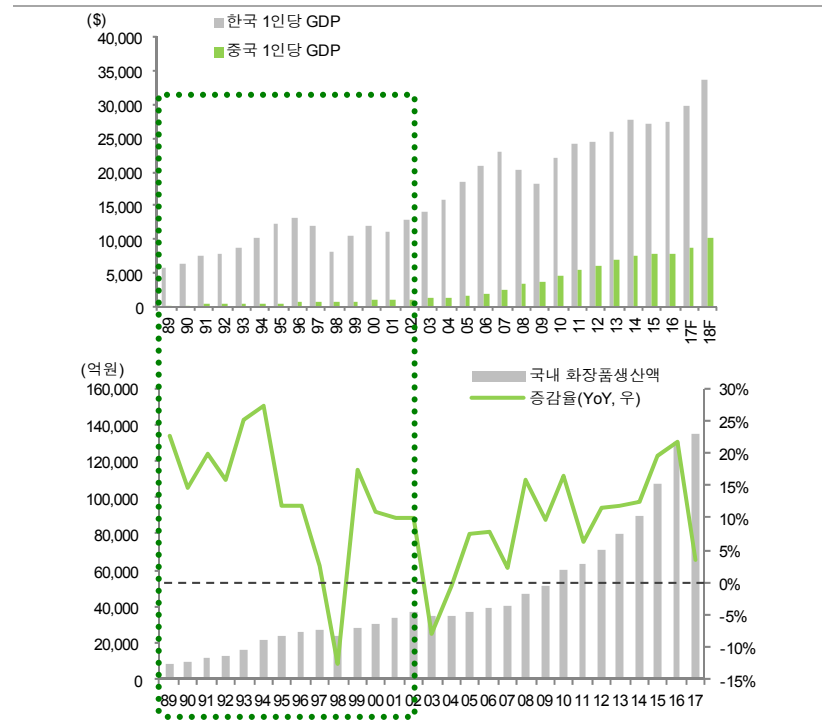
3. 중국인 구매력이 매력적인 이유

(1) 중국 화장품 시장 현황

1인당 GDP 1만불 도달시
화장품 산업 자립 시작

역사적으로 한 국가의 1인당 GDP가 \$5,000~10,000 수준에 도달하면 화장품 소비가 본격 증가한다. 국내의 경우 1인당 GDP가 해당 수준이었던 1989~2001년('98년 IMF 제외)의 화장품 생산액이 크게 증가하였고, 1인당 GDP \$10,000을 넘어선 2000년 전후로 화장품 산업은 독자적인 밸류체인을 확립하게 된다

도표 21. 한국, 중국의 1인당 GDP와 한국 화장품생산액 추이



자료: 대한화장품협회, 통계청, IMF, 신영증권 리서치센터

중국 화장품 산업
성장구간 진입

중국의 1인당 GDP는 2011년 \$5,600, 2016년 \$8,123 수준으로, 화장품 산업 성장 구간에 진입하였으며, 국제금융기구 IMF(국제통화기금)에 따르면 2018년 중국의 1인당 GDP는 1만 달러 수준에 진입할 것으로 추정된다. 다만, 중국은 도시별 GDP, 인구, 경제력 등을 종합평가하여 분류되는 도시 등급이 있을 만큼 지역 간 발전속도가 천차만별이다. 2017년 기준 북경, 상해 등의 지역은 이미 1인당 GDP가 2만 달러에 근접한 반면, 섬서성, 티베트자치구 등의 지역은 6천 달러 수준에 그쳤다. 이에 상대적으로 발전된 도시지역의 구매력이 상승하며, 화장품 소매액이 예상보다 빠른 속도로 증가하는데에 기여할 수 있었다고 판단된다

도표 22. 중국 도시분류

구분	도시
1선도시	북경, 상해, 광주, 심천, 천진
2선도시	항주, 서안, 장춘, 남경, 중경, 청도, 심양 등
3선도시	이우, 길림, 귀양, 낙양, 옌성, 우루무치 등
4선도시	난주, 단둥, 평정산, 계림, 산둥 등
5선도시	라싸, 단양 등

자료: 언론취합, 신영증권 리서치센터

도표 23. 중국 지도



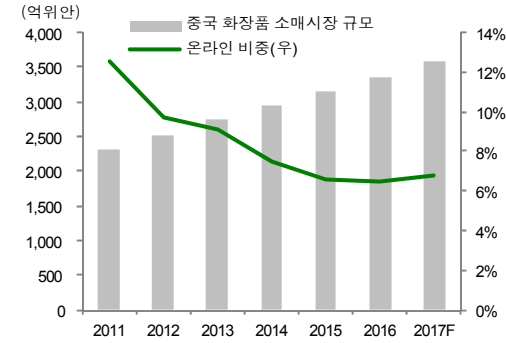
자료: KOTRA, 신영증권 리서치센터

도표 24. 중국 지역별 1인당 GDP (2017년)

상위 5개 지역	1인당 GDP(\$)	하위 5개 지역	1인당 GDP(\$)
북경	20,356	섬서성('서안)	6,424
상해	19,671	티베트자치구	6,255
천진	18,807	구이저우성('구이양)	6,017
강소성('성도:남경)	16,965	운남성('쿤밍)	5,474
절강성('항주)	14,630	간쑤성('난주)	4,647

자료: 중국 국가통계국, 신영증권 리서치센터

도표 25. 중국 화장품 소매액 추이



자료: 중국 산업정보, 신영증권 리서치센터

(2) 중국 주요 소비층: 바링허우(80后)와 주링허우(90后)

중국의 밀레니얼,
바링허우와 주링허우

중국 화장품 시장의 소비주역은 누구일까? 세계 소비시장이 밀레니얼 세대의 구매력에 주목하듯, 중국에도 중국의 밀레니얼이 있다. 바로 바링허우(80后)와 주링허우(90后)다. 이는 1980~90년대에 태어난 세대를 일컫는 말로, 이들은 일반적인 밀레니얼 세대의 1)인터넷, 모바일 활용에 능숙, 2)개인적 정보 신뢰, 3)소비지향적, 4)높은 진학률 등의 특징을 공유하면서도, 차별점을 가지고 있다

비슷하면서 다른
바링허우와 주링허우

바링허우(80后)는 소황제 · 소공주 세대로도 불리며, 1979년 1가구 1자녀 산하제한 정책의 영향으로 대부분 외동으로 자라 개인적 성향이 강하다. 또한, 중국 개방으로 경제성장의 혜택을 누리며 소비지향적이고 개방적인 편이다. 주링허우(90后)는 2기 소황제 · 소공주 세대로, 부모세대의 경제적 부를 기반으로 어렸을 때부터 소비에 익숙한 경향이 있다. 또한 해외브랜드 선호가 강하고, 개성이 뚜렷하다

SNS마케팅선호,
소비지향적,
개방적인 성향의 밀레니얼

요컨대, 중국의 주요 소비층인 이들은 인터넷, 모바일을 능숙히 활용하고 개인적 정보를 신뢰하기 때문에 SNS를 활용한 마케팅을 선호하며, 소비지향적, 개방적인 특징이 있어 새로운 제품을 시도하는데에 거부감이 적다는 특징이 있다

밀레니얼 세대 [Millennials, Millennial Generation]

: 미국에서 1982~2000년 사이에 출생한 세대를 일컫는 말

- 1982~96년생(Y세대): 인터넷, SNS 등이 급성장하는 시기에 출생
- 1997년생 이후(Z세대): 이미 모바일 등이 발달된 시기에 출생, 24시간 디지털 생활에 보다 익숙함
- 특징:
 - 높은 대학 진학률
 - 결혼, 내집마련 등에 적극적이지 않으나, 개성을 드러내는 품목에 소비를 아끼지 않음
 - SNS 등 인터넷 매체에 의존하는 경향
 - 전통적 마케팅보다 개인적 정보를 더 신뢰
 - 스토리, 진정성, 가치 등을 가진 브랜드 선호

4. 중국인 마음 사로잡기

장기적으로 중국 현지
대응이 필요

국내 화장품 시장 성장에 있어 해외 수요, 특히 중국 소비자의 마음을 사로잡기는 필수적이다. 방한 중국인 관광객 수의 턱어라운드를 시작으로 단기로는 중국인 노출도가 높은 면세점·온라인 등 국내채널에서, 장기로는 중국 현지에서 중국인 수요에 대응하는 것이 필요하다 판단된다

(1) 단기: 국내채널에서 중국인 수요 대응

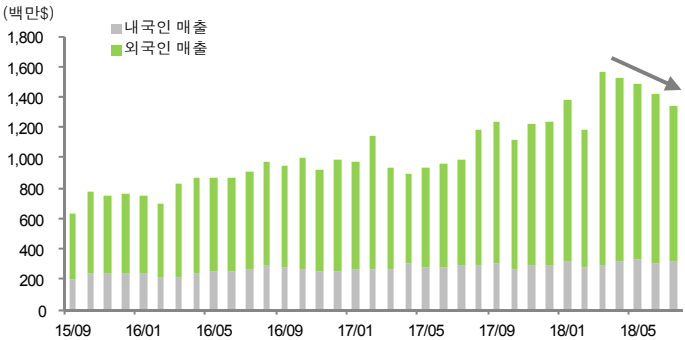
파이공 수요가 견인한
면세점 매출

中 관광객 회복이 부진한 상황에서 중국인 수요에 대응 가능한 국내 채널은 1)면세점 2)온라인 역직구가 있다. 과거 화장품 판매에 있어 면세점 채널은 실제 관광객으로부터의 매출이 중요했다. 그러나 근래 파이공(代工) 시장이 발달함에 따라, 면세점은 이들이 주도하는 가파른 성장을 경험했다. 이에 따라 면세점의 외국인 매출이 꾸준히 증가하는데에 비해, 외국인 객수는 2017년 3월부터 1년 간 역성장을 면치 못했는데, 이는 외국인 1명 당 구매금액이 높아지며 면세 매출이 성장했다는 것을 의미한다

면세점 핵심은
실제 관광객의 구매

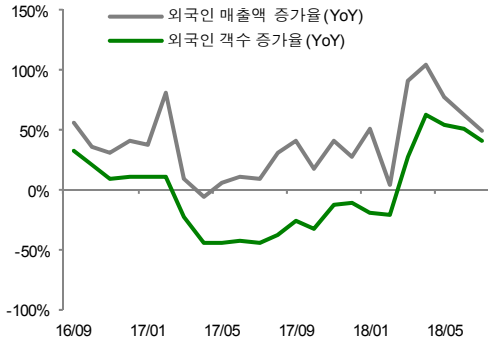
다만, 파이공(代工) 수요는 각종 규제에 아직은 취약하다는 점에서 지속가능성을 확신하기 힘든 불안정한 매출이다. 따라서, 순수 관광객의 구매가 면세점 매출에 여전히 중요한 부분을 차지한다고 판단한다

도표 26. 면세점 국적 별 매출액 추이



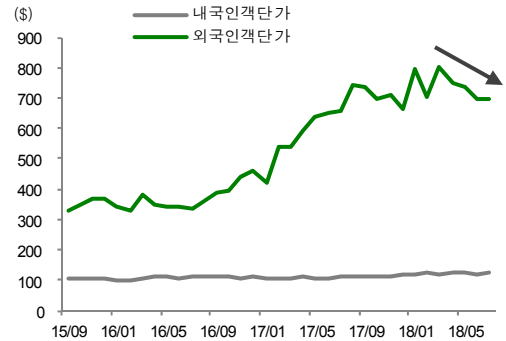
자료: 한국면세점협회, 신영증권 리서치센터

도표 27. 외국인 매출액, 객수 증가율 추이



자료: 한국면세점협회, 신영증권 리서치센터

도표 28. 면세점 국적 별 객단가 추이



자료: 한국면세점협회, 신영증권 리서치센터

시내면세점으로 모인
파이공 수요

면세점은 출국하는 내·외국인에 과세 면제된 상품을 판매하는 장소로, 시중보다 저렴한 가격에 구매할 수 있다는 이점이 있다. 파이공(代工) 수요 역시 이 점을 활용해왔다. 그러나 파이공(代工)의 과도한 구매로 화장품 면세판매에 점차 구매제한이 생기면서, 이들의 관심은 적은 구매로도 마진을 많이 남길 수 있는 고가 제품으로 이동하였다. 더불어 출국 전에 쇼핑이 가능하고, 구매 제한에도 여러 면세점을 돌아다니며 최대한 많이 구매할 수 있는 시내면세점으로 수요가 쏠렸다. 실제로 2017년 국내 면세점 매출 상위 10개 점포 중 7개가 시내 면세점인 점은 이를 반영하는 결과이다[도표 31]

도표 29. 면세점 정의 및 종류

구분	내용
정의	출국하는 내·외국인에게 과세 면제된 상품을 판매하는 장소 관세법에서는 '보세판매장'으로 정의
과세종류	관세, 부가가치세, 개별소비세, 주세, 담배소비세 (단, 면세품을 해외로 반출하는 조건에 해당)
종류	<ul style="list-style-type: none"> - 시내면세점: 내외국인 대상, 출국전 쇼핑가능, 출국일 기준 60일 전부터 구매가능 - 출국장면세점: 내외국인 대상, 공항만 출국장에 설치 - 지정면세점: 내외국인 대상, 국내 다른 지역으로 출도하는 경우 이용가능 (제주특별자치도 여행객에 대한 면세점 특례규정) - 외교관면세점: 우리나라에 주재하는 대사관, 영사관, 공사관 직원 및 가족 등 대상

자료: 한국면세점협회, 신영증권 리서치센터

도표 30. 면세점 운영 현황

기업	구분	점포수	점포명
롯데	시내	5	명동본점, 코엑스, 월드타워, 부산, 제주
	출국장	4	김포, 김해, 인천T1, 인천T2
신라	시내	3	서울, 제주, HDC신라(웅산)
	출국장	3	인천T1, 인천T2, 제주공항
신세계	시내	3	강남, 명동, 부산
	출국장	3	인천T1(2), 인천T2
기타	시내	20	두타, 신우, 동화, 엔타스 등
	출국장	25	JDC, 제주관광공사
	지정	4	시티, 부산, 엔타스 등
합계	시내	31	
	출국장	32	
	지정	4	
총 합		67	

자료: 한국면세점협회, 신영증권 리서치센터

도표 31. 면세점 점포 매출 순위

(단위: 억원)

구분	2017		
	면세점	매출액	비중
1위	롯데면세점 명동본점	31,619	21.9%
2위	호텔신라 서울점	21,238	14.7%
3위	신세계면세점 명동점	13,510	9.3%
4위	롯데 인천공항면세점	11,209	7.7%
5위	HDC신라면세점	8,326	5.8%
6위	호텔신라 인천공항면세점	7,459	5.2%
7위	호텔신라 신제주면세점	5,792	4.0%
8위	롯데면세점 월드타워점	5,721	4.0%
9위	JDC 제주공항면세점	5,368	3.7%
10위	롯데면세점 제주점	4,783	3.3%
합계		144,684	100.0%

자료: 관세청, 신영증권 리서치센터

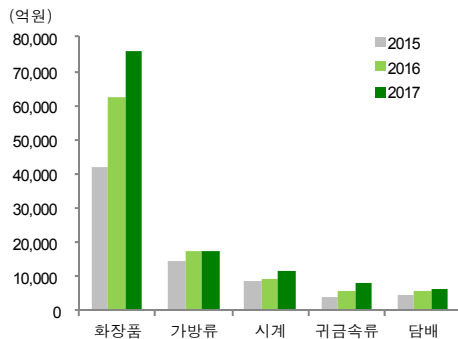
면세점 매출성장에
가장 큰 기여는 화장품

면세점 매출 성장에 가장 많은 기여를 한 품목은 단연 화장품이다. 화장품은 2015년부터 3년 간 면세 품목 중 가장 가파른 성장을 보여왔고, 2017년 화장품 매출액은 7조 5,884억원을 기록하며 전체 면세 매출의 52.4%를 차지하였다. 면세점의 브랜드별 매출액 순위 추이를 통해서도 이를 확인할 수 있다. 2013년까지 해외 명품브랜드 위주였던 면세점 시장의 주도권은 국내 럭셔리 화장품 브랜드의 약진을 통해 화장품 기업들이 쥐게 되었다

파이공 수요 부진으로
면세 매출 부진

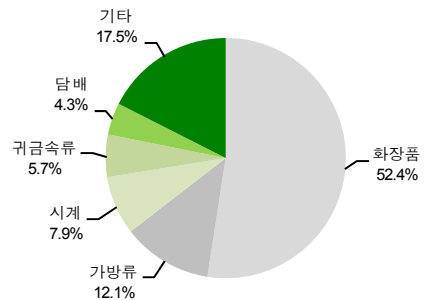
올해 3월부터 면세점 매출액은 전월 대비 감소하는 추이를 보이고 있다. 다만 긍정적인 부분은 외국인 매출액 대비 외국인 객수 둔화세가 완만하다는 점이다. 이는 위안화 약세, 파이공(代工) 규제 우려 등의 영향에 따른 파이공(代工) 수요의 부진을 의미하며, 장기적으로 관광객 수요가 이 부분을 채운다면 건전한 면세 매출을 기대해볼만 하다

도표 32. 면세점 품목별 매출 추이



자료: 관세청, 신영증권 리서치센터

도표 33. 면세점 품목별 비중 (2017년)



자료: 관세청, 신영증권 리서치센터

도표 34. 면세점 브랜드별 매출 순위 추이

구분	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1위	루이비통	루이비통	루이비통	루이비통	루이비통	후	설화수	후
2위	샤넬	샤넬	샤넬	까르띠에	설화수	설화수	후	설화수
3위	구찌	까르띠에	까르띠에	샤넬	까르띠에	루이비통	루이비통	에스티로더
4위	까르띠에	SK-II	SK-II	롤렉스	샤넬	헤라	Dior Cos	루이비통
5위	에스티로더	에스티로더	롤렉스	프라다	후	롤렉스	정관장	Dior Cos
6위	랑콤	롤렉스	프라다	에스티로더	롤렉스	까르띠에	라네즈	SK-II
7위	에르메스	구찌	구찌	설화수	MCM	라네즈	에스티로더	랑콤
8위	롤렉스	프라다	에스티로더	MCM	프라다	샤넬	숨	롤렉스
9위	프라다	에르메스	에르메스	오메가	헤라	MCM	롤렉스	정관장
10위	SK-II	랑콤	랑콤	랑콤	Dior Cos	Dior Cos	Y.S.L Cos	까르띠에

자료: 관세청, 신영증권 리서치센터

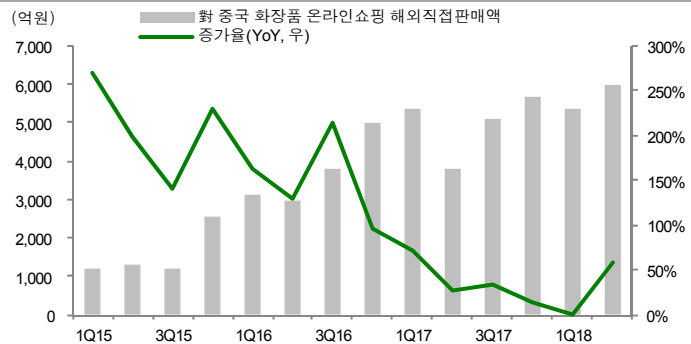
온라인 해외직접판매로
한국 화장품 재구매 가능

두번째 국내의 중국 수요 대응채널은 온라인이다. 중국서 소비를 주도하는 바링허우(80后)와 주링허우(90后)는 인터넷 활용에 능숙하다. 이에 한국 화장품을 사용해본 중국 소비자가 재구매를 원하는 경우, 간편히 한국 인터넷 사이트에 접속하면 된다. 위 판매 형태를 국내 화장품업체는 온라인 해외직접 판매(이하 역직구)라 부른다

역직구 내
화장품 비중 견고

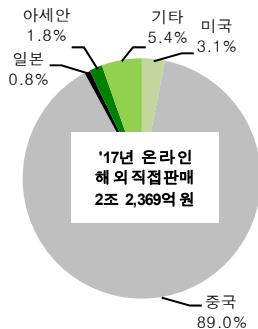
2017년 對 중국 화장품 온라인 역직구 금액은 1조 9,897억원으로, 전년 비 33.2% 증가, 전체 중 89.0%를 차지하였다. 2017년 對 중국 전체 역직구 금액 중 화장품은 85.9%로 가장 많은 비중을 차지하고 있으며, 2017년 2분기 부터 의류 매출이 증가하며 그 비중이 소폭 감소하고 있으나 여전히 80% 이상의 견고한 수준을 유지하고 있다

도표 35. 對 중국 화장품 온라인쇼핑 해외직접판매액 추이



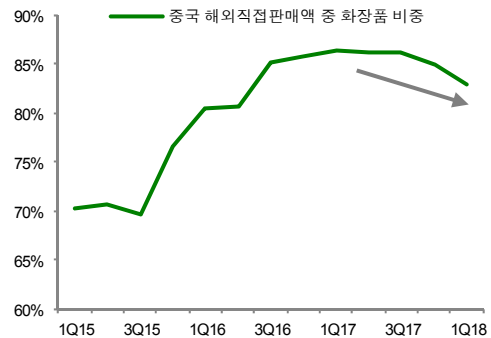
자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

도표 36. 화장품 온라인 해외직접판매액 국가별 비중



자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

도표 37. 對 중국 해외직접판매액 중 화장품 비중 추이



자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

중국 현지와
면세점 판매가 긍정적

다양한
중국진출 방법

(2) 장기: 중국 현지 진출

중국인 수요 대응에 있어 궁극적 목표는 중국 현지 및 해외면세점에서의 판매가 증가하는 것이다. 브랜드 로열티가 있다면 어디서든 팔리기 때문이다. 중국 정부도 자국 내 소비를 장려하기 위해 올해 7월부터 수입관세를 인하하였다. 이러한 우호적인 환경 변화에 맞춰 화장품 기업들도 중국 현지에 진출하여 중국 수요에 적극적으로 대응할 필요가 있다

브랜드사가 중국에 진출하는 방법은 크게 직접진출과 간접진출로 나눌 수 있다. 직접진출은 브랜드사의 현지 법인이 판매 주체가 되는 형태를, 간접진출은 판매 대리업체를 활용하는 형태를 의미한다

도표 38. 중국 수입관세 인하 내용

항목	세율
의류, 주방용품, 스포츠용품 등	15.9% → 7.1%
세탁기, 냉장고 등 가전제품	20.5% → 8%
가공식품	15.2% → 6.9%
스킨케어, 헤어제품 등 화장품과 일부 의약/건강 제품	8.4% → 2.9%
자동차	20~25% → 15%
자동차 부품 관세	8~25% → 6%

자료: 중국 국무원, 신영증권 리서치센터

참고: 2018년 7월 1일 시행 예정

도표 39. 중국 진출 방법

구분	내용
현지 진출 방법	
- 직접	브랜드사의 현지법인이 판매 주체 자사채널 구축: 전문점, 플래그십 스토어 등 유통채널과 계약: 백화점, H&B, 면세점, 마트, 온라인 등
- 간접	판매 대리할 수 있는 업체 활용 에이전시(대리상): 판매수수료 지불, 재고부담은 브랜드사에 있음 도매상/벤더: 공급가로 재고 넘기는 방식
브랜드별 전략	
- Premium	고급백화점, 프리미엄급 H&B스토어 등과 온라인 진출 병행
- Mass	플래그십스토어, Mass급 H&B스토어 등과 온라인 진출 병행

자료: 신영증권 리서치센터

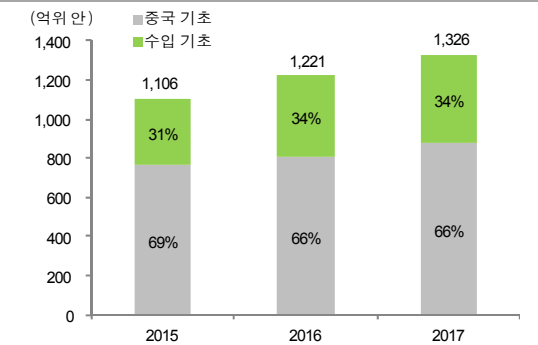
현지브랜드 대비
수입 화장품의
높은 매출 성장률

바링허우(80后)와 주링허우(90后)의 또 다른 특징으로는 개방성과 소비지향성이 있다. 즉, 이들은 해외브랜드 등 새로운 제품을 구매하는데에 거부감이 적다. 중국 화장품 시장 내 주요 품목인 기초 및 색조 화장품의 경우, 현지브랜드 대비 수입브랜드의 매출 성장률이 더 높은 경향을 보였다. 특히 수입 색조 화장품 매출 증가율은 2017년 기준 40.3%를 기록하며, 기초제품 대비 규모는 작지만 높은 성장성을 보이고 있다

중국 내 럭셔리브랜드
선호현상

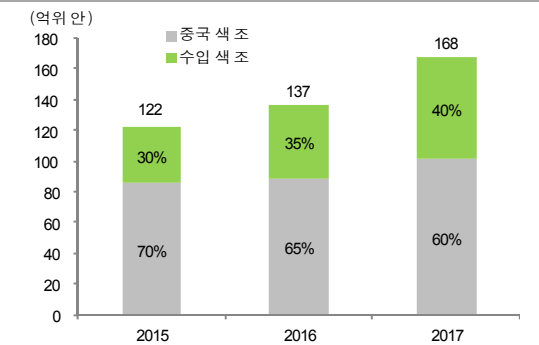
중국 화장품 수입의 주요국가는 미국/유럽, 한국, 일본 등이고, 이 중 미국/유럽이 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 이는 중국 내 럭셔리 브랜드 선호현상을 보여준다. 한국은 사드(THAAD) 영향으로 주요 국가 중 유일하게 2017년 매출액이 감소하였는데, 이 중 일부를 일본이 대체한 것으로 보인다

도표 40. 중국 기초제품 국내, 수입 비중 추이



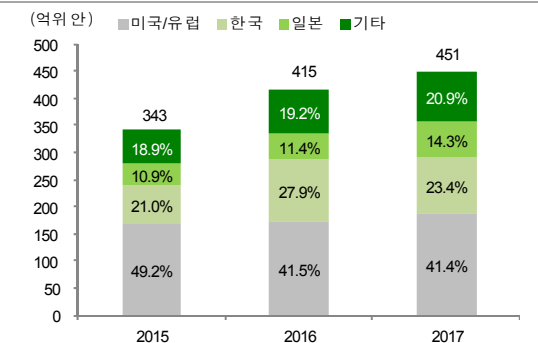
자료: 카이두 소비자지수, 신영증권 리서치센터

도표 41. 중국 색조제품 국내, 수입 비중 추이



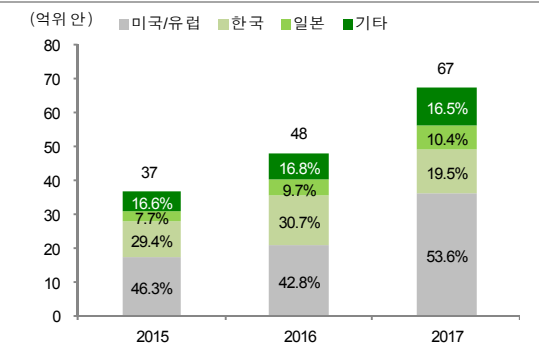
자료: 카이두 소비자지수, 신영증권 리서치센터

도표 42. 중국 수입 기초제품 국가별 판매 점유율 추이



자료: 카이두 소비자지수, 신영증권 리서치센터

도표 43. 중국 수입 색조제품 국가별 판매 점유율 추이

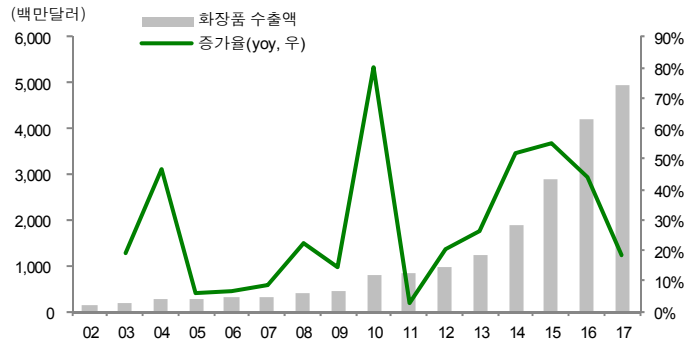


자료: 카이두 소비자지수, 신영증권 리서치센터

화장품 수출 내
높은 중화권 비중

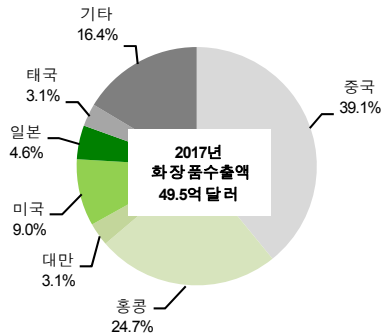
2017년 국내 화장품 수출액은 49.5억달러로, 전년 대비 18.2% 증가하였다. 이 중 對 중국 화장품 수출액은 19.3억달러로, 전년 비 23.1% 상승하였다. 2017년 기준 화장품 수출국은 중국, 홍콩, 미국, 일본 등의 순이며, 중화권(중국, 홍콩, 대만)의 수출 비중은 66.9%에 육박하였다. 2012년 중화권 수출 비중이 43.0%였던 것을 감안하면, 수출액과 비중 모두 큰 폭으로 증가하였다

도표 44. 국내 화장품 수출액 추이



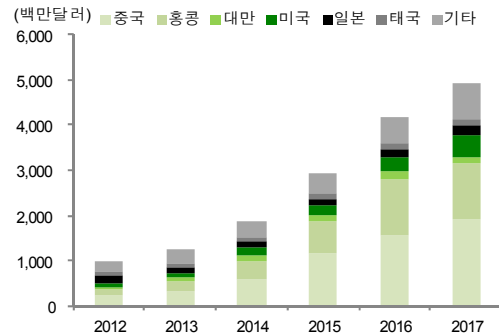
자료: 관세청, 대한화장품산업연구원, 신영증권 리서치센터

도표 45. 화장품 주요 수출국 비중



자료: 관세청, 대한화장품산업연구원, 신영증권 리서치센터

도표 46. 화장품 주요 수출국 비중 추이



자료: 관세청, 대한화장품산업연구원, 신영증권 리서치센터

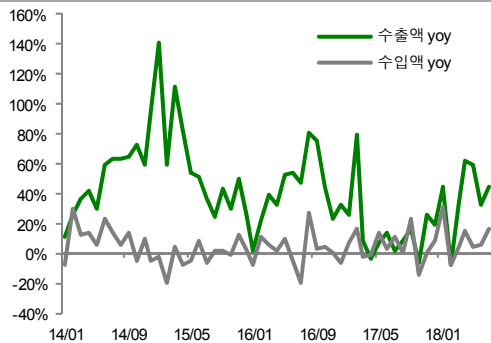
외부변수 영향을
적게 받는 스킨케어

화장품 월별 수출액을 살펴보면 외부 변수 영향을 적게 받으며 우상향함을 확인할 수 있다. 색조 대비 기초제품 수출액은 성장성이 높고, 동시에 수출액 감소 시 하방경직성이 있음을 확인할 수 있다. 이는 트렌드가 빠르게 바뀌는 색조와 달리 기초는 꾸준한 수요가 있다는 것을 의미한다

전체 화장품 수출을
견인한 중국 수출

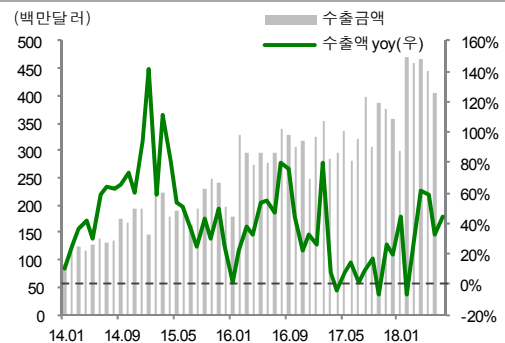
對 중국 화장품 수출액의 경우 등락폭이 더 크다는 점을 제외하면 전체 수출액과 유사한 양상을 보인다. 이는 중국이 전체 화장품 수출액을 견인하는 역할을 했기 때문이라 판단된다. 중국의 경우, 색조화장품 시장이 급성장했기 때문에 기초 화장품 대비 색조화장품의 수출액 성장폭이 더 큰 특징이 있다. 그러나 여전히 전체 색조 수출액 대비 중국 비중은 기초화장품 수준에 미치지 못하고 있기 때문에 상대적으로 높은 성장여력이 남아있다 판단된다

도표 47. 한국 화장품 수출액, 수입액 증감을 추이



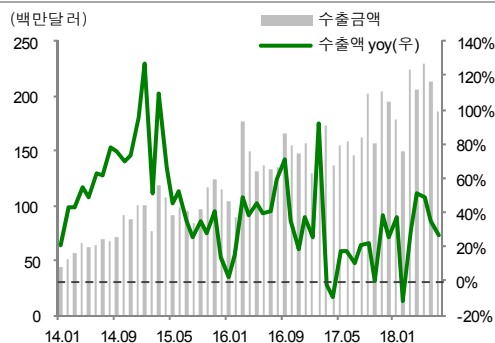
자료: 관세청, 신영증권 리서치센터

도표 48. 한국 화장품 수출액 추이



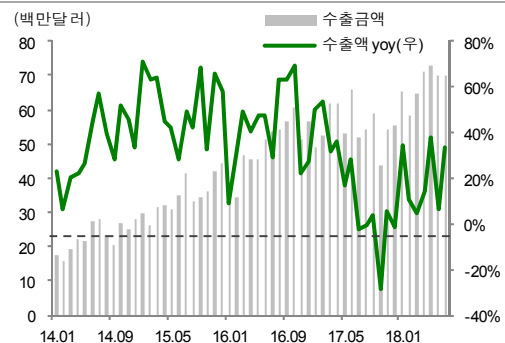
자료: 관세청, 신영증권 리서치센터

도표 49. 한국 기초화장품 수출액 추이



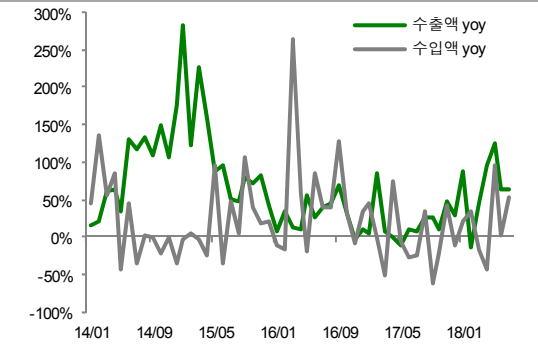
자료: 관세청, 신영증권 리서치센터

도표 50. 한국 색조화장품 수출액 추이



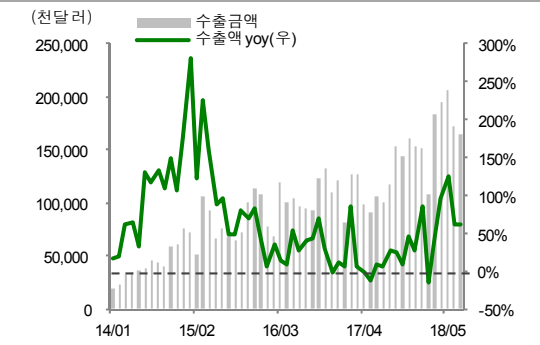
자료: 관세청, 신영증권 리서치센터

도표 51. 對 중국 화장품 수출액, 수입액 증감을 추이



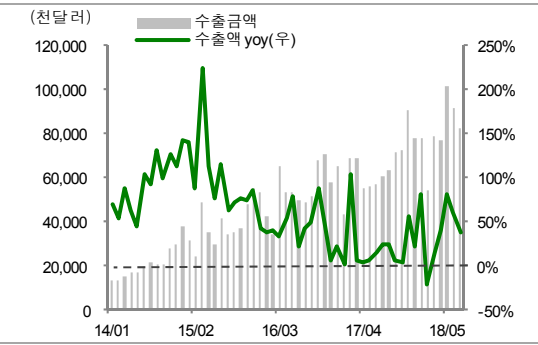
자료: 관세청, 신영증권 리서치센터

도표 52. 對 중국 화장품 수출액 추이



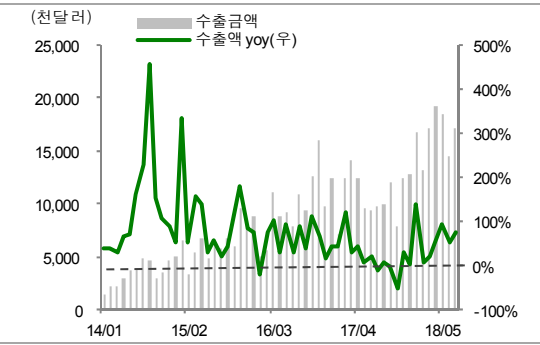
자료: 관세청, 신영증권 리서치센터

도표 53. 對 중국 기초화장품 수출액 추이



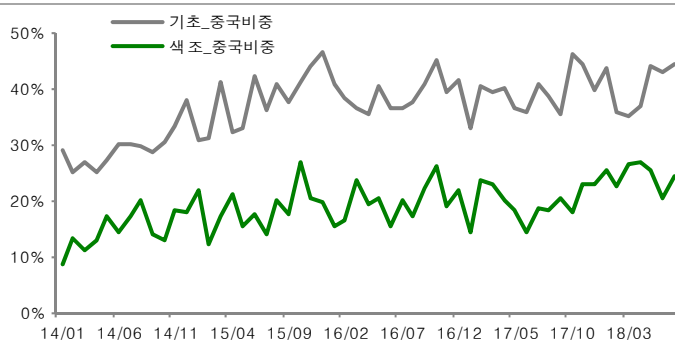
자료: 관세청, 신영증권 리서치센터

도표 54. 對 중국 색조화장품 수출액 추이



자료: 관세청, 신영증권 리서치센터

도표 55. 전체 수출액 내 중국 비중



자료: 관세청, 신영증권 리서치센터

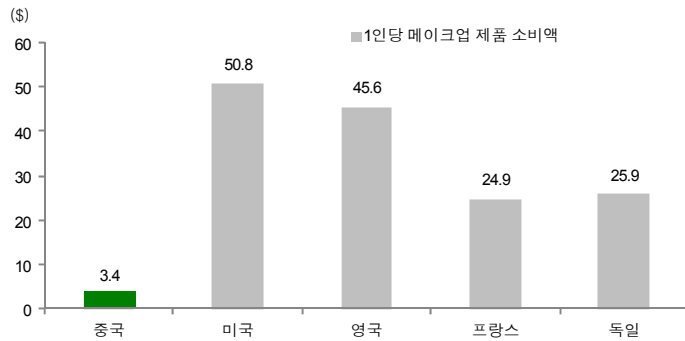
중국시장 키워드
세 가지

최근 중국 화장품 시장의 키워드는 1) 럭셔리, 2) 메이크업, 3) 온라인이다. 해외 브랜드 중심의 럭셔리 화장품에 대한 수요가 견고한 가운데, 중국 소비자들의 성숙으로 기초화장품에서 색조로 관심이 확장되고 있다. 두 트렌드가 만나는 럭셔리 메이크업 시장은 일명 ‘핫(Hot)’한 시장이 되고 있다

시작단계에 있는
중국 색조시장

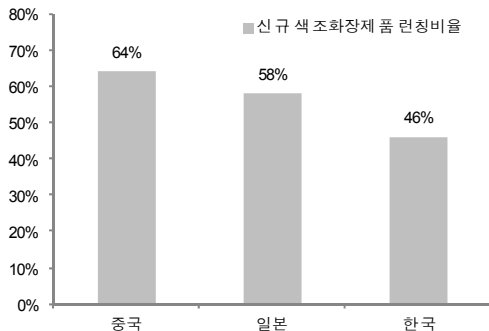
국가별 1인당 메이크업 제품 소비액을 비교하였을 때, 색조화장품 비중이 높고 성숙기에 진입한 미주/유럽 국가 대비 중국의 색조 시장은 시작단계에 있다 판단된다. 2017년 중국의 신규 색조화장품 런칭 비율은 64%로, 주변국 대비 높은 수준을 기록하였다. 중국 색조 시장은 대부분 해외 브랜드사가 상위권을 점유하고 있으나, 최근 카즈란, 칸즈, 마리달가 등 중국 현지 브랜드도 눈에 띄게 성장하고 있다

도표 56. 국가별 1인당 메이크업 제품 소비액



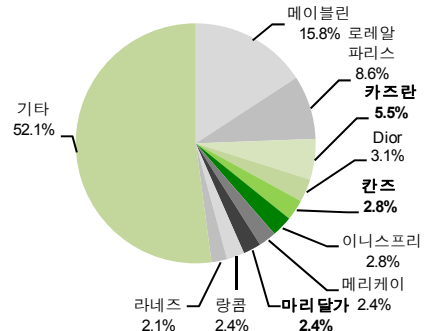
자료: 카이두 소비자지수, 신영증권 리서치센터

도표 57. 국가별 신규 색조화장품 런칭 비율 (2017년)



자료: Global New Product Database, Mintel, 신영증권 리서치센터
참고: 전체 출시 건수 내 비중임

도표 58. 중국 색조 시장 주요 업체 (2016년)

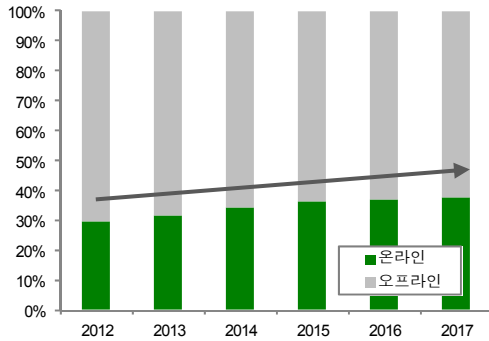


자료: 중국 산업정보망, 신영증권 리서치센터

중국 온라인 채널비중
지속 증가

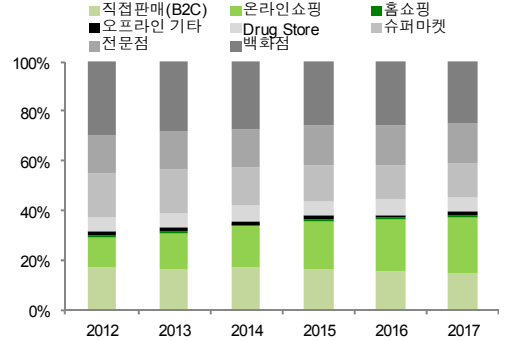
중국 화장품 시장의 세번째 키워드는 온라인이다. 기초화장품 유통채널비중을 통해 백화점 등 오프라인 대비 온라인 채널의 비중이 지속적으로 증가함을 확인할 수 있다. 온라인 내 비중을 보면, 기업이 온라인을 통해 고객에게 직접판매하는 비중은 감소하고, 대신 온라인 플랫폼을 활용한 판매는 증가하는 특징을 보인다

도표 59. 중국 기초화장품 유통채널 비중 (1)



자료: 유로모니터, KOTRA, 신영증권 리서치센터

도표 60. 중국 기초화장품 유통채널 비중 (2)



자료: 유로모니터, KOTRA, 신영증권 리서치센터

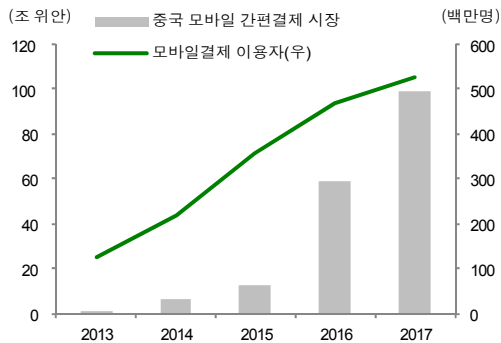
모바일 간편결제와
웨이상 성장으로 발달

온라인 채널은 1)모바일 간편결제와 2)웨이상 성장에 따라 발달하였다. 2017년 중국 모바일 간편결제 규모는 99조 위안, 이용자는 5.3억 명에 달한다. 같은 해 웨이상 거래액은 6,835억 위안, 종사자수는 2,000여명 규모이다. 중국은 글로벌 인터넷 사이트 도입이 차단되어 웨이보, 위챗(웨이신) 등 자체적인 SNS플랫폼을 구축하였다. 웨이상은 결제시스템을 구비한 위챗을 활용하여 C2C 상행위를 한 것에서 출발하였다. 현재는 SNS뿐 아니라 제 3자 플랫폼을 활용한 모든 전자상거래를 통칭하며, 개인(대리판매) 뿐 아니라 기업(직접판매) 역시 활용하고 있다

웨이상 창업/판매제품
1위 화장품

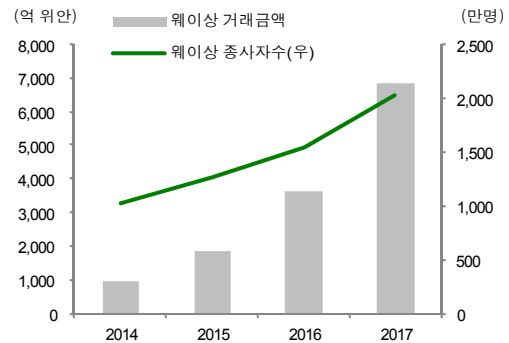
화장품은 웨이상 판매제품 중 가장 많은 비중을 차지하며, 2017년 기준 웨이상 창업아이템 최상위권에 랭크되어있다. 개인 웨이상 기준 한정된 고객 내에서 재고부담은 낮고 재구매율 또는 이윤이 높은 제품을 판매하는 것이 유리한데, 화장품 중에서도 마스크팩이 이에 적합한 제품이라 할 수 있다

도표 61. 중국 모바일 간편결제 시장규모 및 이용자 추이



자료: CNNN, iResearch, 신영증권 리서치센터

도표 62. 웨이상 거래금액과 종사자 수 추이



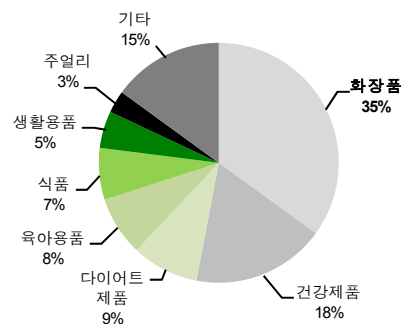
자료: 업계자료, 신영증권 리서치센터

도표 63. 웨이상 창업아이템 Top 10 (2017년)

순위	아이템
1	마스크팩
2	기초화장품
3	색조화장품
4	세제류
5	영유아용품
6	건강보조식품
7	의류
8	농산물
9	전자제품
10	여행 등 서비스

자료: 웨이상창업망, 바이두, 신영증권 리서치센터

도표 64. 웨이상 주요 판매 상품 비중



자료: 제몐, 신영증권 리서치센터

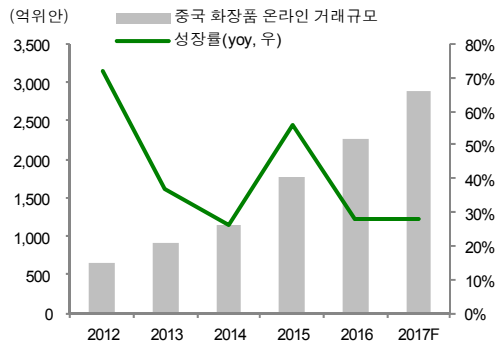
주 소비층의
구매채널 전환

중국 화장품 온라인 거래액은 2011년부터 7년간 연평균 40.0%씩 성장하였다. 이는 온라인 플랫폼 자체의 성장과 함께, 주 소비층의 영향으로 화장품 구매 채널이 오프라인에서 온라인으로 전환된 효과 역시 반영되었다 판단된다

온라인 플랫폼 관련
할인행사 활발

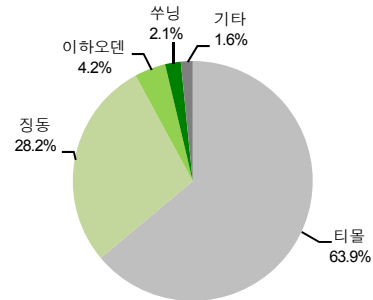
B2C 온라인 플랫폼 점유율은 티몰, 징둥, 이하오텐 순으로, 온라인 플랫폼의 발전에 따른 관련 할인행사 역시 활발히 진행중이다. 한번 행사가 있을 때마다 거래금액이 크게 증가하기 때문에 국내 화장품사에서도 위 일정을 중요하게 고려하고 있으며, 연중 가장 큰 행사는 11월 11일 광군제이다

도표 65. 중국 화장품 온라인 거래규모 추이



자료: 중국 산업정보, 신영증권 리서치센터

도표 66. B2C 온라인 매장별 시장점유율



자료: Syntun, 신영증권 리서치센터

도표 67. 중국 온라인 할인 행사 일정

구분	행사	내용
춘절	넨취제	설맞이 쇼핑 축제
2월 14일	발렌타인데이	화장품, 액세서리, 초콜릿 등
3월 8일	후디에제, 뉘왕제	여성의 날
3월 15일	소비자의 날	소비자 신뢰도 높이기 위한 홍보/행사
5월 4일	청년의 날	젊은 소비층 겨냥한 홍보/행사
5월 17일	츠취제	식객들을 위한 할인행사
6월 1일	어린이날	주로 엔젤상품, 놀이공원 티켓 할인
6월 18일	6.18 판촉대전	징둥 창립기념일, 온라인 판촉대전
음력 7월 7일	치시제	중국판 발렌타인데이
11월 11일	광군제	중국판 블랙 프라이데이
12월 8일	12.8 판촉	웨이판후이 창립기념
12월 12일	12.12	징둥이 광군제에 대항하기 위해 기획
12월 25일	크리스마스	크리스마스 기념 할인행사

자료: 언론 취합, 신영증권 리서치센터

‘17년 광군제에서
티몰 비중 가장 높아

본래 광군제는 C2C 플랫폼인 타오바오에서 11월 11일 Single's Day를 활용하여 시작한 할인행사였으나, 온·오프라인을 망라한 행사로 자리매김하며 중국판 블랙프라이데이라고 불리게 되었다. 2017년 광군제 총 매출액은 2,540억 위안을 기록, 이 중 티몰이 66.2%로 가장 많은 비중을 차지하였다

티몰 광군제행사서
중국 현지브랜드 약진

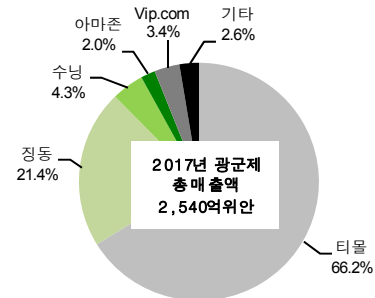
티몰의 광군제 당일 매출액은 2014년부터 4년간 연평균 43.3%씩 성장하였고, 2017년에는 1,682억 위안(+39.4%yoy)을 기록하였다. 2017년 화장품 판매순위는 현지 브랜드의 약진으로 바이체링과 즈란탕이 1, 2위를 차지하였고, 그 뒤를 글로벌 브랜드가 따랐다. 국내 업체의 경우 아모레퍼시픽의 이니스프리가 9위에 오르며 좋은 성적을 거두었다

도표 68. 중국 온라인 판매채널 타오바오, 티몰 비교

구분	타오바오	티몰
플랫폼형태	C2C	B2C
판매수수료	X	O (약 5%, 품목별 상이)
알리페이인증	O	O
가입심사	X	O
신용등급	O(20단계)	X
연회비	X	O
보증금	O	O
아이디인증	개인	기업(법인/사업자)

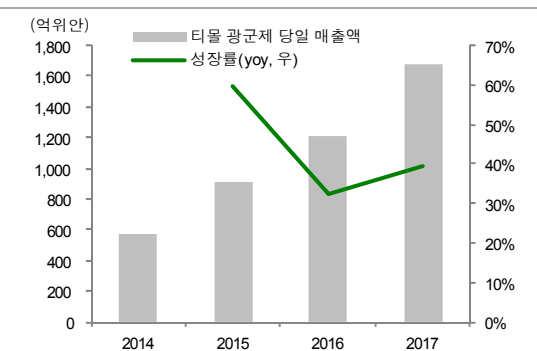
자료: 언론 취합, 신영증권 리서치센터

도표 69. 2017년 광군제 주요 플랫폼별 점유율



자료: 마이고우왕(易购网), 신영증권 리서치센터

도표 70. 티몰 광군제 당일 매출액 추이



자료: 알리바바 통계, 신영증권 리서치센터

도표 71. 티몰 광군제 화장품·식품 판매 순위

순위	화장품
1	바이체링(Pechoin)
2	즈란탕(Chando)
3	랑콤
4	에스티로더
5	SK-II
6	Olay
7	로레알
8	이예즈(One Leaf)
9	이니스프리
10	Shiseido

자료: 시나기술(新浪科技), 신영증권 리서치센터

참고: 2017년 11월 11일 24시 기준임

매스시장서 현지브랜드
영향력 강화

최근 중국 시장에서 바이체링, 즈란탕 등 현지 브랜드의 성장이 눈에 띈다. KOTRA 선전무역관에 따르면 중국 기초화장품 브랜드 시장점유율 추이는 아래와 같다[도표 73] 2017년 기준 줄곧 시장점유율 1위를 고수하던 미국 브랜드 메리케이(Mary Kay)는 바이체링에 그 자리를 내주었다. 즈란탕 역시 3% 초반의 점유율로 4위에 올라섰다. 프리미엄 시장에서는 여전히 해외 브랜드가 선전하고 있으나, 매스 시장에서는 현지 브랜드가 영향력을 넓히고 있는 것으로 보인다

도표 72. 중국 기초화장품 브랜드 시장점유율 추이

브랜드	국적	2014	2015	2016	2017	비고
바이체링(Pechoin)	중국	2.6%	3.4%	4.0%	4.5%	↑
메리케이	미국	5.4%	5.0%	4.1%	3.6%	↓
로레알파리스	프랑스	4.7%	4.1%	3.7%	3.3%	↓
즈란탕(Chando)	중국	2.3%	2.5%	2.8%	3.1%	↑
올레이	미국	4.6%	3.9%	3.2%	2.8%	↓
칸즈(KanS)	중국	-	2.4%	2.7%	2.7%	
랑콤	프랑스	2.1%	2.1%	2.1%	2.5%	↑
에스티로더	미국	2.0%	2.1%	2.0%	2.5%	
추이아(Beautrio)	중국	1.5%	1.7%	2.1%	2.1%	
이예즈(One Leaf)	중국	-	0.9%	1.3%	2.0%	↑
허보리스트(Herborist)	중국	2.2%	2.1%	2.0%	1.8%	↓
완메이(Perfect)	중국	2.3%	2.3%	2.1%	1.8%	↓
프로야(Proya)	중국	2.2%	2.1%	1.9%	1.8%	↓
오프레(Aupres)	일본	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	
한후(Hanhoo)	중국	0.7%	1.0%	1.3%	1.6%	↑
이니스프리	한국	0.4%	0.9%	1.4%	1.5%	↑
아티스트리	미국	2.5%	2.2%	1.8%	1.5%	↓
이노허브(Inoherb)	중국	2.0%	1.9%	1.7%	1.5%	↓
왓슨스	홍콩	1.3%	1.4%	1.2%	1.1%	↓
Wetcode	중국	1.1%	1.2%	1.1%	1.1%	
Avene	영국	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	
SK-II	미국(일본)	0.6%	0.6%	0.7%	1.0%	↑
롱리치(Longrich)	중국	1.3%	1.3%	1.2%	1.0%	↓
위니팡(yunifang)	중국	0.4%	0.7%	1.0%	1.0%	

자료: 유로모니터, KOTRA, 신영증권 리서치센터
참고: 매출액 기준

II. 투자의 중심(中心) 잡기

화장품업 최선호주 ODM사

화장품업 최선호주로 ODM사를 추천한다. 근거로는 첫째, 국내 주요 ODM사는 글로벌 시장을 선도하고 있고, 둘째, 급증하는 중국 현지 및 진출업체의 수요에 균형 있게 대응함으로써, 치열한 경쟁에서 한발 물러나 중국 성장에 따른 수혜를 기대할 수 있으며, 셋째, 국내 유통의 발달로 브랜드사 난립하며 발생하는 수요를 통한 성장이 가능하기 때문이다

브랜드사, 선별적 접근 필요

브랜드사의 경우 선별적 접근이 필요하다 판단한다. LG생활건강과 아모레퍼시픽으로 대표되는 대형사의 경우, 각자 잘하는 부분에 집중해야한다. LG생활건강은 중국 화장품 트렌드에 잘 맞는 럭셔리 브랜드 위주 포트폴리오를 보유하여 현재 매력도 높다 판단한다. 아모레퍼시픽의 경우, 고가부터 중저가까지 다양한 브랜드를 보유하여 해외시장 확장에 용이하다. 중소형사의 경우 국내 니치(Niche) 마켓으로 더마코스메틱에 주목, 해당 시장에 높은 고객 충성도를 보유한 네오팜이 매력적이라 판단한다

도표 73. 화장품업 투자포인트 요약

	주요 업체	투자포인트
★ODM★	코스맥스 한국콜마	• 글로벌 시장 선도 • 중국 성장 → 글로벌 & 현지업체 성장 에 수혜 • 국내 유통채널 성장→ 브랜드사 증가 에 수혜
대형 Brand	LG생활건강 아모레퍼시픽	• 잘하는 것에 집중할 때 -LG생건: 럭셔리 위주, 중국시장 취향저격 -아모레: 확장성 용이, 시장다변화가 성장동력
중소형 Brand	네오팜	• 국내 니치(Niche) 마켓은 여전히 성장한다 - 더마(Derma) 코스메틱 시장에 주목 -높은 매출 및 이익성장을 매력적

자료: 신영증권 리서치센터

1. ODM사: 화장품업 최선호업종

화장품업 최선호주
ODM사

화장품업 최선호주로 ODM사(코스맥스, 한국콜마)를 추천한다. 근거로는 첫째, 국내 주요 ODM사는 글로벌 시장을 선도하고 있다. 둘째, 급증하는 중국 현지 및 진출업체의 수요에 균형 있게 대응함으로써, 치열한 경쟁에서 한발 물러나 중국 성장에 따른 수혜를 기대할 수 있다. 셋째, 국내 유통의 발달로 브랜드사 난립하며 발생하는 수요로 성장이 가능하다는 점이다

투자포인트 1. 글로벌 리더, 국내 ODM사

ODM시장규모,
폭발적 성장 지속

수 많은 중소기업체가 존재하는 OEM/ODM업 특성 상, 시장규모를 가늠하기 어려운 경향이 있다. 2017년 국내 OEM/ODM업 시장규모는 상위 3개사(코스맥스, 한국콜마, 코스메카코리아)의 시장점유율이 전체의 50~60%비중을 차지한 점을 고려해 역산하면 약 3.4조원 수준이며, 이는 2003년 4,000억원, 2015년 1.8조원과 비교하면 폭발적으로 성장했음을 가늠할 수 있다

글로벌 ODM시장 리더,
국내 ODM사

현재 한국의 Top 2 ODM기업인 코스맥스와 한국콜마는 화장품 매출액 기준 각각 글로벌 1위, 3위를 차지하고 있다. 특히 코스맥스는 2015년 이탈리아의 오랜 강호 인터코스(Intercos)사의 매출액을 앞질렀는데, 이는 중국 등 성장 시장과의 지리·문화·인종적 근접성에 의한 수혜가 컸던 것으로 판단된다. 향후 중국의 화장품 럭셔리 선호 트렌드와 동남아, 인도 등의 유망시장으로 부터의 수혜도 추가적으로 기대해볼만 하다

도표 74. 글로벌 주요 OEM/ODM사 List

(단위: 백만달러)

구 분		기업명	기업코드	매출(17A)
아시아	한국	코스맥스	161890 KS	782
		한국콜마	192820 KS	557
		코스메카코리아	241710 KQ	161
	태국	S&J International	SNJ TB	146
유럽	이탈리아	Intercos	비상장	667
		Chromavis	비상장	133
		Ancorotti Cosmetics	비상장	80
	독일	Schwan Cosmetics	비상장	323

자료: 각 사, 한국은행, 신영증권 리서치센터

참고: 한국은행 연 평균 환율 적용 / 한국콜마, Schwan Cosmetics는 화장품사업부문 매출임

도표 75. 글로벌 Top 3 ODM사 실적 추이

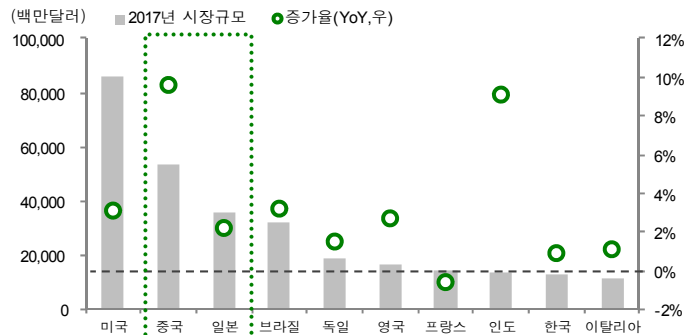
(단위: 억원)

구 분		2013	2014	2015	2016	2017
Interkos	매출액	4,794	4,894	5,048	5,763	7,534
	비상장					
	증가율(YoY)	8.5%	2.1%	3.2%	14.2%	30.7%
	영업이익	401	425	475	543	759
	이탈리아					
	증가율(YoY)	9.4%	6.0%	11.8%	14.4%	39.7%
	12월 결산					
코스맥스	OPM	8.4%	8.7%	9.4%	9.4%	10.1%
	당기순이익	107	132	185	251	329
	증가율(YoY)	-6.3%	23.8%	39.4%	35.7%	31.4%
	NPM	2.2%	2.7%	3.7%	4.3%	4.4%
	매출액	3,790	3,362	5,333	7,570	8,840
	192820 KS					
	증가율(YoY)	21.3%	-11.3%	58.6%	41.9%	16.8%
한국콜마	영업이익	348	243	359	526	351
	증가율(YoY)	33.3%	-30.1%	47.6%	46.4%	-33.2%
	12월 결산					
	OPM	9.2%	7.2%	6.7%	7.0%	4.0%
	당기순이익	219	158	212	348	189
	증가율(YoY)	7.0%	-28.1%	34.8%	63.7%	-45.8%
	NPM	5.8%	4.7%	4.0%	4.6%	2.1%
한국콜마	매출액	2,822	4,613	5,358	6,675	8,216
	192820 KS					
	증가율(YoY)		63.4%	16.2%	24.6%	23.1%
	영업이익	197	468	607	734	670
	증가율(YoY)		138.1%	29.6%	20.9%	-8.8%
	12월 결산					
	OPM	7.0%	10.2%	11.3%	11.0%	8.2%
한국콜마	당기순이익	141	328	455	532	486
	증가율(YoY)		133.3%	38.6%	16.9%	-8.6%
	NPM	5.0%	7.1%	8.5%	8.0%	5.9%

자료: Bloomberg, 각 사, 신영증권 리서치센터

참고: 코스맥스의 2013년 실적은 분할 전 기준, 한국콜마는 제약사업 포함된 값임

도표 76. 2017년 글로벌 Top 10 시장 시장규모



자료: 유로모니터(2018년 5월), 장업신문, 신영증권 리서치센터

투자포인트 2. 중국수요↑: 경쟁할 필요 없다

적은 경쟁으로
중국성장수혜 가능

중국 내 경쟁이 치열한 가운데 1) 중국으로 수출하는 한국 기업, 2) 중국에 진출한 글로벌사, 3) 중국 현지업체 등으로부터 브랜드사 대비 적은 경쟁으로 중국 성장에 따른 수혜를 기대할 수 있기 때문이다. 실제로 최근 ODM사의 매출 성장의 원동력은 직·간접수출이라는 점은 위 주장을 뒷받침한다

유통채널 발달로
중소형사 기회 많아져

아래는 '17년 중국에 진출한 화장품 브랜드를 정리한 표이다. 온라인 등 유통 채널의 발달로 대형사뿐 아니라 중·소형사의 중국 진출이 한결 수월해졌다. 한국의 마스크팩이나 FUN한 색조브랜드들이 중국서 좋은 반응을 얻고 있다

도표 77. 2017년 중국 진출 화장품 브랜드 List

구분	브랜드	기업	재중국운영기업	진출시기	브랜드 소개
기초 화장품	빌리프	LG생활건강	LG생활건강무역(상하이)	2017년 8월	- 프리미엄 허브스킨케어 브랜드
	O HUI	LG생활건강	LG생활건강무역(상하이)	2017년 10월	- 프리미엄 식물 화장품 브랜드
	NEOGEN	아우딘퓨처스	항저우 춘위앤 무역	2017년	- 첨단 바이오 화장품 브랜드
	JMsolution	JMsolution	항저우 춘위앤 무역	2017년	- 기능성 스킨케어 브랜드 (피부과, 에스테틱 전문)
색조 화장품	VDL	LG생활건강	LG생활건강무역(상하이)	2017년 8월	- 고급 메이크업 브랜드
	조성아22	CSA코스믹	베이징 메이창 후웨이	2017년 7월	- 메이크업 아티스트 조성아 설립
	16brand	CSA코스믹	광저우 종상생활용품	2017년 11월	- 한국 소녀 힙합 스타일 브랜드
	Moonshot	코드코스메Int'l	항저우 춘위앤 무역	2017년 9월	- YG엔터 산하 메이크업 브랜드
	PONY Effect	-	상하이 리런리장 화장품	2017년 4월	- 메이크업 아티스트 포니와 한국 화장품 플랫폼 MEMEBOX 협업
	홀리카홀리카	엔프라니	베이징 홍타이우오더 무역	2017년	- 소녀 메이크업 전문 브랜드

자료: KOTRA, 신영증권 리서치센터

글로벌사의
적극적 중국 진출

중국시장의 매력적인 성장성은 글로벌 화장품브랜드의 진출을 유도하고 있다. 특히, 중국 내 럭셔리 화장품 선호로 로레알, 시세이도 등 글로벌 브랜드들은 고급 제품 및 브랜드에 집중하며 중국시장으로 적극 진출하고 있다. 실제로 이들의 실적을 분석해보면 중국 현지뿐 아니라 글로벌 면세, 인바운드 매출 등에서 중국인 수요가 미치는 영향력이 점차 증가하는 것으로 확인된다

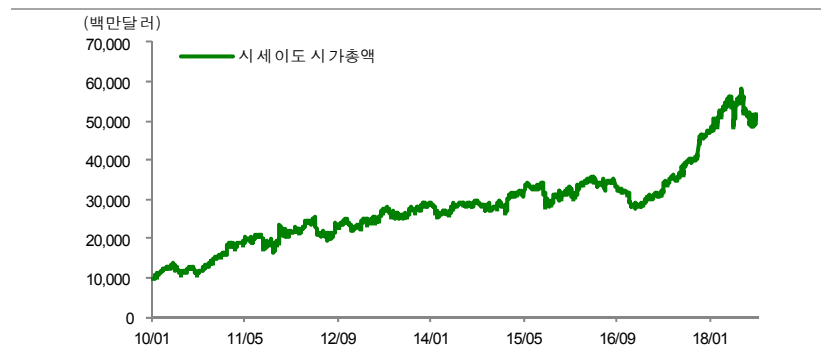
도표 78. 중국 진출 글로벌 화장품브랜드 List

구분	진출 브랜드	사업부문
로레알	- Roger Gallet	종합화장품
	- Ultra DOUX	헤어케어
	- Ateelier Cologne	향수
에스티로더	- Tom Ford	색조
P&G	- Tampax	여성, 영유아케어
유니레버	- Dermalogica	스킨케어
	- Hourglass	헤어케어
LVMH	- Cha Ling	스킨케어
COTY	- OPI	네일
	- Philosophy	스킨케어
시세이도	- ELXIR	스킨케어
	- NARS	색조
	- MA CHERLE	헤어케어
아모레퍼시픽	- IOPE	스킨케어
	- 러	헤어케어
	- HERA	색조
LG생활건강	- 리엔	헤어케어
	- 슌37	스킨케어
	- Belief	스킨케어
	- O HUI	스킨케어
	- VDL	색조
존슨앤존슨	- Aveeno	여성, 영유아케어
	- 닥터시라보	스킨케어

자료: KOTRA, 신영증권 리서치센터

참고: 2015~17년 사이 중국시장에 런칭한 브랜드 List임

도표 79. 시세이도 시가총액 추이



자료: 시세이도, 신영증권 리서치센터

유통채널의 다양화로
브랜드사 경쟁 치열

투자포인트 3. 국내수요↑: 유통채널 성장으로 브랜드사 급증

국내 화장품 유통채널의 다양화로 최근에는 브랜드사가 시장 진출하기 용이한 환경이 조성되었다. 최근 편집숍, 온라인, 홈쇼핑 등 채널의 성장은 국내 전통 채널의 부진과 대비되어 위 추세를 가속화하고 있다. 과거 원브랜드샵이 유행하기 시작한 2000년대에는 제조와 유통이 분리됨으로써 매스시장의 진입장벽을 허물어 시장이 성장하였다면, 이제는 더 나아가 제조, 유통, 브랜드마케팅의 분리로 시장이 파편화되고 경쟁이 치열해지고 있다

도표 80. 국내 화장품 유통채널 분석

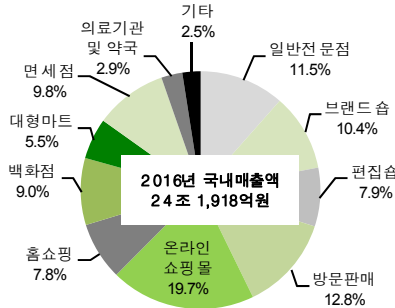
구 분		내용
전문점판매	일반전문점	개인사업체, 대리점/도매상으로부터 제품공급받아 판매
	브랜드숍	- 원브랜드숍: 기업 브랜드 중심으로 판매 - 멀티브랜드샵: 여러 브랜드를 모아 판매하는 체인점
	편집숍	여러 기업의 브랜드 제품을 모아 판매, H&B, 편집숍 등
방문판매	방문판매	
	후원방문판매	하위판매원 실적에 대해서만 수당 받음
	다단계판매	차하위 이하 판매원 실적에 대해서도 수당 지급
통신/전자상거래	온라인쇼핑몰	주로 PC 및 모바일로 거래하는 인터넷 쇼핑몰
	홈쇼핑	
	기타통신판매	카탈로그 판매 등
대형소매점	백화점	
	대형마트 등	대형마트, 기업형슈퍼
면세점		
의료기관 등		
기타		이미용재료상, 피부관리숍, 미용실, 네일숍 등

자료: 한국보건산업진흥원, 신영증권 리서치센터

신규채널 운영부담적어
브랜드사 급증에 영향

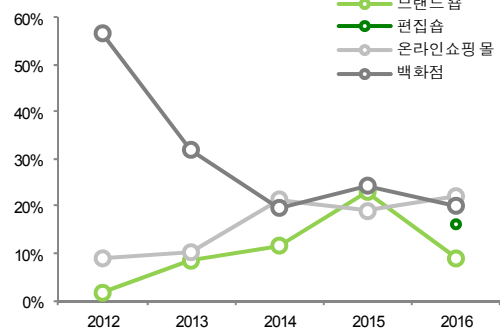
한국보건산업진흥원에서 발표한 2016년 국내 매출채널 비중을 보면 자사브랜드 판매 기준 온라인쇼핑몰, 홈쇼핑, 면세점, 편집숍(H&B스토어 포함) 등이 비중 확대되고, 브랜드숍, 방문판매, 백화점, 대형마트 등 전통 채널의 비중이 축소되는 모습을 보인다. 신규채널은 전통채널에 비해 화장품 브랜드사의 운영 부담이 적어, 브랜드사 급증에 영향을 미치고 있다

도표 81. 화장품 국내 매출 채널 비중 (2016년)



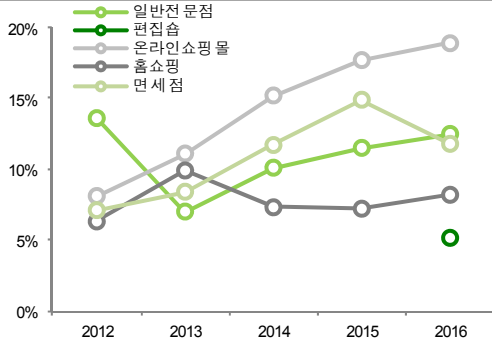
자료: 한국보건산업진흥원, 신영증권 리서치센터
참고: 제조판매업체 대상, 각 업체 국내 유통채널 판매구성비의 평균

도표 82. 수입화장품 국내 매출 채널 비중 추이



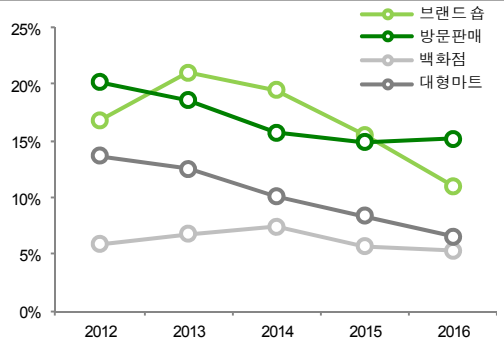
자료: 한국보건산업진흥원, 신영증권 리서치센터
참고: 제조판매업체 대상, 각 업체 국내 유통채널 판매구성비의 평균

도표 83. 자사브랜드 화장품 국내 매출 채널 비중 추이 (1)



자료: 한국보건산업진흥원, 신영증권 리서치센터
참고: 제조판매업체 대상, 각 업체 국내 유통채널 판매구성비의 평균

도표 84. 자사브랜드 화장품 국내 매출 채널 비중 추이 (2)

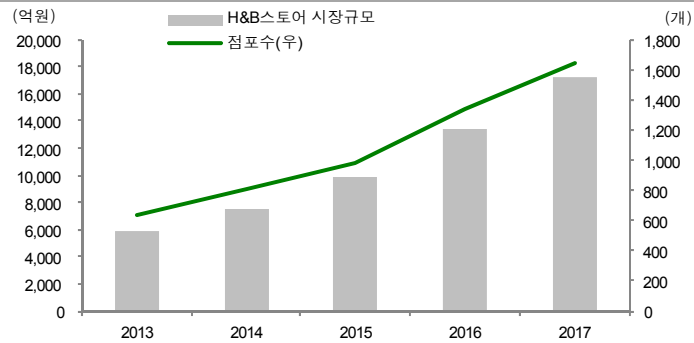


자료: 한국보건산업진흥원, 신영증권 리서치센터
참고: 제조판매업체 대상, 각 업체 국내 유통채널 판매구성비의 평균

편집숍 채널
시장 확장 지속

H&B스토어를 포함한 편집숍 채널은 최근 수 년간 올리브영의 적극적인 확장에 힘입어 가파르게 성장했다. 이에 2017년 국내 H&B스토어 규모는 1.7조 원, 연말 기준 점포수는 1,641개를 기록하였다. 최근에는 올리브영, 띠라블라, 립스, 부츠 등 H&B스토어뿐 아니라 시코르, 라코 등 편집숍 시장도 확장되는 양상을 보이고 있다

도표 85. 국내 H&B스토어 시장규모, 점포수 추이



자료: 언론보도, 각 사, 신영증권 리서치센터

도표 86. 국내 편집숍 주요 업체 분석

업체명	법인	설립연도	매장수(개)	컨셉	입점브랜드
올리브영	CJ올리브네트웍스	1999년	1,144	가성비, 인디브랜드발굴	닥터자르트, 클리오, 비쉬, 코티지등
띠라블라	GS리테일	2005년	190	2030 타겟, Beauty by Health	미미박스, 루나, 리더스, 키스미, 등
립스	롯데쇼핑	2013년	108	상품차별화, 온/오프 옴니몰	크리니크, 부르주아, 빼아, 슬가 등
부츠	이마트	2017년	14	웰그린부츠얼라이언스 라이선스 기반	비오템, 크리니크, 어반디케이 등
시코르	신세계	2017년	13	백화점 화장품 편집숍	메이크업포에버, MAC, 립스틱퀵 등

자료: 언론보도, 각 사, 신영증권 리서치센터 / 참고: 매장 수는 2018년 반기 기준

도표 87. 올리브영 실적 추이

(단위: 억 원)

구분	2015	2016	2017
매출액	7,604	11,142	14,281
yoy		46.5%	28.2%
H&B 내 비중	76.6%	83.2%	83.2%
매출총이익	3,035	4,542	6,162
GPM	39.9%	40.8%	43.1%
영업이익	381	539	745
yoy		41.5%	38.1%
OPM	5.0%	4.8%	5.2%
매장수	552	790	970
H&B 내 비중	56.3%	59.3%	59.1%

자료: CJ올리브네트웍스, 신영증권 리서치센터 / 참고: CJ올리브네트웍스의 올리브영 사업부문 참고

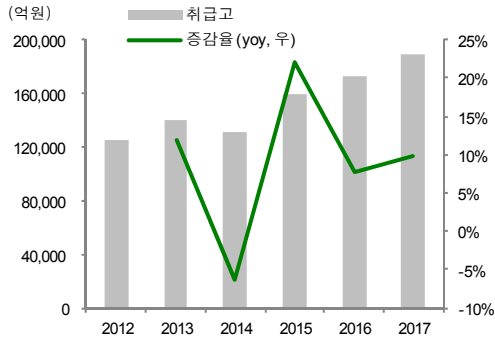
유통부담 적은
홈쇼핑 채널

홈쇼핑 역시 화장품 브랜드사의 유통부담을 덜어주고 있다. 이는 단일품목의 지속판매가 가능하고, 수수료 외에 비용부담이 적기 때문이다. 또한, 쇼호스트를 통해 브랜드 인지도를 높일 수 있고, 35세 이상 주요 고객층의 높은 충동구매 경향이 있어 판매에 용이하다. 홈쇼핑으로 흥한 대표적인 브랜드는 카버코리아의 AHC, 애경산업의 Age 20's 등이 있다

홈쇼핑 취급고
지속증가

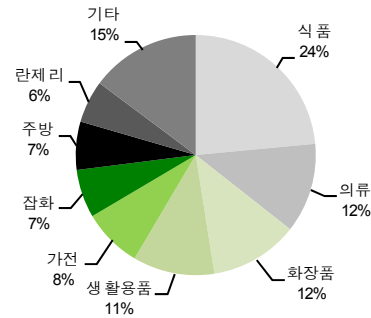
홈쇼핑 취급고는 T-Commerce, 모바일 등의 요인으로 지속 증가하고 있다. 2017년 홈쇼핑 7개사 취급고는 18.9조(+9.9%yoy)를 기록하였다. 2016년 기준 홈쇼핑 편성 품목 중 화장품은 12%로, 세번째로 높은 비중을 차지하였다

도표 88. 홈쇼핑 취급고 추이



자료: 한국TV홈쇼핑협회, 각 사, 신영증권 리서치센터
참고: 2015년 공영홈쇼핑 개국으로, 2015년 이전은 6개사, 이후는 7개사 취급액 합산 값임
참고: 2017년은 각 사 별도기준 취급액 발표자료 참고

도표 89. 홈쇼핑 품목별 편성비율 (2016년)



자료: 한국TV홈쇼핑협회, 신영증권 리서치센터
참고: 2016년 공정거래위원회 품목 기준

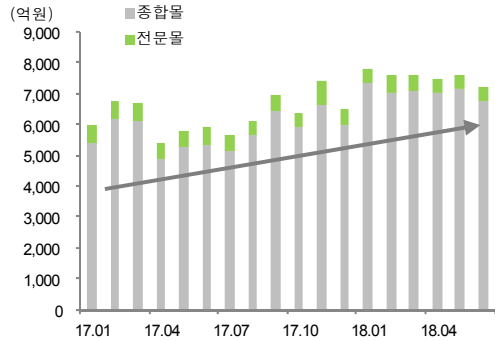
합리적 구매기반의
온라인 채널

또 다른 유망채널은 온라인이다. 이는 확실한 니즈(Needs)가 있는 2030 중산층의 합리적 구매가 주요 기반이다. 따라서 구매 결정 시 브랜드 인지도보다 개인적 경험, 입소문, 제품력 등이 더 큰 영향을 미치는 편이며, 기존 사용 제품을 보다 저렴한 가격에 재구매하고자 하는 경우도 많은 것으로 판단된다

화장품판매비중 높은
온라인 종합몰, 병행몰

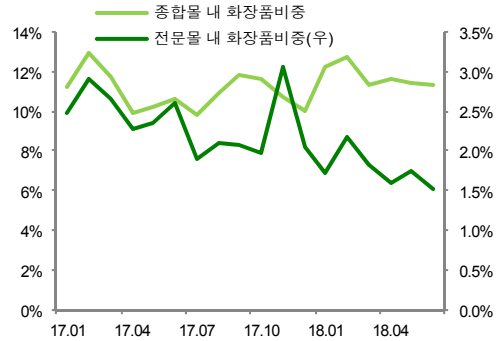
온라인쇼핑몰 분류 기준에는 종합/전문몰과 온라인/온·오프라인병행몰 등이 있다. 화장품 판매에 있어 화장품만 전문으로 판매하는 전문몰보다 여러 제품을 함께 판매하는 종합몰이, 온라인 Only보다 온라인과 오프라인 몰을 함께 운영하는 병행몰이 상대적으로 많이 활용되고 있다

도표 90. 온라인 쇼핑몰 별 화장품 매출 추이 (1)



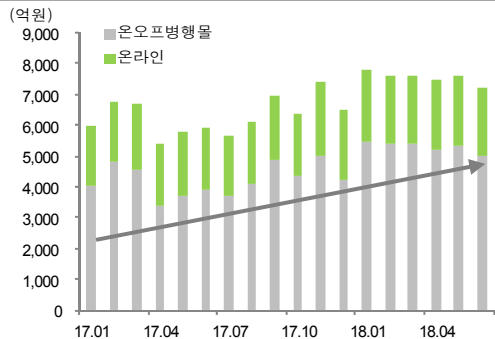
자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

도표 91. 온라인 쇼핑몰 별 화장품 비중 (1)



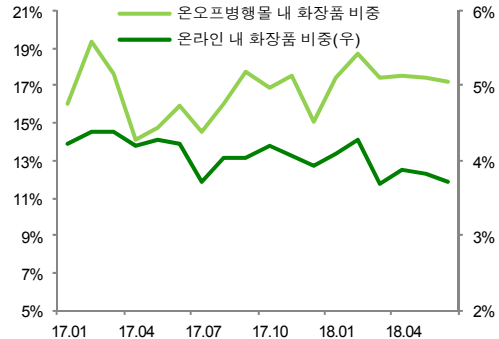
자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

도표 92. 온라인 쇼핑몰 별 화장품 매출 추이 (2)



자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

도표 93. 온라인 쇼핑몰 별 화장품 비중 (2)



자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

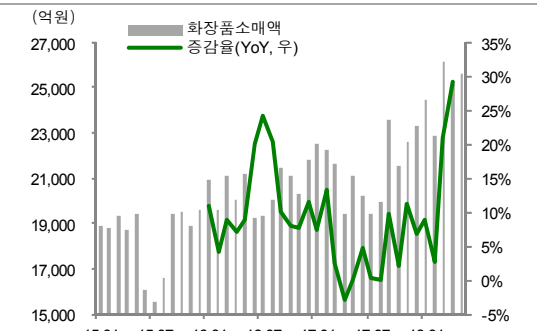
대형사 위주의 시장에
중소형사 침투 지속

화장품 소매액은 메르스(MERS)와 사드(THAAD) 사태 등의 시기를 제외하면 꾸준히 증가하였다. 소매업 내 화장품 비중도 상승하는 추세이다. 그런데 화장품 제조판매업자(기획, 판매 역할) 수는 이보다 더 빠르게 늘어나고 있다. 이에 제조판매업자가 보고한 생산액 중 상위 10개사 비중은 2013년 76.5%에서 2016년 71.1%로 감소하였다. 대형 화장품사 위주 시장에 중소기업이 점차 침투하고 있는 것이다

화장품 CPI
감소 추세

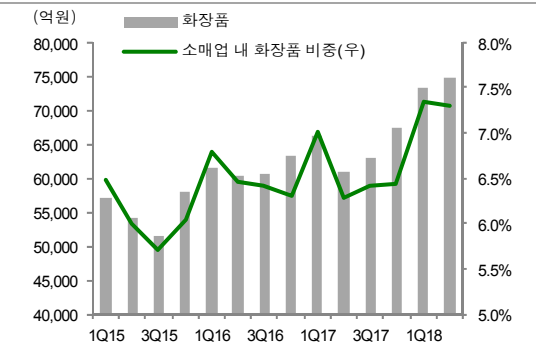
화장품의 소비자 물가지수는 최근 하향곡선을 그리고 있다. 2000년대 초반 저가 브랜드샵의 호황으로 지수가 감소했던 시기 이후로 처음이다. 이는 프리미엄 위주의 전통채널의 부진, 원브랜드샵의 365일 할인 경쟁, 유통채널로 부상하는 온라인에서의 합리적 소비 트렌드 등이 영향을 미친 것으로 보인다. 특히, 온라인 채널에서는 브랜드 인지도보다 제품력, 입소문, 가성비, 이색 마케팅 등이 성공을 좌우하며 많은 신규 제조판매업자가 난립하고 있다

도표 94. 화장품 소매액 추이 (월간)



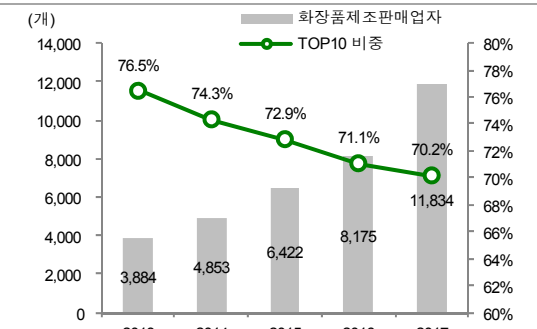
자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

도표 95. 화장품 소매액 및 소매업 내 비중 (분기)



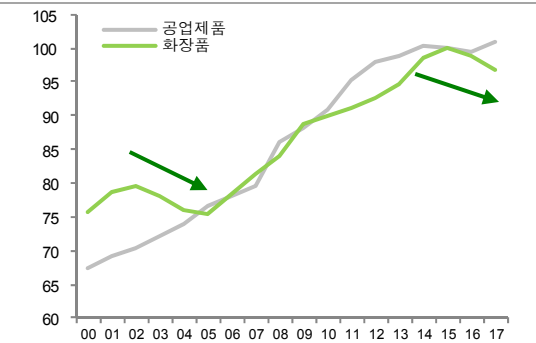
자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

도표 96. 화장품 제조판매업자 및 상위 10개사 비중 추이



자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

도표 97. 소비자 물가지수 추이 (전국, 분기)

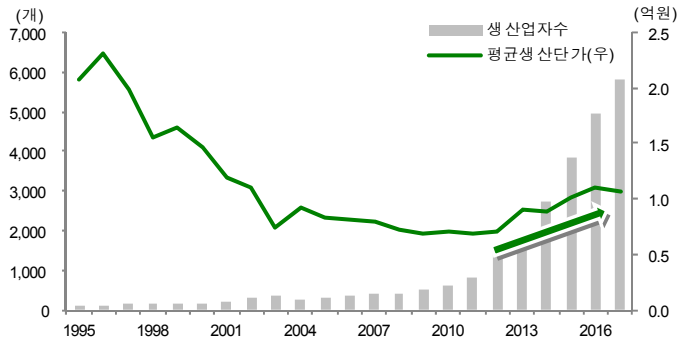


자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

품목당
평균 생산단가는 증가

한 가지 주목할 점은 화장품 소비자 물가지수는 감소하는 반면, 생산업자의 품목 1개 당 평균생산단가는 증가하는 점이다. 요컨대, 브랜드사는 경쟁자 수 증가와 판매가격 하락으로 경쟁이 치열해지는 반면, 브랜드사에 제품을 납품하는 OEM/ODM사는 평균생산단가가 상승하며 치열해지는 시장의 수혜를 누릴 수 있는 것이다

도표 98. 생산업자 수 및 평균생산단가



자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

참고: 생산업자는 제조업자('12년 이후는 제조판매업자) 중 실적이 있는 업체를 의미

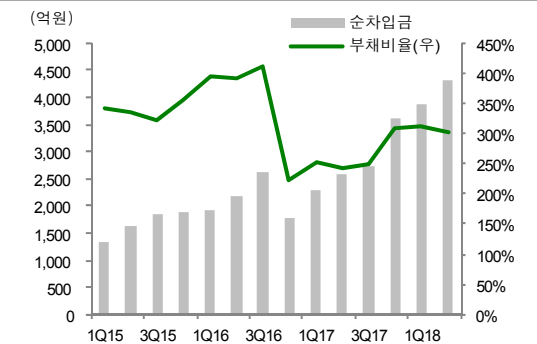
양 사 투자증가로
재무구조 부담

이에 화장품업 최선호주로 국내 ODM사 코스맥스와 한국콜마를 추천한다. 다만, 각 사는 최근 사업관련 투자에 따라 순차입금 및 부채비율이 상승하였다. 코스맥스는 2017년 CAPEX투자가 812억 수준으로, 늘어난 화장품 수요에 대응하기 위해 자동화설비 등에 투자를 지속해왔다. 한국콜마의 경우, 제약 사업 경쟁력 강화를 위해 CJ헬스케어를 인수하며, 총 9,000억원을 차입한 영향이다. 인수 직후 한국콜마홀딩스 대상 유상증자를 진행하여, 3분기 중 1,000억원의 차입금을 상환하게 되나, 여전히 유래 없이 높은 순차입금 및 부채비율 수준을 유지하고 있다

본업 성장에 따른
투자회수가 핵심

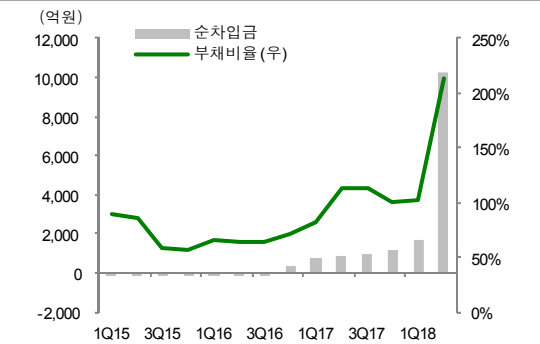
재무구조 부담 증가는 결국 본업 성장에서 해소할 수 있을 것으로 판단된다. 양 사 모두 핵심 사업부의 경쟁력 강화를 목적으로 하는 투자였으므로, 업황 호조로 투자 회수기 도래 시 해당 문제는 자연스레 해결 가능할 것이다. 이들 기업 관련 자세한 분석은 후반부 기업 분석편에 별도 첨부하였다

도표 99. 코스맥스 순차입금, 부채비율 추이



자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

도표 100. 한국콜마 순차입금, 부채비율 추이



자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

2. 대형브랜드사: 잘하는 것에 집중할 때

대형브랜드사
아모레퍼시픽, LG생활건강

화장품 트렌드와 소비자 선호가 빠르게 변하는 오늘날, 브랜드사가 장기흥행하기 위해서는 브랜드 로열티(Brand Royalty) 확보가 핵심이다. 비교적 여러 브랜드를 운영하는 대형사의 경우, 각 사에 적합한 전략을 활용하여 고객 충성도를 높이는 것이 중요하다. 아모레퍼시픽은 고가부터 중저가까지 다양한 브랜드를 보유하고 있다. 또한, 고급 브랜드 설화수뿐 아니라 라네즈, 이니스프리 등 중저가 브랜드 역시 꾸준히 판매되고 있다. LG생활건강은 2014년부터 본격화된 중국 소비자의 후(Whoo) 브랜드 선호현상에 힘입어 화장품 부문이 크게 성장하였다. 이에 후(Whoo), 숨37, 오휘 등 고가 브랜드 위주의 포트폴리오를 구성하고 있다

국내 시장 성숙으로
해외시장 성과 중요

국내 전통채널에서 대형 브랜드사의 경쟁력은 충분하다. 그러나 향후 성장을 위해서는 온라인, H&B 등의 국내 유망채널과 중국, 동남아 등 해외에서 브랜드 특성에 맞는 적절한 전략을 적용하는 것이 필요하다. 특히 국내 화장품 시장 성숙에 따라 해외시장에서의 성과가 어느 때보다 중요하다

도표 101. 국내 화장품 생산액 기준 상위 10개 브랜드

구분	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	아모레퍼시픽	아모레퍼시픽	아모레퍼시픽	아모레퍼시픽	아모레퍼시픽	아모레퍼시픽
2	LG생활건강	LG생활건강	LG생활건강	LG생활건강	LG생활건강	LG생활건강
3	이니스프리	에이블씨엔씨	더페이스샵	애경산업	애경산업	애경산업
4	애경산업	에터미	에터미	더페이스샵	이니스프리	이니스프리
5	소망화장품	더페이스샵	에이블씨엔씨	이니스프리	더페이스샵	코리아나
6	네이처리퍼블릭	애경산업	애경산업	코리아나	엘앤피코스메틱	카버코리아
7	마임	에뛰드	이니스프리	에이블씨엔씨	코리아나	에터미
8	참존	참존	네이처리퍼블릭	잇츠스킨	카버코리아	에이블씨엔씨
9	더페이스샵	마임	에뛰드	엘앤피코스메틱	에터미	더페이스샵
10	코리아나	이니스프리	참존	에터미	리더스코스메틱	코스토리

자료: 식품의약품안전처, 신영증권 리서치센터

도표 102. 국내 화장품 생산액 상위 10개 품목

구분	2012	2013	2014
1	설화수 자음생크림	설화수 자음생크림	설화수 자음생크림
2	설화수 자음수	설화수 자음유액	설화수 자음유액
3	설화수 자음유액	설화수 자음수	설화수 자음수
4	설화수 윤조에센스	미샤 초보양수액	헤라 미스트쿠션
5	설화수 탄력크림	리엔 자윤비책 샴푸	설화수 윤조에센스
6	설화수 진설아이크림	아이오페 에어쿠션	아이오페 에어쿠션
7	아이오페 에어쿠션	라네즈워터 슬리핑팩	아이오페 에어쿠션
8	설화수 섬리안크림	설화수 윤조에센스	후 비접자생에센스
9	라네즈 워터슬리핑팩	설화수 탄력크림	미장센 퍼펙트세럼
10	설화수 진설크림	타임레볼루션 화이트큐어	네이처리퍼블릭 알로에수당젤
구분	2015	2016	2017
1	설화수 자음유액	설화수 자음유액	설화수 윤조에센스
2	설화수 자음수	설화수 자음수	후 천기단화현로션
3	후 비접자생에센스	설화수 윤조에센스	후 비접자생에센스
4	헤라 미스트쿠션	후 천기단화현로션	후 천기단화현밸런서
5	설화수 윤조에센스	후 천기단화현밸런서	설화수 자음수
6	설화수 자음생크림	미장센 퍼펙트세럼	설화수 자음유액
7	미장센 퍼펙트세럼	후 공진향 인양로션	Age20's 에센스커버팩트
8	후 천기단화현로션	설화수 여윤팩	설화수 자음생크림
9	아이오페 에어쿠션	후 비접자생에센스	미장센퍼펙트세럼
10	클리니에 링거앰플 마스크	후 공진향 인양 밸런서	후 공진향인양로션

자료: 식품의약품안전처, 신영증권 리서치센터

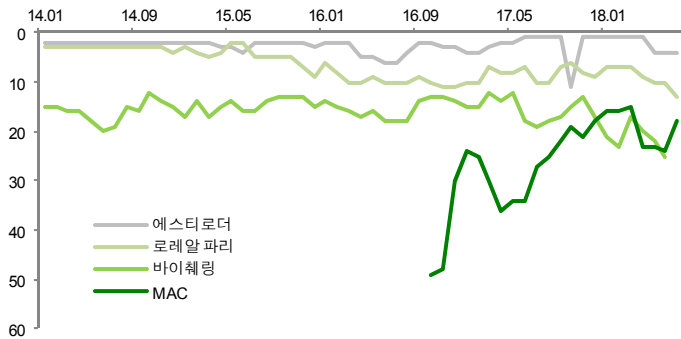
중국 온라인 채널 중심
럭셔리, 색조화장품 열풍

국내 대행사
프리미엄브랜드
중국 내 인지도 확인

현재 세계 화장품시장의 성장을 이끌고 있는 중국은 온라인 채널을 중심으로 럭셔리 및 색조화장품이 열풍이다. 중국의 인터넷 검색포털 바이두(Baidu) 제품 화장품 Index에 따르면 에스티로더, 로레알파리 등 글로벌 프리미엄 브랜드에 대한 높은 관심과 함께, 해외 색조브랜드 맥(MAC)의 검색수 상승도 확인할 수 있다. 로컬 매스브랜드 바이체링의 인지도도 꾸준히 유지 중이다

국내 프리미엄 화장품 브랜드 중 아모레퍼시픽의 설화수는 글로벌 브랜드와 어깨를 나란히 하며 높은 순위에 랭크되어있다. LG생활건강의 후(Whoo)도 지수에 이름을 올리며 중국 내 인지도 상승을 확인할 수 있다

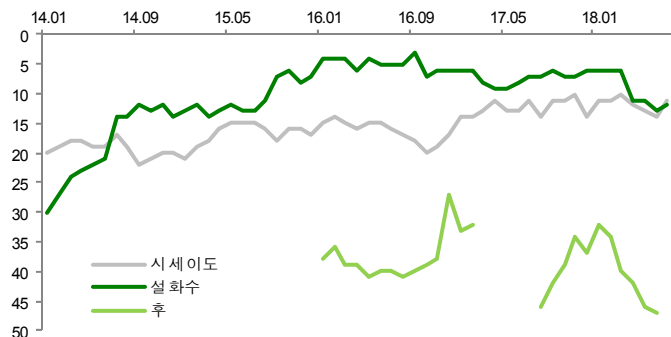
도표 103. 바이두 Index 추이 (1)



자료: Baidu Index, 신영증권 리서치센터

참고: Search Index 기준, 각 검색어의 지수 순위를 매겨 내림차순으로 정리한 데이터 활용

도표 104. 바이두 Index 추이 (2)



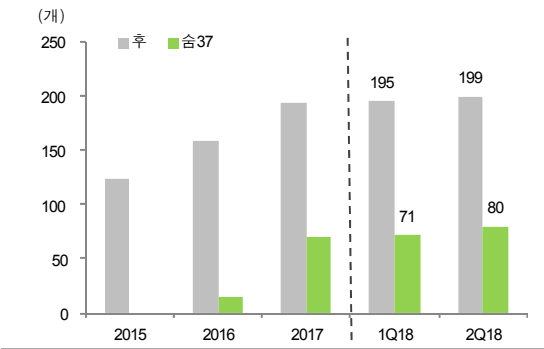
자료: Baidu Index, 신영증권 리서치센터

참고: Search Index 기준, 각 검색어의 지수 순위를 매겨 내림차순으로 정리한 데이터 활용

LG생건, 럭셔리 취향저격
아모레, 높은 확장성

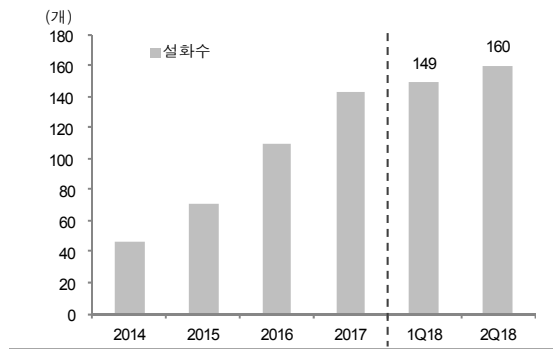
LG생활건강은 럭셔리화장품 선호가 강한 중국 시장에 적합한 브랜드 포트폴리오를 보유하고 있다. 즉, 현재 가장 성장성이 높은 시장을 '취향저격'하고 있다는 것이다. 아모레퍼시픽은 고급 브랜드인 설화수의 중국 내 인지도가 높으나, 이에 못지 않게 라네즈, 마몽드, 이니스프리, 에뛰드 등 매스 브랜드에 경쟁력을 보유하고 있다. 이는 동남아시아, 인도 등 성장 잠재력이 높은 국가로의 진출이 용이하고, 나아가 미주, 유럽, 일본 등 성숙시장의 중저가 시장을 공략한 진출이 가능해 '확장성'이 높다는 장점이 있다

도표 105. LG생활건강 주요 브랜드 중국 매장 수 추이



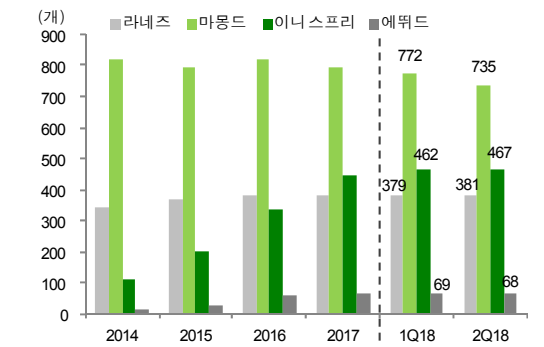
자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 106. 아모레퍼시픽 주요 브랜드 중국 매장수 추이 (1)



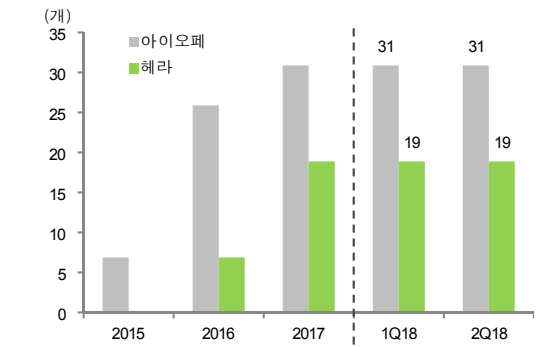
자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 107. 아모레퍼시픽 주요 브랜드 중국 매장수 추이 (2)



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 108. 아모레퍼시픽 주요 브랜드 중국 매장수 추이 (3)



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

대형사
해외종속기업현황

실제로 LG생활건강과 아모레퍼시픽의 해외 종속회사 현황을 보면 이와 같은 특징을 확인할 수 있다. LG생활건강은 중국, 일본 위주의 종속회사를 보유하고 있는 반면, 아모레퍼시픽은 중국뿐 아니라 동남아시아, 미주, 유럽까지 상대적으로 넓은 지역에 종속회사가 분포되어 있다

도표 109. LG생활건강 해외 종속회사 현황

(단위: 억원)

지배회사	종속회사명	사업내용	소재국	지분율	2017년			
					자산	부채	매출액	순손익
LG 생활건강	Ginza Stefany Inc.	생활용품, 화장품 판매	일본	100%	1,344	186	1,169	97
	Everlife Co., Ltd.	건강식품 등 통신판매	일본	100%	2,072	368	852	142
	락금생활건강무역(상해)	생활용품, 화장품 판매	중국	100%	2,250	1,597	4,246	386
	항주락금화장품	화장품 제조/판매	중국	81.7%	155	43	210	-2
	락금생활건강화장품연구소	화장품 연구개발	중국	100%	30	8	48	0
	북경락금일용화학	생활용품 제조/판매	중국	78.0%	389	37	378	30
	LG Vina Cosmetics	생활용품, 화장품 제조/판매	베트남	60.0%	178	70	435	25
	LG H&H Care America	생활용품, 화장품 판매	미국	100%	190	95	296	17
	LG H&H Care(Taiwan)	생활용품, 화장품 판매	대만	100%	197	125	507	-1
	LG-Sanita	지주회사	UAE	55.0%	-	-	-	0
락금생활 건강무역(상 해)	LG H&H HK	화장품 판매	홍콩	80.0%	212	145	441	29
Ginza Stefany	Toiletry Japan	생활용품 판매	일본	70.0%	41	32	102	1
Everlife	Everlifeagency	광고대리업	일본	100%	45	34	377	5
	Everlife H&B	건강식품 등 판매	대만	100%	1	0	-	0
더페이스샵	더페이스샵(상해)	화장품 판매	중국	100%	179	394	544	-194
	더페이스샵무역(광둥)	화장품 판매	중국	100%	-	-	-	-
	TFS Singapore	화장품 판매	싱가폴	100%	88	44	195	-6
	Fruit&Passion Boutiques	화장품 판매	캐나다	100%	136	116	372	1
	Fruit&Passion Immobilier	부동산 임대	캐나다	100%	1	0	-	-
	3390306 CANADA	화장품 판매	캐나다	100%	3	-	-	-
	LG H&H CARE Malaysia	화장품 판매	말레이시아	100%	66	18	51	3

자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

참고: LG-SANITA의 경우 1Q18 기준 청산 진행 중임

도표 110. 아모레퍼시픽 종속회사 현황

(단위: 억원)

종속회사명	사업내용	소재국	지분율	2017년			
				자산	부채	매출액	당기손익
Amorepacific Global Operations	지주회사업	싱가포르	90%	36	0	-	-12
AMORE Cosmetics (Shanghai)	화장품 제조/판매	중국	100%	2,510	885	1,519	351
Amorepacific (Shanghai) R&I Center	연구개발	중국	100%	396	-	-	0
Amorepacific Manufacturing Malaysia	화장품 제조/연구개발	말레이시아	100%	36	2	52	5
위드림	제품포장/시설관리	대한민국	100%	6	0	11	0
Amorepacific Global Operations	지주사업/화장품 판매	홍콩	100%	2,241	687	729	154
Amorepacific Trading	화장품 판매	중국	100%	4,976	3,349	12,119	414
Amorepacific Hong Kong	화장품 판매	홍콩	100%	895	452	1,610	79
Amorepacific Taiwan	화장품 판매	대만	100%	260	130	472	38
Amorepacific Singapore	화장품 판매	싱가포르	100%	558	332	669	30
Amorepacific Malaysia	화장품 판매	말레이시아	100%	231	112	385	9
Amorepacific (Thailand)	화장품 판매	태국	100%	271	99	367	19
PT. LANEIGE Indonesia	화장품 판매	인도네시아	98%	94	46	149	3
Amorepacific Vietnam	화장품 판매	베트남	100%	37	18	32	-6
Amorepacific US	화장품 판매	미국	100%	192	154	617	23
Amorepacific Canada	화장품 판매	캐나다	100%	332	290	456	-26
Amorepacific Europe	화장품 제조/판매	프랑스	100%	58	30	72	3
Annick Goutal	화장품 판매	프랑스	100%	329	346	219	-132
Amorepacific Japan	화장품 판매	일본	100%	134	154	138	-47
Innisfree Cosmetics India	화장품 판매	인도	100%	11	3	1	-5
Amorepacific ME FZ-LLC	화장품 판매	아랍에미리트	100%	69	83	101	-2
Amorepacific Australia	화장품 판매	호주	100%	-	-	-	-

자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

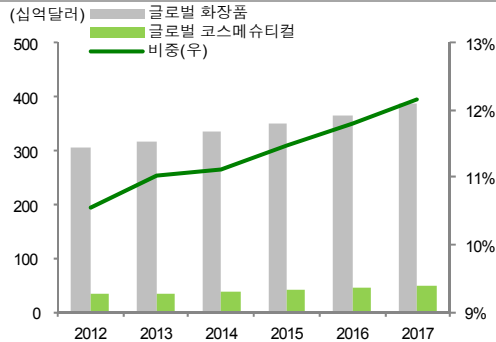
참고: 주요 종속회사는 짙은 색 처리 하였음

3. 중소형 브랜드사: 국내 니치(Niche) 마켓은 여전히 성장한다

고성장 니치마켓
더마코스메틱

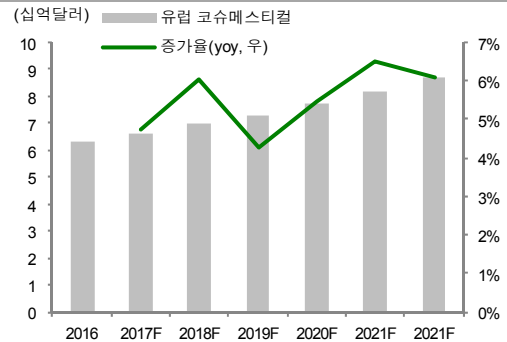
중소형사는 경쟁이 치열한 상황에서 성장성 높은 니치마켓(Niche Market, 틈새시장) 내에 확고히 자리잡는 것이 우선적이라 판단된다. 대표적인 니치마켓으로 주목하는 시장은 더마코스메틱(코스메슈티컬, 플라코스메틱 등과 혼용)이다. 더마코스메틱이란 Dermatology(피부과학)와 Cosmetic(화장품)을 합친 개념으로, 화장품과 피부과용 의약품 사이 보조적 효능 중심의 화장품의 의미를 지닌다. 글로벌 코스메슈티컬 시장 규모는 2017년 469억 달러로 전년 비 9.1% 성장하였고, 인도 컨설팅업체 RNCOS에 따르면 유럽 코스메슈티컬 시장은 2018~21년 연 평균 5.6%의 높은 성장률을 기록할 것으로 전망된다

도표 111. 글로벌 화장품, 코스메슈티컬 시장규모 추이



자료: 유로모니터, RNCOS, 신영증권 리서치센터

도표 112. 유럽 코스메슈티컬 시장규모 추정 추이



자료: RNCOS, 한국보건산업진흥원, 신영증권 리서치센터

도표 113. 화장품, 의약품, 코스메슈티컬 비교

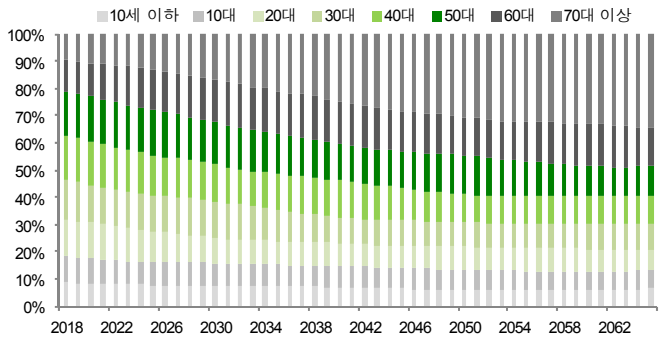
구분	화장품	코스메슈티컬	의약품
목적	아름다움 추구	보조적 치료	치료/예방
대상	정상적 피부(불특정 다수)	병원방문한 특정다수, 일반인	피부질환이 있는 피부
사용방법	매일, 장기적	장기적	대체로 일시적
원재료	광범위한 모든 성분	보조적인 효능 중심의 성분	고시성분 중심의 효과 우선

자료: 코스인코리아, 신영증권 리서치센터

고령화, 환경문제로
더마코스메틱 선호 증가

향후 고령화가 가속화될 것으로 전망되는 국내시장에서 더마코스메틱은 젊은 외모를 유지하고자 하는 소비자의 니즈와 맞닿아 높은 성장이 가능할 것으로 판단된다. 더불어 미세먼지 등 환경 문제가 대두되며 피부 트러블에 솔루션을 제시할 수 있다는 점에서 좋은 반응을 얻고 있다. 더마코스메틱은 약국 화장품, 피부과 화장품 등을 표현하는 말로 통용되기는 하나, 현재로써는 법적으로 명확한 정의나 규제가 없는 상황이다. 이에 더마코스메틱은 기능성 화장품범위를 포괄할 수 있다 판단, 기능성화장품을 참고하여 더마코스메틱 시장을 가늠해보고자 한다

도표 114. 한국 추계인구 추이



자료: 통계청, 신영증권 리서치센터
참고: 기준일 2017년 1월 26일, 중위 추계 기준

기능성화장품
범위 확장

기능성화장품은 2016년 5월 화장품법 개정으로 2017년 5월부터 그 범위가 기존 미백, 주름개선, 자외선 차단 등에서 아토피, 여드름, 피부갈라짐 완화, 탈모, 염모, 탈색/탈염, 제모 등으로 확장되었다. 더마코스메틱 시장과는 미백, 여드름 완화, 자외선차단, 탈모 등의 분야를 공유하고 있다

더마코스메틱 주요분야
매출 성장 중

기능성화장품 매출 추이를 보면 기능성 화장품의 매출은 가파르게 상승하고 있을 뿐 아니라 미백, 자외선차단의 비중 역시 증가하고 있다. 생산액 기준 기능성 화장품 범위가 확대된 2017년 눈에 띄는 점은 탈모완화 부문이 전체의 3.1%를 차지했다는 점이다. 이는 탈모샴푸 유행에 따른 것으로 판단된다

도표 115. 국내 기능성 화장품 범위

기존	구분	2016년 5월 화장품법 개정
- 미백 - 주름개선 - 자외선차단	피부	- 미백 - 주름개선 - 자외선차단 - 아토피 완화 - 여드름 완화 - 트살 등 피부갈라짐 개선
-		- 탈모완화 - 염모 - 탈색/탈염 - 제모

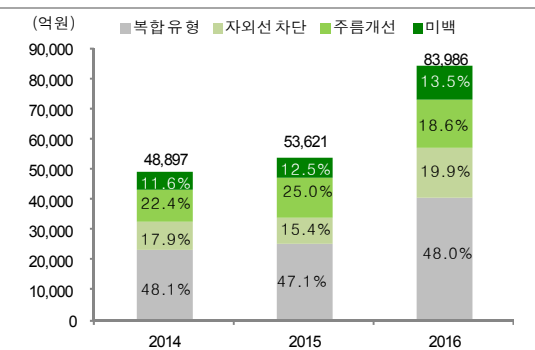
자료: 신영증권 리서치센터

도표 116. 더마 코스메틱 주요 분야

구분	분야
스킨케어	안티에이징 필러
	자외선차단 미백 여드름
헤어케어	탈모
	모발손상
	비듬
	두피

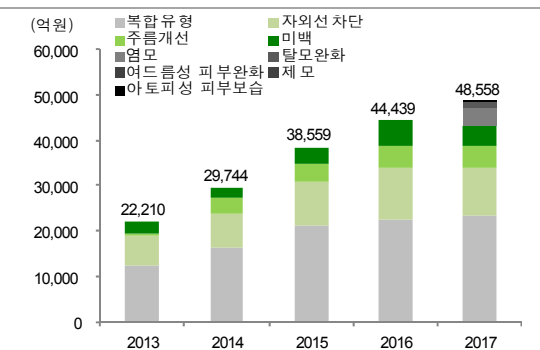
자료: RNCOS, 한국보건산업진흥원, 신영증권 리서치센터

도표 117. 기능성화장품 매출 추이



자료: 한국보건산업진흥원, 신영증권 리서치센터

도표 118. 기능성화장품 생산 추이



자료: 한국보건산업진흥원, 신영증권 리서치센터

글로벌 더마코스메틱
브랜드 리스트

더마코스메틱 관련 기업 및 브랜드는 아래와 같다. 글로벌 브랜드는 로레알의 라로슈포세(La Roche-Posay)와 비쉬(Vichy), 아벤느(Avene)의 아벤느, GSK의 피지오겔(Physiogel) 등이 있고, 주로 약국, H&B스토어, 대형마트 등에서 판매되고 있다. 국내의 경우 대형사 브랜드인 CNP(차앤박), 에스트라와 함께 중소형사 브랜드로 닥터자르트, 리얼베리어 등이 있다. 또한, 제약/바이오 업계에서의 진출도 특징적이다

도표 119. 더마코스메틱 기업, 브랜드 List

구분	기업	대표 브랜드
해외	로레알	라로슈포세 (La Roche-Posay)
		비쉬(Vichy)
	아벤느(Avene)	아벤느(Avene)
	글락소스미스클라인 (GSK)	피지오겔(Physiogel)
국내	화장품	LG생활건강
		CNP
		아모레퍼시픽
		에스트라
	제약 /바이오	네오팜
		리얼베리어
		해브앤비
	제약 /바이오	대웅제약
		이지듀
		센텔리안24
	제약 /바이오	휴메딕스
		벨라수

자료: 언론보도, 신영증권 리서치센터

더마코스메틱의
수익성 매력적

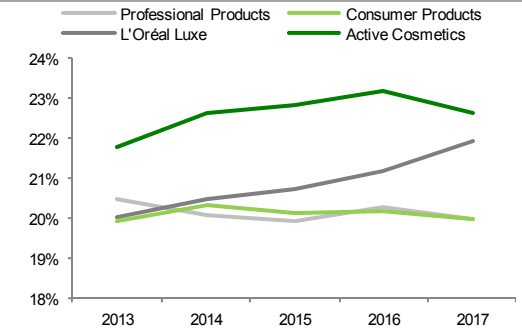
글로벌 화장품사 로레알의 4개 사업부 중 Active Cosmetics이 더마코스메틱과 관련되어있다. 대표적 브랜드는 라로슈포제(La Roche-Posay), 비쉬(Vichy) 등이 있고, 전체 매출 중 8.0%를 차지하며 비중은 낮은 편이나 영업이익률은 타 사업부 대비 월등히 높은 편이다. 국내 대표적인 더마코스메틱 화장품브랜드사인 해브앤비, 네오팜 역시 일반 화장품사 대비 높은 영업이익률을 기록하며 더마코스메틱은 매력적인 성장시장으로 자리매김하고 있다

도표 120. 로레알 주요 사업부 브랜드 정리

부문	브랜드
Consumer Products	로레알, 가르니에, 메이블린, NYX, 에썬, 다크 & 러블리, 막사, MG
L'Oreal Luxe	랑콤, 입생로랑, 조르지오 아르마니, 키헬, 어반디케이, IT코스메틱스, 슈에무라, 비오템 등
Professional Products	로레알 프로페셔널, 레드켄, 매트릭스, 케라스타즈, 퓨어올로지, 슈에무라, 까리타, 미자니, 박스터
Active Cosmetics	라로슈포제, 비쉬, 세라비, 스킨수티컬즈, 로저&갈렛, 사노플로르

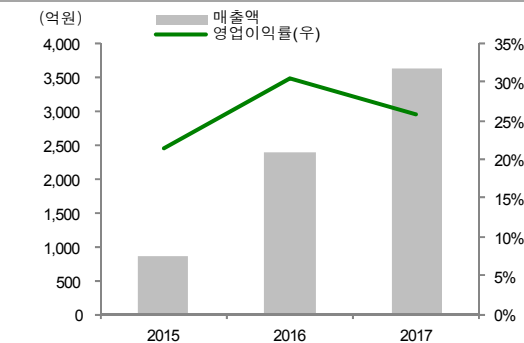
자료: L'oreal, 신영증권 리서치센터

도표 121. 로레알 사업부 별 영업이익률 추이



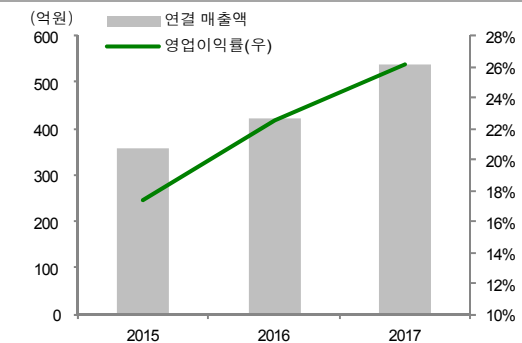
자료: L'oreal, 신영증권 리서치센터

도표 122. 해브앤비 매출액, 영업이익률 추이



자료: 해브앤비, 신영증권 리서치센터

도표 123. 네오팜 매출액, 영업이익률 추이



자료: 네오팜, 신영증권 리서치센터

도표 124. 국내외 주요 화장품사 Valuation Table

(단위: 원, 억원)

구분		종목코드	종가	시총(백만\$)	PER		PBR		OP Growth		ROE		상대수익률			
					2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F	% 1M	% 3M	% 6M	% YTD
국내	브랜드	아모레퍼시픽	090430 KS	263,000	13,688	33.5	26.6	3.7	3.3	14.8%	11.2	12.8	-5.1%	-22.6%	-6.9%	-6.2%
		아모레G	002790 KS	95,900	7,040	32.4	25.9	2.5	2.3	12.2%	8.2	9.3	-6.4%	-27.1%	-25.4%	-24.2%
		LG생활건강	051900 KS	1,226,000	17,047	27.3	24.3	5.6	4.9	15.8%	22.2	21.1	-1.1%	-13.7%	13.5%	32.1%
		에경산업	018250 KS	72,400	1,690	26.1	20.1	10.5	7.3	85.8%	47.5	42.6	7.9%	24.4%	-	-
		잇츠한불	226320 KS	43,850	856	29.1	18.8	1.9	1.7	13.7%	7.4	10.8	-9.9%	-18.6%	-23.1%	40.5%
		클리오	237880 KQ	17,150	259	36.8	35.6	2.1	2.0	-32.5%	6.9	5.3	-16.3%	-35.6%	-50.1%	-46.2%
		에이블씨엔씨	078520 KS	13,500	298	-	41.3	12	12	-213.1%	-2.8	2.9	-7.2%	-14.3%	-31.3%	-21.1%
		토니모리	214420 KS	14,550	228	-	-	-	-	-	-	-	-1.7%	-16.6%	-16.4%	-4.6%
		한국화장품	123690 KS	14,600	209	-	-	-	-	-	-	-	4.7%	-10.2%	-3.0%	12.3%
		코리어나	027050 KQ	6,200	221	-	-	-	-	-	-	-	2.8%	-9.4%	-10.0%	21.6%
		리더스코스메틱	016100 KQ	15,800	254	-	-	-	-	-	-	-	1.3%	-18.1%	-12.5%	19.2%
		제이준코스메틱	025620 KS	19,200	453	-	-	-	-	-	-	-	-12.9%	-20.7%	19.6%	14.6%
		에스디생명공학	217480 KQ	13,000	259	-	-	-	-	-	-	-	6.1%	-21.7%	-16.7%	28.1%
		오가닉티코스메틱	900300 KQ	3,265	165	-	-	-	-	-	-	-	18.3%	12.6%	0.3%	-19.4%
		네오팜	092730 KQ	50,500	335	23.6	19.1	6.4	5.2	35.7%	29.1	28.8	3.7%	-6.7%	-1.4%	76.9%
	ODM/OEM	한국콜마	161890 KS	74,800	1,488	29.1	21.5	4.3	3.6	55.1%	15.4	18.6	5.4%	-4.2%	-3.0%	11.8%
		코스맥스	192820 KS	152,500	1,364	37.7	26.2	6.0	5.1	68.9%	16.6	20.2	2.0%	-14.8%	26.0%	29.8%
		한국콜마홀딩스	024720 KS	37,750	603	-	-	-	-	-	-	-	5.0%	-24.1%	-17.1%	15.6%
		코스맥스비티아이	044820 KS	29,950	256	-	-	-	-	-	-	-	-1.6%	-22.2%	-2.9%	15.2%
		클라비엔케이치	200130 KQ	25,550	672	16.8	14.9	3.8	3.2	21.5%	24.2	22.2	4.3%	-14.0%	-18.8%	-12.5%
		한국화장품제조	003350 KS	45,500	184	-	-	-	-	-	-	-	13.2%	0.9%	10.7%	90.8%
		코스메카코리아	241710 KQ	31,200	297	23.2	18.7	2.6	2.3	55.8%	12.1	13.4	-1.6%	-18.2%	3.5%	4.9%
		코스온	069110 KQ	14,000	230	-	-	-	-	-	-	-	15.2%	-3.8%	30.2%	32.1%
	원부자재 /기타	제닉	123330 KQ	13,550	84	-	-	-	-	-	-	-	-6.2%	-10.3%	-6.9%	27.3%
		잉글우드랩	950140 KQ	4,890	86	-	-	-	-	-	-	-	0.7%	-29.6%	-10.3%	-30.6%
		연우	115960 KQ	26,850	296	30.8	20.3	1.7	1.6	28.4%	5.6	8.0	13.5%	-6.1%	-6.1%	5.7%
		SK바이오랜드	052260 KQ	18,650	249	18.6	17.4	1.9	1.7	9.9%	10.5	10.4	3.6%	-4.8%	-8.6%	16.2%
		에이씨티	138360 KQ	7,920	192	-	-	-	-	-	-	-	-13.9%	-13.3%	96.5%	136.4%
해외브랜드	유럽	대봉엘에스	078140 KQ	8,830	87	-	-	-	-	-	-	-	10.2%	-14.3%	-22.9%	-10.0%
		MP한강	219550 KQ	2,465	125	-	-	-	-	-	-	-	-12.7%	-7.2%	-1.4%	6.7%
		로레알	OR FP	230	128,572	28.0	26.2	4.1	3.9	10.3%	15.1	15.1	-7.7%	-3.4%	12.4%	10.6%
	미국	Beiersdorf	BEI GR	114	28,624	28.4	26.1	3.9	3.5	5.8%	14.3	13.9	-1.9%	1.0%	11.6%	7.1%
		LVMH	MC FP	327	164,973	22.2	20.5	4.3	3.9	25.0%	20.3	19.7	-7.5%	-5.2%	16.4%	27.6%
		유니레버	UN US	55	159,550	20.5	18.7	10.1	9.9	7.1%	48.5	54.9	-4.3%	-0.4%	2.9%	-8.8%
		P&G	PG US	83	205,729	18.6	17.6	3.9	3.9	4.9%	20.1	22.1	0.0%	9.1%	4.4%	-11.1%
		에스티로더	EL US	139	50,922	29.0	26.2	10.0	9.2	42.4%	36.2	40.4	2.5%	-8.5%	-3.4%	28.1%
		Avon	AV P US	2	880	24.6	11.1	-	-	28.9%	-	-	11.8%	21.3%	-28.2%	-23.5%
	아시아	존슨앤존슨	JNJ US	137	367,189	16.8	15.9	6.0	5.3	37.9%	31.8	30.0	4.1%	11.0%	6.1%	3.5%
		Coty	COTY US	12	9,235	16.2	13.6	1.0	1.0	-35.5%	6.5	7.6	-7.7%	-7.4%	-35.3%	-23.6%
		시세이도	4911 JP	69	27,746	39.9	32.5	6.5	5.6	54.6%	17.7	19.2	-2.8%	-16.4%	14.6%	67.8%
		Kao	4452 JP	79	39,113	27.9	25.8	5.0	4.5	7.2%	18.6	18.8	7.0%	4.1%	10.0%	29.5%
		KOSE	4922 JP	175	10,585	29.3	26.2	5.3	4.6	45.1%	19.5	18.9	-7.7%	-18.6%	-4.5%	39.5%
	POLA	4927 JP	32	7,330	26.5	23.9	3.7	3.4	12.7%	14.4	15.1	-12.0%	-28.6%	-21.1%	-1.7%	
	상하이자화	600315 CH	4	2,868	35.7	27.7	3.4	3.1	78.2%	9.3	11.3	-16.5%	-35.6%	-15.9%	-4.2%	

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

참고: 기준일은 2018년 9월 6일임

도표 125. 글로벌 주요 화장품 업체 Valuation Table (2)

회사명	로레알	에스티로더	Avon	LVMH	P&G	비아스도르프	존슨앤존슨	코티	헨켈	시세이도	KAO	KOSE	POLA	상하이 자화	가모레퍼픽	LG생활건강
코드	ORFP	EL US	AVPUS	MCPP	PGUS	BEGR	JNJUS	CTY US	HENGY	4911 JP	4452 JP	4922 JP	4927 JP	600315 CH	090430 KS	051900 KS
전일종가(9/6, US\$)	110,476	50,922	880	141,754	205,729	28,631	367,189	9,235	50,216	27,746	39,113	10,595	7,330	2,864	13,691	17,051
시가총액(mn\$)	29,400	11,824	5,716	48,167	65,058	7,971	76,450	7,650	22,627	8,964	13,284	2,468	2,179	953	4,534	5,548
매출액(mn\$)	30,860	14,321	5,632	54,323	67,105	8,375	81,189	9,191	23,404	9,869	13,795	3,008	2,323	1,099	5,000	5,977
	32,507	15,240	5,621	56,313	69,088	8,767	83,617	9,359	24,208	10,725	14,333	3,254	2,452	1,312	5,652	6,421
CAGR*	5.2%	13.5%	-0.8%	10.0%	3.1%	4.9%	4.6%	10.6%	3.4%	9.4%	3.9%	14.8%	6.1%	17.3%	11.6%	7.6%
	5,079	1,692	273	9,169	13,955	1,235	18,714	-438	3,451	717	1,827	362	347	54	528	823
영업이익(mn\$)	5,602	2,409	352	11,458	14,633	1,307	25,808	1,119	4,068	1,109	1,957	526	391	97	606	954
	5,994	2,644	351	12,505	15,425	1,399	27,279	1,276	4,311	1,339	2,101	588	432	128	763	1,080
CAGR*	8.6%	25.0%	13.4%	16.8%	5.1%	6.4%	20.7%	-	11.8%	36.6%	7.3%	27.4%	11.6%	53.2%	20.2%	13.5%
	4,046	1,249	22	5,794	15,326	759	1,300	-422	2,846	203	1,311	200	242	58	349	537
(자배)순이익(mn\$)	4,596	1,779	45	7,399	11,439	900	22,171	581	3,030	694	1,378	337	266	79	440	657
	4,909	1,963	89	8,037	12,002	977	23,326	667	3,223	866	1,482	377	297	104	553	735
CAGR*	10.2%	25.4%	101.2%	17.8%	-11.5%	13.5%	323.8%	-	6.4%	108.6%	6.3%	37.2%	10.7%	34.2%	25.9%	17.0%
	72	3.4	0.0	11.5	5.8	3.3	0.5	-0.7	6.5	0.5	2.7	3.5	1.1	0.1	5.1	32.0
EPS(US\$)	8.2	4.8	0.1	14.7	4.4	4.0	8.1	0.8	7.0	1.7	2.8	5.9	1.2	0.1	7.0	40.4
	8.7	5.3	0.2	15.9	4.7	4.3	8.6	0.9	7.5	2.1	3.0	6.6	1.3	0.2	8.8	45.3
	27.1	25.9	37.1	24.0	22.4	33.1	21.9	54.4	19.1	95.6	25.5	26.5	32.2	63.6	53.3	32.8
PER(배)	28.0	29.0	24.6	22.2	18.6	28.4	16.8	16.2	15.3	39.9	27.9	29.3	26.5	35.6	33.5	27.3
	28.2	26.2	11.1	20.5	17.6	26.1	15.9	13.6	14.4	32.5	25.8	26.2	23.9	27.6	26.6	24.3
	4.2	8.1	-	4.3	4.2	4.4	6.2	1.5	3.1	5.1	4.7	3.5	4.4	4.6	4.3	5.8
PBR(배)	4.1	10.0	-	4.3	3.9	3.9	6.0	1.0	2.4	6.5	5.0	5.3	3.7	3.4	3.7	5.6
	3.9	9.2	-	3.9	3.9	3.5	5.3	1.0	2.2	5.6	4.5	4.6	3.4	3.1	3.3	4.9
	17.8	17.2	6.3	12.6	14.4	14.5	16.1	180.6	13.6	17.4	13.7	11.0	17.1	55.7	21.1	16.4
EV/EBITDA(배)	18.0	17.6	5.6	12.4	13.7	15.9	12.7	11.2	11.0	18.3	14.8	16.2	14.0	23.3	15.8	15.6
	16.6	16.2	5.2	11.3	13.3	14.4	11.7	10.0	10.1	15.3	13.6	14.2	12.5	19.4	12.9	13.8
	14.5	31.4	-	18.6	27.8	13.8	2.0	-8.7	16.5	5.6	19.8	13.9	14.1	7.3	8.3	19.3
ROE(%)	15.1	36.2	-	20.3	20.1	14.3	31.8	6.5	15.6	17.7	18.6	19.5	14.4	9.3	11.2	22.2
	15.1	40.4	-	19.7	22.1	13.9	30.0	7.6	15.1	19.2	18.8	18.9	15.1	11.3	12.8	21.1

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터
참고: 기준일은 2018년 9월 6일임 / CAGR은 2017~19년 연 평균 성장률

도표 126. 화장품 Coverage 기업 Valuation Table

(단위: 억원)

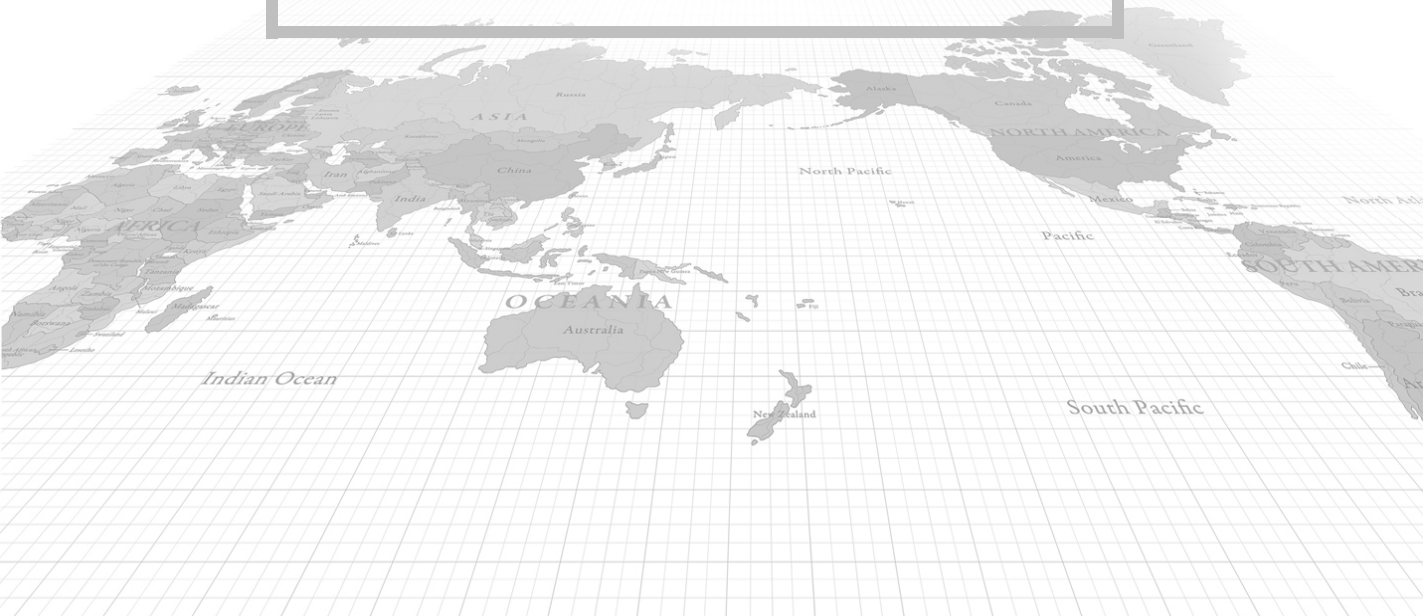
회사명		코스맥스	한국콜마	LG생활건강	아모레퍼시픽	네오팜
코드		192820.KS	161890.KS	051900.KS	090430.KS	092730.KQ
투자의견		매수(신규)	매수(신규)	매수(신규)	매수(신규)	매수(신규)
목표주가		190,000	100,000	1,500,000	320,000	62,000
전일종가(9/7)		152,500	74,800	1,226,000	263,000	50,500
상승여력		24.6%	33.7%	22.3%	21.7%	22.8%
매출액	2017	8,840	8,216	62,705	51,238	536
	2018F	12,057	13,359	65,838	55,113	696
	2019F	14,021	16,398	70,743	61,459	849
	CAGR*	25.9%	41.3%	6.2%	9.5%	25.9%
영업이익	2017	351	670	9,303	5,964	140
	2018F	603	967	10,453	6,513	186
	2019F	762	1,479	11,360	8,321	232
	CAGR*	47.3%	48.6%	10.5%	18.1%	28.7%
지배순이익	2017	189	473	6,067	3,940	116
	2018F	520	573	7,157	4,647	146
	2019F	599	766	8,022	5,941	184
	CAGR*	78.3%	27.3%	15.0%	22.8%	25.9%
EPS	2017	1,876	2,240	34,240	5,709	1,549
	2018F	5,170	2,647	40,393	6,733	1,963
	2019F	5,964	3,427	45,276	8,607	2,472
PER(배)	2017	62.4	36.6	34.7	53.3	30.4
	2018F	29.5	28.3	30.4	39.1	25.7
	2019F	25.6	21.8	27.1	30.6	20.4
PBR(배)	2017	5.4	5.7	6.9	5.1	7.0
	2018F	5.9	3.8	6.1	4.0	6.2
	2019F	5.0	3.3	5.2	3.6	5.1
EV/EBITDA(배)	2017	27.9	21.7	18.9	23.2	21.6
	2018F	20.4	22.6	17.5	18.0	17.4
	2019F	17.2	15.1	15.7	14.6	13.6
ROE(%)	2017	8.8	16.4	21.9	9.8	26.8
	2018F	21.7	15.3	21.9	10.7	27.8
	2019F	21.0	16.1	20.8	12.5	28.7

자료: WiseIn, 신영증권 리서치센터

*CAGR은 2017~19년 연 평균 증감률임

기업분석

종목명	투자의견	목표주가
코스맥스(192820.KS)	매수(신규)	190,000원
한국콜마(161890.KS)	매수(신규)	100,000원
LG생활건강(051900.KS)	매수(신규)	1,500,000원
아모레퍼시픽(090430.KS)	매수(신규)	320,000원
네오팜(092730.KQ)	매수(신규)	62,000원
L'Oreal(OR.FP)	Not Rated	—
Shiseido(4911.JP)	Not Rated	—



코스맥스(192820.KS)

글로벌 ODM 시장을 선도한다

매수(신규)

현재주가(9/7) 152,500원
목표주가(12M) 190,000원

■ 글로벌 No.1 ODM 기업

코스맥스는 글로벌 ODM 1위 업체로, 2014년 지주사 코스맥스BTI로부터 인적분할 후 신설되었음. 국내뿐 아니라 중국, 미국, 동남아시아로 진출하여, 현지 종속법인을 설립하였음. 주요 고객사로는 LG생활건강, 해브앤비 등 국내업체부터 로레알, 시세이도 등 글로벌사까지 다양함

■ 투자포인트 세 가지

동사는 1)중국 성장으로 글로벌 및 국내 화장품사, 중국 현지업체 수요에 따른 수혜 기대 2)중국, 미국 등 화장품 시장규모가 큰 국가에서 성공적 현지화 중 3)인도네시아, 태국 등 신규시장 진출에 적극적임

■ 2018년 해외사업 일시적 부진에도 국내 매출 견고

2018년은 국내 고객사의 해외수출 중심의 성장과 함께, 중국 지역의 20% 증반의 매출 증가 가능할 전망. 미국 NU World 법인 실적이 더해지는 첫 해로 매출 성장은 당연하나, USA법인의 고객사 제품 런칭 지연과 NU World법인의 통합작업에 따라 속도 더딘 점을 유의

■ 중국수요로 고른 성장 기대, 목표주가 190,000원 매수의견 제시

코스맥스에 대해 목표주가 190,000원을 제시하며 매수의견으로 커버리지를 개시함. 동사는 화장품 ODM 분야의 글로벌 1위 기업으로, 중국 시장 성장에 따른 고른 수혜를 얻을 것으로 기대됨

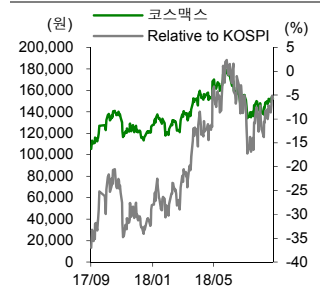
Key Data (기준일: 2018. 9. 7)

KOSPI(pt)	2281.58
KOSDAQ(pt)	818.86
액면가(원)	500
시가총액(억원)	15,326
발행주식수(천주)	10,050
평균거래량(3M, 주)	91,582
평균거래대금(3M, 백만원)	13,325
52주 최고/최저	179,000 / 105,500
52주 일간Beta	0.4
배당수익률(18F, %)	0.7
외국인지분율(%)	23.9
주요주주 지분율(%)	
코스맥스비티아이 외 4인	26.0
국민연금	13.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.0	-14.8	26.0	29.8
KOSPI대비상대수익률	2.8	-7.7	32.7	33.5

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	757.0	884.0	1,205.7	1,402.1	1,614.6
영업이익(십억원)	52.6	35.1	60.3	76.2	93.5
세전순이익(십억원)	46.5	25.3	56.3	74.5	93.1
지배순이익(십억원)	34.8	18.9	52.0	59.9	71.7
EPS(원)	3,752	1,876	5,170	5,964	7,130
증감률(%)	63.4	-50.0	175.6	15.4	19.5
ROE(%)	22.5	8.8	21.7	21.0	20.9
PER(배)	31.8	62.4	29.5	25.6	21.4
PBR(배)	5.7	5.4	5.9	5.0	4.1
EV/EBITDA(배)	19.2	27.9	20.4	17.2	14.6

1. 투자포인트

투자의견 매수
TP 19만원 제시

코스맥스에 대한 투자의견 매수, 목표주가 19만원으로 커버리지를 개시한다. 현재 화장품업 내 최선호주로 ODM업을 추천하며, 글로벌 1위 화장품 ODM 업체인 동사의 투자매력도 역시 높다 판단된다

동사의 투자포인트는 다음과 같다.

- 1) 중국 성장으로 글로벌/국내 화장품사, 중국 현지업체 수요에 따른 수혜
- 2) 중국, 미국 등 화장품 시장규모가 큰 국가에 진출, 성공적 현지화 진행 중
- 3) 인도네시아, 태국 등 신규 시장에 적극적 진출

도표 1. 코스맥스 Valuation

(단위: 억원)

구분	18F 순이익	Target PER	가치	비고
적정가치	457	42.0	19,198	15~16년 12m Fwd PER 평균에 20% 할증
발행주식수(주)			10,046,041	자기주식 3,468주 제외
적정주가(원)			191,103	

자료: 신영증권 리서치센터

2. 기업개요

ODM은 개발능력을 갖춘
능동적인 사업형태

코스맥스는 2014년 코스맥스BTI(지주사)로부터 인적분할하여 신설된 화장품 ODM 전문업체이다. 화장품 ODM(Original Development Manufacturing)사업은 고객사로부터 들어오는 수주를 생산하는 것에서 나아가, 개발능력을 갖추어 고객사에 역제안이 가능한 능동적인 사업형태이다. 주요 고객사로는 LG생활건강, 올리브영, 해브앤비 등 국내업체부터 로레알, 시세이도 등 글로벌사까지 다양하다

도표 2. 코스맥스 기업 개요

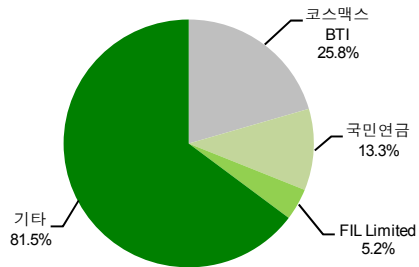
구분	내용
회사명	코스맥스 주식회사
대표이사	이경수, 김재천
설립일	2014년 3월
상장일	2014년 4월 7일(KS)
사업분야	화장품 ODM 전문업체
주요 고객사	로레알, 시세이도, 디올, 닥터자르트, LG생활건강, 올리브영 등
코스맥스 그룹 주요 연혁	
92년	한국미로토 설립
96년	신규공장 기공, 일본ITC사와 기술제휴
00년	제 2공장 매입
02년	씨디알(現 쓰리애플즈) 취득, KQ 상장
06년	KS로 이전상장
07년	일진제약(現 코스맥스 바이오) 계열회사 편입(지분취득)
10년	코스맥스 광저우 설립
11년	광저우 신공장 신축공장 개시, 한국&코스맥스차이나 증축
12년	코스맥스인도네시아 법인 설립
13년	코스맥스 USA 설립
14년	코스맥스 BTI로부터 화장품사업부 인적분할 코스맥스 인니/광저우 가동, 뉴트리바이오텍 인수
16년	티몰 국내관 최초 입점, 뉴트리바이오텍 호주법인 설립
17년	뉴트리바이오텍 호주 멜버른 공장 완공, 코스맥스 타일랜드 설립

자료: 신영증권 리서치센터

투자증가,
고객사재고조정에 따른
이익률하락

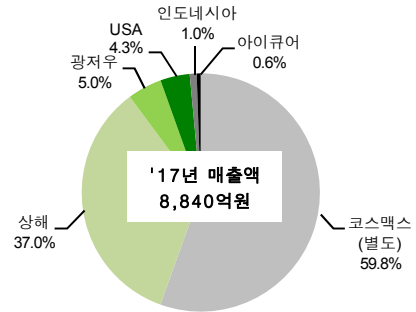
2017년 연결 매출액은 8,840억원으로, 전년 비 16.8% 증가하였다. 영업이익률은 4.0%로 전년 대비 3%p 하락하였는데, 주된 원인으로는 1)대규모 증설, 2)고객사 재고 조정, 3)감가상각비, 인건비, 전산 등 투자 증가가 있다. 동사 매출기여도는 국내사업 담당하는 코스맥스 별도부문, 중국법인(상해, 광저우), 미국법인(USA) 등의 순이다

도표 3. 코스맥스 주주 현황



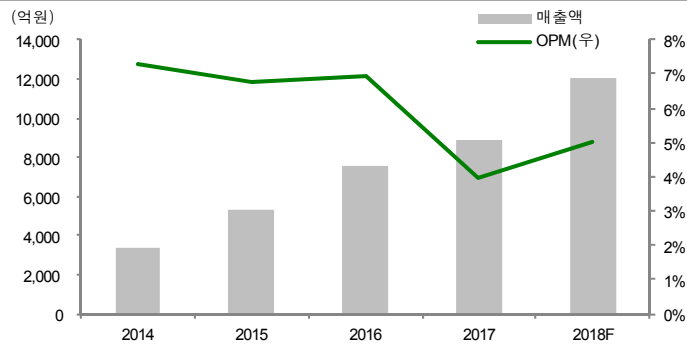
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 4. 코스맥스 매출 비중 (2017년)



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 5. 코스맥스 매출액, 영업이익률 추이



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

3. 주요 종속법인

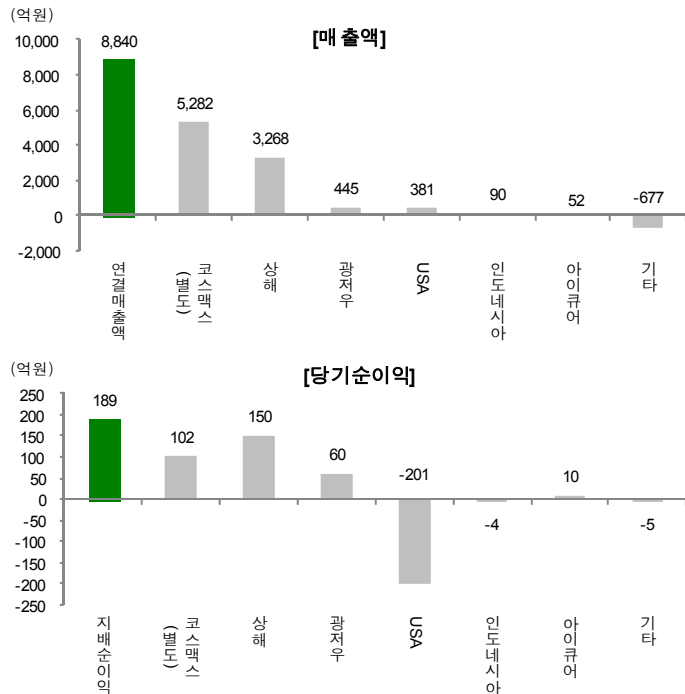
주요 종속법인은
중국, 미주, 인니 등

동사의 주요 종속법인은 중국의 코스맥스 차이나(상해)와 손자회사 코스맥스 광저우, 미국의 코스맥스 USA와 NU World, 코스맥스 인도네시아 등이 있다. 코스맥스 태국의 경우, 포장공장을 임대한 형태로 매출기여보다 화교 경제권 테스트 목적이 강하다. 그 밖에 국내 법인 중에서는 최근 중국의 마스크팩 시장 호조로 마스크시트 생산 전문법인인 아이큐어가 수혜를 받고 있다

종속법인별
'17년 실적

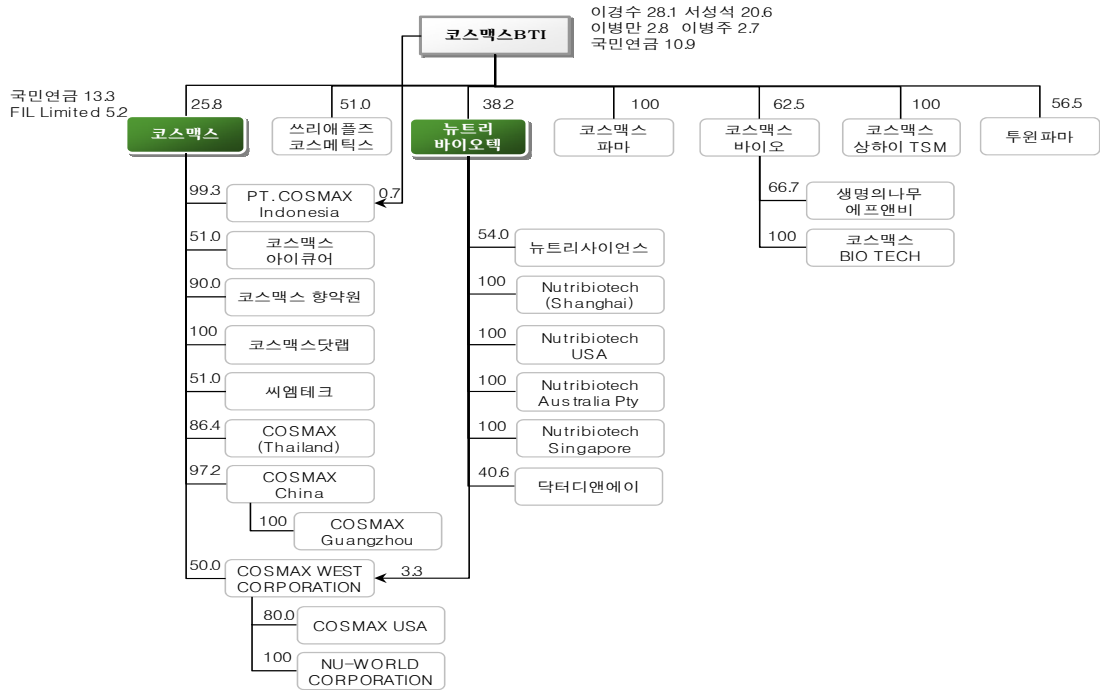
2017년 종속법인별 실적은 다음과 같다. 코스맥스 별도(국내)의 매출 기여도가 가장 높으나, 순이익단에서는 중국법인이 더 높다. 미국법인의 경우 영업 및 당기순손실 상태인데, NU World 인수를 통해 이익률 개선 속도가 더욱 빨라질 것으로 보인다

도표 6. 코스맥스 매출액, 당기순이익 분석 (2017년)



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 7. 코스맥스 지배구조



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 8. 코스맥스 종속회사 현황

(단위: 억원)

구 분		지분율	설립일	위치	2017년			
					자산	부채	매출	순이익
화장품제조	코스맥스 차이나	97.2%	2004-10-09	중국 상해	2,495	1,742	3,268	150
	코스맥스 광저우	100.0%	2010-05-27	중국 광저우	482	266	445	60
	코스맥스 웨스트	50.0%	2017-11-17	미국 뉴저지	1,692	1,372	-	-2
	코스맥스 USA	80.0%	2013-03-19	미국 오하이오	721	1,222	381	-201
	NU-World	100.0%	'91년 설립 '17년 12월 편입	미국 뉴저지	678	998	515	5
	코스맥스 인니	99.3%	2011-11-04	인도네시아	102	142	90	-4
	코스맥스 태국	60.0%	2017-05-08	태국	13	9	-	-1
	코스맥스 아이큐어	51.0%	2014-12-19	한국	51	20	52	10
의약품 제조	코스맥스닷랩	100.0%	2016-02-03	한국	0	-	-	-
화장품 원료 제조	씨엠테크	51.0%	2016-07-25	한국	19	18	18	-4
농업	향약원	90.0%	2012-08-08	한국	29	30	1	-1

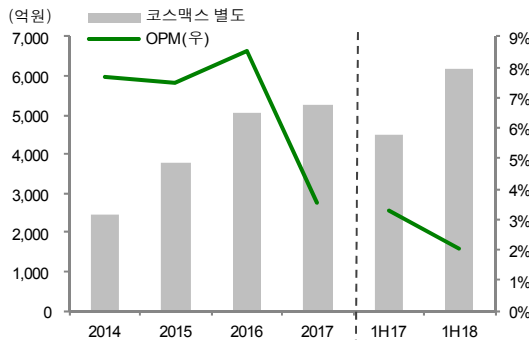
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터 / 참고: NU-World는 1Q18 기준임

(1) 국내법인

국내고객사의
해외수출비중 증가

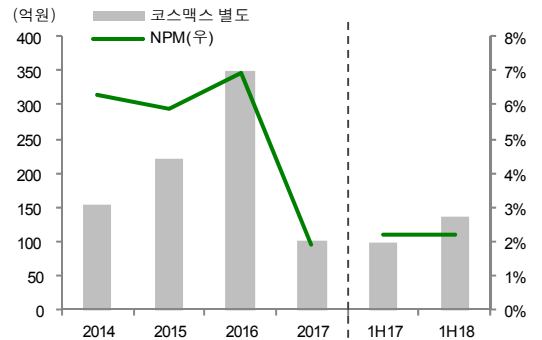
국내법인의 주요 고객은 LG생활건강, 닥터자르트, 올리브영, 클리오 등 국내 업체와 로레알, 디올, 에스티로더 등 글로벌 업체가 있다. 즉, 국내 유통물량 뿐 아니라 직·간접 수출 형태로 해외 매출도 발생하는 것이다. 2017년 사드 (THAAD)영향으로 원브랜드샵 비중이 줄고 수출, 특히 국내업체가 중국으로 수출하는 물량인 간접수출의 비중이 늘어나고 있다. 2017년 원브랜드샵 수주 부진, 생산설비 투자, 마스크팩 비중 증가 등의 영향으로 영업이익이 하락하였으나 2018년부터 매출 증가와 함께 이익률이 회복되는 추세이다

도표 9. 코스맥스(별도) 매출액, 영업이익률 추이



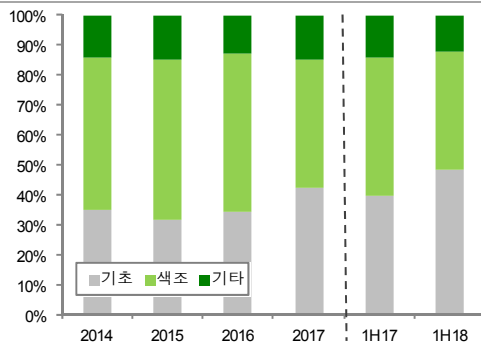
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 10. 코스맥스(별도) 당기순이익(률) 추이



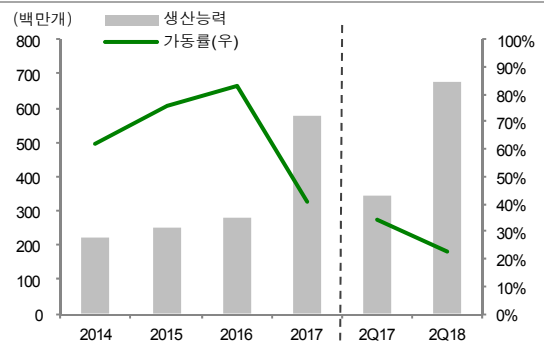
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 11. 코스맥스(별도) 제품별 비중 추이



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 12. 코스맥스(별도) 생산능력, 가동률 추이



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

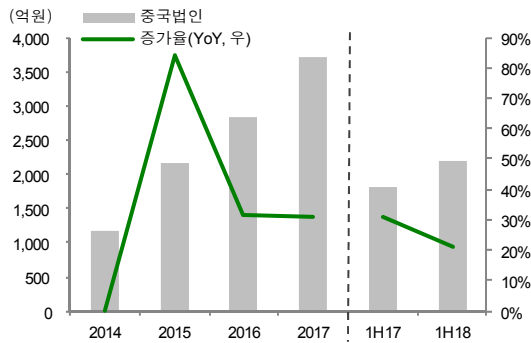
참고: 1일 8시간, 한 달 20일, 3교대 기준

(2) 중국법인: 코스맥스 차이나, 코스맥스 광저우

중국법인
상해, 광저우

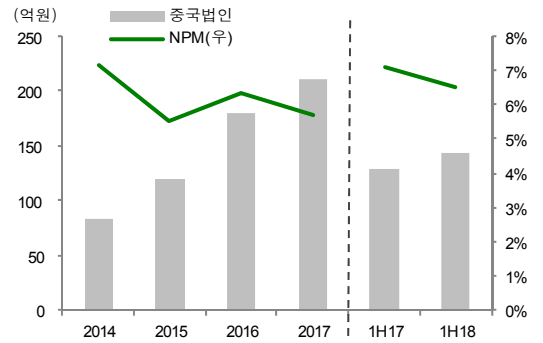
동사의 중국법인에는 코스맥스 차이나(상해)와 손자회사인 코스맥스 광저우가 있다. 주 고객은 Carslan, Chando, Proya 등 중국 매스브랜드 업체이며, 전체 중국 매출 내 80%가 현지 업체로부터 발생하는 등 높은 현지화 수준을 보인다. 2004년 동사의 첫 해외법인인 코스맥스 차이나(상해)는 중국 내 화장품 시장규모가 가장 큰 상해지역 수요에 대응하기 위한 목적으로 설립하였고, 이후 2011년 광둥성 지역 로컬고객 대상의 광저우 법인을 설립하였다

도표 13. 중국법인 매출액 추이



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터
참고: 중국법인은 코스맥스차이나(상해), 코스맥스광저우 법인 포함

도표 14. 중국법인 당기순이익(률) 추이



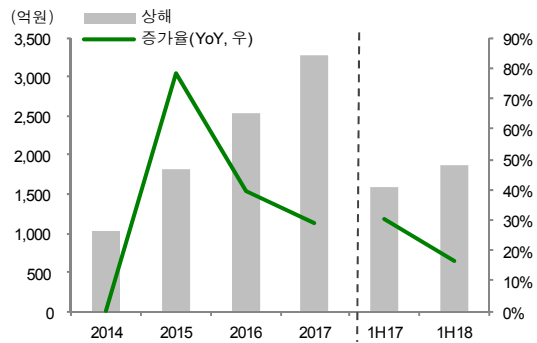
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터
참고: 중국법인은 코스맥스차이나(상해), 코스맥스광저우 법인 포함

(2)-1. 중국법인: 코스맥스 차이나(상해)

상해법인, 제품믹스변화로
이익률회복

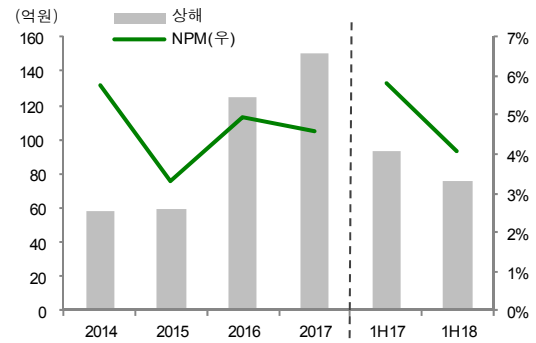
코스맥스 차이나(상해)의 2017년 실적은 색조제품 수주 증가 등의 영향으로 고성장하였다. 2018년은 높은 기저효과가 있으나 그 외의 특별한 이슈 없이 생산 중이다. 2분기 실적에서 긍정적인 부분은 제품 믹스의 변화로 1분기 대비 영업이익률이 정상수준으로 회복했다는 점이다

도표 15. 코스맥스차이나(상해) 매출액 추이



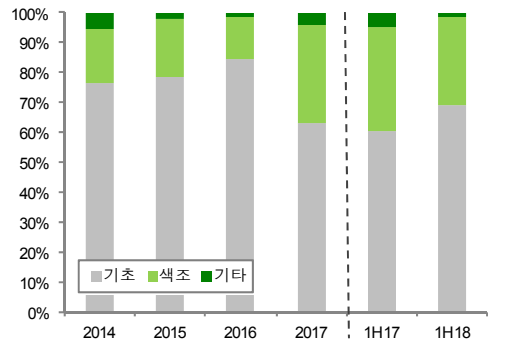
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 16. 코스맥스차이나(상해) 당기순이익(률) 추이



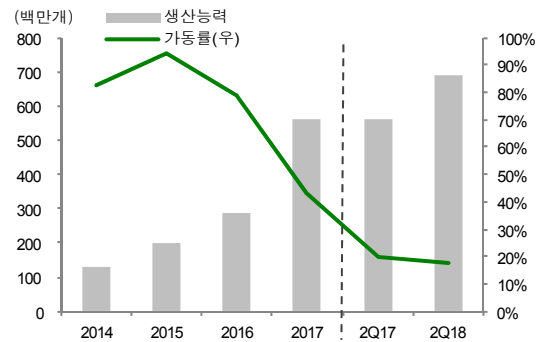
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 17. 코스맥스차이나(상해) 제품별 비중 추이



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 18. 코스맥스차이나(상해) 생산능력, 가동률 추이



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

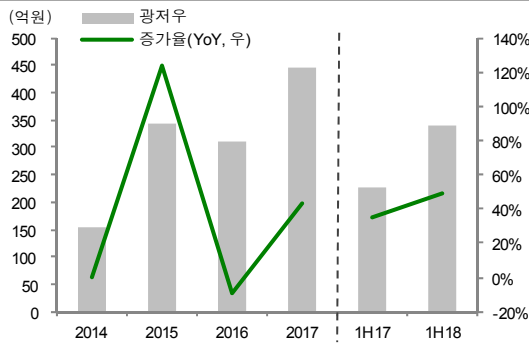
참고: 1일 8시간, 한 달 20일, 3교대 기준

(2)-2 중국법인: 코스맥스 광저우

광저우법인
부자재 발주오류,
색조 완제품 비중 증가

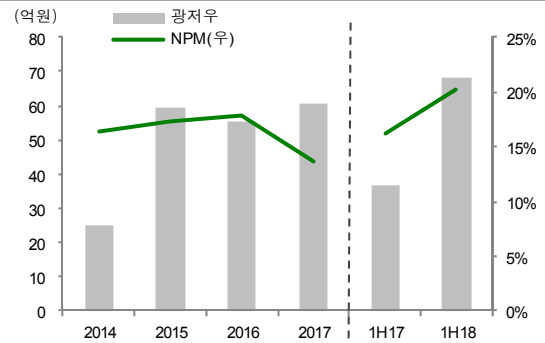
코스맥스 광저우법인은 인터넷, 모바일 채널을 활용하는 고객사 비중이 높다는 특징이 있다. 이에 히트제품의 지속성이 높지 못해 매출 등락이 있는 편이다. 2018년 2분기 매출성장률 둔화의 이유는 1) SAP 도입으로 부자재 발주에 오류가 발생하여 목표했던 생산수량에 도달하지 못했던 점, 2) 색조 완제품 비중 증가 등의 원인이 있었다. 다만, 색조 완제품 비중 증가에도 영업이익률을 방어한 점은 긍정적이며, 3분기부터 기존 성장률 회복을 전망한다

도표 19. 코스맥스광저우 매출액 추이



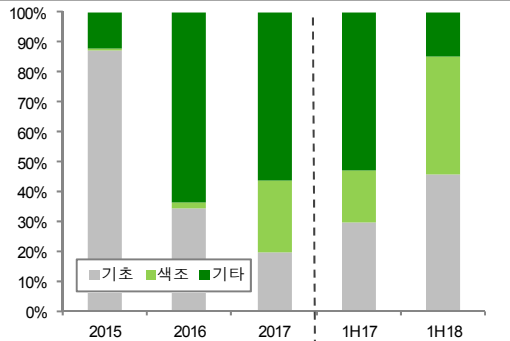
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 20. 코스맥스광저우 당기순이익(률) 추이



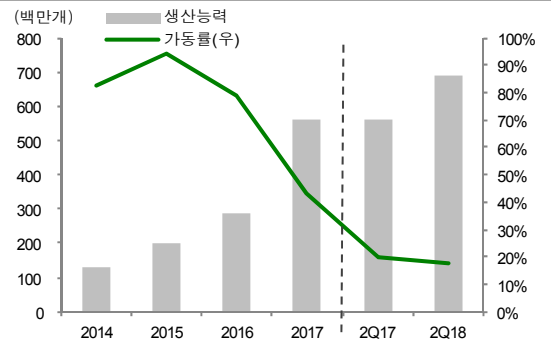
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 21. 코스맥스광저우 제품별 비중 추이



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 22. 코스맥스광저우 생산능력, 가동률 추이



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

참고: 1일 8시간, 한 달 20일, 3교대 기준

(3) 미국 법인: 코스맥스 USA, NU World

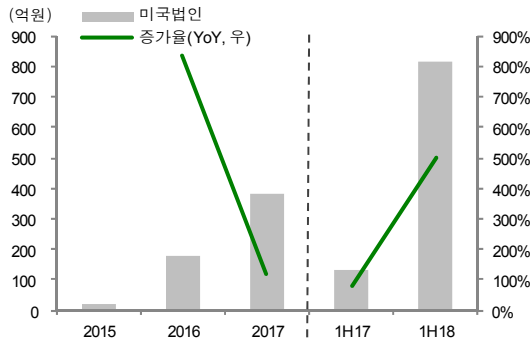
미국시장 주 고객은
로레알

동사는 2013년 미국 로레알 공장을 인수하며 코스맥스 USA법인을 설립하였고, 2017년에는 NU World를 인수하여 미국 내 총 2개의 법인을 보유하고 있다. 주요 고객은 로레알이며, 기타 로컬업체들이 전체 물량 중 4~50%를 차지하고 있다. 글로벌 업체들은 기초 대비 색조화장품에 대한 ODM의존도가 높아, 미국 법인의 색조제품 비중도 높은 편이다. 이는 핵심이 되는 기초 제품은 직접 생산하고, 트렌드가 빠르게 변하고 이익이 박한 색조제품은 ODM사에 수주하는 데에서 비롯한 것이다. 미국 법인의 영업손익은 NU World 인수로 흑자전환 속도가 더욱 빨라질 것으로 보인다. NU World의 경우 2018년 1분기 영업이익이 이미 흑자를 기록하였다

기존법인과 NU World간
시너지 기대감

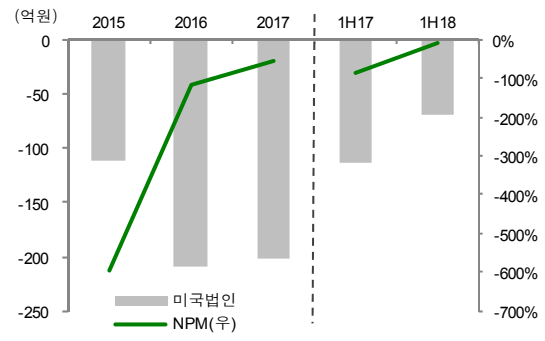
미국 법인에서 또 하나 주목할 점은 기존 법인들과 NU World 간 시너지이다. 현재 R&D부문에서는 '18년 1분기에 미국 연구소 1개를 통합하였으며, NU World의 생산 Capa와 설비 현황을 국내 법인과 공유한 상황이다. 영업에 있어서는 고객 정보, 영업 노하우 등에 대한 소통을 시작하였다

도표 23. 미국법인 매출액 추이



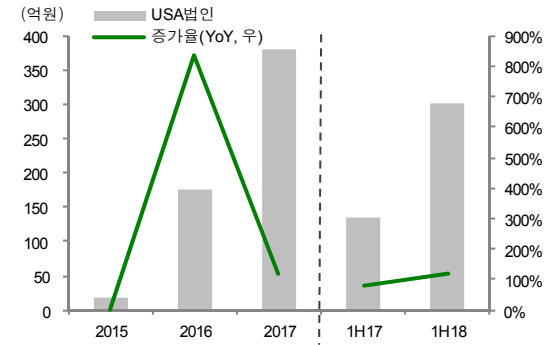
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터
참고: 중국법인은 코스맥스USA, NU-WORLD 법인 포함

도표 24. 미국법인 당기순이익(률) 추이



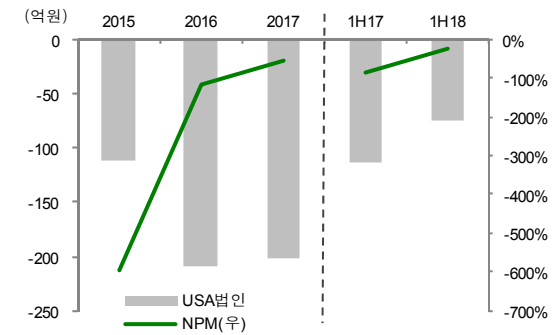
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터
참고: 중국법인은 코스맥스USA, NU-WORLD 법인 포함

도표 25. 코스맥스USA 매출액 추이



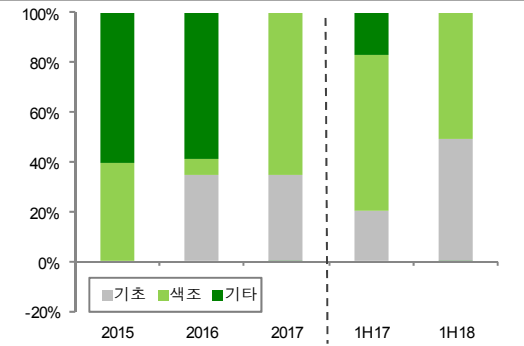
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 26. 코스맥스USA 당기순이익(률) 추이



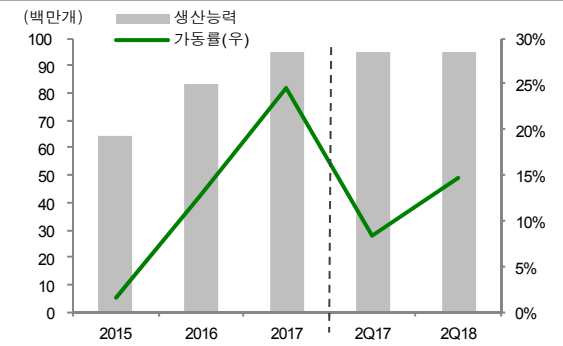
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 27. 코스맥스USA 제품별 비중 추이



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

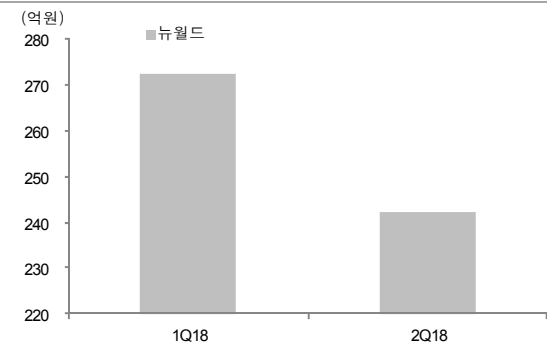
도표 28. 코스맥스USA 생산능력, 가동률 추이



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

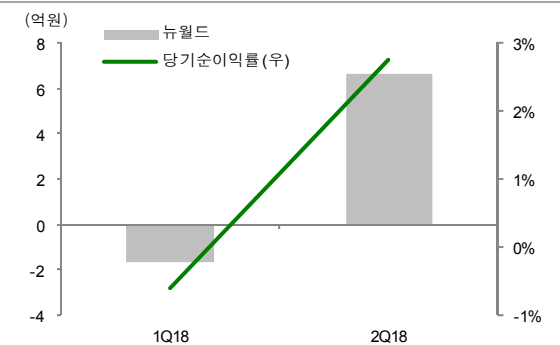
참고: 1일 8시간, 한 달 20일, 3교대 기준

도표 29. NU-WORLD 매출액 추이



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 30. NU-WORLD 당기순이익(률) 추이



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

(4) 기타 법인: 인도네시아, 태국, 아이큐어

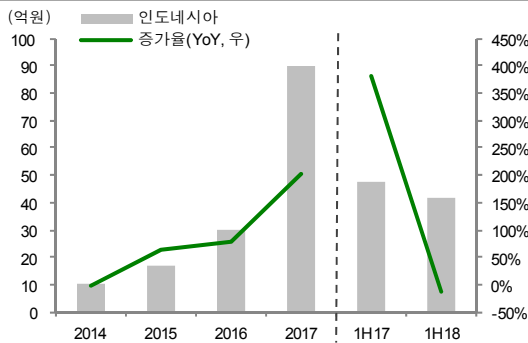
인니법인
'18년 매출감소 불가피

동사는 인도네시아에 2011년 진출하여 2017년 연간 영업이익 BEP를 달성하며 성장하였다. 그러나 2018년 고객사의 주력 제품 리뉴얼 지연으로 매출 신장이 부진한 상황이다. 이에 해당 고객사의 신규제품 수주 시도, 로컬브랜드 영업 강화 등의 노력을 진행 중이나 2017년 대비 매출액 감소가 불가피하다

기타법인으로
태국법인, 아이큐어 등

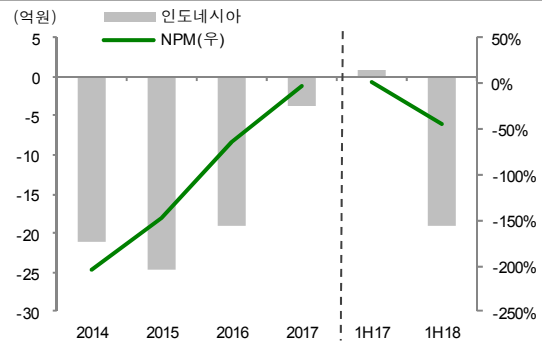
그 밖에 태국 법인은 생산시설이 아닌 포장공장을 임대한 형태로, 매출기여보다 화교 경제권 테스트 목적으로 설립되었다. 코스맥스 아이큐어는 패치 전문 OEM/ODM업체인 아이큐어와 JV로 설립된 법인으로, 동사가 51%의 지분을 보유하고 있다. 최근 중국 시장 마스크시트 매출 호조로 해당 법인이 수혜를 받고 있다

도표 31. 코스맥스인도네시아 매출액 추이



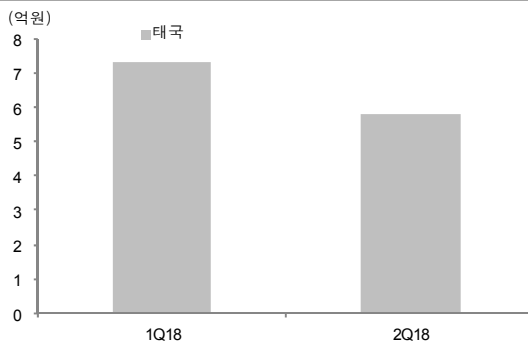
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 32. 코스맥스인도네시아 당기순이익(률) 추이



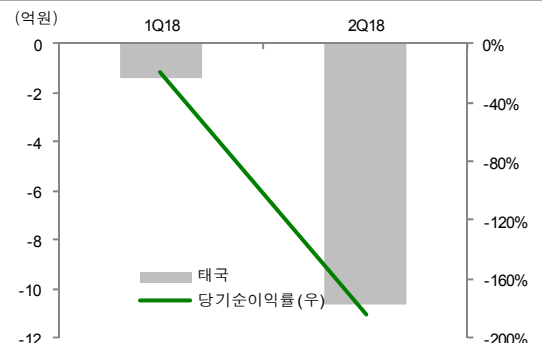
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 33. 코스맥스태국 매출액 추이



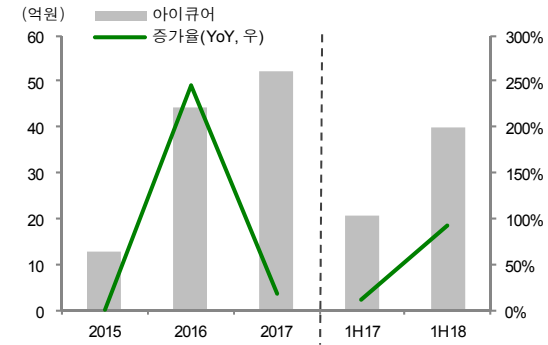
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 34. 코스맥스태국 당기순이익(률) 추이



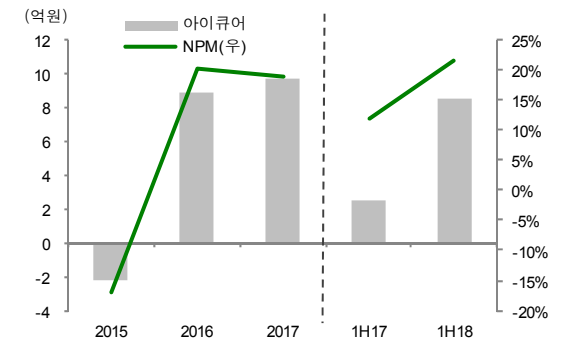
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 35. 코스맥스아이큐어 매출액 추이



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 36. 코스맥스아이큐어 당기순이익(률) 추이



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

4. 실적 추정 및 Valuation

2018년
실적전망

2018년 연결 매출액은 1조 2,057억원(+36.4%yoy), 영업이익은 603억을 전망한다. 이는 중국 수출 중심의 국내 매출 증가와 함께, 중국지역의 현지업체 성장에 따른 20% 중반의 무난한 매출상승을 예상하기 때문이다. 다만, 미국 지역은 NU World 법인 실적이 더해지는 첫 해로 매출증가가 당연하나, USA 법인의 주 고객사 제품 런칭 지연과 NU World법인의 통합작업에 따라 매출 증가가 더딘 점을 유의하여야 한다

3분기
실적전망

2분기에는 해외 부진에도 중국 향 국내매출 호조로 좋은 실적을 거두었다. 광저우, USA, NU World 등 주요 해외 법인에서 일회성 이슈로 매출이 부진 하였으나, 이를 만회할 만큼 국내의 수출부문 기여도가 높았다 판단된다. 3분기에는 비수기임에도 국내의 좋은 분위기가 지속됨과 동시에, 해외 매출에 부정적인 영향을 주었던 광저우의 일회성 이슈가 해소되며 매출 성장률 회복 이 가능할 것으로 판단된다

도표 37. 코스맥스 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

구 분	2018				2019F				연간		
	1Q18A	2Q18A	3Q18F	4Q18F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017A	2018F	2019F
연결매출액	2,887	3,275	2,836	3,059	3,202	3,929	3,303	3,587	8,840	12,057	14,021
증가율(YoY)	31.8%	41.0%	36.0%	36.5%	10.9%	20.0%	16.5%	17.3%	16.8%	36.4%	16.3%
코스맥스(별도)	1,524	1,902	1,431	1,522	1,692	2,111	1,574	1,674	5,282	6,379	7,051
중국법인	991	1,216	1,143	1,265	1,179	1,445	1,362	1,540	3,712	4,615	5,526
코스맥스차이나	804	1,065	1,007	1,118	972	1,256	1,178	1,341	3,268	3,993	4,748
코스맥스광저우	188	151	136	147	206	189	184	199		622	778
미주법인	428	387	465	481	526	571	560	571	381	1,761	2,227
코스맥스USA	155	145	155	161	199	231	188	193	381	616	811
Nu-World	273	242	310	320	327	339	372	378		1,145	1,416
코스맥스인도네시아	17	24	25	21	34	29	29	24		88	116
매출총이익	347	460	369	413	384	550	429	466	1,119	1,589	1,830
매출총이익률	12.0%	14.0%	13.0%	13.5%	12.0%	14.0%	13.0%	13.0%	12.7%	13.2%	13.1%
영업이익	104	186	144	169	132	254	178	198	351	603	762
증가율(YoY)	10.6%	29.7%	186.1%	165.0%	26.6%	36.6%	24.1%	17.4%	-33.2%	71.5%	26.5%
영업이익률	3.6%	5.7%	5.1%	5.5%	4.1%	6.5%	5.4%	5.5%	4.0%	5.0%	5.4%
세전이익	101	166	135	160	132	250	172	191	253	563	745
증가율(YoY)	124.1%	13.6%	245.4%	634.6%	29.8%	50.2%	27.0%	19.6%	-45.6%	122.8%	32.3%
지배순이익	93	119	115	140	106	201	138	154	189	467	599
증가율(YoY)	172.6%	12.6%	252.4%	763.3%	13.7%	69.4%	19.9%	10.0%	-45.8%	147.8%	28.3%
지배순이익률	3.2%	3.6%	4.1%	4.6%	3.3%	5.1%	4.2%	4.3%	2.1%	3.9%	4.3%

자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

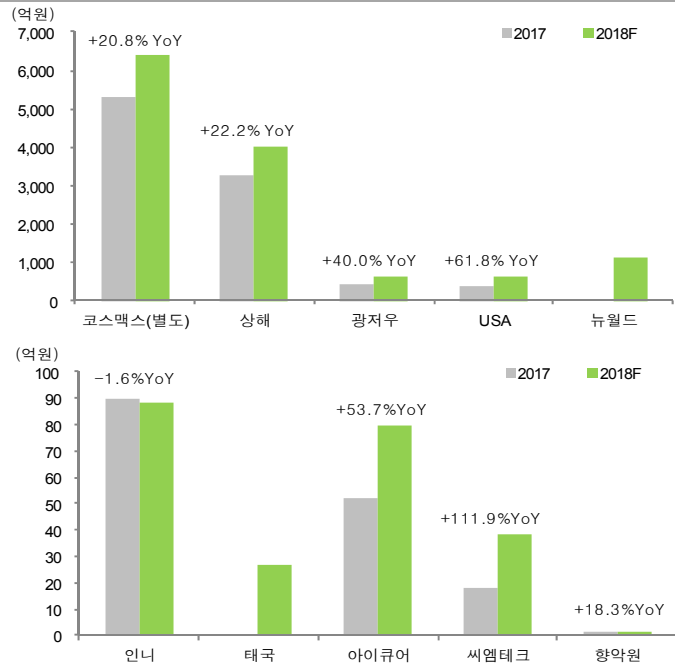
‘18년 주요사업부문
매출추정

주요 사업부문별 2018년 매출 추정은 아래와 같다. 코스맥스 별도(국내)의 경우 2018년은 중국 향 수출물량이 매출 성장을 주도할 것으로 전망한다. 코스맥스 차이나(상해)는 원활히 생산 중이며, 광저우는 ‘18년 1분기 온라인, 모바일 채널의 히트상품이 있어 높은 수준의 성장을 기록하였으나, 2분기 SAP 도입에 따른 부자재 발주 오류 발생, 색조 완제품 비중 증가 등의 영향으로 매출 성장률이 감소하였다. 허나 3분기부터 성장세 회복을 통해 연말에는 40.0% 수준의 매출 성장이 가능할 것으로 추정한다

‘18년 부진예상
미주법인, 인니법인

코스맥스 USA의 경우 2018년 2분기 일부 제품 런칭 지연으로 연내 매출 성장은 지켜볼 필요가 있다. NU World는 기존 법인과 시너지를 위한 통합 과정에서 2분기 매출이 예상보다 부진하였다. 그러나 영업이익은 흑자 전환하여 미국사업의 손실 감소에 기여하고 있다. 인도네시아 법인도 올해 주력 고객사의 제품 리뉴얼 지연 지속으로 매출부진이 이어지고 있다

도표 38. 코스맥스 매출액 추정 Breakdown



자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

목표주가
19만원 산정

동사의 목표주가는 19만원으로 산정하였다. 이는 1)현재 2015~16년의 방한 중국 인바운드 수요가 중국 현지로 이동하였다 판단, 2)동사가 중국에서 성공적으로 현지화한 점, 3)미주 수익성 가시화, 4)해외 다각화 등을 반영, 동사의 2015~16년 12개월 Forward PER 평균에 20% 프리미엄을 부여하였다

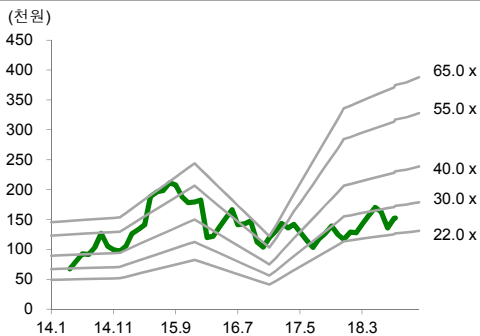
도표 39. 코스맥스 Valuation

(단위: 억원)

구분	18F 순이익	Target PER	가치	비고
적정가치	457	42.0	19,198	15~16년 12m Fwd PER 평균에 20% 할증
발행주식수(주)			10,046,041	자기주식 3,468주 제외
적정주가(원)			191,103	

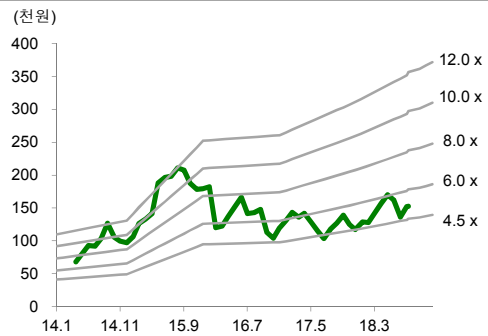
자료: 신영증권 리서치센터

도표 40. 코스맥스 12m Fwd PER 추이



자료: Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 41. 코스맥스 12m Fwd PBR 추이



자료: Quantwise, 신영증권 리서치센터

코스맥스(192820.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	757.0	884.0	1,205.7	1,402.1	1,614.6
증가율(%)	41.9	16.8	36.4	16.3	15.2
매출원가	638.9	772.1	1,046.9	1,219.1	1,406.0
원가율(%)	84.4	87.3	86.8	86.9	87.1
매출총이익	118.1	111.9	158.9	183.0	208.6
매출총이익률(%)	15.6	12.7	13.2	13.1	12.9
판매비와 관리비 등	65.5	76.8	98.6	106.8	115.1
판매비율(%)	8.7	8.7	8.2	7.6	7.1
영업이익	52.6	35.1	60.3	76.2	93.5
증가율(%)	46.5	-33.3	71.8	26.4	22.7
영업이익률(%)	6.9	4.0	5.0	5.4	5.8
EBITDA	65.2	55.4	92.6	107.0	123.0
EBITDA마진(%)	8.6	6.3	7.7	7.6	7.6
순금융손익	-5.6	-12.4	-7.0	-5.6	-4.8
이자손익	-6.7	-9.1	-8.7	-8.3	-7.5
외화관련손익	1.1	-3.3	-3.0	-3.0	-3.0
기타영업외손익	-0.6	2.5	3.1	3.8	4.4
종속및관계기업 관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세차감전계속사업이익	46.5	25.3	56.3	74.5	93.1
계속사업손익법인세비용	15.0	9.7	18.3	22.3	27.9
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	31.4	15.5	38.0	52.1	65.1
증가율(%)	66.1	-50.6	145.2	37.1	25.0
순이익률(%)	4.1	1.8	3.2	3.7	4.0
지배주주지분 당기순이익	34.8	18.9	46.7	59.9	71.7
증가율(%)	64.2	-45.7	147.1	28.3	19.7
기타포괄이익	-7.2	0.7	0.7	0.7	0.7
총포괄이익	24.3	16.2	38.6	52.8	65.8

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	23.5	-6.6	41.0	67.3	76.8
당기순이익	31.4	15.5	38.0	52.1	65.1
현금유출이 없는비용및수익	38.3	44.6	62.2	64.4	67.9
유형자산감가상각비	12.0	19.5	31.6	30.2	28.9
무형자산상각비	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6
영업활동관련자산부채변동	-26.5	-40.8	-32.2	-18.6	-20.8
매출채권의감소(증가)	-47.5	-56.6	-30.9	-31.1	-32.0
재고자산의감소(증가)	-41.1	-59.5	-23.2	-25.8	-35.4
매입채무의증가(감소)	56.1	93.9	35.0	46.3	57.0
투자활동으로인한현금흐름	-97.5	-172.7	-27.0	-33.0	-45.8
투자자산의 감소(증가)	-10.8	-5.4	0.1	0.1	0.1
유형자산의 감소	1.4	0.6	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-89.6	-81.2	-22.0	-22.0	-22.0
단기금융자산의감소(증가)	1.5	-2.4	-5.2	-11.2	-24.0
재무활동으로인한현금흐름	124.9	150.1	-22.7	-19.7	-39.7
장기차입금의증가(감소)	43.7	106.8	-20.0	-10.0	-30.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	92.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.2	-0.1	-2.6	-2.6	-2.6
현금의 증가	51.1	-29.3	-11.4	12.0	-11.3
기초현금	17.3	68.3	39.0	27.7	39.7
기말현금	68.3	39.0	27.7	39.7	28.3

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	396.2	500.3	554.4	642.4	732.8
현금및현금성자산	68.3	39.0	27.7	39.7	28.3
매출채권 및 기타채권	191.9	251.7	282.5	313.6	345.6
재고자산	125.1	184.7	207.9	233.7	269.1
비유동자산	269.7	433.7	423.3	414.3	406.7
유형자산	235.9	307.2	297.6	289.5	282.6
무형자산	5.6	90.7	89.9	89.3	88.7
투자자산	14.7	20.1	19.9	19.8	19.7
기타 금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	665.9	934.0	977.6	1,056.7	1,139.4
유동부채	384.0	522.1	557.1	603.4	660.4
단기차입금	172.1	220.4	220.4	220.4	220.4
매입채무및기타채무	174.1	268.8	303.8	350.2	407.1
유동상장기부채	17.9	21.8	21.8	21.8	21.8
비유동부채	74.6	183.6	163.6	153.6	123.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	59.7	162.6	142.6	132.6	102.6
기타 금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	458.6	705.6	720.7	757.0	784.0
지배주주지분	210.9	218.1	255.5	306.0	368.3
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	151.1	151.1	151.1	151.1	151.1
기타포괄이익누계액	-3.0	-2.9	-2.3	-1.6	-0.9
이익잉여금	58.1	65.2	101.9	151.8	213.4
비지배주주지분	-3.6	10.3	1.5	-6.3	-12.8
자본총계	207.3	228.4	257.0	299.7	355.5
총차입금	249.7	405.2	385.2	375.2	345.2
순차입금	179.3	361.7	347.8	314.7	272.1

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	3,752	1,876	4,650	5,964	7,130
BPS	21,013	21,728	25,444	30,475	36,672
DPS	1,000	300	1,000	1,000	1,000
Multiples (배)					
PER	31.8	62.4	32.3	25.1	21.0
PBR	5.7	5.4	6.0	5.0	4.2
EV/EBITDA	19.2	27.9	20.4	17.3	14.6
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	63.4%	-50.0%	147.8%	28.3%	19.5%
EBITDA(발표기준) 증가율	44.6%	-15.0%	67.1%	15.6%	15.0%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	20.7%	7.1%	15.6%	18.7%	19.9%
ROE(지배순이익 기준)	22.5%	8.8%	19.7%	21.3%	21.3%
ROIC	9.5%	3.8%	6.9%	8.8%	10.6%
WACC	9.5%	8.7%	9.3%	9.4%	9.5%
안전성(%)					
부채비율	221.2%	309.0%	280.4%	252.6%	220.5%
순차입금비율	86.5%	158.4%	135.3%	105.0%	76.5%
이자보상배율	7.6	3.8	6.8	8.8	11.8

한국콜마(161890.KS)

힘을 내요, CJ헬스케어

매수(신규)

현재주가(9/7) 74,800원
목표주가(12M) 100,000원

■ 화장품 ODM, 제약 CMO, 그리고 CJ헬스케어

한국콜마는 화장품 ODM과 제약 CMO 사업을 영위 중인, 올해 제약 업체인 CJ헬스케어 인수를 통해 상대적으로 안정적, 고마진인 제약사 업의 경쟁력을 강화하고자 함

■ CJ헬스케어 관련 관전 포인트

CJ헬스케어 인수 당시 차입금 증가에 따른 높아진 재무 부담 및 2018년 일회성 비용의 지속 발생 등의 이슈가 있음. 향후 1)매출 및 이익 개선에 기여 2)본업에서 발생하는 이익으로 차입금 상환 3)상장(IPO) 가능한 매력적인 사업으로 발돋움하는 것이 필요하다 판단됨

■ 국내 사업이 견인하는 2018년, 더 기대되는 2019년

CJ헬스케어 제외 시 2018년 매출액은 9,857억원으로, 전년 대비 20.0% 증가할 전망이다. 이는 마스크팩 비중이 높은 국내고객사로부터 중국 향 수출물량이 지속 발생하기 때문. 2019년은 무석공장 가동, CJ헬스케어의 정상화 등이 기대되는 해임

■ 목표주가 100,000원 매수의견 제시

한국콜마에 대해 투자의견 매수, 목표주가 100,000원을 제시하며 커버리지를 개시함. 동사는 화장품ODM업에 경쟁력을 유지하며, CJ헬스케어 인수로 제약부문을 강화하여 균형 잡힌 포트폴리오를 구성하였음

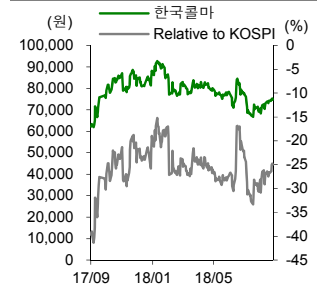
Key Data (기준일: 2018. 9. 7)

KOSPI(pt)	2281.58
KOSDAQ(pt)	818.86
액면가(원)	500
시가총액(억원)	16,715
발행주식수(천주)	22,347
평균거래량(3M, 주)	96,055
평균거래대금(3M, 백만원)	6,984
52주 최고/최저	92,700 / 62,000
52주 일간Beta	0.8
배당수익률(18F, %)	0.4
외국인지분율(%)	42.0
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 38인	28.7
NIHON KOLMAR	12.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.4	-4.2	-3.0	11.8
KOSPI대비상대수익률	6.2	3.7	2.1	15.0

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	667.5	821.6	1,335.9	1,639.8	1,774.2
영업이익(십억원)	73.4	67.0	96.7	147.9	180.1
세전순이익(십억원)	71.3	62.0	66.9	110.5	141.7
지배순이익(십억원)	53.1	47.3	57.3	76.6	97.2
EPS(원)	2,516	2,240	2,647	3,427	4,351
증감률(%)	16.7	-11.0	18.2	29.5	26.9
ROE(%)	21.6	16.4	15.3	16.1	17.8
PER(배)	26.2	36.6	28.3	21.8	17.2
PBR(배)	5.1	5.7	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA(배)	16.9	21.7	22.6	15.1	12.6

1. 투자포인트

화장품ODM,
제약CMO사업영위

한국콜마에 대한 투자의견 매수, 목표주가 10만원으로 커버리지를 개시한다. 동사는 화장품 ODM 및 제약 CMO 사업을 영위하고 있으며, 올해 4월 제약 업체인 CJ헬스케어를 인수하였다

동사의 투자포인트는 다음과 같다.

- 1) 중국시장 성장으로 글로벌 화장품사와 중국 현지업체의 수요에 따른 수혜
- 2) 중국, 미주 등 주요 지역에 생산설비 갖추어 현지 수요에 대응 가능
- 3) CJ헬스케어 인수로 안정적, 고마진의 제약 사업의 경쟁력 강화

CJ헬스케어 인수로
재무부담 높아져

다만, 동사는 CJ헬스케어 인수를 위해 연결 기준 9,000억원(현재 한국콜마홀딩스 대상 유상증자로 3분기 1,000억원 상환예정)을 차입하여 재무구조 및 이자 부담이 높아졌다. 더불어 2018년 3분기까지 CJ헬스케어 관련 일회성 비용이 지속 발생될 전망으로, CJ헬스케어 인수 시 기대했던 이익률 개선효과는 2019년에 가능할 것으로 판단된다

도표 1. 한국콜마 Valuation

(단위: 억원)

구분	19F 순이익	Target PER	적정가치	비고
적정가치	766		20,535	
화장품/제약 ODM	636	28.0	17,805	15~'16년 12m Fwd PER 평균에 10% 할인
CJ헬스케어	130	21.0	2,730	유한양행 '19F PER
발행주식수(주)			21,104,461	
적정주가(원)			97,303	

자료: 신영증권 리서치센터 / 참고: CJ헬스케어 지분율은 50.71%

2. 기업 개요

한국콜마홀딩스로부터
인적분할 후 신설

한국콜마는 2012년 한국콜마홀딩스로부터 인적분할 후 신설된 화장품 ODM 및 제약 CMO(Contract Manufacturing Organization) 전문기업이다. 제약 CMO란 ODM과 유사한 개념으로, 제네릭 의약품을 생산하여 여러 제약사에 납품하는 사업이다. 이번 CJ헬스케어 인수를 통해 기존 B2B판매 위주에서 B2C판매까지 사업영역을 확장하게 되었다. 동사의 해외법인은 주로 화장품과 관련 있으며, 중국(북경, 무석)과 미주(미국, 캐나다)에 위치해 있다. 주요 고객사는 애터미, 카버코리아, 아모레퍼시픽 등 국내사와 로레알, 에스티로더, 상하이자화 등 글로벌사이다

도표 2. 한국콜마 기업 개요

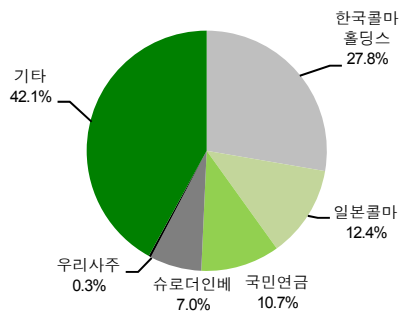
구분	내용
회사명	한국콜마
설립일	1990년 5월
상장일	1996년 10월 KQ등록('02년 4월 KS이전상장)
사업분야	화장품 ODM, 제약 CMO 사업 영위
주요 고객사	애터미, 아모레퍼시픽, LG생활건강, 카버코리아
연혁	
90년 5월	한국콜마 설립(일본콜마 49% 합작)
02년 3월	제약공장 준공(제약CMO 진출)
07년 6월	중국 북경콜마 설립(중국ODM 진출)
12년 10월	한국콜마홀딩스로부터 인적분할
16년 10월	미국 PTP사 인수
17년 1월	캐나다 CSR사 인수
18년 4월	CJ헬스케어 인수
18년 중순	중국 무석공장 준공예정

자료: 신영증권 리서치센터

CJ헬스케어 인수로
제약부문 경쟁력 강화

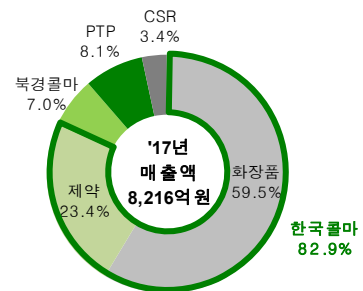
2017년 한국콜마의 매출 비중은 화장품과 제약이 각각 77%, 23%를 차지하며 화장품 매출이 우세한 모습을 보였다. 2018년에는 5월부터 연결된 CJ헬스케어 및 10월 가동 예정인 중국 무석법인 실적을 반영하면, 화장품과 제약 비중이 각각 60%, 40% 수준이 될 것으로 전망한다. 더불어 CJ헬스케어 편입 시 연결 매출액 상승은 2018년부터 반영, 영업이익률개선은 일회성 비용 이슈로 2019년부터 기여할 것으로 전망한다

도표 3. 한국콜마 주주 현황



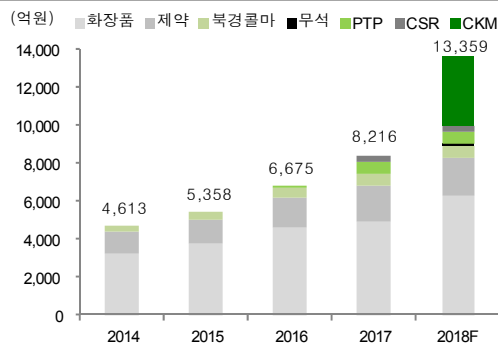
자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 4. 한국콜마 매출 비중 (2017년)



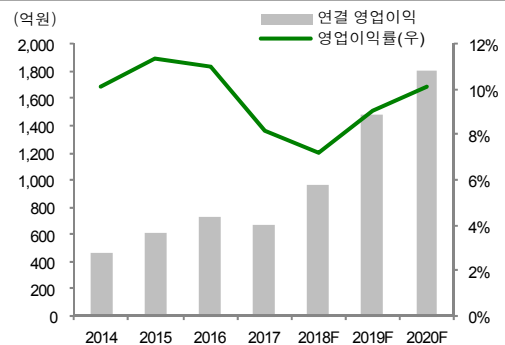
자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 5. 한국콜마 연결 매출액 추이



자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 6. 한국콜마 연결 영업이익(률) 추이



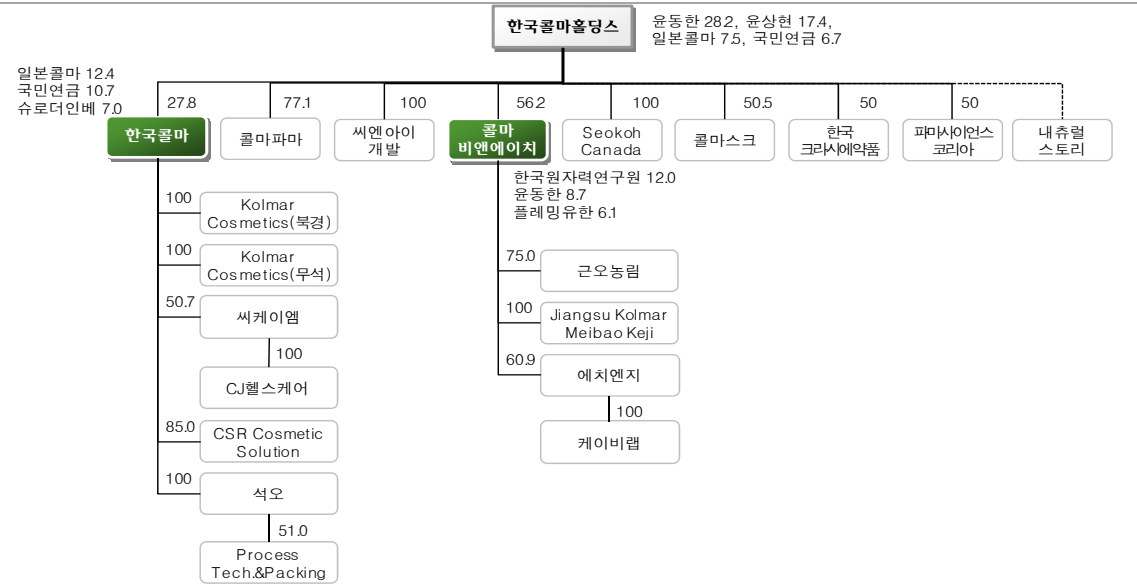
자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

3. 주요 종속 법인

주요 해외법인은
화장품과 관련

동사의 주요 해외법인은 화장품과 관련되어 있다. 중국의 북경콜마, 무석콜마 (2018년 10월 가동예정)와 미국의 Process Technologies and Packaging(이하 PTP), 캐나다의 CSR Cosmetic Solution(이하 CSR) 등이 그것이다. 제약 관련 종속회사로는 사업투자회사인 씨케이엠과 손자회사 CJ헬스케어가 있다

도표 7. 한국콜마 지배구조



자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 8. 한국콜마 종속회사 현황

(단위: 억원)

구분	사업영역	설립연도	소재지	지분율	2017년			
					자산	부채	매출액	순이익
Kolmar (Beijing)	화장품 제조&판매	2007년	중국	100.0%	790	649	576	20
Kolmar Wuxi	화장품 제조&판매	2016년	중국	100.0%	295	167	-	-5
CSR Cosmetic Solutions	화장품 제조&판매	2007년	캐나다	85.0%	116	41	279	9
Seokoh	사업지주회사	2016년	미국	100.0%	679	346	669	20
PTP	화장품 제조&판매	2010년	미국	51.0%	-	-	-	-
씨케이엠	사업투자회사	2015년	한국	50.7%	-	-	-	-
CJ헬스케어	원제의약품 제조	2014년	한국	100.0%	-	-	-	-

자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

참고: Seokoh 실적은 PTP 실적 포함된 값임 / CJ헬스케어 실적은 씨케이엠에 포함됨

(1) 기존 국내 사업

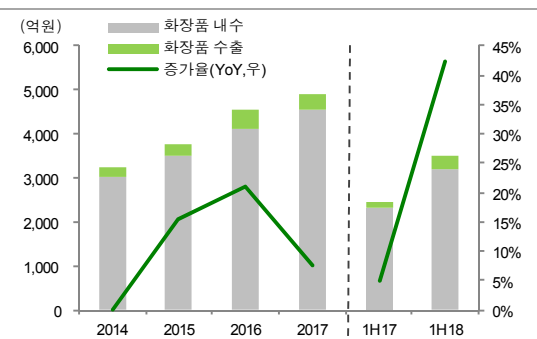
국내업체의 중국향
수출물량 증가 긍정적

코스맥스 별도 기준 실적은 국내 화장품 ODM 및 제약 CMO 사업과 관련이 있다. 화장품사업은 내수와 수출로 나뉘며, 내수부문의 주요 고객사는 카베코리아, 지피클럽, 해브앤비, 아모레퍼시픽 등이 있다. 동사는 SUN관련 제품에 강점을 가지고 있어 하절기 매출에 경쟁력을 보유하고 있다. 2018년부터 두드러진 매출 성장률은 국내업체의 중국 향 수출물량 증가와 함께 하절기 영향에 따른 것으로 판단된다. 특히, 국내업체의 수출물량의 경우 마스크팩 비중이 높아, 그룹사 내 마스크팩 제조업체인 콜마스크의 실적 역시 급성장하는 것을 확인할 수 있다. 화장품 수출부문은 내수 대비 고가 및 고마진인 편으로, 주요 고객사로는 화이자, 록시땅, Coty 등 글로벌 브랜드가 있다

제약부문 사업구조변동
매출 소폭 역신장 전망

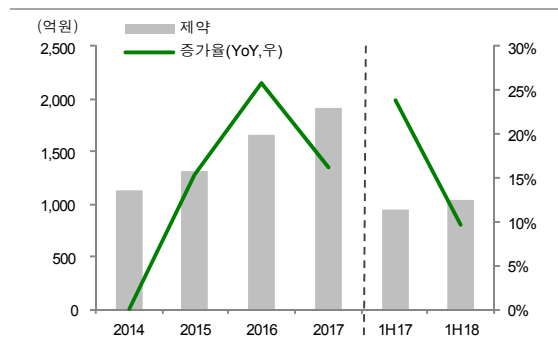
제약 부문은 일명 블록버스터급 제네릭 의약품이 있는 경우 매출과 이익률이 크게 신장하는데, 올해 주목할만한 제품은 없는 상황이다. 또한 2018년 3분기부터 사업구조 변동으로 매출이 소폭 역신장할 것으로 전망한다. 동사는 CMO사업과 함께 제네릭 의약품 제조 후 도매상을 통해 대리판매하는 CSO 사업 영위 중이나, 향후 CMO사업 100%로 개편됨으로써 약 3~40% 비중을 차지하던 CSO사업 매출이 일부 감소할 예정이기 때문이다. 다만, CSO매출은 판매가격이 높으나, 도매상에 지불하는 판매수수료도 높은 수준이어서, 2019년 제약매출 정상화 시 매출은 감소하나 이익률 증가를 기대할 수 있다

도표 9. 한국콜마 화장품부문 매출액 추이



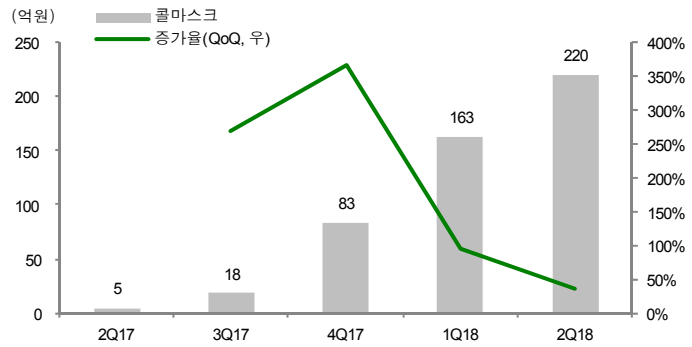
자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 10. 한국콜마 제약부문 매출액 추이



자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 11. 한국콜마 콰마스크 매출 추이



자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

(2) 중국 법인: 북경콜마, 무석콜마

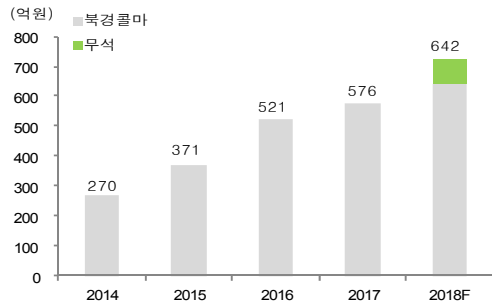
북경법인 프리미엄,
무석법인 마스크 위주 생산

동사는 중국법인으로 북경콜마, 무석콜마를 보유하고 있다. 북경콜마의 주요 고객사는 로컬업체로 전체 매출의 80% 수준이며, 나머지는 글로벌 및 한국 업체가 차지한다. 무석콜마는 올해 10월 가동예정이며 초기에는 북경법인 물량 일부를 이관할 예정이다. 향후 북경법인은 프리미엄, 무석법인은 마스크제품 위주로 생산하게 된다. 상해는 중국 화장품시장의 중심으로, 북경법인이 대응하기 어려웠던 수요를 상해 주변에 위치한 무석법인에서 공략할 계획이다

재고관련 회계기준강화로
북경법인 이익하락 불가피

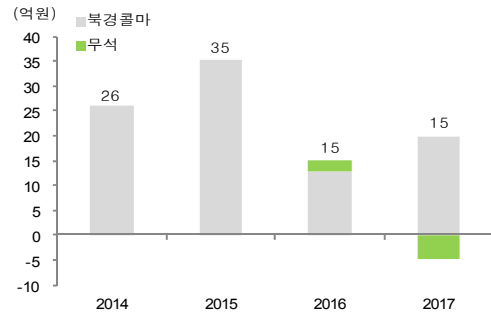
북경법인은 2017년 영업임원 공백, 납기문제 등으로 매출이 부진하였다가 2017년 4분기부터 정상화되었다. 그러나 동분기 재고관련 회계비용이 발생하여 이듬해 1분기까지 영향을 미쳤고, 앞으로 한국법인과 같은 회계기준 적용을 시작했기 때문에 영업이익률 하락이 불가피하다. 더불어 저마진의 색조제품 수주증가로 이익률은 한자릿수 초반에 그칠 것으로 보인다. 무석법인은 올해 매출 80억 수준에, 감가비 등 총 40억 손실이 발생할 것으로 전망한다

도표 12. 한국콜마 중국 법인 매출액 추이



자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 13. 한국콜마 중국 법인 당기순이익 추이



자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

(3) 미주 법인: PTP, CSR

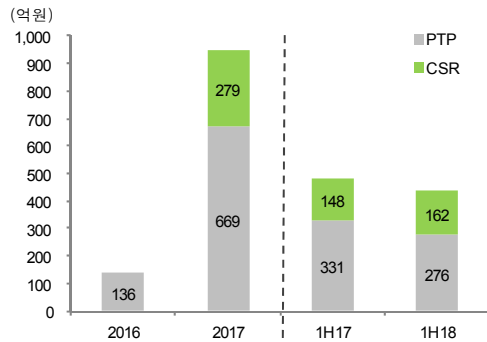
최근 중국증시
박스권

미주지역에는 미국 PTP, 캐나다 CSR법인이 있다. 2016년 편입된 PTP법인은 색조 전문 ODM사로, 주요 고객사는 로레알, Coty 등 대부분 북미기업이다. CSR법인은 기초 전문 ODM기업으로, 2017년 지분인수를 통해 편입되었다. 두 업체 모두 글로벌·로컬 화장품사 대상 영업망이 탄탄하고, 각 분야 노하우의 전수가 가능하며, 미주생산이라는 브랜드 가치가 있다

PTP, 신규프로젝트 중요
CSR 안정적 흐름 유지

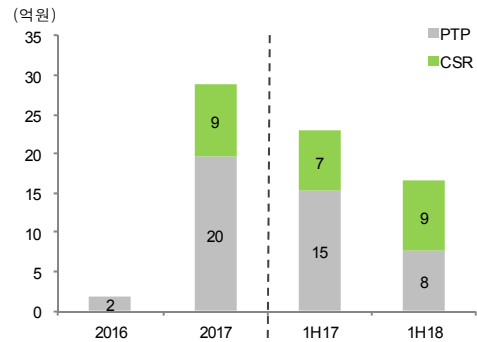
PTP법인은 올해 1분기 폭설로 인한 생산중단, 4월 ERP교체에 따른 2분기 부진으로 상반기 실적이 저조하였다. 하반기에는 신규 프로젝트가 진행 중으로 성공여부에 따라 매출 정상화 및 2018년 영업이익 한자릿수 중반 달성이 가능하다고 판단된다. CSR법인은 매 분기 꾸준한 매출을 달성하고 있으며, 올해도 OPM 8% 수준을 유지하며 안정된 흐름을 보일 것으로 전망한다

도표 14. 한국콜마 미국 법인 매출액 추이



자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 15. 한국콜마 미국 법인 당기순이익 추이



자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

(4) 씨케이엠: CJ헬스케어

CJ헬스케어 이익기여는
‘19년부터

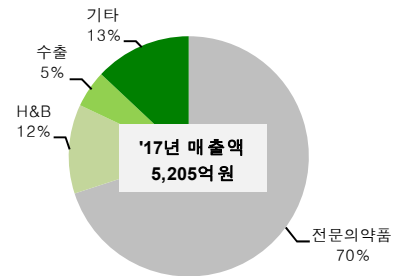
동사는 2018년 4월 CJ제일제당으로부터 CJ헬스케어를 인수하며 시장의 기대와 우려를 동시에 샀다. CJ헬스케어의 주요 사업은 전문의약품과 음료부문이 있다. 전문의약품부문은 신약개발 및 제네릭의약품 생산 후 B2C영업을 통해 판매하는 형태이며, 음료부문은 컨디션, 헛개수 등 브랜드로 잘 알려져 있다. 이번 인수로 기대되는 점은 1) 제약 사업이 기존 B2B에서 B2C영업까지 확장, 2) 연고제에 강한 동사 제약부문과 CJ헬스케어가 경쟁력 있는 점안제, 수액, 주사제 등이 보완가능, 3) 외형성장 및 이익률개선 등이 있다. 그러나 인수관련 일회성 비용으로 이익 기여는 2019년부터 가능할 것으로 판단된다

도표 16. CJ헬스케어 인수 내용

구분	내용
1. 발행회사	
회사명	CJ헬스케어
주요사업	완제의약품 제조업
총자산	4,929억원
자기자본	2,877억원
2. 양수내용	
양수일	2018-04-04
거래상대	CJ제일제당
양수내역	
- 주식수	2,000,000
- 금액	13,100억원
- 지분율	100%

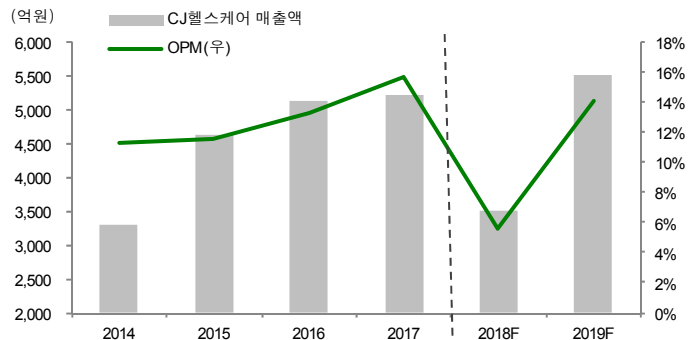
자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 17. CJ헬스케어 매출 비중 (2017년)



자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 18. CJ헬스케어 매출, 영업이익률 추이



자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터 / 참고: 2018년 5월부터 한국콜마 연결 실적 편입

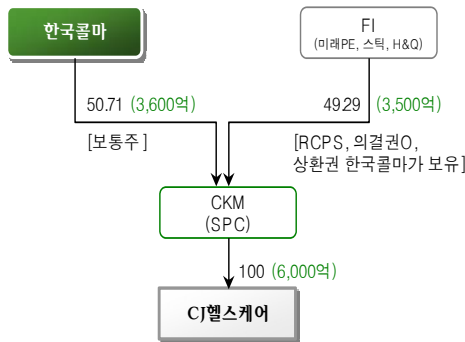
CJ헬스케어 인수로
재무부담 높아져

CJ헬스케어 인수에 따른 부정적인 면도 상존한다. CJ헬스케어를 인수하기 위해 동사와 FI(재무적 투자자)는 각각 50.7%, 49.3%의 투자비율로 투자목적 회사인 CKM을 설립하였다. 동사는 전체 인수금액 1.31조원 중 9천억원을 차입하여 재무구조 및 이자 부담이 높아진 상황이다(한국콜마 3천억원, CKM 6천억원). 이후 한국콜마는 지주사를 대상으로 1천억원의 유상증자를 시행하였으나 여전히 재무부담은 높은 수준이다

핵심은 CJ헬스케어
본업 성장

향후 관전포인트는 CJ헬스케어의 본업의 빠른 정상화다. 이 경우 1)매출성장 및 이익률 개선에 기여하고 2)본업에서 발생하는 이익으로 차입금 상환이 가능하며 3)상장(IPO) 가능한 매력적인 사업으로 발돋움하는 것할 전망이다

도표 19. CJ헬스케어 인수 자금 조달(1)



자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 20. CJ헬스케어 인수 자금 조달(2)

구분	내용
1) 한국콜마 : 3,600억원 (3,000억 차입)	- 보유자금: 600억원 - 기업대출 1,300억원 : 유상증자로 1,000억 상환, 잔여 300억원 - 은행차입 1,200억원 - 전자단기사채 500억원
2) FI: 3,500억원	- RCPS 발행
3) CKM: 6,000억원	- 이자 5% 조달

자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 21. 한국콜마홀딩스 대상 유상증자 내용

구분	내용
유상증자일시	2018-08-09
제3자배정 대상	한국콜마홀딩스
신주발행(보통주)	1,242,237주
신주발행가액	80,500원
발행액	1,000억원
조달목적	재무구조 개선을 위한 차입금 상환
한국콜마홀딩스 지분율	23.5% → 27.8%

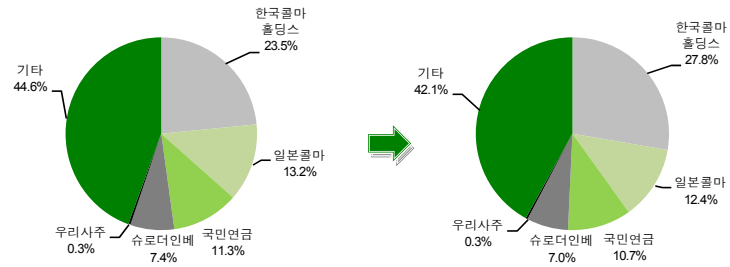
자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 22. 한국콜마 주요 이슈별 FS변영 요인

구분	2Q18	3Q18
이슈	CKM 편입: 13,100억원	1,000억 유상증자
자본흐름	- FI: 비지배주주 유증 +3,500억 - 한국콜마: 현금성자산 -600억 - 총 차입: +9,000억 1) 콜마: 3,000억 2) CKM: 6,000억	- 콜마 : 1,300억 상환 / 300억 재대출
자산흐름	- 순자산: +3,550억 - 무형자산 영업권: +9,550억	- 자본: +1,000억

자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 23. 한국콜마 지배구조 변동



자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 24. CJ헬스케어 재무제표

IS	2015	2016	2017	BS	2015	2016	2017
매출액	4,631	5,109	5,205	자산총계	4,976	5,039	5,269
매출원가	2,194	2,428	2,337	유동자산	2,538	2,561	2,725
매출총이익	2,437	2,681	2,868	현금및현금성자산	881	999	1,541
GPM	52.6%	52.5%	55.1%	비유동자산	2,438	2,478	2,544
영업이익	536	679	817	유형자산	1,902	1,866	1,858
OPM	11.6%	13.3%	15.7%	부채총계	1,897	1,863	1,524
금융수익	26	38	32	유동부채	863	846	878
금융비용	44	51	50	단기차입금	34	2	-
기타수익	2	8	1	비유동부채	1,035	1,017	647
기타비용	72	97	98	사채	999	999	600
세전이익	448	576	703	자본총계	3,078	3,176	3,744
당기순이익	362	469	565	자본금	50	100	100
NPM	7.8%	9.2%	10.9%	이익잉여금	609	696	1,266

자료: CJ헬스케어, 신영증권 리서치센터

(5) 생산 능력 및 가동률

무석공장 완공으로
중국지역 생산능력 증가

동사의 화장품 생산능력은 국내 7,500억원, 북경 1,500억원, 무석 3,500억원(예정), 미주 1,300억원 등이 있다. 특히, 중국은 2017년 북경법인 증설 완료 및 2018년 10월 무석공장 완공으로 생산능력이 증가할 예정이다. 제약의 경우 2017년 증설로 생산 능력이 크게 증가하였으나, 산업 특성 상 안전성이 중시되기 때문에 증설에 따른 효과가 서서히 반영되는 경향이 있다

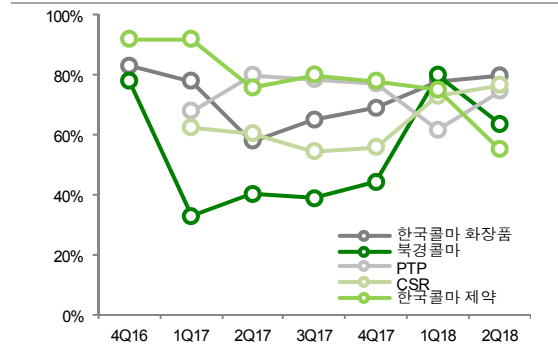
도표 25. 한국콜마 생산 Capa

(단위: 억원)

구 분		2014	2015	2016	2017
한국콜마	기초	6,000	6,000	6,000	6,000
	색조	1,500	1,500	1,500	1,500
	화장품	7,500	7,500	7,500	7,500
	제약	1,500	1,500	1,500	4,000
북경콜마		300	300	1,500	1,500
PTP				800	800
CSR					500

자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 26. 한국콜마 생산가동률



자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

4. 실적 추정 및 Valuation

국내 고객사 수출물량이
견인하는 '18년 실적

2018년 연결 매출액은 1조 3,359억원(+62.6%yoy), 영업이익은 967억원으로 전망한다. CJ헬스케어 제외 시 2018년 매출액은 9,857억원으로, 전년 대비 20.0% 증가한다. 이는 국내 고객사로부터 중국 향 수출물량이 지속적으로 발생하며 국내 화장품 매출이 전체 실적을 견인할 것으로 판단된다. 북경콜마는 매출 호조이나, 색조 위주 저마진 제품의 유행으로 영업이익률 한자리수 초반이 지속되며 이익 기여는 높지 않을 것으로 판단된다.

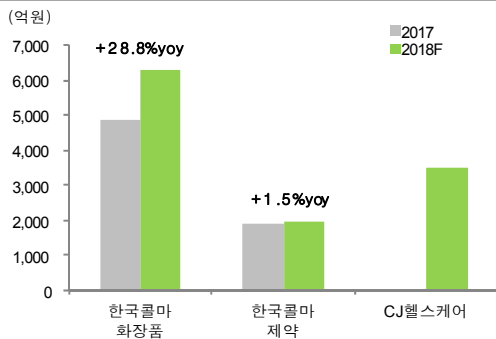
2분기 PTP제외하면
회복 or 성장하였음

2분기 매출은 PTP를 제외한 모든 부문이 회복 혹은 성장하였다. 다만, 이익은 시장의 기대에 미치지 못하였는데, 그 이유로는 북경콜마의 저마진 색조 제품 수주 지속에 따른 이익률 하락, PTP법인의 4월 생산 부진, CJ헬스케어의 인수자문수수료, 취득세 등 일회성 비용 80억원 발생 등의 요인때문이다

3분기 긍정적, 부정적
이벤트 혼재

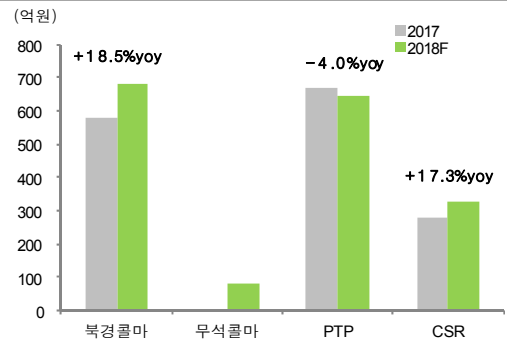
3분기에는 국내고객사의 수출물량 호조 지속, 북경콜마와 CSR법인의 꾸준한 매출 추이 등이 지속됨과 동시에 CJ헬스케어 매출 온기 반영, 무석법인의 10월 가동 시작 등 긍정적 이벤트가 기대된다. 허나, 국내 제약부문의 사업구조 변화에 따른 매출 감소 영향과 PTP법인의 신규 프로젝트 진행여부에 유의할 필요가 있다. 더불어 이익 단에서는 무석공장의 가동시작으로 종전보다 손실 규모가 크게 증가할 전망이며, CJ헬스케어의 위로금 명목의 일회성 비용 200억원이 3분기에 일시 반영될 예정이다

도표 27. 한국콜마 부문별 매출 추정 (1)



자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 28. 한국콜마 부문별 매출 추정 (2)



자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

도표 29. 한국콜마 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

구 분	2017A				2018				연간		
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18A	2Q18A	3Q18F	4Q18F	2017A	2018F	2019F
연결매출액	2,014	2,071	1,942	2,189	2,425	3,601	3,477	3,857	8,216	13,359	16,398
증가율(YoY)	35.5%	19.7%	21.2%	17.9%	20.4%	73.9%	79.0%	76.2%	23.1%	62.6%	22.7%
한국콜마	1,694	1,710	1,624	1,781	2,081	2,455	1,747	1,965	6,809	8,248	8,689
화장품	1,229	1,219	1,140	1,300	1,561	1,927	1,302	1,509	4,888	6,298	6,654
제약	465	491	484	480	520	528	445	456	1,921	1,950	2,035
중국법인	107	142	114	212	158	217	174	214	576	763	1,152
북경콜마 (100%)	107	142	114	212	158	217	149	159	576	683	778
무석 (100%)							25	55		80	374
미주법인	232	247	231	240	222	216	255	277	949	971	1,063
PTP (51.0%)	166	164	194	145	142	134	203	164	669	643	684
CSR (85.0%)	66	82	37	95	80	82	52	113	279	328	379
씨케이엠 (50.7%)					1	801	1,300	1,400		3,501	5,493
매출총이익	473	451	423	431	466	990	876	1,051	1,778	3,384	4,378
매출총이익률	23.5%	21.8%	21.8%	19.7%	19.2%	27.5%	25.2%	27.3%	21.6%	25.3%	26.7%
영업이익	206	170	154	140	180	246	166	376	670	967	1,479
증가율(YoY)	18.0%	-21.3%	-0.8%	-25.9%	-12.8%	44.8%	7.7%	168.4%	-8.8%	44.4%	53.0%
영업이익률	10.2%	8.2%	7.9%	6.4%	7.4%	6.8%	4.8%	9.7%	8.2%	7.2%	9.0%
세전이익	198	163	154	105	174	155	117	224	620	669	1,105
증가율(YoY)	14.6%	-23.4%	18.6%	-46.8%	-12.4%	-4.9%	-23.9%	113.3%	-13.0%	8.0%	65.1%
지배순이익	150	128	119	77	132	155	117	172	473	576	766
증가율(YoY)	12.2%	-21.9%	22.3%	-44.0%	-12.0%	21.3%	-0.9%	124.9%	-11.0%	22.0%	32.9%
지배순이익률	7.4%	6.2%	6.1%	3.5%	5.4%	4.3%	3.4%	4.5%	5.8%	4.3%	4.7%

자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

목표주가
10만원 산정

동사의 목표주가는 10만원으로 산정하였다. 근거는 아래와 같다

1) 화장품/제약 ODM 사업 정상화가 예상되는 2019년 지배순이익에 중국 인바운드 관광객 영향으로 국내 로드샵 및 ODM업체의 호황이었던 2015~16년의 12개월 Forward PER 평균에 10% 할인한 28배를 적용하였다. 할인의 이유는 현재 중국 인바운드 수요가 현지로 이동하였다 판단되나, 북경법인만으로도 중국 현지 수요에 대한 대응이 미흡한 부분이 있기 때문이다. 다만, 올해 10월 무석법인 가동 및 정상화 이후에는 해당 할인은 해소 가능한 부분이다

2) CJ헬스케어는 2019년 지배순이익에 인수협상 당시 삼정KPMG가 당사와 가장 유사한 기업으로 비교했던 유한양행의 '19F PER인 21배를 적용하였다

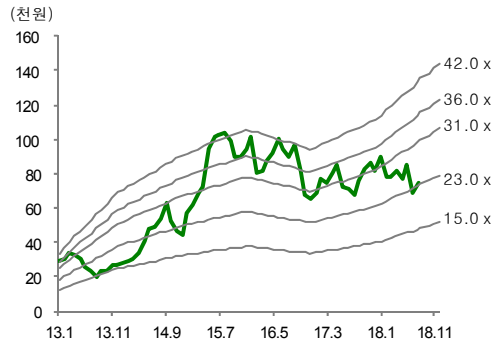
도표 30. 한국콜마 Valuation

(단위: 억원)

구분	19F 순이익	Target PER	적정가치	비고
적정가치	766		20,535	
화장품/제약 ODM	636	28.0	17,805	15~'16년 12m Fwd PER 평균에 10% 할인
CJ헬스케어	130	21.0	2,730	유한양행 '19F PER
발행주식수(주)			21,104,461	
적정주가(원)			97,303	

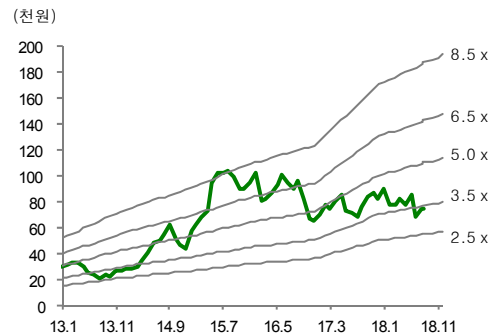
자료: 신영증권 리서치센터 / 참고: CJ헬스케어 지분율은 50.71%

도표 31. 한국콜마 12m Fwd PER 차트



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 32. 한국콜마 12m Fwd PBR 차트



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

한국콜마(161890.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(실익원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	667.5	821.6	1,335.9	1,639.8	1,774.2
증가율(%)	24.6	23.1	62.6	22.7	8.2
매출원가	514.0	643.8	997.4	1,202.0	1,275.2
원가율(%)	77.0	78.4	74.7	73.3	71.9
매출총이익	153.5	177.8	338.4	437.8	499.0
매출총이익률(%)	23.0	21.6	25.3	26.7	28.1
판매비와 관리비 등	80.1	110.8	241.8	289.9	319.0
판매비율(%)	12.0	13.5	18.1	17.7	18.0
영업이익	73.4	67.0	96.7	147.9	180.1
증가율(%)	20.9	-8.7	44.3	52.9	21.8
영업이익률(%)	11.0	8.2	7.2	9.0	10.2
EBITDA	85.3	86.2	124.3	185.4	218.1
EBITDA마진(%)	12.8	10.5	9.3	11.3	12.3
순금중손익	-2.6	-3.6	-26.4	-33.4	-34.1
이자손익	-0.6	-2.7	-26.4	-25.7	-24.2
외화관련손익	-2.0	-1.0	-0.9	-0.9	-0.9
기타영업외손익	0.5	-1.3	-3.3	-4.0	-4.3
종속및관계기업 관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세차감전 계속사업이익	71.3	62.0	66.9	110.5	141.7
계속사업손익법인세비용	18.1	13.4	17.1	33.2	42.5
세후종단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	53.2	48.6	49.9	77.4	99.2
증가율(%)	16.9	-8.6	2.7	55.1	28.2
순이익률(%)	8.0	5.9	3.7	4.7	5.6
지배주주지분 당기순이익	53.1	47.3	57.3	76.6	97.2
증가율(%)	16.7	-10.9	21.1	33.7	26.9
기타포괄이익	1.8	-9.5	-9.5	-9.5	-9.5
총포괄이익	55.0	39.1	40.4	67.9	89.7

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(실익원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	38.2	5.4	9.5	71.1	113.5
당기순이익	53.2	48.6	49.9	77.4	99.2
현금유출이없는비용및수익	34.8	37.6	71.9	97.3	105.6
유형자산감가상각비	10.8	16.0	24.4	34.6	35.3
무형자산상각비	1.1	3.2	3.2	2.9	2.7
영업활동관련자산부채변동	-32.5	-61.0	-68.9	-44.7	-24.6
매출채권의감소(증가)	-27.9	-34.5	-55.5	-57.9	-12.9
재고자산의감소(증가)	-24.0	-17.6	-61.3	-15.2	-26.5
매입채무의증가(감소)	29.3	-3.4	50.4	29.1	15.6
투자활동으로인한현금흐름	-21.5	-156.2	830.0	-51.5	-53.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	-4.2	-5.7	-1.0	-1.0
유형자산의 감소	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-44.8	-68.6	-130.0	-42.0	-43.0
단기금융자산의감소(증가)	23.2	-63.4	13.7	-5.5	-6.0
재무활동으로인한현금흐름	10.9	135.1	892.9	-37.5	-57.5
장기차입금의증가(감소)	14.8	41.2	730.0	-20.0	-30.0
사채의증가(감소)	0.0	99.7	70.0	-10.0	-20.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.1	100.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-16.9	3.0	-1,570.7	-7.8	-7.8
현금의 증가	10.7	-12.6	161.7	-25.7	-4.8
기초현금	16.2	26.9	14.3	176.0	150.3
기말현금	26.9	14.3	176.0	150.3	145.5

Balance Sheet

12월 결산(실익원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	264.1	365.9	629.1	682.7	724.2
현금및현금성자산	26.9	14.3	176.0	150.3	145.5
매출채권 및 기타채권	128.4	160.7	216.2	274.1	287.0
재고자산	86.1	105.7	167.0	182.2	208.7
비유동자산	228.9	302.6	1,365.9	1,371.3	1,377.3
유형자산	184.9	236.2	341.8	349.2	356.8
무형자산	40.5	58.0	1,009.9	1,007.0	1,004.3
투자자산	0.1	4.3	10.0	11.0	12.0
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	492.9	668.5	1,994.9	2,054.0	2,101.5
유동부채	196.2	212.0	257.4	285.3	299.7
단기차입금	57.2	76.7	75.7	74.7	73.7
매입채무및기타채무	119.9	119.4	169.8	198.9	214.5
유동성장기부채	1.1	2.0	1.8	1.6	1.4
비유동부채	9.1	124.0	924.0	894.0	844.0
사채	0.0	99.7	169.7	159.7	139.7
장기차입금	4.8	19.5	749.5	729.5	699.5
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	205.2	335.9	1,181.3	1,179.2	1,143.7
지배주주지분	269.9	305.1	446.3	506.7	587.7
자본금	10.6	10.6	11.2	11.2	11.2
자본잉여금	116.3	116.4	215.7	215.7	215.7
기타포괄이익누계액	1.9	-2.4	-11.9	-21.4	-30.9
이익잉여금	141.2	180.7	231.3	301.2	391.7
비지배주주지분	17.8	27.5	367.3	368.1	370.1
자본총계	287.7	332.6	813.6	874.8	957.8
총차입금	63.4	198.0	996.8	965.6	914.4
순차입금	31.4	115.4	766.1	755.2	702.7

Valuation Indicator

12월 결산(실익원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	2,516	2,240	2,647	3,427	4,351
BPS	12,790	14,458	19,970	22,672	26,298
DPS	250	300	300	300	300
Multiples (배)					
PER	26.2	36.6	28.3	21.8	17.2
PBR	5.1	5.7	3.8	3.3	2.9
EV/EBITDA	16.9	21.7	22.6	15.1	12.6
Financial Ratio					
12월 결산(실익원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	16.7%	-11.0%	18.2%	29.5%	26.9%
EBITDA(발표기준) 증가율	21.2%	1.1%	44.2%	49.2%	17.6%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	20.9%	15.7%	8.7%	9.2%	10.8%
ROE(지배순이익 기준)	21.6%	16.4%	15.3%	16.1%	17.8%
ROIC	20.5%	13.6%	7.1%	6.5%	7.7%
WACC	7.9%	7.6%	6.0%	6.0%	6.1%
안정성(%)					
부채비율	71.3%	101.0%	145.2%	134.8%	119.4%
순차입금비율	10.9%	34.7%	94.2%	86.3%	73.4%
이자보상배율	73.4	16.9	3.2	5.1	6.6

LG생활건강(051900.KS)

럭셔리 시장, 놓치지 않을 거예요

매수(신규)

현재주가(9/7) 1,226,000원

목표주가(12M) 1,500,000원

■ 럭셔리 화장품이 이끄는 매출 성장

LG생활건강은 화장품, 생활용품, 음료 사업을 영위하는 소비재 업체임. '17년 기준 매출 비중은 화장품 53%, 생활용품 25%, 음료 22%으로, 지난 5년간 럭셔리화장품이 견인한 폭발적 매출성장을 경험하였음

■ 투자포인트 세 가지

동사는 1)럭셔리 화장품에 특화, 중국 소비자의 높은 브랜드 충성도 확보 2)국내 전통채널 강자로, 중국 인바운드 및 파이공(代工) 수요가 모이는 면세 채널 경쟁력 보유함 3)경쟁 심화되는 국내 생활용품 시장의 1위 사업자로, 선제적인 구조조정으로 체질 개선 중임

■ M&A를 활용한 신규 비즈니스 확장에 강점

동사는 신규 비즈니스 확장 시 M&A에 능함. 음료사업에 있어 코카콜라음료, 해태HTB 등을 인수했던 것이 대표적 사례임. 올해 Avon Japan 인수를 통해 동사의 일본시장 확장인지 확인했다 판단함

■ 목표주가 150만원 매수의견 제시

LG생활건강에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 150만원 제시하며 커버리지를 개시함. 동사는 럭셔리 화장품 부문에 중국 소비자의 브랜드 로열티가 높아, 대외 변수에도 견고한 매출을 유지하고 있어 매력적이라 판단됨

Key Data

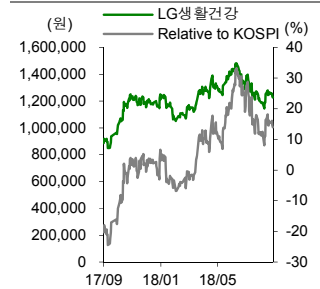
(기준일: 2018. 9. 7)

KOSPI(pt)	2281.58
KOSDAQ(pt)	818.86
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	207,227
발행주식수(천주)	17,718
평균거래량(3M, 주)	33,201
평균거래대금(3M, 백만원)	40,632
52주 최고/최저	1,480,000 / 851,000
52주 일간Beta	1.2
배당수익률(18F, %)	0.7
외국인지분율(%)	46.0
주요주주 지분율(%)	
LG 외 1인	34.0
국민연금	6.8

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.1	-13.7	13.5	32.1
KOSPI대비상대수익률	-0.3	-6.5	19.5	35.9

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	6,094.1	6,270.5	6,583.8	7,074.3	7,534.7
영업이익(십억원)	880.9	930.3	1,045.3	1,136.0	1,234.9
세전손익(십억원)	752.7	861.4	986.2	1,105.3	1,213.3
지배순이익(십억원)	568.2	606.7	715.7	802.2	880.6
EPS(원)	32,070	34,240	40,393	45,276	49,699
증감률(%)	23.4	6.8	18.0	12.1	9.8
ROE(%)	24.9	21.9	21.9	20.8	19.5
PER(배)	26.7	34.7	30.4	27.1	24.7
PBR(배)	5.8	6.9	6.1	5.2	4.5
EV/EBITDA(배)	14.9	18.9	17.5	15.7	14.0

1. 투자포인트

화장품, 생활용품,
음료사업 영역

LG생활건강에 대한 투자의견 매수, 목표주가 150만원으로 커버리지를 개시한다. 동사는 화장품, 생활용품, 음료 사업을 영위하는 대표적인 소비재 업체다. 동사의 투자포인트는 다음과 같다. 1)럭셔리 화장품에 특화, 중국 소비자로부터 높은 브랜드 충성도를 얻고 있다. 2)국내 전통채널 강자로, 특히 중국 인바운드 및 파이공(代工) 수요가 모이는 면세 채널 경쟁력을 보유하고 있다. 3)경쟁심화되는 국내 생활용품 시장의 1위 사업자로, 선제적인 구조조정으로 생활용품 사업의 체질 개선 작업이 진행 중이다

도표 1. LG생활건강 Valuation

(단위: 억원)

	18F/19F NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치			247,873	
화장품	5,774	36.0	207,877	글로벌피어 18F PER 적용
생활용품	1,055	22.0	23,219	글로벌피어 19F PER 적용
음료	987	17.0	16,776	음식료업종 18F PER 적용
- 순차입금			300	2018년 추정치
+ 투자자산			120	2018년 추정치
적정가치			247,693	
보통주 비중			88%	주식수 기준
보통주 적정가치			218,340	
발행주식수(주)			14,659,786	자기주식 958,411주 제외
적정주가(원)			1,489,378	

자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

참고: 생활용품 영업가치는 '19년 추정치 적용

2. 기업 개요

럭셔리 화장품의
높은 매출기여

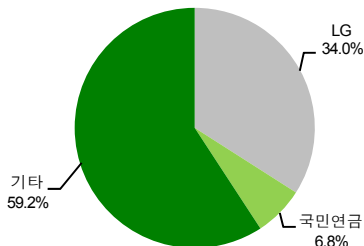
LG생활건강은 2001년 LG화학으로부터 인적분할 후 신설되었다. 2017년 기준 매출 비중은 화장품 53%, 생활용품 25%, 음료 22%으로, 특히 럭셔리 화장품의 매출 기여가 가장 높음을 확인할 수 있다

도표 2. LG생활건강 기업 개요

구분	내용
회사명	LG생활건강
설립일	2001년 4월 LG화학에서 분할 신설
상장일	2001년 4월 KS 상장
대표이사	차석용
사업내용	화장품 및 생활용품 제조, 판매업
임직원 수	4,387명
회사연혁	
2003년	한방화장품 후, 수려한 출시
2004년	화장품 브랜드숍 '뷰티플렉스' 오픈
2005년	한방삼푸 리엔 출시, '오취' 중국백화점 매장 1호점 오픈
2007년	발효화장품 '숨37' 출시
2008년	대만 현지법인 설립
2010년	멀티화장품 브랜드숍 '보떼' 론칭
2011년	허브화장품 빌리프 영국 첫 진출, 숨 일본판매 시작
2012년	VDL 출시
2016년	뷰티편집숍 네이처컬렉션 1호점 오픈

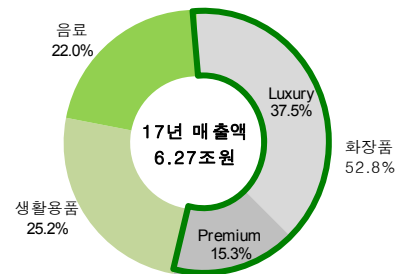
자료: 신영증권 리서치센터

도표 3. LG생활건강 주주 현황



자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 4. LG생활건강 매출 비중(2017년)



자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

중국 소비자의
후(Whoo) 선호가 주요

LG생활건강은 최근 5년간 화장품 매출의 폭발적인 성장을 경험하였다. 이는 럭셔리 화장품이 견인한 것으로, 중국 소비자 마음을 사로잡은 후(Whoo)의 활약이 컸다. 2013년부터 5년 간 화장품 연평균 매출 성장률은 18.8%, 럭셔리화장품은 49.6%였다는 점에서 이를 확인할 수 있다. 고마진 사업부문의 매출이 증가함에 따라 전사 영업이익 역시 개선되었다

럭셔리 화장품 중심전략
중국 시장 적응

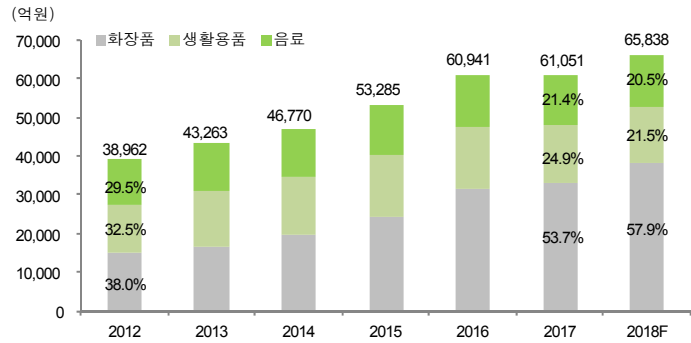
동사 브랜드 중 럭셔리 화장품에 해당되는 것은 5개뿐이다. 소수품목 중심임에도 중국 소비자의 충성도를 바탕으로 지속적인 성장을 이룬 셈이다. 또한, 동사의 럭셔리화장품 중심 전략이 중국 내 럭셔리 선호 트렌드에 적중하며 좋은 효과를 내기도 하였다. 이에 동사는 Next 후(Whoo) 브랜드를 만들기 위해 슌37의 로시크숨마, 오후의 오후더퍼스트 등 고급브랜드 내 고급 라인을 출시하는 등의 노력을 기울이고 있다

도표 5. LG생활건강 주요 브랜드 정리

구분	브랜드
화장품	
- Luxury	후, 슌37, 오후, 빌리프, CNP Rx
- Premium	수려한, VDL, CNP, 더페이스샵 등
생활용품	
- 헤어케어	엘라스틴, 오가니스트, 리엔, 닥터그루트, 실크테라피
- 스킨케어	온더바디, 젠틀로지, 드봉
- 구강용품	페리오, 죽염치약, REACH
- 세탁용품	샤프란, 아우라, 한입세제, 테크 등
- 주거용품	홈스타, 풍풍, SAFE 등
- 방향제	해피브리즈, 파르텔 등
- 베이비&기타	베비언스, 토디앙 등
음료	
- 탄산	코카콜라, 스프라이트, 환타, 씨그램 등
- 비탄산	조지아, 휘오, 미닛메이드, 파워웨이드, 썬키스트 등

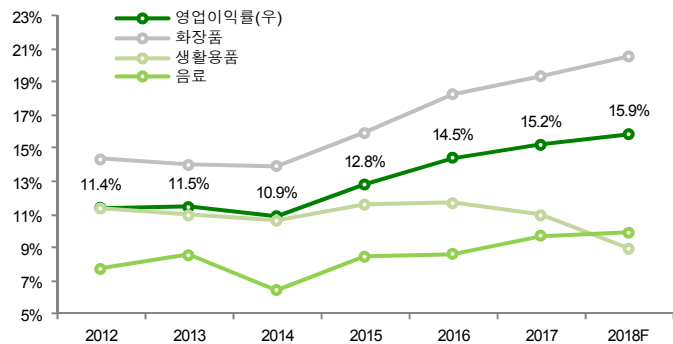
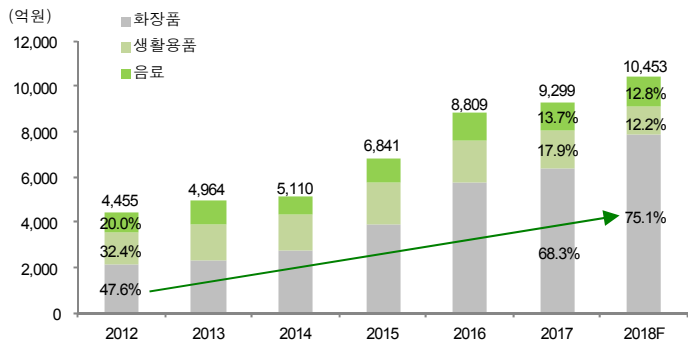
자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 6. LG생활건강 매출액 추이



자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 7. LG생활건강 영업이익(률) 추이



자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

신규 사업확장에
M&A활용 능력

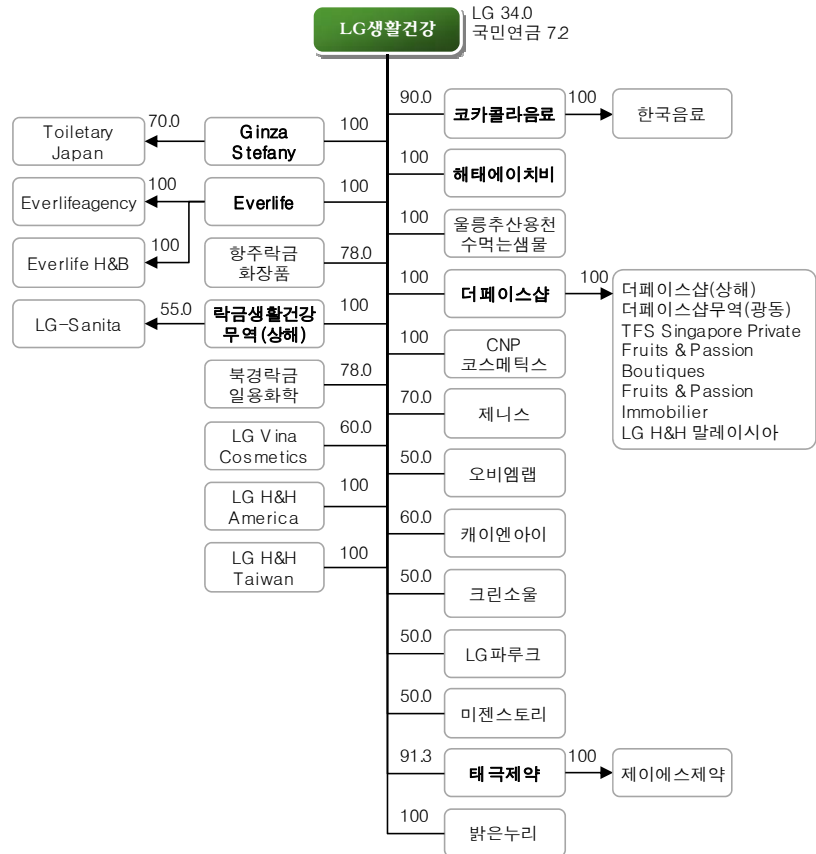
LG생활건강의 장점은 신규 비즈니스 확장에 있어 M&A를 잘 활용한다는 것이다. 화장품 사업의 경우 원브랜드샵 호황에 따른 더페이스샵 인수, 일본 시장 진출을 위해 긴자스테파니, Everlife, Avon Japan 인수, 더마코스메틱 시장 대응을 위해 CNP코스메틱 인수 등의 이벤트가 있었다. 음료 사업의 경우 코카콜라보틀링, 한국음료, 해태HTB 등 관련 종속기업을 모두 인수하여 사업을 키워냈다

도표 8. LG생활건강 신규 비즈니스 연혁

구분	내용
2006년 2월	LG유니참 JV 설립
2007년 10월	한국 코카콜라보틀링 인수
2009년 4월	다논코리아와 제휴
2009년 6월	차바이오앤과 화장품개발 제휴
2009년 10월	다이아몬드샘물 인수
2010년 1월	더페이스샵 인수
2010년 3월	한국음료 인수
2011년 1월	해태HTB 인수
2012년 1월	VOV화장품 인수
2012년 2월	긴자스테파니 인수
2012년 11월	코티코리아 설립
2013년 1월	일본 Everlife 인수
2013년 10월	영진약품 드링크부문 인수
2014년 5월	긴자스테파니에 자회사 R&Y 흡수합병
2014년 10월	CNP코스메틱 인수
2015년 7월	색조 ODM 제니스 인수
2016년 10월	존슨앤존슨 Reach 아시아, 오세아니아 사업권인수
2017년 12월	태극제약 인수
2018년 4월	Avon Japan 인수

자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 9. LG생활건강 지배구조



자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 10. LG생활건강 종속회사 현황

(단위: 억원)

지배회사	종속회사명	사업내용	소재국	지분율	2017년			
					자산	부채	매출액	순손익
LG 생활건강	코카콜라음료	음료 등 제조/판매	한국	90.0%	7,036	1,386	11,912	943
	해태에이치티비	음료 등 제조/판매	한국	100%	3,886	1,308	3,279	-45
	더페이스샵	화장품 제조/판매	한국	100%	2,833	637	4,704	17
	태극제약	의약품 제조/판매	한국	91.3%	-	-	-	-
	씨엔피코스메틱스	화장품 판매	한국	100%	194	65	673	84
	제니스	화장품 제조	한국	70.0%	303	156	461	15
	오비엠랩	화장품원료 제조/판매	한국	70.0%	28	3	25	5
	밝은누리	매장운영/유통관리	한국	100%	9	2	23	1
	케이엔아이	생활용품 수입/판매	한국	60.0%	23	2	142	5
	엘지파루크	생활용품 수입/판매	한국	50.0%	20	0	2	-1
	올름추산용천수먹는샘물개발추진	먹는샘물 등 제조/판매	한국	100%	12	12	-	-
코카콜라음료	한국음료	식음료 등 제조/판매	한국	100%	368	50	405	23
태극제약	제이에스제약	의약품 제조/판매	한국	100%	-	-	-	-
LG 생활건강	Ginza Stefany Inc.	생활용품, 화장품 판매	일본	100%	1,344	186	1,169	97
	Everlife Co., Ltd.	건강식품 등 통신판매	일본	100%	2,072	368	852	142
	락금생활건강무역(상해)	생활용품, 화장품 판매	중국	100%	2,250	1,597	4,246	386
	항주락금화장품	화장품 제조 및 판매	중국	81.7%	155	43	210	-2
	락금생활건강화장품연구소(상해)	화장품 연구개발	중국	100%	30	8	48	0
	북경락금일용화학	생활용품 제조/판매	중국	78.0%	389	37	378	30
	LG Vina Cosmetics	생활용품, 화장품 제조/판매	베트남	60.0%	178	70	435	25
	LG H&H Care America	생활용품, 화장품 판매	미국	100%	190	95	296	17
	LG H&H Care (Taiwan)	생활용품, 화장품 판매	대만	100%	197	125	507	-1
	LG-Sanita	지주회사	UAE	55.0%	-	-	-	0
락금생활건 강무역(상해)	LG H&H HK LIMITED	화장품 판매	홍콩	80.0%	212	145	441	29
Ginza Stefany	Toiletry Japan Inc.	생활용품 판매	일본	70.0%	41	32	102	1
Everlife	Everlifeagency	광고대리업	일본	100%	45	34	377	5
	Everlife H&B	건강식품 등 판매	대만	100%	1	0	-	0
더페이스샵	더페이스샵(상해)화장품	화장품 판매	중국	100%	179	394	544	-194
	더페이스샵무역(광둥)	화장품 판매	중국	100%	-	-	-	-
	TFS Singapore Private	화장품 판매	싱가폴	100%	88	44	195	-6
	FRUITS & PASSION BOUTIQUES	화장품 판매	캐나다	100%	136	116	372	1
	FRUITS & PASSION IMMOBILIER	부동산 임대	캐나다	100%	1	0	-	-
	3390306 CANADA	화장품 판매	캐나다	100%	3	-	-	-
	LG H&H CARE MALAYSIA	화장품 판매	말레이시아	100%	66	18	51	3

자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

참고: 초록색 칸 내에 표시된 기업들은 주요 종속회사임

3. 주요 사업부문

(1) 화장품 부문

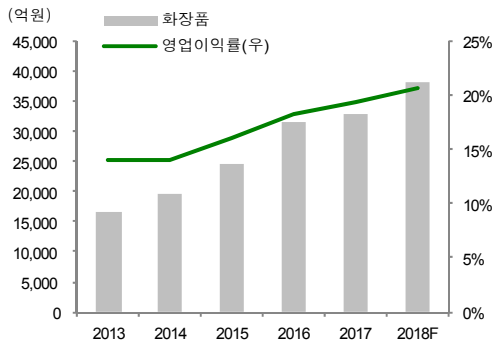
중국 소비자의
브랜드 충성도 높아

2017년 화장품 사업부문 매출액은 3.28조원(IFRS15 적용)으로, 전년 비 3.9% 증가하였다. 소폭 성장이지만, 사드(THAAD) 사태로 중국 인바운드 수요에 노출됐던 국내 경쟁사들의 실적악화를 감안하면 양호한 실적이다. 이는 동사 럭셔리 화장품에 대한 중국 소비자의 충성도가 높아, 중국현지 및 인바운드라는 직접수요와 파이공(代工)이라는 간접수요로 나타난 결과라 판단된다

면세점 채널에
주목할 만함

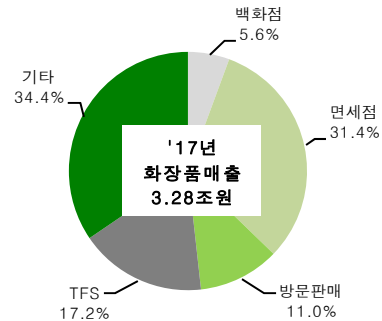
화장품 유통채널 내 면세점, 방문판매, 백화점 등 프리미엄 비중은 48%이다. 특히, 면세점 비중에 주목할만 하다. 2016년 1분기부터 화장품 내 럭셔리 비중은 급격히 상승, 프리미엄 비중은 점차 하락하고 있다. 럭셔리 매출은 후(Whoo)와 숨37의 합산 매출과 동일한 추이를 보이는데, 이는 럭셔리 내 두 브랜드의 비중이 2014년 60%에서 80%까지 상승한 것과 같은 맥락이다

도표 11. 화장품부문 매출액 및 영업이익률 추이



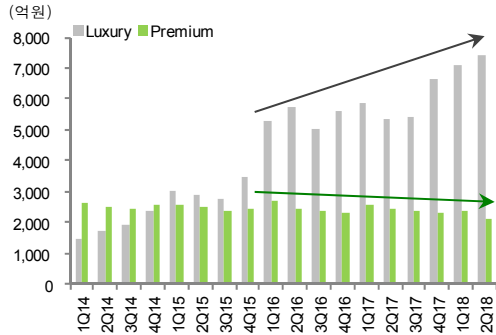
자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 12. 화장품 부문 유통채널 별 매출 비중



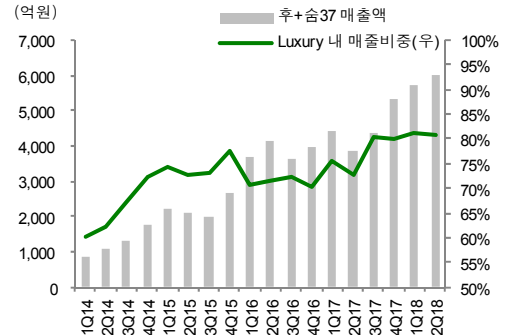
자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터
참고: 매출 비중은 IFRS 15 적용 이전임

도표 13. 화장품 부문 Luxury, Premium 매출 추이



자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터
참고: 3Q17, 4Q17 값은 IFRS15도입 이전 숫자임

도표 14. 후(Whoo) & 슌37 매출(비중) 추이

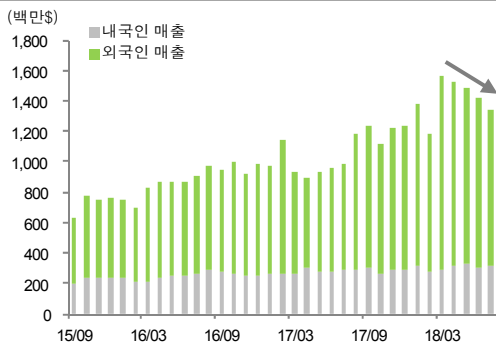


자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터
참고: 3Q17, 4Q17 값은 IFRS15도입 이전 숫자임

면세 시장부진에도
중국 수요 견고

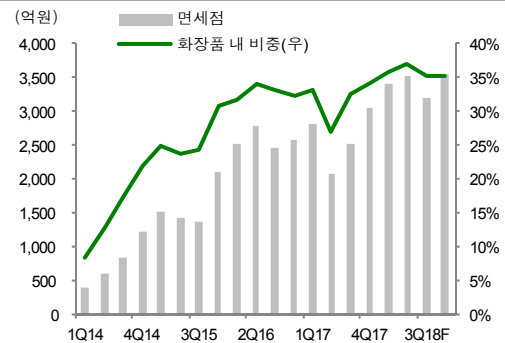
중국 수요에 따른 럭셔리 브랜드의 약진으로 면세점 및 중국 현지채널 매출 역시 큰 폭의 성장을 하였다. 면세점의 경우, 사드(THAAD) 영향이 있었던 2017년 2분기를 제외하면 대체로 성장하는 흐름을 보이고 있다. 화장품 내 비중도 '14년 10% 미만에서 약 37%까지 증가하며, 기여도가 높아지는 모습이다. 최근 면세시장이 부진한 모습이나, 동사 브랜드에 대한 중국 수요는 견고한 모습을 보여 2018년에도 면세 매출 성장세를 이어갈 것으로 판단된다

도표 15. 면세점 매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 신영증권 리서치센터

도표 16. 화장품 부문 면세점 채널 매출 추이

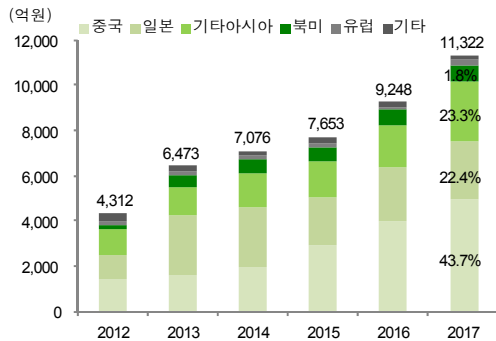


자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

해외진출의
단계적 확장전략

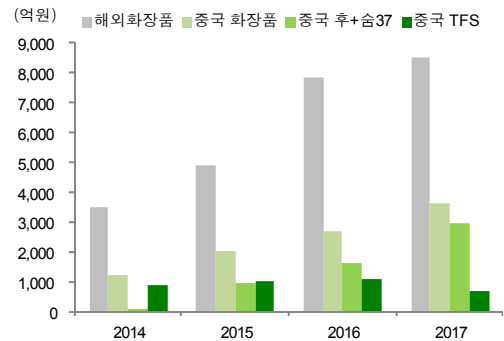
동사의 해외진출 전략은 중국/일본→동남아→미주/유럽 순의 단계적인 확장을 목표로 한다. 한국인과 피부타입이 유사하고, 한국과 지리·문화적 유사성이 높은 순이다. 해외 화장품매출은 2014년부터 4년 간 연 평균 34.2% 성장하였다. 성장동력은 중국이며, 일본 및 기타 아시아의 비중도 2014년 이후 20% 이상을 유지하고 있다. 중국 매출성장에는 프리미엄 브랜드인 후(Whoo)와 슝37 매출이 주요했고, 매스 브랜드인 더페이스샵(The Face Shop)은 중국 채널 구조조정으로 인한 의도적인 매출 감소가 있었다

도표 17. LG생활건강 해외매출 추이



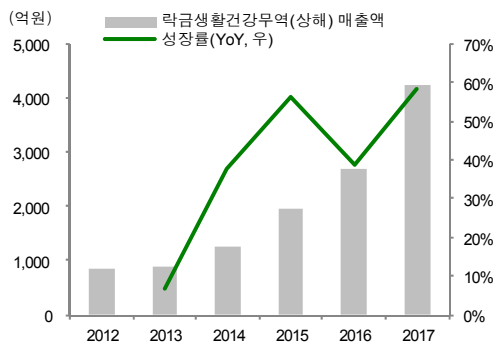
자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 18. 화장품 부문 해외 매출 추이



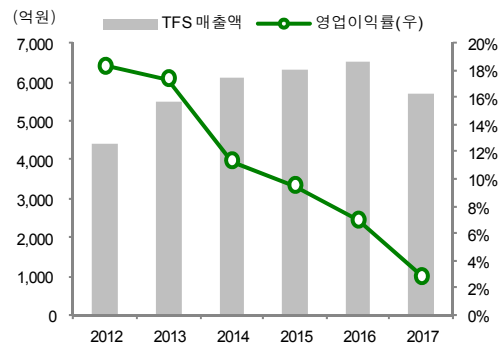
자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 19. 락금생활건강무역(상해) 매출액 추이



자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 20. 더페이스샵법인 매출액, 영업이익률 추이



자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

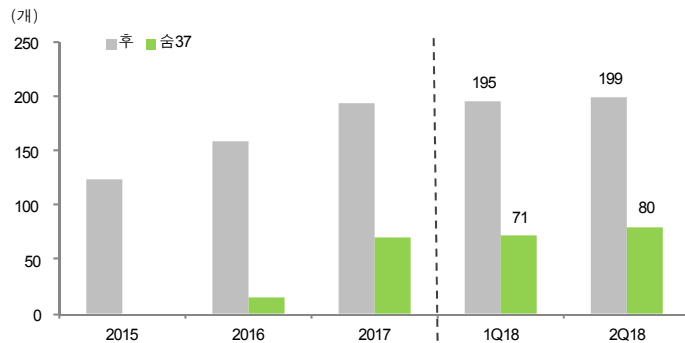
후(Whoo) 브랜드 중국진출 전략

중국에 진출한 브랜드는 후(Whoo), 슌37, 더페이스샵(TFS)과 '17년에 런칭한 오희, VDL, 빌리프가 있다. 후(Whoo)와 슌37은 온·오프라인 채널을 동시에 구축하고 있다. 오프라인 전략은 중국 전역의 220여개 고급백화점에 입점하는 것을 목표로 하며, 후(Whoo)는 2006년 중국 첫 진출 후 오프라인 위주의 확장을 해왔기 때문에 매장 수 목표치에 근접한 상황이다. 따라서, 상대적으로 매출비중이 낮은 온라인에서 추가적인 성장을 기대할 수 있다

슌37 등 브랜드 중국 진출 전략

반면, 슌37은 2016년 2분기에 처음 중국 오프라인으로 진출하였다. 이전까지 중국 판매채널은 온라인으로, 매출비중은 40% 수준에 이른다. 이에 슌37은 오프라인 매장 확장을 통한 추가적인 성장이 가능하다 판단된다. 이외에 오희, VDL, 빌리프의 매장 및 매출은 미미한 수준이다. 다만, 기초 위주의 오희와 색조 위주의 VDL을 한 매장에서 판매함으로써 소비자들의 여러 니즈를 충족할 수 있는 전략을 활용하고 있다

도표 21. 주요 브랜드 중국 매장 수 추이



자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

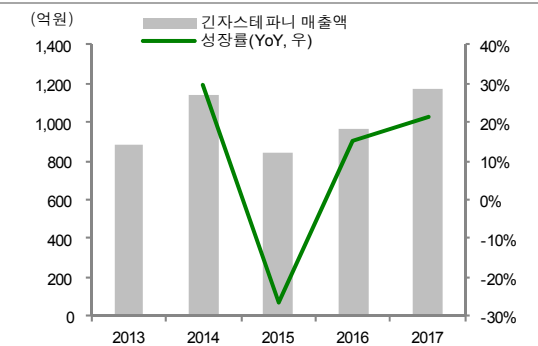
Avon Japan인수는
일본시장 확장 의지로 판단

일본은 중국인 관광객 급증 전인 2013년까지 동사의 주력 해외시장이었다. 이에 긴자스테파니와 Everlife 법인 인수를 통해 진출하였으나 일본의 폐쇄적이고 현지업체 중심의 분위기에 어려움을 겪어왔다. 사드 등 대외적 불확실성으로부터 다변화 필요성이 대두되며, 동사는 Avon Product Japan(이하 Avon Japan) 인수를 신호탄으로 일본시장 확장 의지를 다졌다 판단된다

Avon Japan 실적은
빠르면 하반기 반영

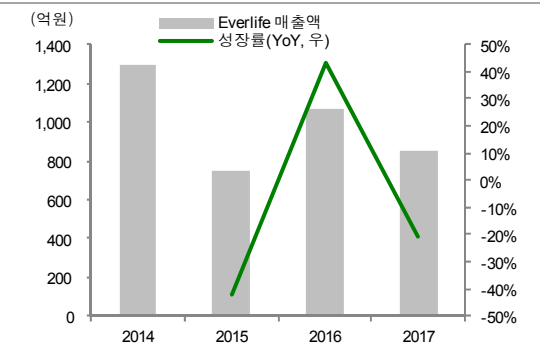
동사의 일본 종속회사인 긴자스테파니는 Avon Japan의 지분 100%를 인수하였다. 폐쇄적인 일본시장에서 효율적 시장확대를 위해 Avon Japn의 인지도 및 인프라를 활용할 예정이며, 실적은 빠르면 하반기부터 반영될 예정이다

도표 22. 긴자스테파니 매출액 추이



자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 23. Everlife 매출액 추이



자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 24. Avon Products Japan 인수 개요

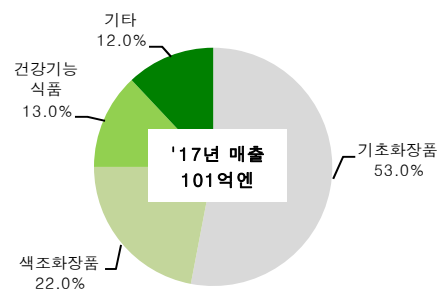
구분	내용
인수 주체	긴자 스테파니 (LG생활건강의 100% 자회사)
인수 대상	Avon Products Japan
인수 일자	2018년 06월 30일
인수 가격	약 1,050억원 (‘17년 Peer 평균 EV/EBITDA 11.8배 수준)
인수 목적	Avon Japan의 일본 시장 내 인지도를 활용, 효율적 시장 확대

Avon Japan 개요

- 대표 브랜드 MISSION, FMG, Avon 등
- 매출 방식 직접판매(95%), 온라인/드럭스토어(5%)
- ‘17년 실적 매출 100.9억엔 / OPM 3.6%

자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 25. Avon Products Japan 매출비중



자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

(2) 생활용품 부문

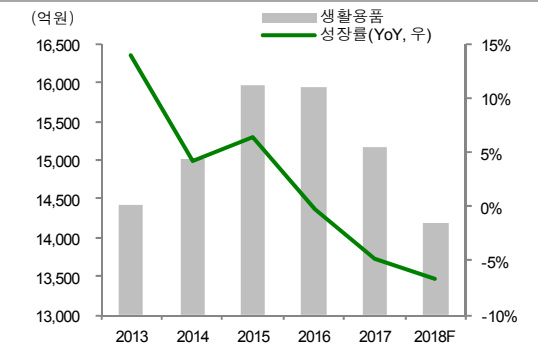
생활용품시장
경쟁력유지하기 어려워

생활용품 부문은 2017년 매출액 1.58조원을 기록하였고, 주요 품목은 구강, 헤어, 스킨 등 퍼스널케어와 세탁세제, 섬유유연제, 주방세제 등 홈케어가 있다. 생활용품 시장은 치열한 경쟁, 안전문제에 따른 프리미엄 제품 선호, 온라인 및 H&B로의 채널이전 등 기존 업체가 경쟁력 유지하기 어려운 상황이 이어지고 있다

2가지 전략: 프리미엄화,
생활용품 구조조정

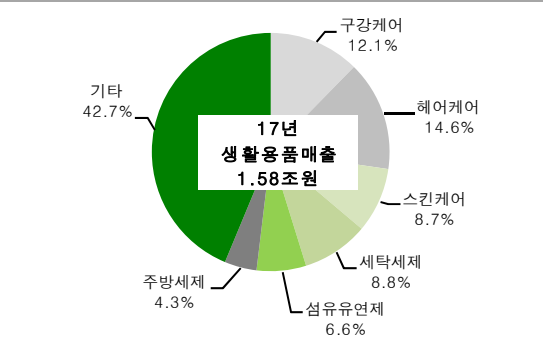
이에 동사는 두 가지 전략을 시행하고 있다. 1) 제품의 프리미엄화, 2) 생활용품 구조조정이 그것이다. 프리미엄화의 경우 가습기살균제 사태의 반사이익으로 퍼스널케어, 홈케어 두 부문 모두 좋은 반응을 얻고 있다. 구조조정은 유통재고감축, 홈쇼핑 채널 축소, 전체 SKU 감소 등 세 가지 형태로 진행되며, 2018년 말까지 재고고정 영향에 따른 매출 부진이 지속될 예정이다

도표 26. 생활용품 매출 추이



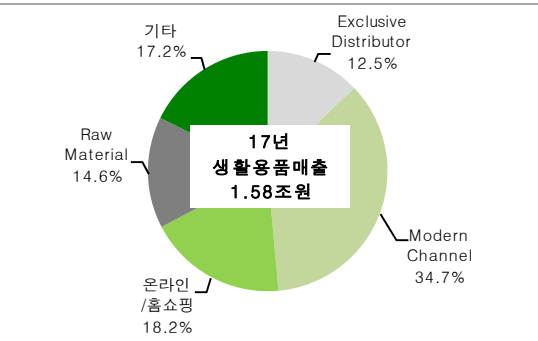
자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 27. 생활용품 제품 별 매출 비중



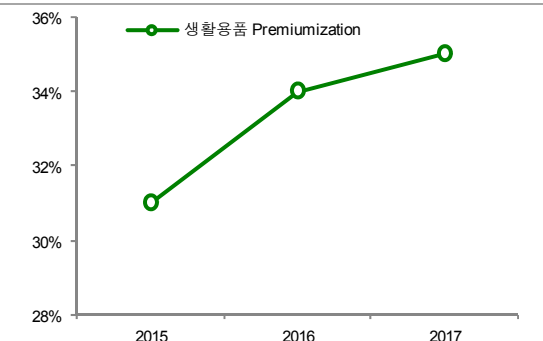
자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 28. 생활용품 채널 별 매출 비중



자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 29. 생활용품 프리미엄화 비율



자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

(3) 음료 부문

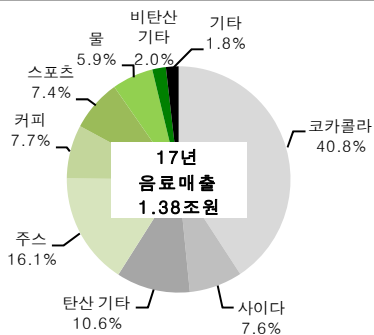
음료사업부문
코카콜라음료가 주요

음료사업의 2017년 매출액은 1.38조원으로, 전년 비 2.6% 증가하였다. 음료 관련 종속회사는 코카콜라음료, 해태HTB, 한국음료 등으로, 주요 브랜드는 코카콜라음료에 속해있다. 참고로 당사와 코카콜라코리아와 차이는 코카콜라 코리아는 마케팅을 담당하고, 당사는 수수료 지불함으로써 코카콜라 제품을 유통·판매할 수 있는 사업권을 가지고 있다는 점이다. 판매채널은 도매, 편의점, 슈퍼마켓 등 고르게 분포되어 있다. 제품 별로는 코카콜라 비중이 전체의 43.0%로 압도적이며, 탄산과 비탄산의 비중이 6:4 수준이다. 코카콜라음료의 경우 꾸준한 매출로 고정비 부담을 절감, 높은 이익률을 유지하며 동사의 캐시카우 역할을 수행하고 있다

상반기 높은 기저,
하반기 기저부담 적어져

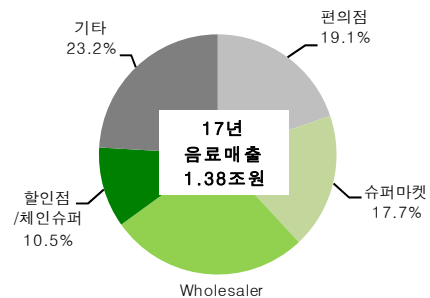
보통 음료 사업은 날씨가 더운 2, 3분기가 성수기이나, 올해는 너무 더웠던 관계로 성수기 효과가 크지 않았다. 2017년은 1분기부터 설탕을 당시럽으로 교체하여 원가 하락하던 추세가 하반기로 갈수록 유가 상승에 따른 원자재 부담이 다시 가중되었다. 이에 올해 상반기는 높은 기저, 하반기로 갈수록 기저 부담이 낮아질 전망이다

도표 30. 음료 부문 제품 별 매출비중



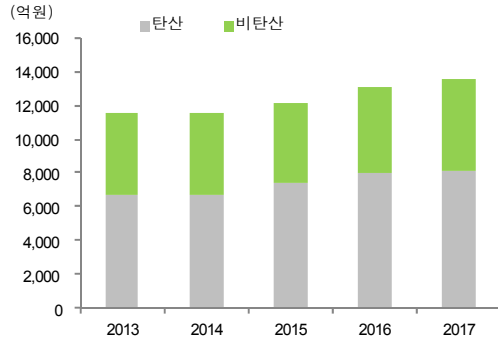
자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 31. 음료 부문 채널 별 매출 비중



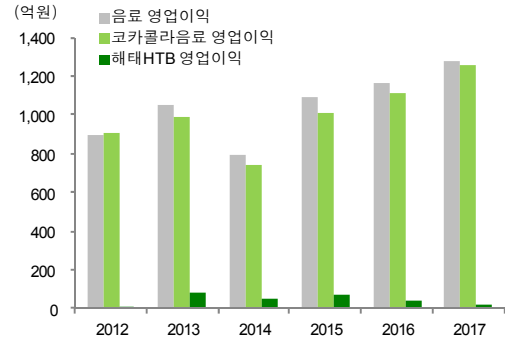
자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 32. 음료 부문 매출액 추이



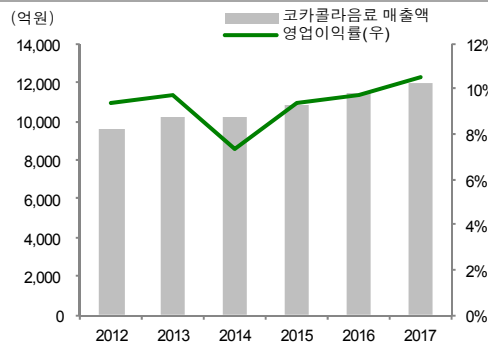
자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 33. 음료 부문 및 계열사 영업이익 추이



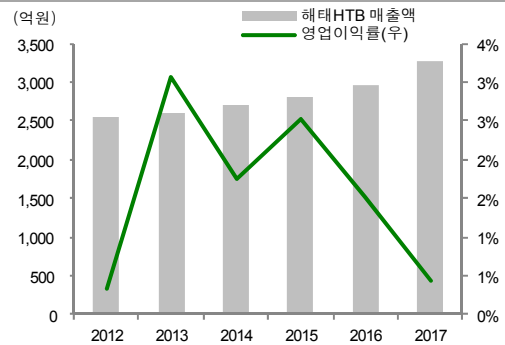
자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 34. 코카콜라음료 매출액, 영업이익률 추이



자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

도표 35. 해태HTB 매출액, 영업이익률 추이



자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

4. 실적 추정 및 Valuation

럭셔리화장품 주도 실적
생활용품 부진, 음료 견고

2018년 연결 매출액은 6조 5,838억원으로, 전년 비 7.8% 성장을 전망한다. 화장품사업은 빈익빈, 부익부 트렌드가 당분간 계속될 것으로 전망한다. 후(Whoo)와 숨37이 주도하는 럭셔리부문은 매출 성장, 상대적으로 저가인 프리미엄부문은 시장 자체의 부진이 지속될 것으로 예상된다. 생활용품은 시장 경쟁심화 및 자체적인 재고조정 관계로 매출액 감소가 불가피하다. 음료 부문은 탄산매출을 바탕으로 한 견고한 매출수준을 유지할 수 있다 판단된다

도표 36. LG생활건강 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

구 분	2018				2019F				연간		
	1Q18A	2Q18A	3Q18F	4Q18F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017A	2018F	2019F
연결매출액	16,592	16,526	16,835	15,885	17,705	17,731	17,891	17,416	62,705	65,838	70,743
증가율(YoY)	3.7%	8.0%	4.6%	3.8%	6.7%	7.3%	6.3%	9.6%	2.9%	5.0%	7.4%
화장품	9,477	9,534	9,075	10,066	10,467	10,507	9,937	11,481	33,111	38,152	42,392
Luxury	7,079	7,408	6,958	7,975	8,141	8,445	7,863	9,411	23,494	29,421	33,860
Premium	2,398	2,126	2,117	2,091	2,326	2,062	2,074	2,070	9,617	8,731	8,532
생활용품	3,947	3,372	3,880	2,981	4,006	3,423	3,957	3,040	15,804	14,179	14,426
음료	3,168	3,620	3,880	2,839	3,231	3,801	3,996	2,895	13,788	13,507	13,924
매출총이익	9,892	9,898	10,101	9,531	10,570	10,639	10,752	10,467	38,095	39,422	42,428
매출총이익률	59.6%	59.9%	60.0%	60.0%	59.7%	60.0%	60.1%	60.1%	60.8%	59.9%	60.0%
영업이익	2,837	2,673	2,793	2,151	2,975	2,888	3,045	2,452	9,303	10,453	11,360
증가율(YoY)	9.1%	15.0%	10.5%	16.2%	4.9%	8.1%	9.0%	14.0%	5.6%	12.4%	8.7%
영업이익률	17.1%	16.2%	16.6%	13.5%	16.8%	16.3%	17.0%	14.1%	14.8%	15.9%	16.1%
화장품	2,123	1,945	1,815	1,963	2,188	2,154	1,987	2,239	6,365	7,846	8,568
영업이익률	22.4%	20.4%	20.0%	19.5%	20.9%	20.5%	20.0%	19.5%	19.2%	20.6%	20.2%
생활용품	418	273	504	75	481	308	554	91	1,667	1,270	1,434
영업이익률	8.9%	5.7%	10.9%	1.4%	9.0%	6.2%	10.5%	1.5%	11.7%	6.6%	6.7%
음료	298	456	473	114	307	426	504	122	1,274	1,341	1,358
영업이익률	12.4%	21.5%	22.4%	5.4%	13.2%	20.6%	24.3%	5.9%	13.3%	15.4%	15.9%
지배순이익	1,937	1,847	1,996	1,377	2,066	2,133	2,179	1,644	6,067	7,157	8,022
증가율(YoY)	9.4%	12.2%	8.2%	70.9%	6.7%	15.5%	9.2%	19.4%	6.8%	18.0%	12.1%
지배순이익률	11.7%	11.2%	11.9%	8.7%	11.7%	12.0%	12.2%	9.4%	9.7%	10.9%	11.3%

자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

참고: 2017년부터 IFRS 15적용된 숫자, 다만, 화장품 하위실적의 경우 3Q17, 4Q17은 적용 이전 숫자임

목표주가
150만원 산정

동사의 목표주가를 150만원으로 산정하였다. 근거는 아래와 같다

- 1) 화장품부문 2018년 NOPLAT에 글로벌 화장품사(아모레퍼시픽, 로레알, 에스티로더, 시세이도, KOSE, POLA 등)의 2018F PER인 36배 적용
- 2) 생활용품부문의 재고조정 완료를 가정한 2019F NOPLAT에 글로벌 생활용품사(애경산업, 아모레퍼시픽, 유니레버, 존슨앤존슨, P&G, Beiersdorf, KAO 등)의 2019년 PER 22배 적용
- 3) 음료부문의 2018년 NOPLAT에 음료료업종 2018F PER인 17배 적용

도표 37. LG생활건강 Valuation

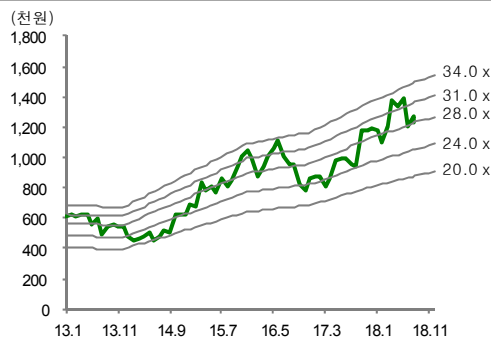
(단위: 억원)

	18F/19F NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치			247,873	
화장품	5,774	36.0	207,877	글로벌피어 18F PER 적용
생활용품	1,055	22.0	23,219	글로벌피어 19F PER 적용
음료	987	17.0	16,776	음식료업종 18F PER 적용
- 순차입금			300	2018년 추정치
+ 투자자산			120	2018년 추정치
적정가치			247,693	
보통주 비중			88%	주식수 기준
보통주 적정가치			218,340	
발행주식수(주)			14,659,786	자기주식 958,411주 제외
적정주가(원)			1,489,378	

자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

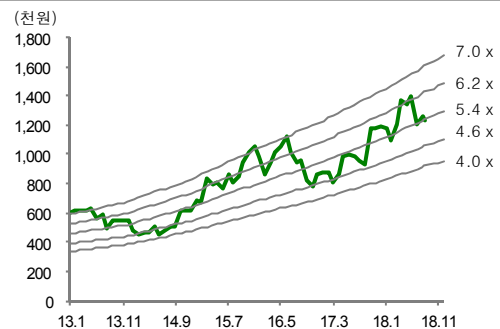
참고: 생활용품 영업가치는 '19년 추정치 적용

도표 38. LG생활건강 12m Fwd PER 차트



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 39. LG생활건강 12m Fwd PBR 차트



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

LG생활건강(051900.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,094.1	6,270.5	6,583.8	7,074.3	7,534.7
증가율(%)	14.4	2.9	5.0	7.5	6.5
매출원가	2,434.0	2,460.9	2,641.6	2,831.5	3,010.1
원가율(%)	39.9	39.2	40.1	40.0	39.9
매출총이익	3,660.0	3,809.5	3,942.2	4,242.8	4,524.6
매출총이익률(%)	60.1	60.8	59.9	60.0	60.1
판매비와 관리비 등	2,779.1	2,879.2	2,896.9	3,106.8	3,289.7
판매비율(%)	45.6	45.9	44.0	43.9	43.7
영업이익	880.9	930.3	1,045.3	1,136.0	1,234.9
증가율(%)	28.8	5.6	12.4	8.7	8.7
영업이익률(%)	14.5	14.8	15.9	16.1	16.4
EBITDA	1,014.6	1,076.8	1,205.8	1,322.3	1,442.8
EBITDA마진(%)	16.6	17.2	18.3	18.7	19.1
순금융손익	-16.1	-11.1	-7.7	-6.8	-4.8
이자손익	-15.9	-10.5	-6.4	-1.0	5.0
외화관련손익	-0.1	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2
기타영업외손익	-119.4	-59.1	-51.5	-28.6	-17.4
종속및관계기업 관련손익	7.3	1.3	0.2	4.8	0.6
법인세차감전계속사업이익	752.7	861.4	986.2	1,105.3	1,213.3
계속사업손익법인세비용	173.5	242.9	260.2	291.4	319.9
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	579.2	618.5	726.0	813.9	893.4
증가율(%)	23.1	6.8	17.4	12.1	9.8
순이익률(%)	9.5	9.9	11.0	11.5	11.9
지배주주지분 당기순이익	568.2	606.7	715.7	802.2	880.6
증가율(%)	23.4	6.8	18.0	12.1	9.8
기타포괄이익	22.8	-16.1	-16.1	-16.1	-16.1
총포괄이익	602.0	602.5	710.0	797.9	877.4

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,424.6	1,513.3	1,815.5	2,198.7	2,694.8
현금및현금성자산	338.9	386.2	638.9	933.2	1,310.2
매출채권 및 기타채권	493.4	539.8	533.2	568.6	602.5
재고자산	535.9	546.9	598.5	643.1	717.6
비유동자산	3,077.6	3,264.6	3,423.3	3,551.7	3,654.5
유형자산	1,463.8	1,616.6	1,785.4	1,927.7	2,048.1
무형자산	1,419.9	1,392.8	1,382.5	1,363.8	1,345.6
투자자산	63.7	102.1	102.3	107.1	107.7
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	4,502.2	4,778.0	5,238.8	5,750.5	6,349.3
유동부채	1,146.9	1,244.1	1,295.8	1,225.2	1,162.3
단기차입금	92.3	71.0	241.0	221.0	201.0
매입채무및기타채무	664.8	691.0	672.7	672.1	679.2
유동성장기부채	184.9	265.0	165.0	115.0	65.0
비유동부채	734.4	451.3	301.3	251.3	201.3
사채	509.2	249.7	99.7	49.7	-0.3
장기차입금	7.8	18.3	18.3	18.3	18.3
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,881.3	1,695.4	1,597.1	1,476.5	1,363.5
지배주주지분	2,532.4	2,997.1	3,545.8	4,166.3	4,865.3
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-92.4	-132.8	-148.8	-164.9	-180.9
이익잉여금	2,539.5	3,045.0	3,609.7	4,246.4	4,961.4
비지배주주지분	88.5	85.5	95.9	107.6	120.5
자본총계	2,620.8	3,082.6	3,641.7	4,274.0	4,985.8
총차입금	794.3	604.1	524.1	404.1	284.1
순차입금	428.5	201.0	-138.5	-557.6	-1,060.2

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	713.4	735.5	824.5	899.7	993.7
당기순이익	579.2	618.5	726.0	813.9	893.4
현금유출이없는비용및수익	451.7	467.0	426.0	477.7	521.6
유형자산감가상각비	115.7	127.1	141.2	167.6	189.6
무형자산상각비	18.0	19.3	19.3	18.7	18.2
영업활동관련자산부채변동	-135.2	-108.3	-60.9	-99.4	-106.5
매출채권의감소(증가)	-48.1	-62.3	6.6	-35.4	-34.0
재고자산의감소(증가)	-92.5	-16.6	-51.6	-44.6	-74.5
매입채무의증가(감소)	9.0	10.3	-18.3	-0.6	7.0
투자활동으로인한현금흐름	-405.5	-333.8	-338.0	-349.6	-346.3
투자자산의 감소(증가)	-2.2	-37.1	1.1	-3.5	0.7
유형자산의 감소	4.1	2.3	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-331.5	-284.2	-310.0	-310.0	-310.0
단기금융자산의감소(증가)	4.0	10.0	-6.8	-4.7	-5.7
재무활동으로인한현금흐름	-367.1	-351.1	-259.7	-299.7	-314.4
정기차입금의증가(감소)	12.8	15.6	0.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	-150.0	-50.0	-50.0
자본의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	1.1	-3.2	26.0	44.0	44.0
현금의 증가	-58.1	47.3	252.7	294.3	376.9
기초현금	396.9	338.9	386.2	638.9	933.2
기말현금	338.9	386.2	638.9	933.2	1,310.2

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	32,070	34,240	40,393	45,276	49,699
BPS	146,927	173,155	204,125	239,149	278,598
DPS	7,500	9,000	9,000	10,000	10,000
Multiples (배)					
PER	26.7	34.7	30.4	27.1	24.7
PBR	5.8	6.9	6.1	5.2	4.5
EV/EBITDA	14.9	18.9	17.5	15.7	14.0
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	23.4%	6.8%	18.0%	12.1%	9.8%
EBITDA(발표기준) 증가율	25.1%	6.1%	12.0%	9.7%	9.1%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	24.5%	21.7%	21.6%	20.6%	19.3%
ROE(지배순이익 기준)	24.9%	21.9%	21.9%	20.8%	19.5%
ROIC	22.5%	20.0%	22.4%	23.0%	23.6%
WACC	9.0%	9.1%	9.2%	9.2%	9.3%
안전성(%)					
부채비율	71.8%	55.0%	43.9%	34.5%	27.3%
순차입금비율	16.3%	6.5%	-3.8%	-13.0%	-21.3%
이자보상배율	44.3	66.7	86.3	121.7	188.2

아모레퍼시픽(090430.KS)

미래 성장동력은 시장 다변화

매수(신규)

현재주가(9/7) 263,000원
 목표주가(12M) 320,000원

■ 국내 화장품 시장 1위 사업자

아모레퍼시픽은 글로벌 시장에서 화장품 및 생활용품, 차(茶) 관련 사업을 영위. 동사는 국내 화장품 1위 사업자로, 설화수, 헤라, 라네즈 등 인지도 높은 화장품 브랜드 다수 보유

■ 투자포인트: 다양한 브랜드의 힘, 확장성

동사는 1)고가부터 중저가까지 다양한 브랜드를 보유하여 해외 시장 확장에 용이함. 기존 지역에서는 럭셔리 브랜드로의 확장이 가능하며, 신규 지역 진출 시 중저가 브랜드 활용 가능함 2)고급 브랜드 설화수뿐 아니라 라네즈, 이니스프리 등 중저가 브랜드의 고객 충성도 높음

■ 2018년 실적도 해외 매출이 건인

2018년 매출액은 5,513조원으로 전년 비 7.6% 증가 전망. 아시아지역의 성장세 지속과 미국 시장 확대 긍정적. 한편, 국내 화장품 사업의 면세점 구매제한 완화 자체는 긍정적이나, 면세 시장의 부진한 흐름을 고려한 보수적 접근 필요

■ 투자의견 매수, 목표주가 32만원 제시

아모레퍼시픽에 대해 투자의견 매수, 목표주가 32만원을 제시하며 커버리지를 개시함. 동사는 해외사업 확장에 유리한 브랜드 포트폴리오를 보유하여, 향후 아시아 및 미국 지역의 확장 가능성이 매력적임

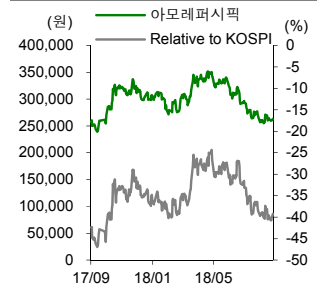
Key Data (기준일: 2018. 9. 7)

KOSPI(pt)	2281.58
KOSDAQ(pt)	818.86
액면가(원)	500
시가총액(억원)	168,738
발행주식수(천주)	69,016
평균거래량(3M, 주)	135,810
평균거래대금(3M, 백만원)	35,675
52주 최고/최저	351,500 / 239,500
52주 일간Beta	1.5
배당수익률(18F, %)	0.5
외국인지분율(%)	34.8
주요주주 지분율(%)	
아모레퍼시픽그룹 외 3인	47.6
국민연금	8.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.1	-22.6	-6.9	-6.2
KOSPI대비상대수익률	-4.3	-16.2	-2.0	-3.6

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	5,645.4	5,123.8	5,511.3	6,145.9	6,729.1
영업이익(십억원)	848.1	596.4	651.3	832.1	953.2
세전손익(십억원)	856.6	567.3	630.5	808.8	927.5
지배순이익(십억원)	639.3	394.0	464.7	594.1	681.3
EPS(원)	9,262	5,709	6,733	8,607	9,871
증감률(%)	10.7	-38.4	17.9	27.8	14.7
ROE(%)	17.7	9.8	10.7	12.5	12.8
PER(배)	34.7	53.3	39.1	30.6	26.6
PBR(배)	5.7	5.1	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA(배)	19.5	23.2	18.0	14.6	12.8

글로벌 화장품,
생활용품 사업 영역

1. 투자포인트

아모레퍼시픽에 대한 투자의견 매수, 목표주가 32만원으로 커버리지를 개시한다. 아모레퍼시픽은 글로벌 시장에서 화장품, 생활용품, 차(茶) 관련 사업을 영위하는 기업이다

동사의 투자포인트는 다음과 같다.

- 1)고가부터 중저가까지 다양한 브랜드를 보유하여 해외시장 확장에 강점이 있다. 기존 지역은 고가 브랜드로 확장 가능, 신규 진출 시 중저가 브랜드를 활용한 진입에 용이하다
- 2)고급 브랜드 설화수뿐 아니라 라네즈, 이니스프리 등 중저가 브랜드의 고객 충성도가 높다

도표 1. 아모레퍼시픽 Valuation

(단위: 억원)

구분	18F/19F NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치			203,398	
화장품			201,004	
국내	3,877	30.0	116,312	국내 브랜드사 19F 평균에 20% 할증
해외	2,172	39.0	84,692	글로벌 Peer 19F 평균에 30% 할증
생활용품&오설록	100	24.0	2,394	글로벌 Peer 18F 평균에 10% 할인
+ 순현금			8,000	2018년 말 기준 추정
+ 투자자산			6,500	2018년 말 기준 추정
적정가치			217,898	
보통주 비중			85%	주식수 기준
보통주 적정가치			184,565	
발행주식수(주)			58,425,449	보통주, 자기주식 33,041주 제외
적정주가(원)			315,898	

자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

2. 기업 개요

국내 화장품 1위 사업자
인지도 높은 브랜드 다수

아모레퍼시픽은 2006년 아모레퍼시픽그룹의 지주사 전환시 인적분할 후 신설되었다. 당사는 국내 화장품 1위 사업자로, 설화수, 헤라, 라네즈 등 인지도 높은 화장품 브랜드 다수를 보유하고 있다

도표 2. 아모레퍼시픽 기업 개요

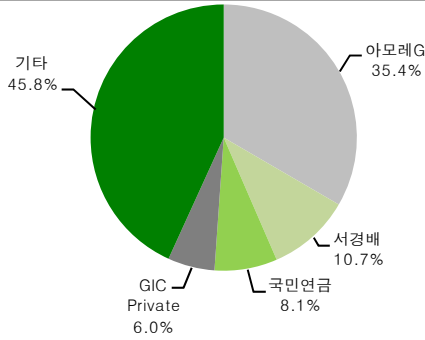
구분	내용
회사명	아모레퍼시픽
설립일	2006년 6월 1일 아모레퍼시픽그룹을 인적분할하여 설립
대표이사	안세홍
사업내용	화장품 제조, 판매업
임직원 수	6,203명
회사연혁	
1945년	태평양화학공업사 창립
1964년	국내 최초 화장품 수출, 방문판매 전용 아모레 브랜드 출시
1979년	녹차사업 공표 및 제주 녹차밭 개간
1990년대	91년 마몽드, 94년 라네즈, 95년 에뛰드하우스, 97년 설화수 출시
2000년	이니스프리 출시
2001년	오설록 뮤지엄 개관
2002년	중국 상하이공장 준공
2004년	설화수 홍콩매장 오픈, 프랑스 현지법인 샤르트르공장 준공
2006년	아모레퍼시픽그룹 지주회사 체제 출범 / 재상장 / 우선주 발행
2007년	한울 출시
2008년	최초 쿠션 아이오페 에어쿠션 출시, 러 출시, 아리따움 오픈
2010년	이니스프리 분사, 해외 지주사 Amorepacific Global Operation 설립
2011년	프랑스 향수 브랜드 아닉구탈 인수
2012년	경기도 오산, 통합 생산 물류기지 뷰티사업장 준공
2015년	5월 8일 주식분할(액면가 5,000원→500원)

자료: 신영증권 리서치센터

화장품 매출비중,
특히 럭셔리비중 주요

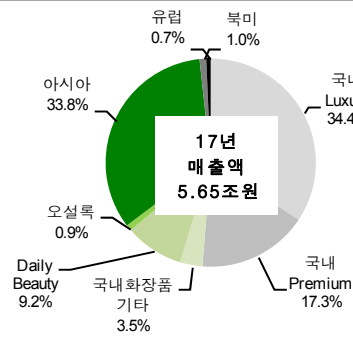
2017년 매출액은 5.65조원으로, 이 중 화장품은 약 90% 수준이며, 나머지는 생활용품과 차(茶)사업인 오설록 매출로 이루어져 있다. 같은 기간 국내매출은 3.35조원으로, 이 중 럭셔리화장품 비중이 52.7%에 육박한다. 해외매출의 경우 대부분 화장품에서 발생하며, 2017년 총 1.73조원의 매출을 기록, 주로 아시아 지역에서 발생하였다

도표 3. 아모레퍼시픽 주주 현황



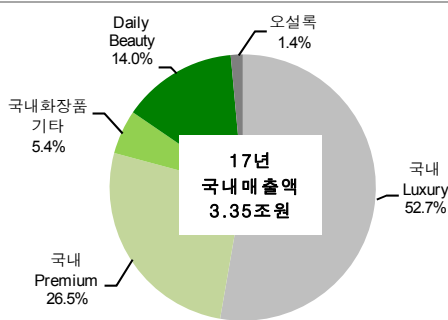
자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 4. 아모레퍼시픽 매출 비중 (2017년)



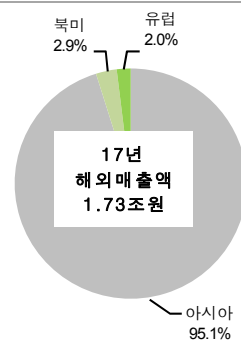
자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 5. 국내 매출 비중 (2017년)



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 6. 해외 매출 비중 (2017년)



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

아모레G, 아모레퍼시픽의
사업영역 구분

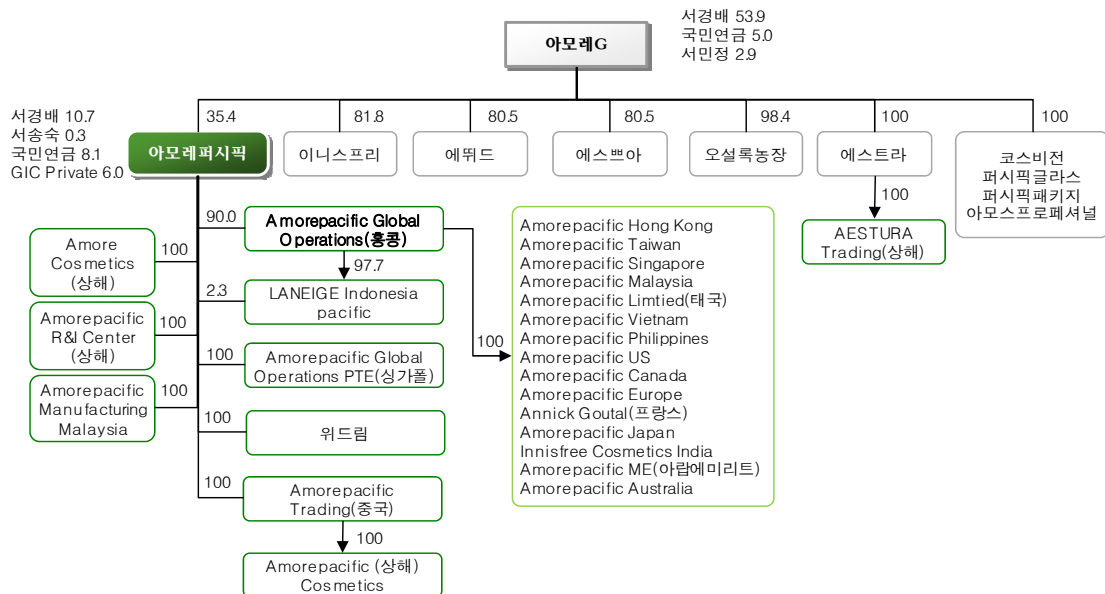
아모레퍼시픽그룹은 2006년 분할 당시, 아모레퍼시픽과 아모레퍼시픽그룹(이하 아모레G)이 주축이 되어 브랜드 및 사업부가 나뉘었다. 아모레G는 화장품 브랜드 종속회사인 이니스프리, 에뛰드, 에스쁘아, 에스트라, 아모스프로페셔널과 기타 화장품사 코스비전, 퍼시픽글라스, 퍼시픽패키지를 보유하고 있다. 아모레퍼시픽은 설화수, 라네즈 등 화장품브랜드 사업과 생활용품 및 오설록 부문을 운영하고 있다. 더불어 그룹 내 해외판매를 담당하고 있어 아모레퍼시픽 산하 종속회사는 주로 화장품 해외사업과 관련되어 있다

도표 7. 아모레퍼시픽그룹 매출 분석

구분	아모레퍼시픽	아모레퍼시픽 그룹
화장품	<ul style="list-style-type: none"> - Luxury: 설화수, 헤라, 바이탈뷰티 등 - Premium: 라네즈, 아이오펜, 마몽드, 린스타트업, 리리코스, OEM 등 - 화장품 해외 매출 	<ul style="list-style-type: none"> - 아모레퍼시픽 매출 연결 - 이니스프리, 에뛰드, 에스쁘아, 에스트라 - 아모스 프로페셔널
비화장품	<ul style="list-style-type: none"> - Daily Beauty: 러, 미장센, 헤피바스 등 - 오설록 - 채널: 아리따움 	<ul style="list-style-type: none"> - 아모레퍼시픽 그룹 - 퍼시픽글라스, 퍼시픽 패키지 - 오설록 팜

자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 8. 아모레퍼시픽 지배구조



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 9. 아모레퍼시픽그룹 주요 브랜드 정리

구분	브랜드명	로고	브랜드 아이덴티티
화장품	아모레퍼시픽	AMOREPACIFIC	시간을 초월한 아름다움 '타임리스 뷰티'
	설화수	Sulwhasoo	아시아의 지혜를 담은 Holistic Beauty
	라네즈	LANEIGE	빛나는 매력, 만들 수 있어요
	마몽드	Mamonde	꽃의 힘을 너에게
	이니스프리	innisfree	Natural Benefits from Jeju
	에뛰드하우스	ETUDE HOUSE	Life is Sweet (메이크업 브랜드)
	헤라	HERA	Exceptional Beauty from Seoul
	아이오페	IOPE	사람, 식물, 그리고 과학
	프리메라	primera	발아식물 화장품
	한울	HANYUL	민간 치유법 전래민방의 재해석
	에스쁘아	eSPOIR POWER OF TRANSFORMATION	Power of Transformation (프로페셔널 메이크업 브랜드)
	오딧세이	ODYSSEY	BLUE ENERGY (프리미엄 남성 스킨케어)
	리리코스	LIRIKOS	딸라소테라피 (해양요법)
	베리떼	VERITE	진실한 스킨 큐레이션
	리리코스 마린에너지	LIRIKOS MARINE ENERGY	K-마린 스타일
	메이크온	makeON	라이프 뷰티 디바이스 브랜드
향수	구갈 파리스	ANNICK GOUTAL PARIS	프랑스 하이 클래스의 향기를 선사하다
이너뷰티	바이탈뷰티(V=B)	VITALBEAUTIE	건강함과 아름다움에 대한 새로운 진실
메디컬뷰티	에스트라	AESTURA	Medical Beauty Pioneer (메디컬 에스테틱/병의원 전문 더마케어)
매장	아리따움	ARITAUM	아름다운 사람이 가꾸는 아름다운 공간 (프리미엄 뷰티 편집숍)
생활용품	려		문제적 두피를 최적의 균형 상태로 돌리다
	미장센		스타일 트렌드 리딩 토탈 헤어 코스메틱 브랜드
	프레시팝		플러스 내추럴 헤어 케어 브랜드
	아모스		Style Expression by Professional
	해피바스		행복감성을 전하는 토탈 바디케어 전문브랜드
	일리운		아시아의 자연 에너지와 피부 과학의 시너지
	메디안		기능성 구강케어 전문 브랜드
	플레시아		자연주의 덴탈케어
티컬처	오설록	OSULLOC TRADITION & MODERNISM	차 문화 부흥을 향한 아름다운 집념

자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 10. 아모레퍼시픽 종속회사 현황

(단위: 억원)

종속회사명	사업내용	소재국	지분율	2017년			
				자산	부채	매출액	당기손익
Amorepacific Global Operations	지주회사업	싱가포르	90%	36	0	-	-12
AMORE Cosmetics (Shanghai)	화장품 제조/판매	중국	100%	2,510	885	1,519	351
Amorepacific (Shanghai) R&I Center	연구개발	중국	100%	396	-	-	0
Amorepacific Malaysia	화장품 제조/연구개발	말레이시아	100%	36	2	52	5
위드림	제품포장/시설관리	대한민국	100%	6	0	11	0
Amorepacific Global Operations	지주사업/화장품 판매	홍콩	100%	2,241	687	729	154
Amorepacific Trading	화장품 판매	중국	100%	4,976	3,349	12,119	414
Amorepacific Hong Kong	화장품 판매	홍콩	100%	895	452	1,610	79
Amorepacific Taiwan	화장품 판매	대만	100%	260	130	472	38
Amorepacific Singapore	화장품 판매	싱가포르	100%	558	332	669	30
Amorepacific Malaysia	화장품 판매	말레이시아	100%	231	112	385	9
Amorepacific (Thailand)	화장품 판매	태국	100%	271	99	367	19
PT. LANEIGE Indonesia	화장품 판매	인도네시아	98%	94	46	149	3
Amorepacific Vietnam	화장품 판매	베트남	100%	37	18	32	-6
Amorepacific US	화장품 판매	미국	100%	192	154	617	23
Amorepacific Canada	화장품 판매	캐나다	100%	332	290	456	-26
Amorepacific Europe	화장품 제조/판매	프랑스	100%	58	30	72	3
Annick Goutal	화장품 판매	프랑스	100%	329	346	219	-132
Amorepacific Japan	화장품 판매	일본	100%	134	154	138	-47
Innisfree Cosmetics India	화장품 판매	인도	100%	11	3	1	-5
Amorepacific ME FZ-LLC	화장품 판매	아랍에미리트	100%	69	83	101	-2
Amorepacific Australia	화장품 판매	호주	100%	-	-	-	-

자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터 / 참고: 주요 종속회사는 짙은 색 처리 하였음

3. 주요 사업부문

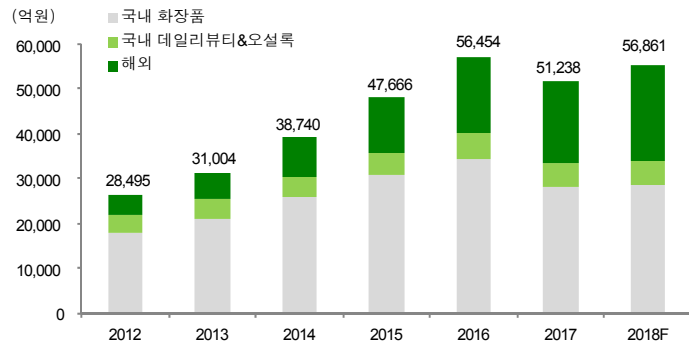
사드 이후 매스브랜드 부진
면세점 구매제한정책 시행

동사의 주요 사업부문은 화장품, 데일리뷰티(생활용품), 오설록(茶 사업)으로 구성되어 있다. 해외 매출은 아시아, 북미, 유럽으로부터 발생하며, 대부분 화장품 매출이다. 동사는 중국 인바운드 수혜 및 중국 현지로의 성공적 진출로 2016년까지 빠르게 성장하였다. 그러나 사드(THAAD) 사태를 계기로 국내 주요 채널에서 매스 브랜드가 부진하였고, 인바운드 대체수요가 몰렸던 면세점에서도 타이트한 구매제한 정책을 시행하며 2017년 국내 매출이 역신장하는 모습을 보였다

해외 현지매출
성장세, 이익기여 지속

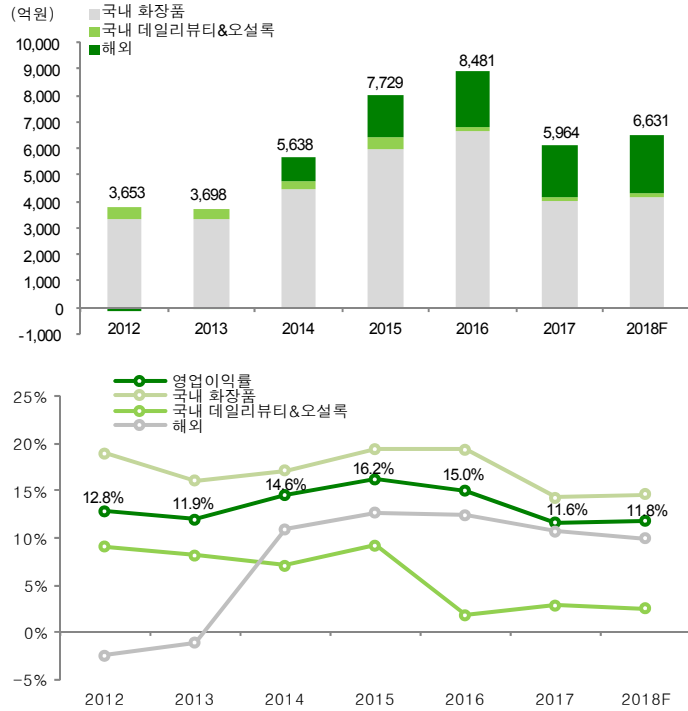
다만, 긍정적인 점은 해외 현지매출의 성장세가 둔화되긴 했으나 그래도 성장세 및 이익기여를 이어갔다는 점이다. 아시아 지역의 2017년 매출 성장률은 9.9%로, 전체 해외 매출증가율인 7.3%를 상회하는 모습을 보였다. 성장세 둔화의 원인은 중국 지역의 라네즈, 마몽드 등 매스브랜드의 부진으로 파악된다. 그 밖에 롤리타렘피카 라이선스 종료로 인해 유럽 매출이 전년 비 47.6% 감소하며, 해외 매출 부진에 영향을 미쳤다

도표 11. 아모레퍼시픽 매출액 추이



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 12. 아모레퍼시픽 영업이익(불) 추이



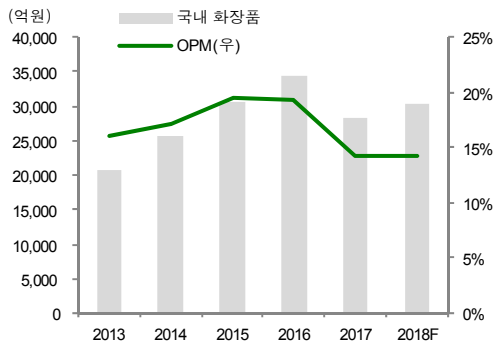
자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

(1) 국내 화장품

가장 기여도가 높은
국내 화장품 부문

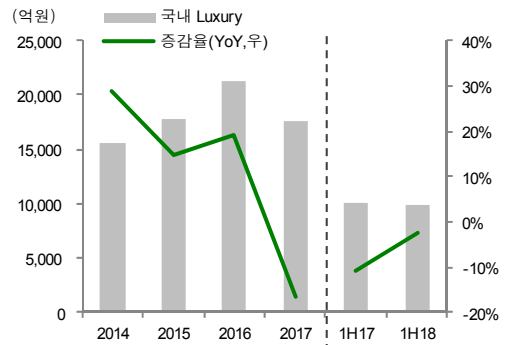
국내 화장품은 현재 매출과 이익에 가장 큰 기여를 하는 사업부이다. 럭셔리 브랜드인 설화수, 헤라, 바이탈뷰티(V=B) 등과 프리미엄 브랜드인 라네즈, 마몽드, 아이오펜 등으로 구성되어 있다. 2017년 매출 2.83조원 기록, 전년 대비 17.9% 감소하였다. 이는 중국인 관광객 수요의 부재에 따른 국내 중저가 시장의 침체와 함께, 백화점, 방문판매 등 기존 프리미엄 채널 정체, 면세점 구매제한에 따른 럭셔리 화장품 부진에 의한 것으로 판단된다

도표 13. 국내 화장품부문 매출액 및 영업이익률 추이



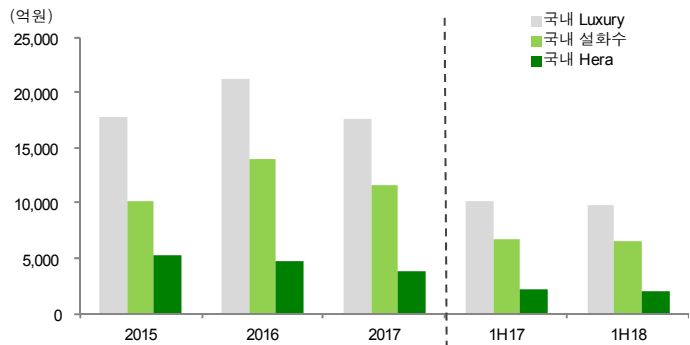
자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 14. 국내 Luxury 화장품 부문 매출 추이



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 15. 국내 Luxury 화장품 및 주요 브랜드 매출 추이



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

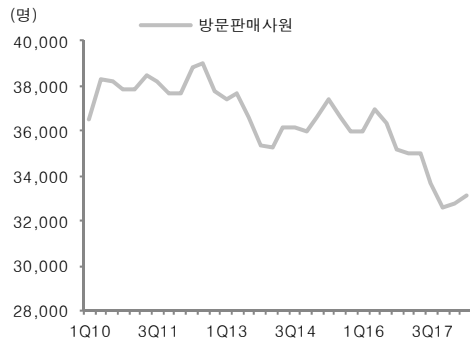
방문판매부문
시장정체

방문판매 시장은 아모레퍼시픽과 LG생활건강이 양분하여 점유하는 과점시장이다. 국내 화장품 시장 성숙으로 방문판매 역시 성장이 정체되어 있고, 양사의 시장점유율 경쟁에 따른 매출변동이 있는 수준이다

면세점 구매제한 완화는
보수적 접근 필요

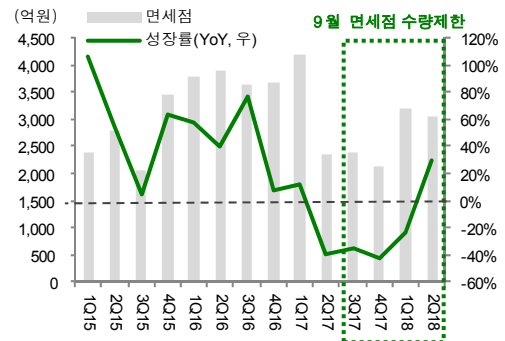
2017년 2분기부터 중국인 관광객이 본격 감소했고, 3분기부터 국내 시장에 파이공(代工)이 부각되며 면세점은 높은 매출 성장을 지속하였다. 이 시기에 동사는 파이공(代工) 수요에 따른 비정상적인 매출 성장이 브랜드 가치 훼손으로 이어질 수 있다 판단하여, 2017년 9월부터 강력한 면세점 수량제한 정책을 펼쳤으나, 올해 6월, 중국인 관광객 수 회복과 여름 휴가철 수요에 대응하기 위해 규제 완화를 결정하였다. 다만, 면세 시장 자체의 부진한 흐름에 따라 회복세는 보수적으로 접근할 필요가 있다

도표 16. 아모레퍼시픽 방문판매사원 추이



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 17. 아모레퍼시픽 면세점 매출 추이



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 18. 아모레퍼시픽 면세점 구매제한

구분	기존	17년 9월 규제강화	18년 6월 말 규제완화
인당 구매액	\$2,000	\$1,000	\$2,000
구매개수	- 브랜드 별 20개 - 제품 별 5개	- 주력 브랜드: 브랜드 별 5개 - 기타 브랜드: 브랜드 별 10개	- 주력 브랜드: 품목 별 5개 - 기타 브랜드: 제품 당 5개

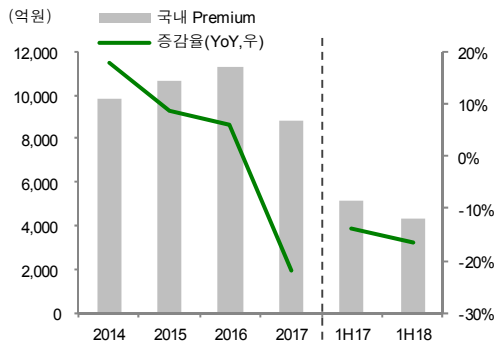
자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

참고: 주력브랜드는 설화수, 아이오페, 라네즈, 헤라 등 / 기타브랜드는 프리메라, 마몽드, 리리코스 등

중저가 부문 시장부진
향후 추이 지켜보아야

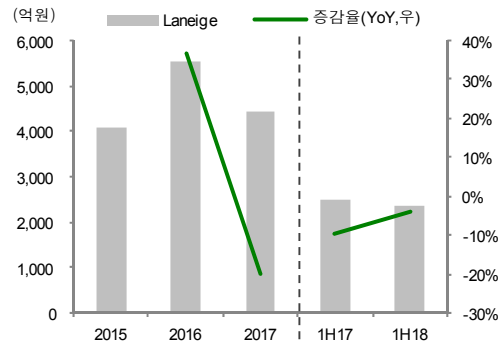
중저가 프리미엄부문에는 라네즈, 아이오펜, 마몽드 등이 포함된다. 2017년 부진한 흐름을 지속하다, 올해 2분기부터 주요 브랜드의 기저효과에 따른 성장률 개선이 있었다. 다만, 시장 자체의 부진으로 추이를 지켜볼 필요가 있다. 아이오펜은 쿠션제품 히트와 함께 홈쇼핑 채널에서 선전하였으나, 중국 진출로 브랜드 가치를 유지하기 위해 2017년 6월 홈쇼핑에서 의도적으로 철수하며 매출이 감소하였다

도표 19. 국내 Premium 화장품 부문 매출 추이



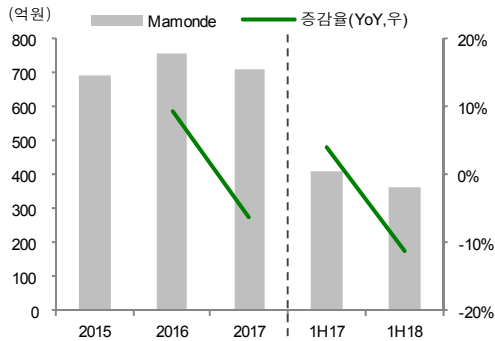
자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 20. 라네즈(Laneige) 국내 매출 추이



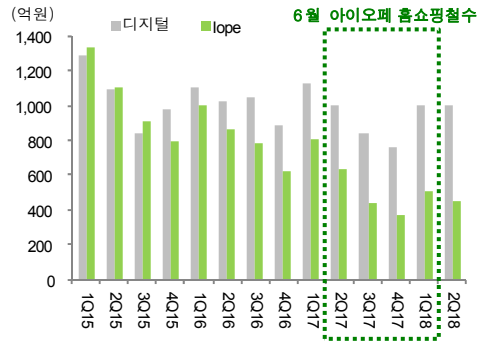
자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 21. 마몽드(Mamonde) 국내 매출 추이



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 22. 디지털 채널 및 아이오펜(IOPE) 국내 매출 추이

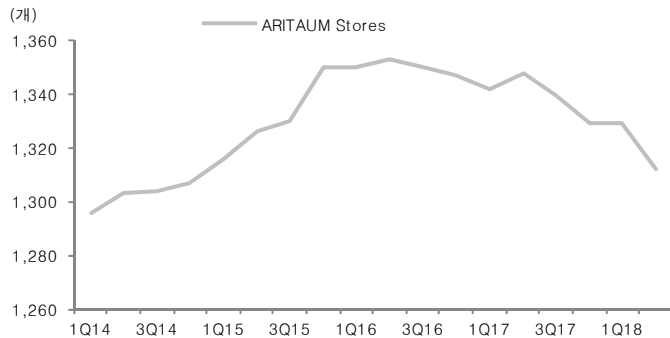


자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

중저가 채널 아리따움
미래전략 확인

중저가 시장의 주요 판매채널인 브랜드샵은 H&B, 편집숍 등으로 돌아선 트렌드에 대한 대응이 필요한 상황이다. 자체 채널로는 아리따움(ARITAUM)이 있다. 2018년 2분기 말 기준 점포수는 1,312개로 차츰 감소하나 여전히 많은 수준이다. 향후 매스채널 전략은 1)아리따움 점포 축소, 2)아리따움 내 아모레퍼시픽 소속 브랜드 판매 확장, 3)경험적 요소로 채널 매력도 향상, 4)자사몰 강화 및 O2O서비스 제공 등이 있다

도표 23. 아리따움(ARITAUM) 점포 수 추이



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

(2) 해외 화장품

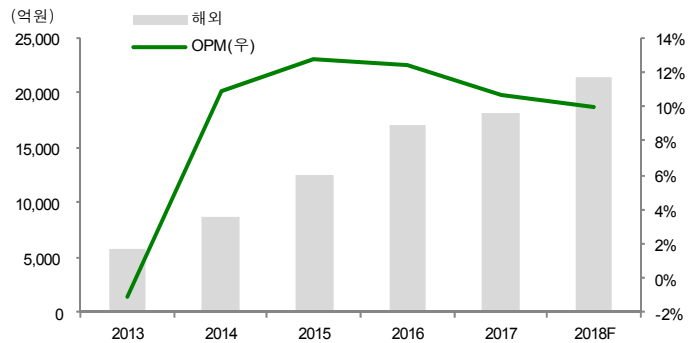
해외화장품은
동사의 미래성장동력

해외 부문은 2013년부터 5년 간 연 평균 33.1% 성장하였다. 이는 중국 등 가파르게 증가한 아시아 수요 덕분이다. 동사의 미래성장동력은 해외 화장품 부문이라 판단된다. 이미 진출해있는 중국, 싱가포르 등을 대상으로 프리미엄급 브랜드 확장을 기대할 수 있으며, 매스브랜드 활용으로 동남아시아 등 신규 국가 진출이 용이하기 때문이다

신규시장 진출에 용이한
브랜드 포트폴리오

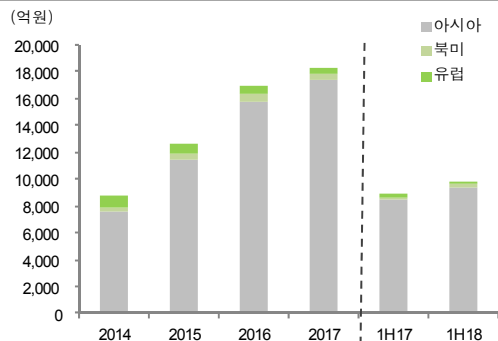
동사는 중국에서 헤라, 아이오펜, 러를 차기 성장브랜드로 선정하였고, 성숙 시장인 싱가포르에는 프리미엄급 브랜드 헤라가 신규진출하였다. 반면, 신규시장인 호주나 중동에는 이니스프리, 에뛰드와 같은 매스브랜드가 먼저 진출하여 문을 두드리고 있다. 포스트 차이나(Post China)로 주목받는 동남아 시장 진출전략은 현재 싱가포르 위주에서 태국, 말레이시아로 신규 진출하였고, 향후 베트남, 인도네시아, 필리핀 등으로 확장할 계획이다

도표 24. 아모레퍼시픽 해외 매출액 및 영업이익의 추이



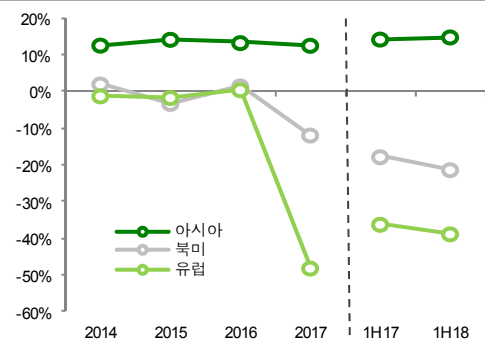
자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 25. 아모레퍼시픽 해외 매출액 추이



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 26. 아모레퍼시픽 해외 영업이익의 국가별 추이



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

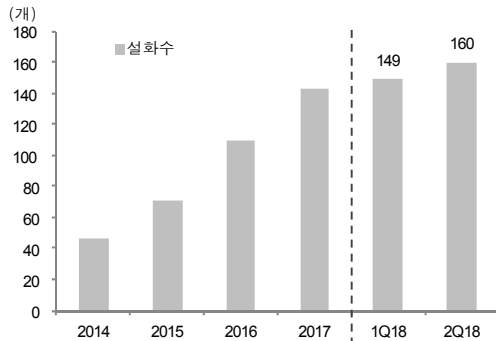
여전히 중요한 중국
마몽드, 에뛰드 부진

한편, 중국은 성장성, 지리·문화적 근접성, 브랜드 인지도확보 등에서 여전히 중요하다. 브랜드별 매출비중은 이니스프리/에뛰드가 50% 수준으로 가장 많고, 라네즈/마몽드, 설화수, 신규브랜드(헤라, 아이오페, 러) 순이다. 현재 가장 부진한 브랜드는 마몽드와 에뛰드다. 공통적으로 사드(THAAD) 영향이 있었고, 마몽드의 경우 입점채널 자체의 부진으로 매장 수의 의도적 감축 및 채널이동 이슈가 있다. 에뛰드는 브랜드 차별화가 원활치 않은 상황이다

유럽, 북미시장
신규 사업 진행중

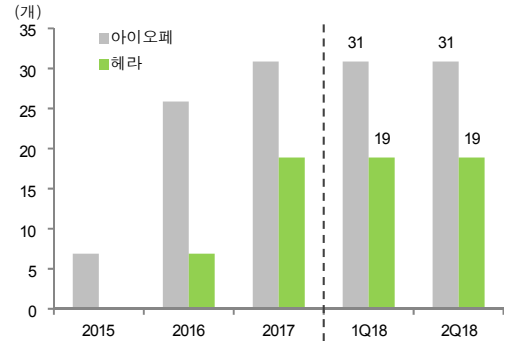
더불어 동사는 유럽시장에서 향수사업 전개 및 설화수의 유럽시장 테스트 등을 수행하고 있다. 작년 3월 롤리타렘피카 라이선스 종료로 유럽시장 매출액이 줄었지만 아닉구탈(現, Goutal Paris) 법인 인수로 새로운 향수브랜드 사업을 진행 중이다. 북미의 경우 기존 한인 대상 판매에서 벗어나, 라네즈의 세포라(Sephora) 진출, 이니스프리 플래그십스토어 오픈, 마몽드의 얼타(Ulta) 입점 등을 통해 현지에서 좋은 반응을 얻고 있다

도표 27. 주요 브랜드 중국 매장 추이 (1)



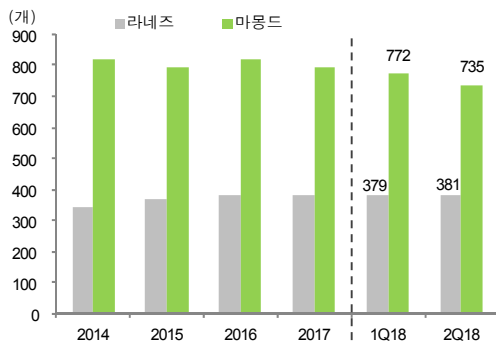
자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 28. 주요 브랜드 중국 매장 추이 (2)



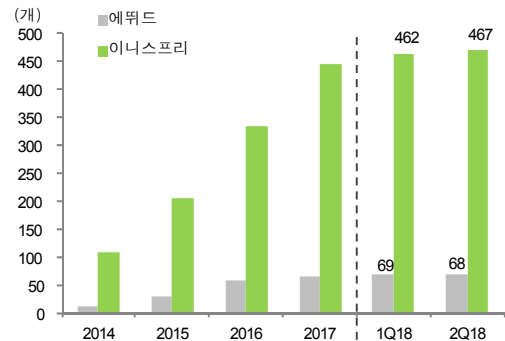
자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 29. 주요 브랜드 중국 매장 추이 (3)



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 30. 주요 브랜드 중국 매장 추이 (4)



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

(3) 생활용품(Daily Beauty) & 오설록

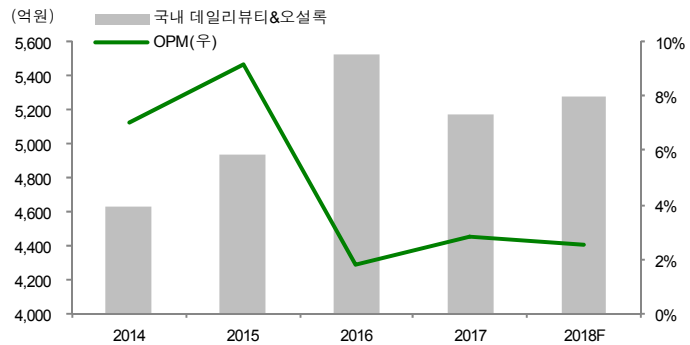
생활용품 중국인 영향,
올해도 경쟁심화로 부진

동사는 생활용품 분야 중 퍼스널케어 사업만을 영위하고 있다. 2017년 생활용품 매출액은 4,689억원으로, 전년 비 6.3% 감소하였다. 이는 중국인들의 러(呂) 브랜드 선호로 국내채널 내 중국인 고객 영향이 있었기 때문이다. 올해는 생활용품시장의 경쟁심화로 매출 소폭 증가에 머무를 것으로 전망한다

생활용품부문 전략은
적절한 채널대응

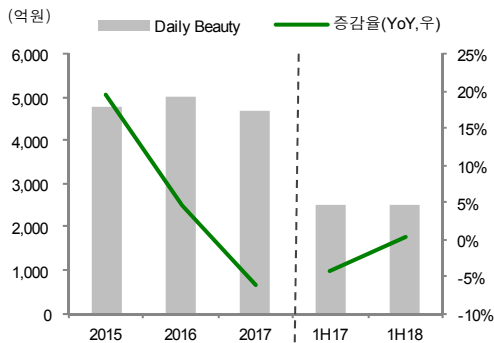
생활용품 시장은 치열한 경쟁, 안전문제에 따른 프리미엄 제품 선호, 채널이전 등의 이슈와 함께 해외 및 중소형 브랜드의 시장 진입이 잦아지고 있다. 동사는 이러한 상황을 적절한 채널대응을 통해 타계하고자 한다. 미장센, 일리운 등은 H&B채널로 진출하여 매출 수준을 유지하였지만, 해피바스는 대형마트 등 전통채널 위주로 판매되며 부진한 흐름이 지속됨을 확인할 수 있다

도표 31. 생활용품 & 오설록 매출액, 영업이익률 추이



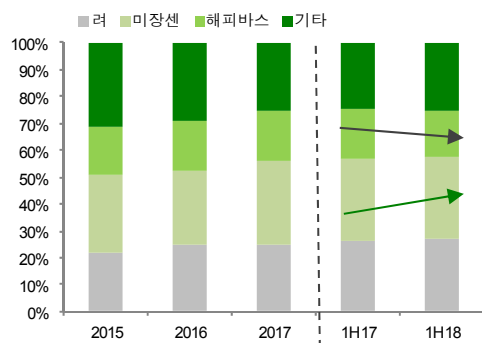
자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 32. 국내 생활용품 매출 추이



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 33. 국내 오설록 매출 추이

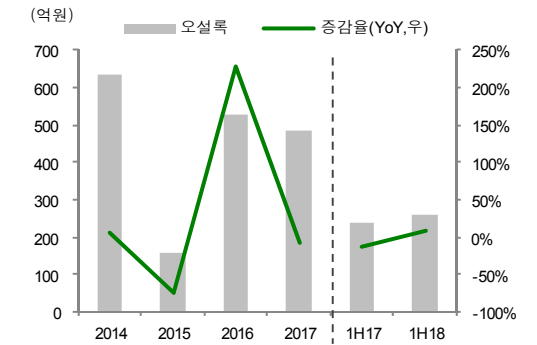


자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

오설록 티뮤지엄의
매출, 이익기여 주요

오설록은 동사의 차(茶) 브랜드로, 전국 47개 매장을 운영하며 음료 및 제품 판매를 하고 있다. 주 매출원은 제주도에 위치한 오설록 티뮤지엄으로, '15년 메르스(MERS) 여파로 매출이 급감했던 것을 확인할 수 있다. '16년 외국인 관광객의 입도 증가로 오설록 티뮤지엄의 매출도 함께 상승하였는데, 향후 외국인관광객 회복을 통한 매출액 성장을 기대해봄직 하다

도표 34. 국내 오설록 매출 추이



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

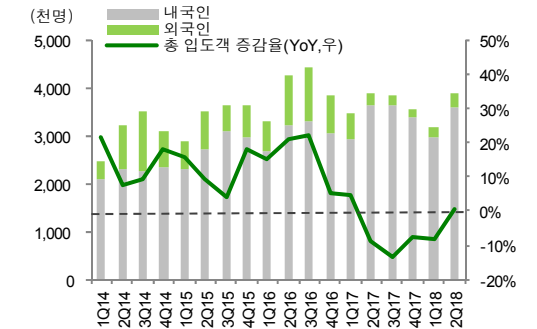
도표 35. 오설록 매장 수 현황

(단위: 개)

구분	매장수
티하우스	14
백화점	31
면세점	1
티뮤지엄	1
총계	47

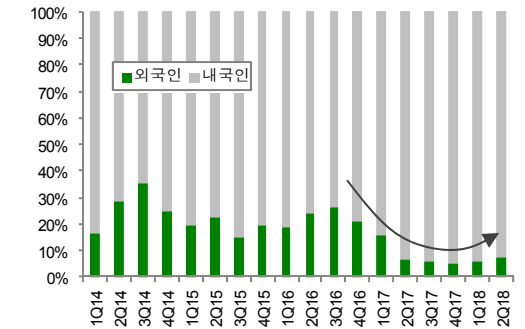
자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 36. 제주도 입도객 추이



자료: 제주특별자치도관광협회, 신영증권 리서치센터

도표 37. 제주도 입도객 비중 추이



자료: 제주특별자치도관광협회, 신영증권 리서치센터

4. 실적 추정 및 Valuation

아시아 성장세 지속,
미국 매장확대 긍정적

2018년 매출액은 5,51조원, 영업이익은 6,513억으로 전망한다. 하반기에도 중국 등 아시아지역의 성장세가 지속됨과 동시에, 미국 라네즈, 이니스프리 등의 매장 확대로 긍정적이라 판단된다. 국내의 경우, 면세점 구매제한 완화 자체는 긍정적이나, 면세시장의 부진한 흐름에 따라 보수적으로 접근할 필요가 있다. 국내 생활용품 부문은 여전히 경쟁 치열하나 낮은 기저로 소폭 성장할 수 있을 것으로 보인다

표 38. 아모레퍼시픽 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

구 분	2018				2019F				연간		
	1Q18A	2Q18A	3Q18F	4Q18F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017A	2018F	2019F
연결매출액	14,316	13,437	13,948	13,413	16,311	14,910	15,265	14,973	51,238	55,113	61,459
증가율(YoY)	-8.8%	11.5%	15.3%	17.7%	13.9%	11.0%	9.4%	11.6%	-9.2%	7.6%	11.5%
국내	9,409	8,777	8,601	7,056	10,300	9,278	8,946	7,459	33,474	33,843	35,983
화장품	7,807	7,608	7,044	6,103	8,648	8,072	7,340	6,475	28,302	28,562	30,536
Luxury	5,033	4,854	4,680	3,953	5,788	5,242	4,914	4,269	17,649	18,520	20,213
Premium	2,267	2,054	1,855	1,714	2,313	2,095	1,892	1,748	8,854	7,890	8,048
생활용품&오설록	1,602	1,169	1,557	953	1,652	1,206	1,606	984	5,172	5,282	5,448
해외	5,009	4,767	5,347	6,356	6,012	5,631	6,319	7,514	18,205	21,479	25,476
아시아	4,780	4,562	5,080	6,060	5,736	5,383	5,994	7,151	17,319	20,482	24,264
북미	153	142	192	227	196	182	246	290	529	714	913
유럽	76	63	75	70	80	66	79	73	357	284	298
매출총이익	10,492	9,848	9,903	9,657	12,234	11,182	11,449	11,230	37,441	39,900	46,094
매출총이익률	73.3%	73.3%	71.0%	72.0%	75.0%	75.0%	75.0%	75.0%	73.1%	72.4%	75.0%
영업이익	2,359	1,458	1,519	1,178	3,023	1,990	1,877	1,431	5,964	6,513	8,321
증가율(YoY)	-25.5%	43.5%	50.2%	53.1%	28.1%	36.5%	23.6%	21.5%	-29.7%	9.2%	27.8%
영업이익률	16.5%	10.8%	10.9%	8.8%	18.5%	13.3%	12.3%	9.6%	11.6%	11.8%	13.5%
국내	1,574	926	1,064	759	1,911	1,495	1,189	818	4,177	4,323	5,414
영업이익률	16.7%	10.6%	12.4%	10.8%	18.6%	16.1%	13.3%	11.0%	12.5%	12.8%	15.0%
화장품	1,405	944	986	854	1,730	1,453	1,101	907	4,032	4,190	5,190
생활용품&오설록	169	-18	78	-95	182	42	88	-89	145	134	224
해외	815	454	455	419	1,112	495	688	613	1,942	2,142	2,907
영업이익률	16.3%	9.5%	8.5%	6.6%	18.5%	8.8%	10.9%	8.2%	10.7%	10.0%	11.4%
아시아	850	536	508	485	1,147	538	719	644	2,177	2,379	3,048
북미	-16	-47	-38	-45	-20	-27	-20	-23	-63	-147	-90
유럽	-19	-35	-15	-21	-16	-17	-12	-7	-172	-90	-52
지배순이익	1,733	1,085	1,155	674	2,224	1,448	1,427	841	3,940	4,647	5,941
증가율(YoY)	-21.3%	38.1%	47.4%	299.3%	28.4%	33.5%	23.6%	24.8%	-38.4%	17.9%	27.8%
지배순이익률	12.1%	8.1%	8.3%	5.0%	13.6%	9.7%	9.3%	5.6%	7.7%	8.4%	9.7%

자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

목표주가
32만원 산정

동사의 목표주가를 32만원으로 산정하였다. 근거는 아래와 같다

- 1) 국내 화장품부문: 면세점 회복을 가정한 2019년 NOPLAT에 국내 브랜드사(아모레G, LG생활건강, 잇츠한불, 클리오, 애경산업 등) 2019년 평균 PER을 20% 할증한 30배 적용. 면세점 채널 턴어라운드 잠재력 높다 판단
- 2) 해외 화장품부문: 중국 회복, 미주 성장 가시화되는 2019년 NOPLAT에 글로벌 브랜드사(로레알, 에스티로더, 시세이도, 상하이자화 등) 2019년 평균 PER을 30% 할증한 39배 적용. 진출 국가 다변화에 따른 프리미엄 부여함
- 3) 생활용품의 2018년 NOPLAT에 글로벌 생활용품사(애경산업, 유니레버, 존슨앤존슨, P&G 등) 2018년 평균 PER을 10% 할인한 24배 적용

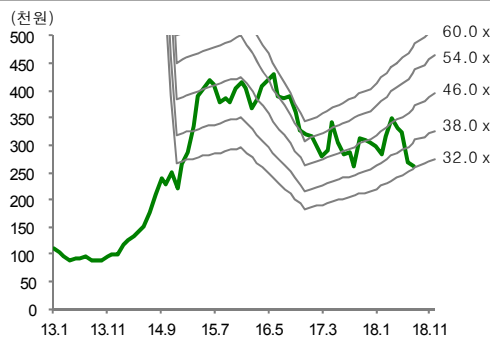
도표 39. 아모레퍼시픽 Valuation

(단위: 억원)

구분	18F/19F NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치			203,398	
화장품			201,004	
국내	3,877	30.0	116,312	국내 브랜드사 19F 평균에 20% 할증
해외	2,172	39.0	84,692	글로벌 Peer 19F 평균에 30% 할증
생활용품&오일류	100	24.0	2,394	글로벌 Peer 18F 평균에 10% 할인
+ 순현금			8,000	2018년 말 기준 추정
+ 투자자산			6,500	2018년 말 기준 추정
적정가치			217,898	
보통주 비중		85%		주식수 기준
보통주 적정가치			184,565	
발행주식수(주)			58,425,449	보통주, 자기주식 33,041주 제외
적정주가(원)			315,898	

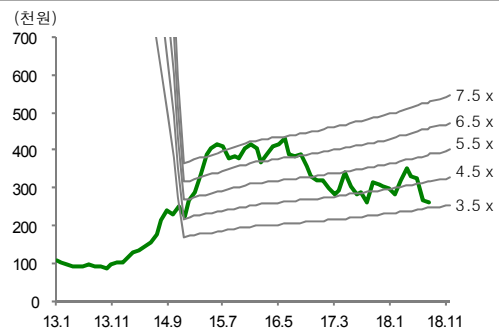
자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 40. 아모레퍼시픽 12m Fwd PER 차트



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 41. 아모레퍼시픽 12m Fwd PBR 차트



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

아모레퍼시픽(090430.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(실역원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,645.4	5,123.8	5,511.3	6,145.9	6,729.1
증가율(%)	18.4	-9.2	7.6	11.5	9.5
매출원가	1,424.8	1,379.7	1,521.3	1,536.5	1,749.6
원가율(%)	25.2	26.9	27.6	25.0	26.0
매출총이익	4,220.7	3,744.1	3,990.0	4,609.4	4,979.6
매출총이익률(%)	74.8	73.1	72.4	75.0	74.0
판매비와 관리비 등	3,372.6	3,147.7	3,338.7	3,777.3	4,026.4
판매비율(%)	59.7	61.4	60.6	61.5	59.8
영업이익	848.1	596.4	651.3	832.1	953.2
증가율(%)	9.7	-29.7	9.2	27.8	14.6
영업이익률(%)	15.0	11.6	11.8	13.5	14.2
EBITDA	1,029.3	820.1	904.0	1,091.9	1,219.0
EBITDA마진(%)	18.2	16.0	16.4	17.8	18.1
순금융손익	11.7	10.7	11.1	12.3	13.5
이자손익	13.1	10.7	11.6	17.4	25.6
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.3	-39.9	-32.0	-35.7	-39.3
종속및관계기업 관련손익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
법인세차감전계속사업이익	856.6	567.3	630.5	808.8	927.5
계속사업손익법인세비용	210.8	169.3	159.5	208.7	239.3
세후종단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	645.7	398.0	471.1	600.1	688.2
증가율(%)	10.4	-38.4	18.4	27.4	14.7
순이익률(%)	11.4	7.8	8.5	9.8	10.2
지배주주지분 당기순이익	639.3	394.0	464.7	594.1	681.3
증가율(%)	10.7	-38.4	17.9	27.8	14.7
기타포괄이익	-13.3	-11.5	-11.5	-11.5	-11.5
총포괄이익	632.4	386.5	459.5	588.6	676.7

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(실역원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,116.3	1,677.5	1,739.4	2,127.6	2,641.6
현금및현금성자산	623.7	604.2	603.0	856.9	1,226.9
매출채권 및 기타채권	355.6	381.7	386.1	420.9	452.8
재고자산	409.9	374.8	422.0	512.2	611.7
비유동자산	3,065.2	3,698.2	3,870.8	3,992.5	4,078.2
유형자산	2,358.6	2,613.2	2,760.5	2,850.7	2,904.9
무형자산	228.1	239.7	270.7	301.7	332.7
투자자산	56.4	62.3	56.6	57.1	57.6
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	5,181.6	5,375.7	5,610.2	6,120.1	6,719.8
유동부채	1,171.2	1,046.4	907.8	917.4	928.8
단기차입금	96.4	85.1	60.1	55.1	50.1
매입채무및기타채무	614.0	596.9	346.2	370.8	397.2
유동성장기부채	48.3	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	113.7	153.9	155.9	155.9	155.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	42.9	44.9	44.9	44.9
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,284.9	1,200.3	1,063.6	1,073.3	1,084.7
지배주주지분	3,878.8	4,153.8	4,518.6	5,012.8	5,594.2
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	720.5	720.5	720.5	720.5
기타포괄이익누계액	-17.2	-40.1	-51.6	-63.1	-74.6
이익잉여금	3,158.7	3,456.5	3,832.8	4,338.5	4,931.5
비지배주주지분	17.8	21.6	28.0	34.0	40.9
자본총계	3,896.6	4,175.4	4,546.6	5,046.8	5,635.1
총차입금	147.7	129.5	106.5	101.5	96.5
순차입금	-941.0	-536.7	-577.1	-852.2	-1,246.5

Cashflow Statement

12월 결산(실역원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	677.0	512.6	565.5	756.5	845.6
당기순이익	645.7	398.0	471.1	600.1	688.2
현금유출이없는비용및수익	408.6	450.7	400.5	451.1	479.5
유형자산감가상각비	181.2	223.7	252.7	259.8	265.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동관련자산부채변동	-163.3	-93.0	-158.3	-103.4	-108.3
매출채권의감소(증가)	-10.8	-36.5	-4.4	-34.7	-31.9
재고자산의감소(증가)	-85.9	35.1	-47.2	-90.2	-99.6
매입채무의증가(감소)	6.1	-31.6	-250.7	24.6	26.4
투자활동으로인한현금흐름	-609.6	-400.8	-455.8	-409.6	-382.8
투자자산의 감소(증가)	-4.7	-6.0	5.8	-0.5	-0.5
유형자산의 감소	1.2	1.3	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-494.8	-768.6	-400.0	-350.0	-320.0
단기금융자산의감소(증가)	-219.7	403.0	-18.6	-16.1	-19.3
재무활동으로인한현금흐름	-133.0	-110.9	-110.0	-92.0	-92.0
장기차입금의증가(감소)	0.0	45.4	2.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	2.2	-20.4	-0.8	-0.8	-0.8
현금의 증가	-63.5	-19.5	-1.2	254.0	369.9
기초현금	687.2	623.7	604.2	603.0	856.9
기말현금	623.7	604.2	603.0	856.9	1,226.9

Valuation Indicator

12월 결산(실역원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	9,262	5,709	6,733	8,607	9,871
BPS	56,222	60,206	65,491	72,652	81,076
DPS	1,580	1,280	1,280	1,280	1,280
Multiples (배)					
PER	34.7	53.3	39.1	30.6	26.6
PBR	5.7	5.1	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA	19.5	23.2	18.0	14.6	12.8
Financial Ratio					
12월 결산(실역원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	10.7%	-38.4%	17.9%	27.8%	14.7%
EBITDA(발표기준) 증가율	11.9%	-20.3%	10.2%	20.8%	11.6%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	17.8%	9.9%	10.8%	12.5%	12.9%
ROE(지배순이익 기준)	17.7%	9.8%	10.7%	12.5%	12.8%
ROIC	24.0%	14.1%	15.0%	17.5%	18.9%
WACC	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
안전성(%)					
부채비율	33.0%	28.7%	23.4%	21.3%	19.2%
순차입금비율	-24.1%	-12.9%	-12.7%	-16.9%	-22.1%
이자보상배율	217.5	193.6	257.1	344.7	415.3

네오팜(092730.KQ)

국내 더마코스메틱 시장의 터줏대감

매수(신규)

현재주가(9/7) 50,500원
목표주가(12M) 62,000원

■ 민감성 보습에 특화된 더마코스메틱 기업

네오팜은 민감성 보습에 특화된 더마코스메틱 기업임. 주요 브랜드로는 네오팜(민감성 피부), 리얼베리어(피부장벽 기술), 제로이드(병원전문 기능성), 더마비(바디보습) 등이 있음

■ 병원 전문 브랜드 제로이드의 성장 견인

고성장, 고마진의 더마 코스메틱 시장에서 브랜드 로열티 확보하였음. 민감성 스킨케어가 전체 매출의 70%를 차지. 이 중 병원전문 브랜드인 제로이드는 의료가기기로 구분되어 실손 보험 적용이 가능한 MD라인 제품을 기반으로 전사 매출성장을 견인 중임

■ 수출 부문 성장은 이제부터 시작

수출부문 주력시장은 중국으로, CFDA 허가 취득 품목은 꾸준히 늘어날 전망이다. 리얼베리어는 중국 킵그룹과 5년 간 독점 유통계약을 체결하였음. 기타 아시아 지역의 경우 홍콩 SASA, 대만 비너스코스메 등 H&B채널에 입점하였음

■ 니치마켓 선점, 목표주가 62,000원 매수의견 제시

네오팜에 대해 투자이견 매수, 목표주가 62,000원 제시하며 커버리지를 개시함. 동사는 성장성이 높은 더마코스메틱 시장에서 소비자 충성도를 확보하여 매력적임

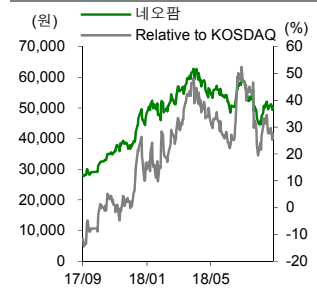
Key Data (기준일: 2018. 9. 7)

KOSPI(pt)	2281.58
KOSDAQ(pt)	818.86
액면가(원)	500
시가총액(억원)	3,768
발행주식수(천주)	7,461
평균거래량(3M, 주)	51,475
평균거래대금(3M, 백만원)	2,507
52주 최고/최저	62,800 / 27,750
52주 일간Beta	1.2
배당수익률(18F, %)	1.2
외국인지분율(%)	17.0
주요주주 지분율(%)	
잇츠한불 외 2인	32.8

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.7	-6.7	-1.4	76.9
KOSDAQ대비상대수익률	-0.6	1.2	1.3	42.2

Company vs KOSPI composite



결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	42.4	53.6	69.6	84.9	101.3
영업이익(십억원)	9.6	14.0	18.6	23.2	26.5
세전손익(십억원)	9.4	14.0	18.6	23.1	26.2
지배순이익(십억원)	7.7	11.6	14.6	18.4	20.9
EPS(원)	1,038	1,549	1,963	2,472	2,800
증감률(%)	na	49.3	26.7	25.9	13.3
ROE(%)	20.1	26.8	27.8	28.7	26.6
PER(배)	25.2	30.4	25.7	20.4	18.0
PBR(배)	4.7	7.0	6.2	5.1	4.3
EV/EBITDA(배)	16.4	21.6	17.4	13.6	11.5

1. 투자 포인트

민감성 보습에 특화된
더마코스메틱기업

네오팜에 대한 투자의견 매수, 목표주가 62,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사는 민감성 보습 등에 특화된 더마코스메틱 기업으로, 투자포인트는 다음과 같다

- 1) 더마코스메틱이라는 성장성이 높은 니치마켓에서 브랜드 로열티 확보, 이는 환경 문제에 따른 소비자의 피부 솔루션 니즈를 충족 가능하기 때문
- 2) 고마진 성장산업으로 일반 화장품사 대비 높은 영업이익률 기록
- 3) 내수에 집중한 사업구조로 향후 중국 진출 기대감 높음. 동사의 리얼베리어 브랜드는 중국 유통사와 계약체결로 향후 5년 간 중국 매출 발생할 예정

도표 1. 네오팜 Valuation

(단위: 억원)

구분	18F 순이익	Target PER	적정가치	비고
적정가치	149	30.0	4,457	국내 화장품사 '18F PER 평균에 5% 할인
발행주식수(주)			7,074,504	
적정주가(원)			62,996	

자료: 네오팜, 신영증권 리서치센터

2. 기업 개요

보습기능 강조된
주요 브랜드 4개 보유

네오팜은 더마코스메틱 기업으로, 2016년 지분인수로 잇츠한불이 최대주주가 되었다. 주요 브랜드로는 네오팜(민감피부), 리얼베리어(피부장벽기술), 제로이드(병원전문 기능성), 더마비(바디보습) 등을 보유하고 있다. 종속회사는 중국 후저우에 위치한 판매법인 네오팜후저우 1개로 구성되어 있다

고성장, 고마진 시장에서
브랜드 로열티 확보

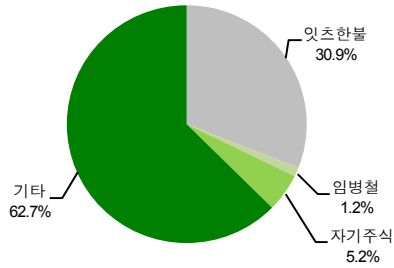
2017년 매출액은 536억원으로 전년비 26.6% 성장하였고, 영업이익률은 26.2%를 달성하였다. 이는 고성장, 고마진의 더마코스메틱 시장에서 브랜드 로열티를 확보한 결과이다. 제품 별로는 아토팜, 제로이드 등 민감성 스킨케어가 전체 매출의 70%를 차지하고 있고, 리얼베리어, 더마비가 뒤를 잇고 있다. 판매 채널에는 온라인, 홈쇼핑, H&B 등 유망채널 활용도가 높은 편이다

도표 2. 네오팜 기업 개요

구분	내용
회사명	네오팜
설립일	2000.07.01
상장일	2007.01.30
사업영역	민감성 보습제 화장품 제조 및 판매
주요브랜드	아토팜, 리얼베리어, 더마비, 제로이드, 더마트로지
연혁	
00년	회사 설립 및 아토팜 런칭
02년	제로이드런칭
09년	의약품제조업허가
11년	Derma-B런칭
15년	리얼베리어런칭
16년	중국판매법인네오팜(후저우)신규출자
17년	킹킹그룹유통제휴계약

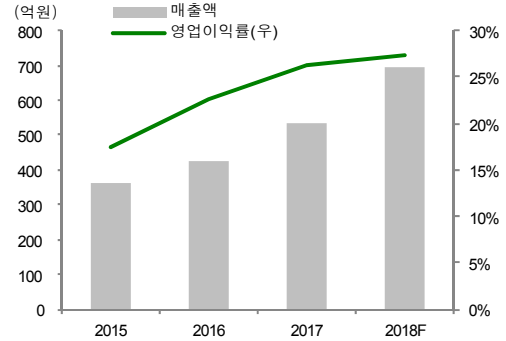
자료: 신영증권 리서치센터

도표 3. 네오팜 주주 현황



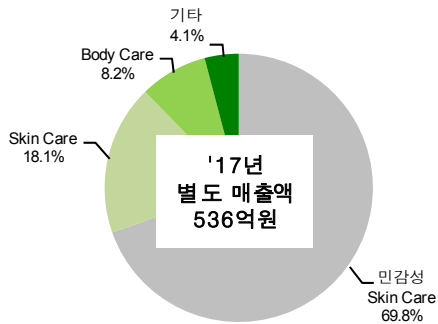
자료: 네오팜, 신영증권 리서치센터

도표 4. 네오팜 연결 매출액, 영업이익률 추이



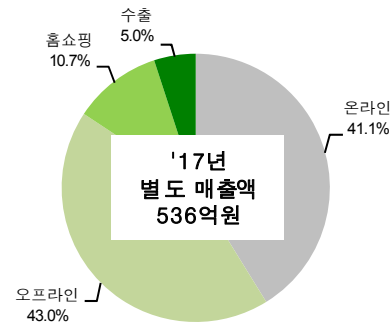
자료: 네오팜, 신영증권 리서치센터

도표 5. 네오팜 별도 기준 제품별 매출 비중 (2017년)



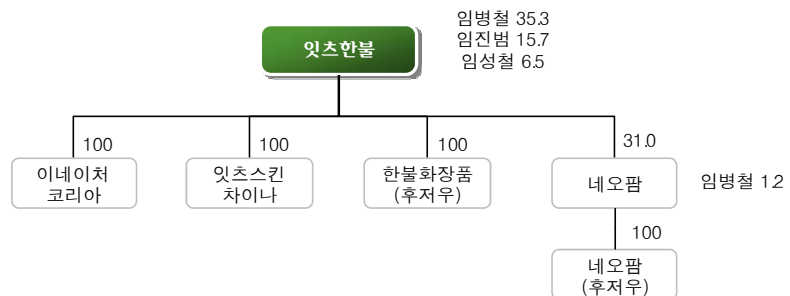
자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 6. 네오팜 별도 기준 채널별 매출 비중 (2017년)



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 7. 네오팜 지배구조도



자료: 네오팜, 신영증권 리서치센터

3. 주요 사업부문

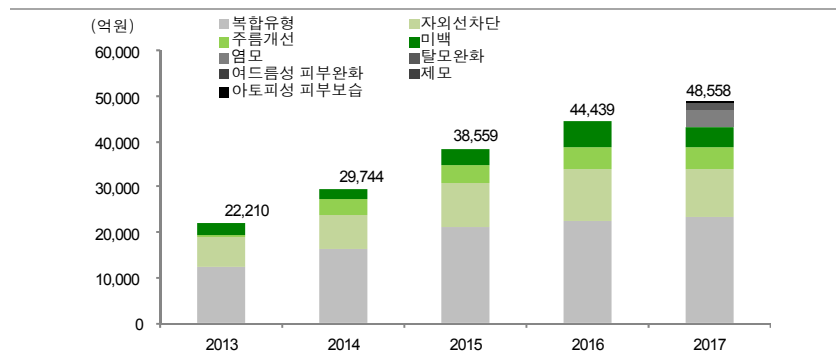
젊은 외모 유지 원하는
소비자 니즈 충족

고령화되는 국내시장에서 더마코스메틱은 젊은 외모를 유지하고자 하는 소비자의 니즈와 맞닿아 높은 성장이 가능할 것으로 판단된다. 다만 현재 법적으로 더마코스메틱에 대한 정의나 규제가 없어, 더마코스메틱이 포괄한다 판단되는 기능성화장품 시장을 참고하고자 한다

더마코스메틱 내
보습강화 시장 클 것

2017년 5월부터 화장품법 개정시행으로 기능성화장품 내에 아토피성 피부로 인한 건조함 완화제품이 추가되었다. 이는 보습을 강화하는 방식으로, 동사의 핵심 기술과 연관되어 있다. 현재 기준 등이 불분명해 기능성 화장품 내 생산 비중은 미미하나, 기능성을 제외한 더마코스메틱시장에서 건조함 완화 관련 시장 규모는 훨씬 클 것으로 판단된다

도표 8. 기능성화장품 생산 추이



자료: 한국보건산업진흥원, 신영증권 리서치센터

도표 9. 국내 기능성 화장품 범위

기존	구분	2016년 5월 화장품법 개정
- 미백 - 주름개선 - 자외선차단	피부	- 미백 - 주름개선 - 자외선차단 - 아토피 완화
		- 여드름 완화 - 트살 등 피부갈라짐 개선
		- 탈모완화
		- 염모 - 탈색/탈염 - 제모
-	모발	

자료: 신영증권 리서치센터

도표 10. 더마코스메틱 주요 분야

구분	분야
스킨케어	안티에이징
	필러
	자외선차단
	미백
헤어케어	여드름
	탈모
	모발손상
	비듬
	두피

자료: RNCOS, 한국보건산업진흥원, 신영증권 리서치센터

민감성 스킨케어 브랜드
아토팜, 제로이드

동사의 주요 브랜드는 아래와 같다. 민감성 스킨케어에는 아토팜, 제로이드가 포함된다. 아토팜은 동사 대표 브랜드로, 보습제 시장에서 높은 고객 충성도를 보유하고 있다. 제품 특성상 촉촉 건조한 1, 4분기가 성수기이나, 2017년부터 하절기 제품 출시효과로 계절성이 완화되었다. 또한, 고객 확대를 위해 키즈 및 임신부 라인을 보강하였다. 유통채널은 할인점 위주의 확장으로 H&B 진출이 낮은 편이다

제로이드, MD라인 기반
고객 충성도 상승

제로이드는 병원에서 판매되는 기능성 브랜드로, 최근 매출 성장을 주도하고 있다. 그 배경에는 의료가기로 구분되어 실손 보험 적용이 가능한 MD라인제품의 매출 호조가 있다. 타 제품 대비 저렴한 가격으로 높은 퀄리티의 제품을 사용할 수 있는 것이 고객 충성도를 높이는 요인으로 작용하였다

스킨케어 리얼베리어,
바디케어 더마비 브랜드

스킨케어부문은 피부장벽 기술(MLE) 활용한 리얼베리어, 바디케어부문에는 더마비가 있다. 리얼베리어는 성인용 기초라인이 주력제품이며, 목표 고객층이 성인 여성으로 마케팅이 필요한 브랜드이다. 주 유통채널은 H&B이며, 향후 기초라인→스킨케어→색조 순으로 카테고리 확장 계획이 있다. 더마비는 올리브영을 통해 성장한 브랜드로, 가성비 트렌드에 맞는 제품 포트폴리오를 갖추었기 때문이다. 과거 바디크림/로션에서 풋크림, 샴푸 등으로의 SKU 확장을 통해 매출이 증가하고 있다

도표 11. 네오팜 주요 브랜드 정리

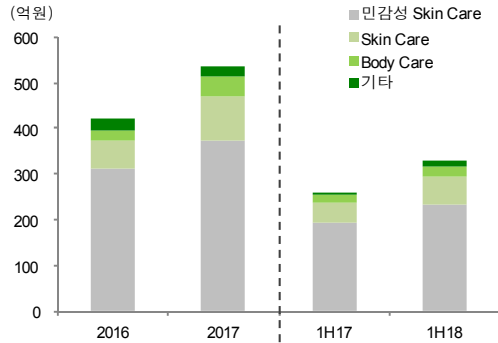
구 분	브랜드 컨셉	전략
아토팜	ATOPALM® 민감피부 전문 스킨케어	- 연령대 커버리지 확대(키즈, 임신부) - 기능성 신시장 선점
제로이드	ZEROID 병원전문 기능성	- 마케팅강화로 고객확대 - 의료가기 등 신규시장개척
더마비	Derma:B 피부장벽 전문 더모코스메틱	- 가성비 높은 제품 출시 - 제품군 및 SKU확대
리얼베리어	Real Barrier® 생활보습 바디전문	- 브랜드 인지도 제고 - 카테고리 확대(여성→스킨케어→색조&안티에이징)
더마톨로지	dermArtlogy 1:1 컨설팅 코스메틱 브랜드 (맞춤 스킨케어)	- 컨설팅: 시그니처 제품 매출 강화, 체험마케팅 - 단일성분: 홈쇼핑 채널 활용
아토솔루션	A-TO SOLUTION 건강기능식품 사업	- 프로바이오틱스 사업 추진

자료: 네오팜, 신영증권 리서치센터

온, 오프라인 채널
고른 분포

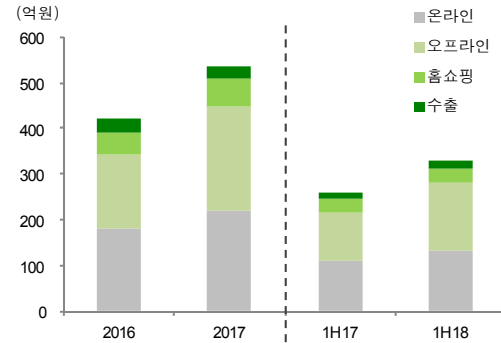
판매채널의 경우 온·오프라인 비중의 고른 분포가 특징적이다. 오프라인은 제로이드의 병원 매출, H&B 채널 확대, 면세점과 관련되어 있다. 더불어 H&B, 온라인, 홈쇼핑, 등 유망 채널 활용을 잘하고 있다 판단된다

도표 12. 네오팜 별도 기준 제품별 매출액 추이



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 13. 네오팜 별도 기준 채널별 매출액 추이



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

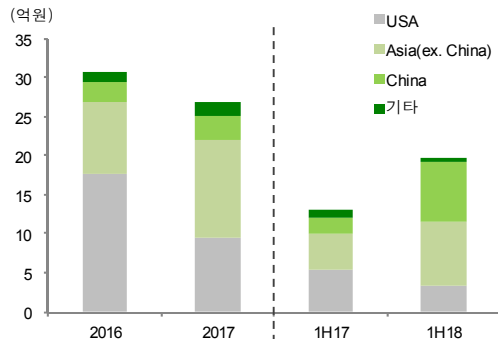
수출 주력시장은
역시 중국

수출에 있어 가장 주력하는 시장은 역시 중국이다. CFDA 허가취득 품목현황은 아토팜 15개, 리얼베리어 10개(2018년 말까지 25개 목표), 더마비 4개(연말까지 9개 목표), 제로이드 2개(2019년 본격진행)으로, 향후 꾸준히 늘어날 전망이다. 리얼베리어는 중국 킴그룹과 향후 5년 간 독점 유통계약을 체결하여, 올해는 최소 10억 이상의 매출 기여를 할 것으로 판단된다

홍콩, 대만 등
기타 아시아 지역 진출 중

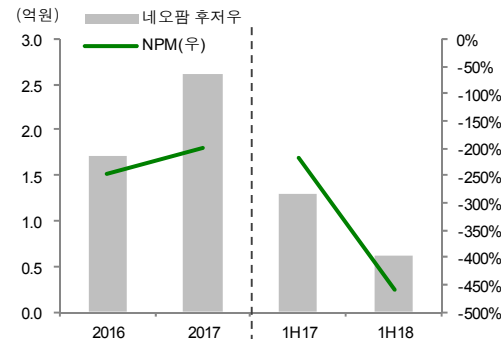
네오팜, 더마비 등은 종속법인 네오팜후저우를 통해 주로 온라인 채널에 입점해 판매되고 있다. 허나 궁극적으로는 현지 유통사와 계약을 통해 중국 시장에 본격 진출할 것으로 전망된다. 기타 아시아지역의 경우 홍콩 SASA, 대만 비너스코스메 등 H&B채널로 진출, 하절기 제품 위주로 판매하고 있다

도표 14. 네오팜 국가 별 수출액 추이



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

도표 15. 네오팜 후저우 매출액, 순이익률 추이



자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

4. 실적 추정 및 Valuation

제로이드는 외형성장과 이익률 유지에 기여할 것

2018년 매출액 696억원(+29.8%yoy), 영업이익 186억원을 전망한다. 가장 고마진인 제로이드의 매출 성장으로 외형성장과 이익률 유지라는 두 마리 토끼를 잡을 수 있을 것으로 기대한다. 시장 성장에 힘입어 각 브랜드는 카테고리 및 고객층 확대를 위한 전략을 펼치고 있고, 수출부문의 성장 여력이 높아 매력적이라 판단된다

도표 16. 네오팜 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

구 분	2018				2019F				연간		
	1Q18A	2Q18A	3Q18F	4Q18F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017A	2018F	2019F
연결매출액	166	161	155	214	208	197	184	260	536	696	849
증가율(YoY)	27.1%	23.5%	35.3%	33.3%	24.9%	22.4%	18.6%	21.8%	26.6%	29.8%	21.9%
민감성스킨케어	113	120	98	126	135	143	117	155	374	457	550
스킨케어	32	28	30	42	41	37	35	50	97	131	162
바디케어	12	13	18	32	20	16	21	38	44	75	95
기타	10	2	9	14	12	2	11	17		35	42
매출총이익	126	114	113	158	158	142	134	193	401	512	627
매출총이익률	75.8%	70.8%	73.0%	74.0%	76.0%	72.0%	73.0%	74.0%	74.8%	73.5%	73.8%
영업이익	57	43	37	50	73	55	41	63	140	186	232
증가율(YoY)	33.9%	21.9%	46.6%	32.7%	27.9%	29.7%	11.5%	25.3%	46.9%	32.9%	24.4%
영업이익률	34.2%	26.6%	23.6%	23.5%	35.1%	28.2%	22.2%	24.1%	26.2%	26.8%	27.3%
세전이익	57	46	37	49	73	56	42	61	140	189	231
증가율(YoY)	38.0%	24.5%	37.1%	38.8%	28.3%	23.3%	11.5%	23.3%	48.6%	34.5%	22.5%
지배순이익	43	36	30	39	58	45	33	48	116	149	184
증가율(YoY)	28.5%	19.4%	32.3%	35.1%	34.4%	23.3%	11.5%	23.3%	49.3%	28.5%	24.2%
지배순이익률	25.9%	22.6%	19.2%	18.4%	27.9%	22.8%	18.1%	18.6%	21.6%	21.3%	21.7%

자료: 네오팜, 신영증권 리서치센터

목표주가
62,000원 산정

동사의 목표주가를 62,000원으로 산정한다. 산정 근거로는 2018년 순이익에 국내 화장품브랜드사(아모레퍼시픽, 아모레G, LG생활건강, 클리오 등) 2018년 PER 평균을 5% 할인한 30배를 적용하였다. 할인 이유는 동사 매출이 아직까지 내수에 집중되어 있기 때문이다

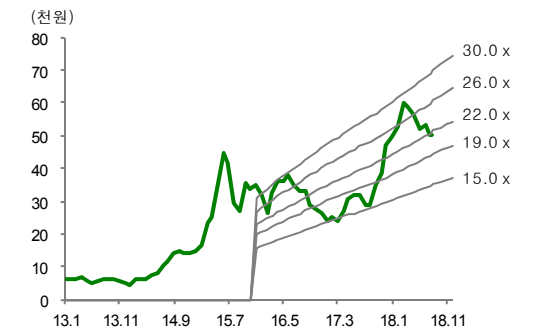
도표 17. 네오팜 Valuation

(단위: 억원)

구분	18F 순이익	Target PER	적정가치	비고
적정가치	149	30.0	4,457	국내 화장품사 '18F PER 평균에 5% 할인
발행주식수(주)			7,074,504	
적정주가(원)			62,996	

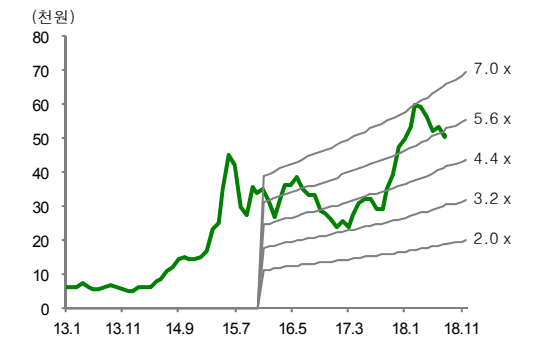
자료: 네오팜, 신영증권 리서치센터

도표 18. 네오팜 12m Fwd PER 차트



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 19. 네오팜 12m Fwd PBR 차트



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

네오팜(092730.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	42.4	53.6	69.6	84.9	101.3
증가율(%)	NA	26.4	29.9	22.0	19.3
매출원가	10.5	13.5	18.5	22.2	26.5
원가율(%)	24.8	25.2	26.6	26.1	26.2
매출총이익	31.9	40.1	51.2	62.7	74.8
매출총이익률(%)	75.2	74.8	73.6	73.9	73.8
판매비와 관리비 등	22.3	26.1	32.5	39.5	48.3
판매비율(%)	52.6	48.7	46.7	46.5	47.7
영업이익	9.6	14.0	18.6	23.2	26.5
증가율(%)	NA	45.8	32.9	24.7	14.2
영업이익률(%)	22.6	26.1	26.7	27.3	26.2
EBITDA	10.4	14.8	19.4	24.0	27.4
EBITDA마진(%)	24.5	27.6	27.9	28.3	27.0
순금융손익	0.5	0.0	0.7	0.4	0.2
이자손익	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8
외화관련손익	0.2	-0.4	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	-0.6	0.0	-0.7	-0.4	-0.5
종속및관계기업 관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
법인세차감전계속사업이익	9.4	14.0	18.6	23.1	26.2
계속사업손익법인세비용	1.7	2.5	4.0	4.7	5.3
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.7	11.6	14.6	18.4	20.9
증가율(%)	NA	50.6	25.9	26.0	13.6
순이익률(%)	18.2	21.6	21.0	21.7	20.6
지배주주지분 당기순이익	7.7	11.6	14.6	18.4	20.9
증가율(%)	NA	50.6	25.9	26.0	13.6
기타포괄이익	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
총포괄이익	7.6	11.3	14.4	18.2	20.6

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	33.7	44.0	53.4	65.9	80.4
현금및현금성자산	7.6	4.2	9.4	16.8	25.7
매출채권 및 기타채권	4.8	7.4	7.2	7.9	8.6
재고자산	4.2	4.8	6.3	7.7	9.2
비유동자산	12.8	12.6	13.9	15.0	16.1
유형자산	8.6	8.9	10.4	11.7	12.9
무형자산	1.2	1.2	1.0	0.8	0.6
투자자산	2.5	2.1	2.1	2.1	2.1
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	46.5	56.7	67.2	80.9	96.5
유동부채	7.8	9.0	8.9	9.4	9.9
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무및기타채무	6.2	7.0	6.9	7.4	7.9
유동성장기부채	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
비유동부채	0.2	0.1	0.6	0.6	0.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.5	0.5	0.5
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	7.9	9.1	9.5	10.0	10.5
지배주주지분	38.6	47.6	57.7	71.0	85.9
자본금	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
자본잉여금	13.5	13.5	13.5	13.5	13.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	-0.3	-0.5	-0.8
이익잉여금	24.4	33.3	43.7	57.2	72.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	38.6	47.6	57.7	71.0	85.9
총차입금	0.1	0.1	0.6	0.6	0.6
순차입금	-24.2	-31.4	-38.9	-49.3	-61.5

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	9.2	10.6	13.4	17.0	19.5
당기순이익	7.7	11.6	14.6	18.4	20.9
현금유출이없는비용및수익	3.1	4.3	4.3	5.0	5.5
유형자산감가상각비	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
영업활동관련자산부채변동	-0.5	-3.8	-2.1	-2.4	-2.4
매출채권의감소(증가)	0.2	-2.7	0.2	-0.7	-0.7
재고자산의감소(증가)	-0.4	-1.1	-1.5	-1.4	-1.5
매입채무의증가(감소)	0.2	0.5	-0.1	0.5	0.6
투자활동으로인한현금흐름	-7.9	-11.3	-5.3	-5.4	-5.7
투자자산의 감소(증가)	-2.5	0.4	0.0	0.0	0.0
유형자산의 감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-1.1	-0.9	-2.0	-2.0	-2.0
단기금융자산의감소(증가)	-16.6	-10.6	-2.9	-3.0	-3.3
재무활동으로인한현금흐름	-1.8	-2.5	-3.1	-4.3	-5.0
장기차입금의증가(감소)	0.0	0.0	0.5	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.2	-0.2	0.1	0.1	0.1
현금의 증가	-0.4	-3.4	5.1	7.4	8.9
기초현금	8.0	7.6	4.2	9.4	16.8
기말현금	7.6	4.2	9.4	16.8	25.7

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	1,038	1,549	1,963	2,472	2,800
BPS	5,529	6,736	8,097	9,871	11,878
DPS	350	500	600	700	800
Multiples (배)					
PER	25.2	30.4	25.7	20.4	18.0
PBR	4.7	7.0	6.2	5.1	4.3
EV/EBITDA	16.4	21.6	17.4	13.6	11.5
Financial Ratio					
12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	na	49.3%	26.7%	25.9%	13.3%
EBITDA(발표기준) 증가율	na	42.3%	31.1%	23.7%	14.2%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	20.1%	26.8%	27.8%	28.7%	26.6%
ROI(지배순이익 기준)	20.1%	26.8%	27.8%	28.7%	26.6%
ROIC	66.1%	91.1%	97.2%	103.7%	102.3%
WACC	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%
안정성(%)					
부채비율	20.6%	19.2%	16.5%	14.0%	12.2%
순차입금비율	-62.7%	-66.0%	-67.4%	-69.4%	-71.6%
이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

L'Oreal(OR.FP, 프랑스)

Not Rated

글로벌 화장품계의 큰 손

현재주가(9/7) 199.20 EUR

■ 글로벌 브랜드 부자, 로레알

로레알은 매스, 프리미엄, 더마코스메틱, 헤어 등 광범위한 브랜드 포트폴리오를 보유한 글로벌 화장품사임. 동사의 주요 브랜드는 로레알, 메이블린, 랑콤, 입생로랑 등 글로벌 인지도 및 고객 충성도가 높음. 2017년 동사 매출액은 약 260억유로, 영업이익률은 20.8%을 기록. 전통적 화장품 성숙 시장인 유럽/미주가 주요하나, 최근 중국시장의 성장으로 아시아 비중이 눈에 띄게 증가 중임

■ M&A를 통한 사업 확장에 강점

동사는 인수·합병을 통한 사업영역 확장에 능함. 랑콤, 어반디케이, 메이블린 등 로레알을 대표하는 여러 브랜드도 같은 방식으로 편입하였음. 동사의 중국 시장 진출방법은 중국 기업인수뿐 아니라 현재 한류(韓流) 영향으로 중국 소비자의 선호가 높은 한국 기업을 인수하는 방식 활용. 일례로 국내 업체 중 색조브랜드 3CE로 유명한 '난다' 인수는 중국 색조시장 성장성에 주목한 로레알의 진출전략 중 하나로 판단된다

■ 럭셔리 화장품과 더마코스메틱 성장에 주목

동사는 매스채널 제품의 매출 비중이 가장 높으나, 최근 중국 중심의 글로벌 럭셔리 화장품 성장으로 고가 브랜드의 매출 호조가 전사 성장을 견인 중임. 특히, 글로벌 화장품 시장의 성장동력인 중국 수요 영향력은 중국 현지뿐 아니라 면세점 채널을 통해서도 확인 가능. 럭셔리 사업과 함께 고마진의 더마코스메틱(Active Cosmetics)의 성장은 영업이익률 개선에도 기여

로레알 실적 추이

(단위: 백만달러)

구분	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	25,863	28,326	28,884	29,388	29,933	28,036	27,578	29,400	30,860	32,507
증가율(YoY)		9.5%	2.0%	1.7%	1.9%	-6.3%	-1.6%	6.6%	11.9%	5.3%
영업이익	4,027	4,487	4,775	4,769	4,714	4,724	4,342	5,079	5,602	5,994
증가율(YoY)		11.4%	6.4%	-0.1%	-1.2%	0.2%	-8.1%	17.0%	29.0%	7.0%
OPM	15.6%	15.8%	16.5%	16.2%	15.7%	16.9%	15.7%	17.3%	18.2%	18.4%
당기순이익	2,971	3,395	3,687	3,929	6,523	3,660	3,438	4,046	4,596	4,909
증가율(YoY)		14.3%	8.6%	6.6%	66.0%	-43.9%	-6.1%	17.7%	33.7%	6.8%
NPM	11.5%	12.0%	12.8%	13.4%	21.8%	13.1%	12.5%	13.8%	14.9%	15.1%
Trailing PER	22.5	18.6	22.5	26.9	14.3	25.8	29.8	30.8	27.9	26.2
Forward PER	19.7	17.1	21.1	16.2	25.5	27.5	25.3	27.1	26.2	-

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터 / 참고: 로레알은 12월 결산법인

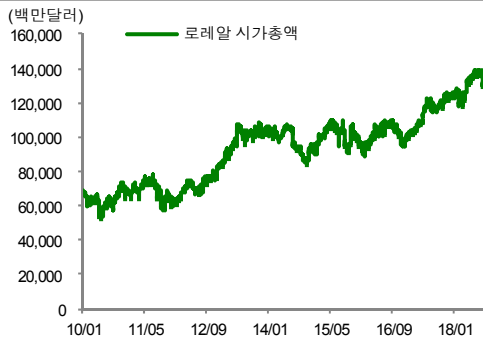
광범위한 브랜드
보유가 강점

로레알은 매스, 프리미엄, 더마코스메틱, 헤어 등 광범위한 브랜드 포트폴리오를 보유한 글로벌 화장품사이다. 동사는 로레알, 메이블린, 랑콤, 입생로랑 등 글로벌 인지도 및 고객 충성도가 높은 다수의 브랜드를 보유하고 있다

로레알 강점은
M&A를 통한 사업확장

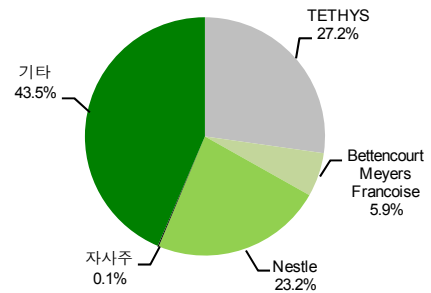
동사의 가장 큰 장점은 인수·합병을 통한 사업영역 확장에 능하다는 점이다. 본래 헤어제품 기반으로 성장한 동사가 화장품 사업으로 확장하였을 때도 위 방식을 활용하였다. 현재 동사를 대표하는 화장품 브랜드인 랑콤, 어반디케이, 메이블린 등이 대표적이다. 최근 중국의 화장품 소비 성숙으로 글로벌 기업의 중국 진출이 활발한 가운데, 동사는 중국 기업 인수뿐 아니라 한류(韓流) 영향으로 중국소비자의 선호가 높은 한국기업을 인수하는 방식 등을 활용하여 중국 시장의 판로를 확장하고자 한다. 일례로 국내 업체 중 색조브랜드 3CE로 유명한 ‘난다’ 인수는 중국 색조시장 성장성에 주목한 로레알의 진출 전략 중 하나로 판단된다

도표 1. 로레알 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 2. 로레알 주주구성



자료: 로레알, 신영증권 리서치센터

도표 3. 로레알 주요 사업부 정리

부문	Segment	브랜드
Consumer Products	매스마켓 리테일 채널	로레알, 가르니에, 메이블린, NYX, 에쎄, 다크&러블리, 믹사, MG
L'Oreal Luxe	프리미엄 리테일 아울렛 (백화점, 향수전문점, 면세점, 로레알그룹 부띠끄, 온라인 사이트 등)	랑콤, 입생로랑, 조르지오 아르마니, 키헬, 어반디케이, IT코스메틱스, 슈에무라, 비오템 등
Professional Products	헤어샬롱 & 미용관련	로레알 프로페셔널, 레드켄, 매트릭스, 케라스타즈, 퓨어올로지, 슈에무라, 까리타, 미자니, 박스터
Active Cosmetics	더마코스메틱제품	라로슈포제, 비쉬, 세라비, 스킨수티컬즈, 로저&갈렛, 사노플로르

자료: 로레알, 신영증권 리서치센터

도표 4. 로레알 주요 사업 연혁

구분	내용
1909년	Loreal 설립
1963년	파리 증권거래소에 상장
1964년	Lancome 인수
1970년	Biotherm 인수
1982년	매스 스킨케어 브랜드 Plénitude 시작
1985년	럭셔리 남성 향수 Ralph Lauren 라이선스 포함
1989년	Helena Rubinstein, La Roche-Posay 인수
1996년	Maybelline 인수
1998년	Softsheen 인수
2000년	Carson, Kiehl's, Matrix, Dermablend 인수, Serie Expert 런칭
2001년	BioMedic, Mizani(Softsheen 자회사) 인수
2002년	Nestle사와 협력으로 Oral Cosmetics 론칭
2003년	중국 Mininurse 인수, Shuemura 최대주주 지분 취득
2004년	Yue-Sai 인수
2005년	Skinceuticals 인수
2006년	SkinEthic, The Body Shop, Sanoflore 인수
2007년	PureOlogy 인수
2008년	로레알 프로페셔널 남성라인 런칭, YSL Beaute 인수
2010년	American Essie 인수
2011년	Clarisonic 인수
2012년	Cadum, Vogue make-up brand in Columbia, Urban Decay 인수
2013년	케냐 Interbeauty Products, Decleor and Carita, Cheryl's Cosmeceuticals 인수
2014년	중국 Magic Holdings International Limited, Nyx 인수
2015년	이집트 공장 오픈, 브라질 Niely Cosmetics Group 인수
2016년	Atelier Cologne, IT Cosmetics 인수
2017년	CeraVe, AcneFree, Ambi 인수, The Body Shop 매각
2018년	미국 Pulp Riot, 독일 Logocos Naturkosmetik, 한국 난다 인수

자료: 로레알, 신영증권 리서치센터

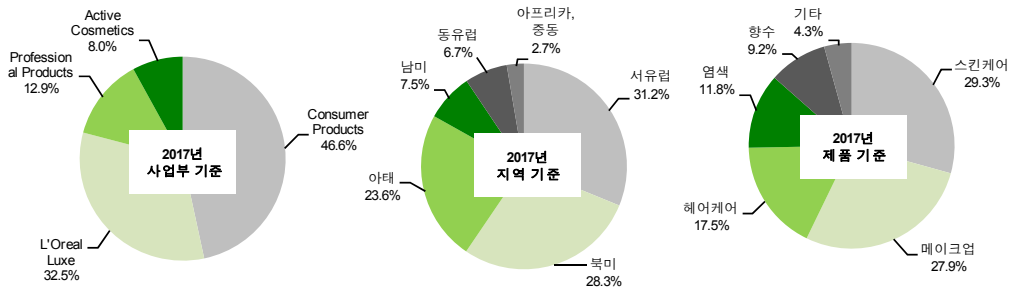
럭셔리 화장품 성장으로
프리미엄채널 비중 상승

2017년 동사 매출액은 약 260억유로, 영업이익률은 20.8%를 기록하였다. 같은 해 사업부 기준, 매스채널 제품의 비중이 가장 높은 상황이다. 그러나 최근 중국을 중심으로 하는 글로벌 럭셔리 화장품의 성장으로 고가 브랜드의 매출호조가 전사 성장을 견인하며 그 비중이 점차 높아지는 추세다. 또한, 고마진의 터마코스메틱(Active Cosmetics) 및 럭셔리 사업(L'Oreal Luxe)의 성장은 영업이익률 개선에도 기여하고 있다

아시아 및 면세점 성장,
중국 수요 영향

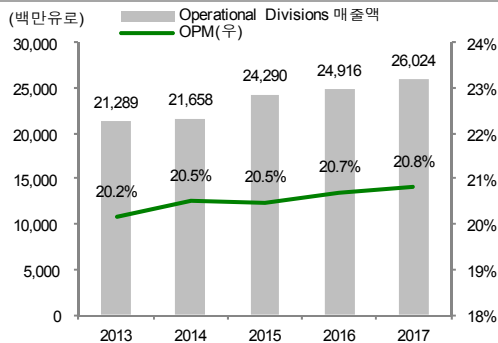
지역별 매출액의 경우 전통적 화장품 성숙시장인 유럽/미주가 주요하나, 최근 중국 등 아시아 비중이 눈에 띄게 증가하고 있다. 특히, 글로벌 화장품 시장의 성장동력인 중국 수요의 영향력은 중국 현지뿐 아니라 럭셔리 사업부의 면세점 채널을 통해서도 확인할 수 있다. 중국인 관광객이 세계 각지에서 영향을 미치고 있는 것이다

도표 5. 로레알 사업부, 지역, 제품 별 매출 비중



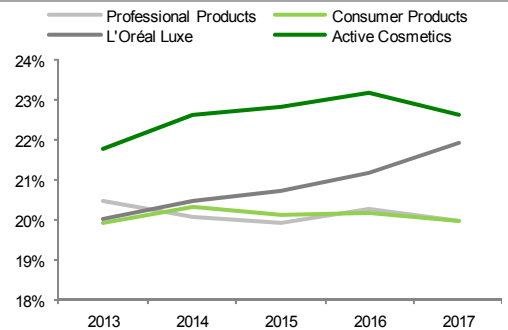
자료: 로레알, 신영증권 리서치센터

도표 6. 로레알 매출액, 영업이익 추이



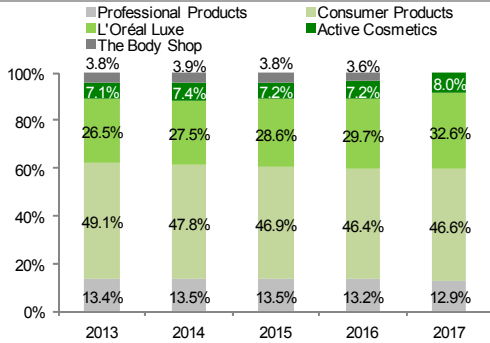
자료: 로레알, 신영증권 리서치센터

도표 7. 로레알 사업부 별 영업이익률 추이



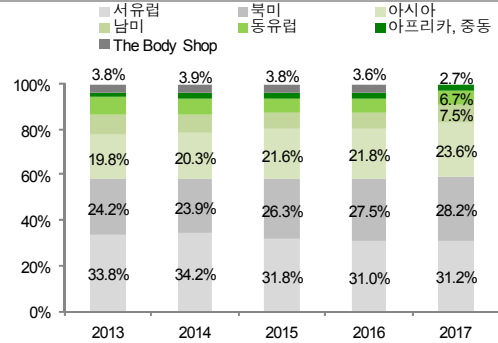
자료: 로레알, 신영증권 리서치센터

도표 8. 로레알 사업부 별 매출 비중 추이



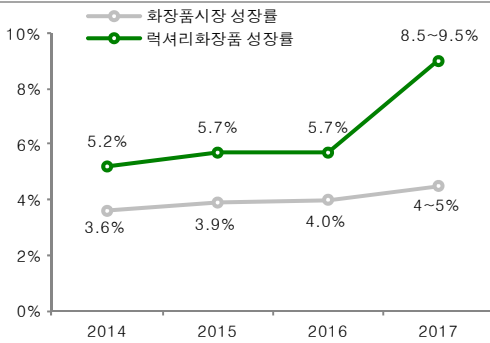
자료: 로레알, 신영증권 리서치센터

도표 9. 로레알 지역 별 매출 비중 추이



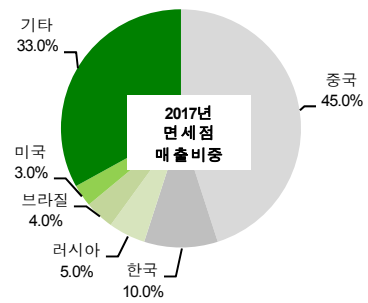
자료: 로레알, 신영증권 리서치센터

도표 10. 화장품 시장 성장률 추이



자료: 로레알, 신영증권 리서치센터

도표 11. 로레알 면세점 매출의 국가별 비중



자료: 로레알, 신영증권 리서치센터

Shiseido(4911.JP, 일본)

Not Rated

중국의 이번 정류장은 시세이도입니다

현재주가(9/7) 7,676 JPY

■ 일본의 화장품, 생활용품 대표 업체

시세이도는 일본을 기반으로 화장품/향수사업과 헤어케어, 스킨케어 등 생활용품사업 영위. 주요 브랜드는 로라 메르시에(Laura mercier), 아네사(ANESSA), 센카(SENKA) 등이 있음. 2017년 동사 매출액은 약 1조 엔, 영업이익률은 8.0%를 기록. 중국 수요 영향으로 일본 인바운드 및 중국 현지 매출이 성장하며 2017년부터 동사 주가가 급 상승하였음

■ 세계 각 채널에서 나타나는 중국의 존재감

동사 매출 중 일본 본토의 비중이 가장 크나, 드러나지 않은 중국의 존재감을 배제할 수 없는 상황임. 동사의 높은 인바운드 누적 매출 성장률은 중국인 관광객으로부터 발생했을 것으로 추정됨. 더불어 세계 여러 채널에서 중국인 고객 비중이 확대되며, 글로벌 면세매출은 큰 폭으로 증가 중임

■ VISION2020: 럭셔리, 이커머스, 면세 강화

동사는 1981년 중국에 첫 진출하여, Aupres, Urara 등 현지브랜드 출시 및 채널별 차별화 전략을 펼쳤음. 2015년에는 선포한 VISION2020 중 중국 관련 주요 키워드는 럭셔리, 이커머스, 면세사업 강화임. 올해 2분기에는 럭셔리 제품과 면세채널 호조로 실적이 큰 폭 성장하여, 2018년 내부 매출목표를 상향조정하였음. 일본지역의 꾸준한 이익을 기반으로, 이익률이 높은 면세점의 매출 기여 및 중국 현지의 이익 상승 등의 영향이 종합적으로 반영되며 긍정적인 흐름 지속

시세이도 실적 추이

(단위: 백만달러)

구분	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	6,946	7,848	8,648	8,202	7,609	7,110	7,840	8,964	9,869	10,725
증가율(YoY)		13.0%	10.2%	-5.2%	-7.2%	-6.6%	10.3%	14.3%	25.9%	8.7%
영업이익	543	520	496	315	496	252	339	717	1,109	1,339
증가율(YoY)		-4.2%	-4.7%	-36.4%	57.3%	-49.1%	34.3%	111.6%	227.1%	20.7%
OPM	7.8%	6.6%	5.7%	3.8%	6.5%	3.6%	4.3%	8.0%	11.2%	12.5%
당기순이익	363	150	184	-178	261	308	296	203	694	866
증가율(YoY)		-58.8%	22.9%	-196.6%	-246.9%	17.9%	-3.8%	-31.4%	134.3%	24.9%
NPM	5.2%	1.9%	2.1%	-2.2%	3.4%	4.3%	3.8%	2.3%	7.0%	8.1%
Trailing PER	23.8	46.2	37.4	-31.5	26.9	23.0	34.2	95.3	39.4	31.6
Forward PER	57.7	37.6	-38.7	21.5	22.8	24.0	49.9	27.9	31.6	-

자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터 / 참고: 시세이도는 3월 결산법인

중국수요에 따른
급 성장 경험

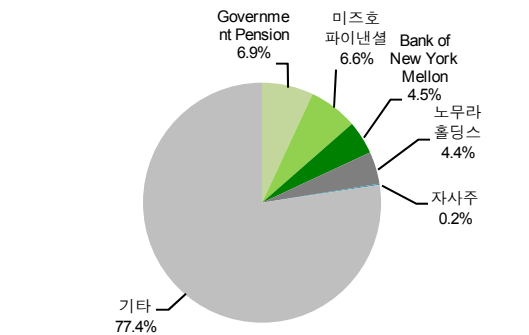
시세이도는 일본을 기반으로 화장품/향수사업과 헤어케어, 스킨케어 등 생활용품사업을 영위하고 있으며, 주요 브랜드는 로라 메르시에(Laura mercier), 아네사(ANESSA), 센카(SENKA) 등이 있다. 시세이도는 2017년부터 급격한 주가 상승을 보였는데, 이는 중국 수요 영향으로 인바운드 및 중국 현지 매출이 성장했기 때문으로 파악된다

도표 1. 시세이도 주요 브랜드

구분	브랜드
Prestige	bareMinerals, IPSA, Laura mercier, NARS, Shiseido 등
Cosmetics	ANESSA, AUPRES, ELIXIR, etuusais, HAKU 등
향수	Alaïa Paris, ELIE SAAB, ISSEY MIYAKE, narciso rodriguez 등
Personal Care	SENKA, TSUBAKI, UNO, MA CHERIE 등
전문 헤어	SHISEIDO PROFESSIONAL
헬스케어	IHADA, The Collagen

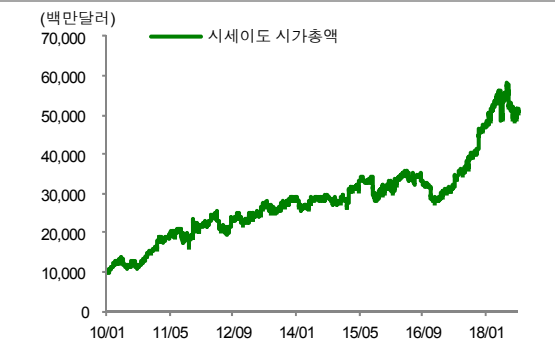
자료: 시세이도, 신영증권 리서치센터

도표 2. 시세이도 주주구성



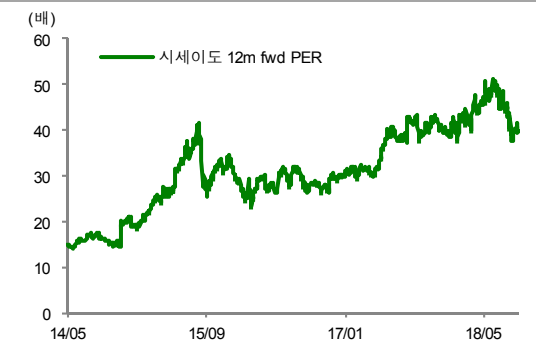
자료: 시세이도, 신영증권 리서치센터

도표 3. 시세이도 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 4. 시세이도 12m Fwd PER 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 5. 시세이도 주요 사업 연혁

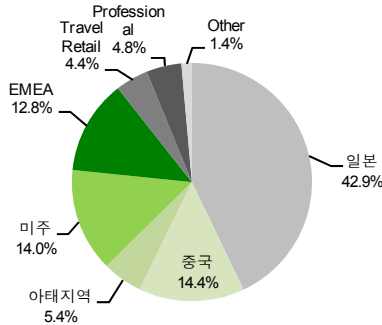
구분	내용
1872년	일본 최초 서양식 약국 설립
1923년	화장품 체인점 시스템 도입
1965년	시세이도 화장품 아메리카 설립
1968년	시세이도 코스메티시 이탈리아 설립
1970년	시세이도 싱가포르 설립
1971년	시세이도 뉴질랜드 설립
1972년	시세이도 태국 설립
1980년	시세이도 프랑스 설립
1982년	시세이도 호주 설립
1986년	IPSA 설립, CARITA 인수(14년 4월 매각), 시세이도 영국 설립
1987년	시세이도 파마슈티칼 설립
1988년	미국 Zotos International 인수(17년 매각)
1989년	Davlyn Industries 인수
1990년	프랑스에 Beaute Prestige International 설립
1991년	d' icila, ettusais, 북경 시세이도 Liyuan Cosmetics, 유럽 생산기지 설립
1993년	시세이도 캐나다 설립
1997년	시세이도 코리아 JV, 시세이도 유럽 설립, Helene Curtis 재팬 인수
1998년	시세이도 Dah Chong Hong Cosmetics JV
2000년	시세이도 리서치센터 신설, NARS 인수, S&D 코스메틱과 JV 등
2007년	시세이도 러시아 설립
2008년	시세이도 베트남 설립
2009년	베트남 공장 완공
2010년	Bare Escentuals 인수, 시세이도 헬라스(그리스), 시세이도 코스메틱 베트남 설립 등
2011년	SHISEIDO THE GINZA 오픈
2012년	Watashi+, Beauty & Co. 오픈(인터넷 사이트)
2015년	VISION 2020 선포: Prestige First, 디지털/이커머스, 면세 부문 투자 확대 시세이도 재팬, 시세이도 아시아태평양(싱가폴) 설립
2016년	돌체&가바나 라이선스 획득, Gurwitch Product 인수, 타이완 Hsinchu 공장 완공

자료: 시세이도, 신영증권 리서치센터

시세이도 현지 매출에
중국 인바운드 영향

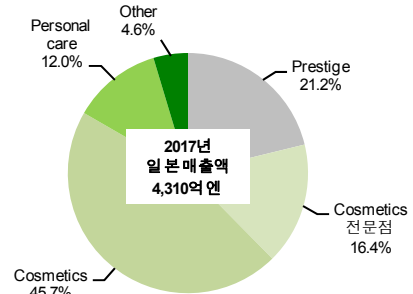
시세이도 매출 중 일본 본토의 비중이 가장 크지만, 드러나지 않은 중국의 존재감을 배제할 수 없다. 2017년 동사의 일본 내 인바운드 누적 매출액 성장율은 +70.0%yoy을, 올해 2분기에는 +39.1%yoy을 기록하였다. 이는 대부분 중국인 관광객으로부터 발생했을 것으로 추정하는데, 그 근거로는 일본 관광객 비중 1위는 중국이며 한국에 유입되었던 중국인 인바운드 수요와 그 형태가 유사하기 때문이다. 더불어 글로벌 면세매출은 더 큰 폭으로 증가하며 세계 여러 채널에서 중국인 고객 비중이 확대되고 있다 판단된다

도표 6. 시세이도 지역 별 비중



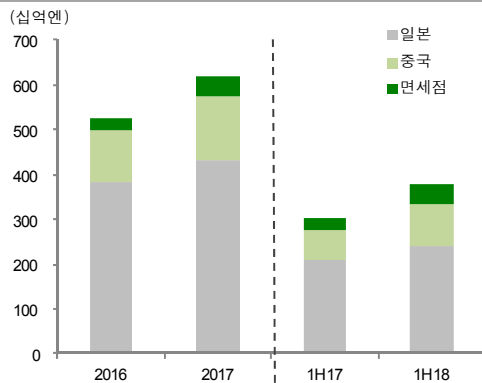
자료: 시세이도, 신영증권 리서치센터

도표 7. 시세이도 일본매출 제품 별 비중



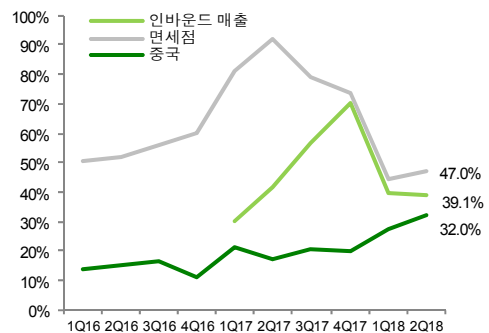
자료: 시세이도, 신영증권 리서치센터

도표 8. 시세이도 주요 부문 별 매출액 추이



자료: 시세이도, 신영증권 리서치센터

도표 9. 시세이도 주요 부문 누적 매출액 증가율(YoY)

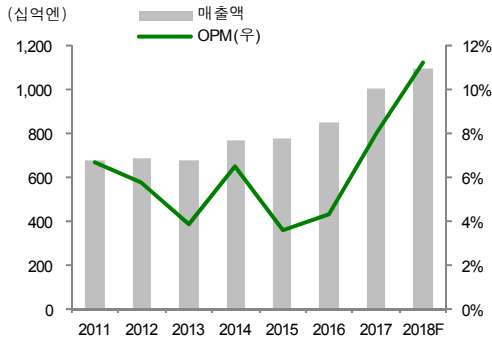


자료: 시세이도, 신영증권 리서치센터

중국소비자 로열티 상승은
매출, 이익률에 긍정적

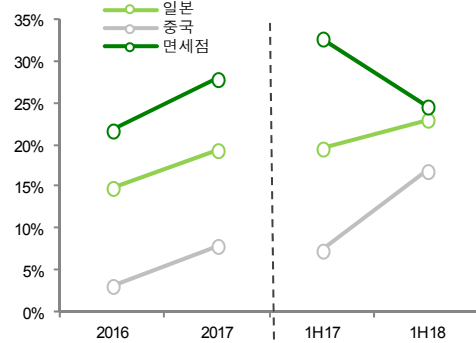
블룸버그 컨센서스에 따르면 동사의 매출 및 이익률은 2018년에도 지속 상승할 것으로 전망된다. 이는 동사 브랜드에 대한 중국인 소비자의 충성도가 상승하는 과정에서 나타나는 긍정적인 변화라 판단된다. 일본 지역의 꾸준한 이익을 기반으로, 이익률이 높은 면세점의 매출 기여 및 중국 현지 이익 상승 등의 영향이 종합적으로 반영되며 긍정적인 흐름 지속 중이다

도표 10. 시세이도 매출액, 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 11. 시세이도 주요 부문 영업이익률 추이



자료: 시세이도, 신영증권 리서치센터

중국 진출 전략은
럭셔리, 이커머스, 면세

동사는 1981년 중국에 첫 진출하여, 1999년부터 2007년까지 Aupres, Urara 등 현지브랜드 출시 및 채널별 차별화 전략으로 현지 사업 성장에 힘썼다. 2015년에 선포한 전사적 프로젝트인 VISION2020 중 중국 관련 주요 전략으로 럭셔리 브랜드 강화, 이커머스 주도권 확보, 면세사업 투자확대를 제시하였다. 실제로 올해 2분기에는 중국 수요 성장에 따른 럭셔리 제품과 면세채널 호조로 2018년 동사의 내부 매출목표를 상향조정하는 등 전략 수행이 성공적으로 진행 중이다

도표 12. 시세이도 중국 주요 사업 연혁

구분	내용
1981년	중국 북경에서 화장품 판매 시작
1998년	Shanghai Zotos Citic Cosmetics과 JV 계약
2001년	중국 리서치 센터 설립
2003년	시세이도 (중국) 지주사 설립
2008년	중국 상해 Training Center 설립
2015년	VISION 2020 선포: Prestige First, 디지털/이커머스, 면세 부문 투자 확대
2016년	럭셔리 메이크업 브랜드 Laura Mercier M&A, Dolce&Gabbana 라이선스취득

자료: 시세이도, 신영증권 리서치센터

도표 13. 시세이도 중국 진출 브랜드

구분	브랜드
High-end	SHISEIDO, Clé de Peau Beauté, bareMinerals, NARS, IPSA, DICILA
Mass	ELIXIR, MAQuillAGE, HAKU, PRIOR, ANESSA, AQUALABEL, AUPRES, urara 등
Personal Care	SENKA, TSUBAKI, SEA BREEZE, AQUAIR, MA CHERIE
전문 헤어	SHISEIDO PROFESSIONAL
향수	Dolce&Gabbana, ISSEY MIYAKE, narciso rodriguez

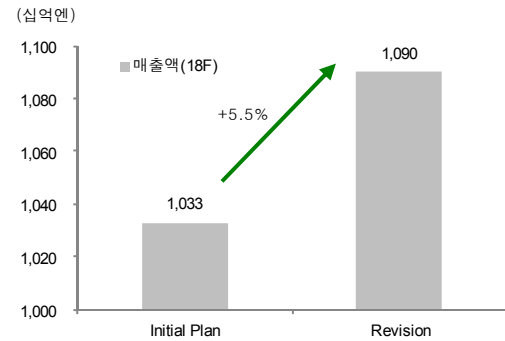
자료: 시세이도, 신영증권 리서치센터

도표 14. 시세이도 VISION 2020 전략 (2015년)

구분	내용
VISION 2020	- "일본의 리더에서 세계 워너로" - 향후 100년을 위한 중장기 전략
- Step 1 ('15~17)	사업 기반 재구성
- Step 2 ('18~20)	성장 가속화 전략
주요 전략	1) 일본 내 1위 시장점유율 기반 : 셀프셀렉션, 인바운드 수요, 이커머스 집중 2) 글로벌 성장 가속화 : 시세이도 브랜드 재점화, 면세점 확대, M&A 3) 중국 사업 재설계 : 이커머스 주도권, 디지털마케팅, 채널 재검토
2018년 전략	- 디지털화 가속화 - 신규 비즈니스 전개 - Prestige 브랜드에 대한 마케팅 강화

자료: 시세이도, 신영증권 리서치센터

도표 15. 시세이도 2018년 매출 추정 변화



자료: 시세이도, 신영증권 리서치센터

Compliance Notice

■ 투자등급

종목 매수 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
 중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 $\pm 10\%$ 이내의 등락이 예상되는 경우
 매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 비중확대 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
 중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
 비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 지난 1년간 해당 기업의 기업금융관련 업무를 수행한 바 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율				
기준일 (2018.06.30)	매수 : 84.12%	중립 : 15.88%	매도 : 0.0%	

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증
	ELW	주식선물	주식옵션			
네오팜	-	-	-	-	-	-
아모레퍼시픽	-	O	O	-	-	-
LG생활건강	-	-	-	-	-	-
한국콜마	-	-	-	-	-	-
코스맥스	-	-	-	-	-	-

