



2018년 10월 5일 | Equity Research

화장품 Neutral



그 많은 싱아를 누가 먹고 있을까?

■ 중소 벤처 브랜드 비중 확대는 구조적 변화

- 창업 인재풀+ODM 기술+모바일 채널+M&A 동기부여

■ 마이너리티 시대의 투자전략

- 한국 화장품 판매 가파른 성장세 → 화장품 투자 확대 유효

- K-뷰티(벤처) 호조 but AP 부진: 브랜드는 상장기업보다 비상장 벤처 유리

- 메이저 ODM/부자재 호황, 비중확대 타당

Industry In-depth

Top picks 및 관심종목

코스맥스(192820) | BUY | TP 180,000원 | CP(10월4일) 149,000원

연우(115960) | BUY | TP 32,000원(상향) | CP(10월4일) 25,950원

아모레퍼시픽(090430) | Neutral(하향) | TP 250,000원(하향) | CP(10월4일) 227,500원



Analyst 박종대

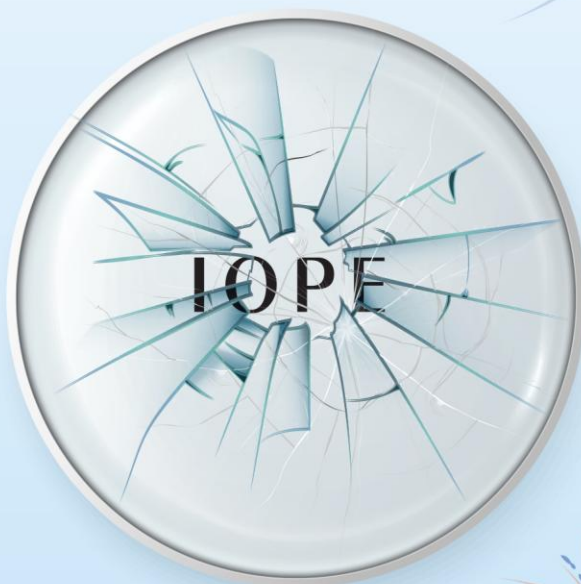
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 배송이

02-3771-7520
songi0703@hanafn.com



Dr.Jart+



AHC

CONTENTS

1. 마이너리티 시대의 투자전략	3
1) 벤처 화장품 전성기의 이유	3
2) 밸류체인 상 사업주체들의 변화	3
3) 화장품 업종 투자 전략 합의	4
4) 투자전략: 브랜드 축소 vs ODM/부자재 비중확대	6
2. 업체별 3분기 실적 전망: 브랜드와 ODM 엇갈리는 실적	7
1) 아모레퍼시픽: 중국 법인 성장을 YoY 5% 아쉬움	7
2) LG생활건강: 중국 내 높은 브랜드력 불구, 생활용품 부진 지속	8
3) 애경산업: 중국 내 높은 브랜드력 기반 고성장 지속	9
4) 코스맥스: 중국 법인 성장을 회복 긍정적	10
5) 한국콜마: 화장품 국내 호황 지속, 제약 감익 아쉬움	11
6) 코스메카코리아: 본사는 좋지만, 잉글우드랩 불확실성 해소 관건	12
7) 연우: 본격적인 실적 턴어라운드 시작	13
8) 중소형 브랜드 업체들 대체로 부진	14
Top Picks 및 관심종목	18
코스맥스 (161890)	19
연우 (115960)	23
아모레퍼시픽 (090430)	27

2018년 10월 5일 | Equity Research

화장품

그 많은 싱아를 누가 먹고 있을까?

중소 벤처 브랜드 비중 확대는 구조적 변화

소비자들의 기호는 더욱 다양화되고 있고, ODM 업체들은 그에 대응할 수 있는 높은 기술력과 카테고리를 갖추고 있다. 수백 개의 플랫폼 업체들이 브랜드와 ODM을 중개하고 있으며, 온라인과 H&B스토어의 확대는 소비자와 접점을 늘리면서 기회를 열어주고 있다. i) 한국은 지난 15년 치열한 경쟁으로 역량 있는 인재들이 많다. ii) 그들이 소비/유통시장의 변화를 타고, iii) 글로벌 브랜드 대기업에 매각 가능성이라는 높은 동기 부여로, iv) 아이디어만 있으면 되는 진입장벽 낮아진 화장품 브랜드 시장에 진출하여, 제약 없이 맘 놓고 신규 브랜드/아이템들을 줄기차게 내놓고 있는 것이다.

마이너리티 시대의 투자전략

1단계: 국내 화장품 사업은 2018년 가파른 성장률 회복세를 보이고 있다. 화장품 업종에 대한 투자 확대는 유효하다.

2단계: 대 중국 수출과 면세점 매출이 견조한 성장세다. K-뷰티는 여전히 중국 소비자들에게 높은 인지도를 보여주고 있다. 그러나, 아모레퍼시픽의 중국 법인 성장률은 크게 둔화되고 있다. K-뷰티를 대표하고 있지 못하다. 브랜드 투자는 상장기업(대기업)보다 비상장업체(벤처기업)가 유리하다.

3단계: 벤처 업체들 증가로 메이저 ODM/부자재 업체들도 호황이다. 코스맥스/한국콜마/코스메카코리아/연우 등은 역대 최대 매출을 기록 중이다. 이들에 대한 비중확대가 타당하다.

Top Picks(TP 만원): 코스맥스(18), 연우(3.2)

산업 구조가 변할 때는 수혜 업종의 1위 업체를 사는 것이 합리적이다. **코스맥스**는 글로벌 ODM MS 1위 업체로, 중국 화장품 시장을 선도하고 있으며, 국내외 투자를 완료하고 2018년부터 투자 회수기로 진입, 가파른 실적 개선세가 기대된다. **연우**는 화장품 플라스틱 용기 MS 1위 업체로, 52시간 근무 불확실성을 해소하고, Capa 증설이 마무리되면서 실적 턴어라운드 국면에 접어들었다. **아모레퍼시픽**(BUY→Neut., TP 30→25만원)은 중국 내 브랜드력 저하 우려가 크다. 밸류에이션 하락을 감안한 보수적 접근이 바람직하다.

Industry In-depth

Neutral(하향)

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(10월4일)
코스맥스(192820)	BUY	180,000원	149,000원
연우(115960)	BUY	32,000원(상향)	25,950원
아모레퍼시픽(090430)	Neutral(하향)	250,000원(하향)	227,500원



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 배송이
02-3771-7520
songi0703@hanafn.com

1. 마이너리티 시대의 투자전략

1) 벤처 화장품 전성기의 이유

벤처 확대는 구조적 변화

- 소비자 기호 빠른 변화
 - ODM 업체들 기술과 상품력
 - 플랫폼 중개 확대
 - 모바일과 H&B스토어 접점 증가
- 진입장벽 약화
- 아이디어만 있으면 됨

마이너리티의 시대다. 한국은 물론, 중국, 미국, 전세계 모든 나라들에서 중저가 시장을 타깃하는 신규 벤처 업체들이 우후죽순 생겨나고 있다. 소비자들의 기호는 더욱 다양화되고 있고, ODM 업체들은 그에 대응할 수 있는 높은 기술력과 카테고리를 갖추고 있다. 수백 개의 플랫폼 업체들이 브랜드와 ODM을 중개하고 있으며, 온라인과 H&B스토어의 확대는 소비자와 접점을 늘리면서 기회를 열어주고 있다. 구조적인 변화다.

얼마 전까지만 해도 '돈'과 '네트워크'와 '아이디어'만 있으면 시장 진입이 가능하다고 했다. 여기서 네트워크는 가맹점주를 모집할 수 있는 능력, 돈은 신규 브랜드 런칭과 직영점을 위한 최소한의 자본이다. 아이디어는 소비 트렌드를 읽는 브랜드 아이덴티티 설정을 말한다. 하지만, 요즘에는 아이디어만 있으면 된다. 돈은 수많은 VC들을 통해 조달할 수 있으며, 가맹점주는 필요 없다. 온라인과 H&B스토어를 통해서 소비자와 직접 대면이 가능하기 때문이다. 아이디어만 있으면, 글로벌 화장품 ODM 업체인 코스맥스나 한국콜마, 코스메카코리아가 몇 달 안에 시제품에서 초도물량까지 완료한다. 진입장벽이 대단히 낮아진 것이다.

- i) 역량 있는 인재들이
 - ii) 소비/유통시장의 변화를 타고,
 - iii) 높은 동기 부여로,
 - iv) 진입장벽이 낮아진 화장품 브랜드 시장에 진출
- => 신규 브랜드/아이템을 줄기차게 출시

스타일난다, 닥터자르트, AHC 등 벤처 브랜드들이 로레알, 에스트로더, 유니레버 등에 피인수(또는 지분 투자)되면서 한국 화장품 벤처 시장은 제약/바이오 산업만큼 뜨겁다. 초기 사업 자금이 작은 반면, 성공할 경우 글로벌 브랜드 업체한테 피인수될 경우 막대한 매각 차익을 기대할 수 있기 때문에 기대수익이 대단히 높다. 창업 동기부여가 대단히 높은 상황이다. 한편, 한국 명동은 지난 15년 동안 전세계에서 가장 치열한 경쟁의 상징이었고, 안테나 마켓이었다. 그만큼 역량 있는 '화장품 쟁이'들이 많다는 말이다.

결국, i) 역량 있는 인재들이 ii) 소비/유통시장의 변화를 타고, iii) 높은 동기 부여로, iv) 진입장벽이 낮아진 화장품 브랜드 시장에 진출하여, 그 어느 때보다 제약 없이 맘 놓고 신규 브랜드/아이템들을 줄기차게 내놓고 있는 것이다.

2) 밸류체인 상 사업주체들의 변화

기존 브랜드 업체들 가운데,
중저가 매출 비중이 큰 메이저 또는
중견 업체들 입지 빠르게 약화

기존 브랜드 업체들 가운데, 중저가 매출 비중이 큰 메이저 또는 중견 업체들의 입지는 빠르게 약화되고 있다. 이들 업체들은 이미 어느 정도 조직화와 규모를 이룬 회사들이다. 인사/법률/재무/회계 등 제반 시스템이 정비돼 있다는 말이다. 그만큼 의사결정 과정이 리스크를 회피하는 방향으로 전개되며, 속도가 느리다. 변화에 유연하게 적극적으로 대응하기 어렵다는 말이다. 조직이 커질 수록 이런 보수성은 짙어질 수밖에 없으며, 하루에도 몇 개씩 튀어나오는 혁신적인 아이디어 제품들을 따라가기 어렵다. 아모레퍼시픽의 중국 법인 성장을 저하와 에이블씨엔씨/토니모리/더페이스샵/클리오 등 국내 주요 원브랜드샵 업체들의 실적 부진은 각국의 중소형 벤처 브랜드의 약진이 핵심적인 원인으로 작용했다.

시대는 ODM/부자재 업체들에게
또 한번 호황기

한편, 마이너리티 시대는 ODM/부자재 업체들에게 또 한번 호황기를 열어주고 있다. 국내 화장품 시장이 면세점을 포함해도 7~8% 성장에 그치고 있지만, 메이저 ODM 업체들의 국내 사업 성장률은 YoY 30% 내외 고신장을 지속하고 있다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강 등 메이저 브랜드 매출 비중은 이제 10% 이하로 하락했다. 벤처 브랜드들의 가파른 증가는 기존 바이어들 향 매출을 축소시키지만, 신규 바이어들의 유입이 더 큰 것이다. 국내 화장품 ODM 시장의 70% 이상을 3개 업체가 점유하고 있는 상황에서는 더욱 그렇다.

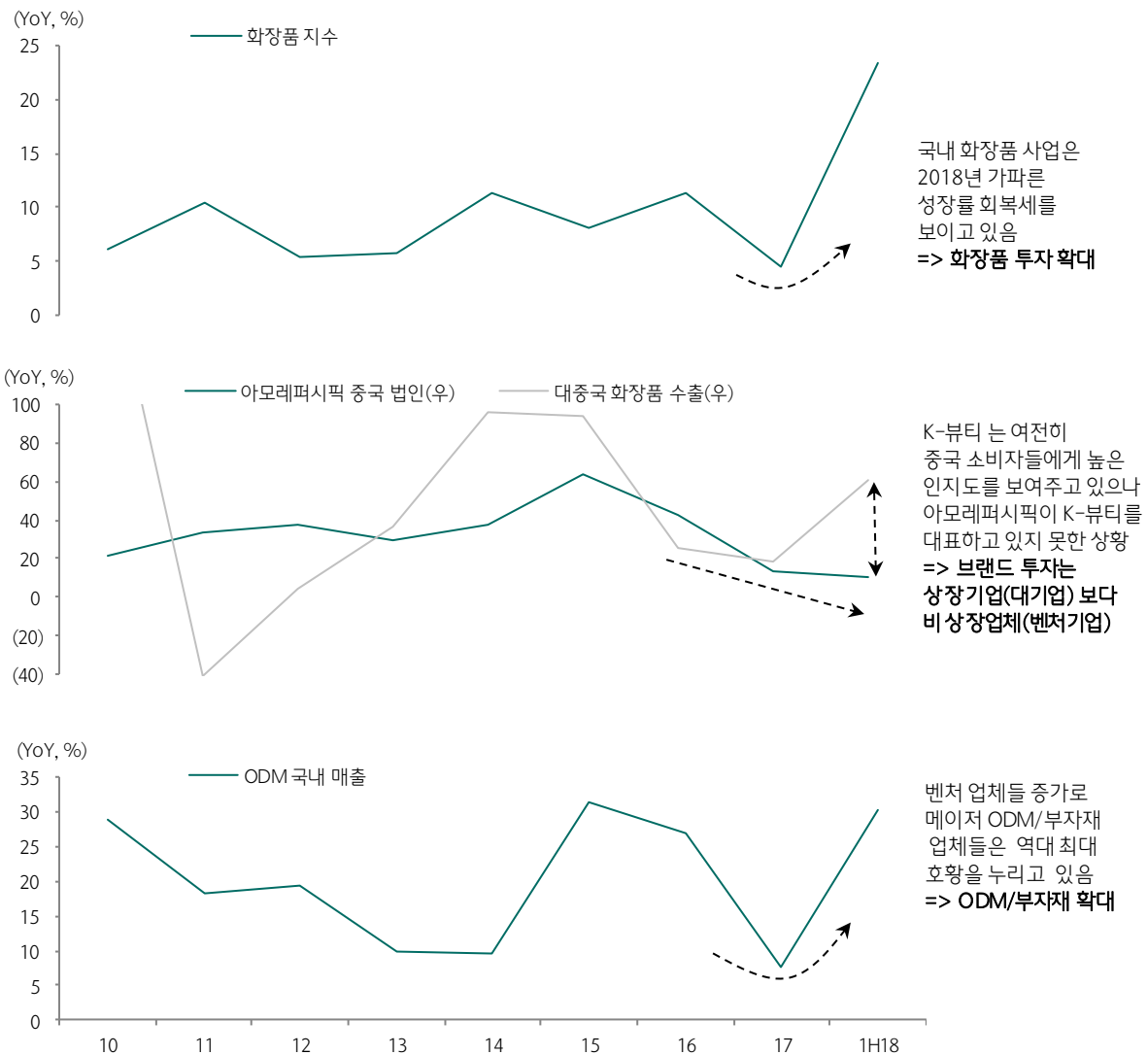
3) 화장품 업종 투자 전략 함의

화장품 브랜드에 대한 투자는
상장 유통시장에서 장외시장으로
이동

이러한 화장품 시장의 변화는 투자 관점에서 3가지 의미를 시사한다.

첫째, 이제 화장품 브랜드에 대한 투자는 상장 유통시장에서 장외시장으로 빠르게 이동할 수 있다. 유통시장에서 거래되고 있는 브랜드 업체들에 대한 투자는 대체로 회의적이다. 상장업체들은 일정한 규모를 형성한 원브랜드샵 이상 업체들이 많다. 시장점유율을 뺏기는 업체들이다. 현재 화장품 시장은 벤처에 최적화돼 있다. 아이템 하나로 매출 1,000억원 이상을 일으킬 수 있는 것이 브랜드 시장의 특성이다. 1~2년 만에 자본금 몇 십억원으로 PSR 1배(천억원) 이상의 기업가치를 평가 받을 수 있는 시장이 화장품 벤처다. 화장품 브랜드에 대한 투자는 장외시장에 초점을 맞추는 것이 바람직하다.

그림 1. 화장품 산업 구조 변화와 투자전략 요약



자료: 통계청, 관세청, 아모레퍼시픽, 코스맥스, 한국콜마, 하나금융투자

중국 시장 브랜드력 저하로
메이저 브랜드 업체들의 밸류에이션
하락 가능성

둘째, 메이저 브랜드 업체들의 밸류에이션 하락 가능성이다. 한국 화장품 업체들은 상당 부분 중국 시장에서 성장의 기회를 찾고 있다. 중국 시장에서 사업의 입지, 브랜드 인지도, 시장점유율이 고 밸류에이션의 근거가 된다. 아모레퍼시픽의 밸류에이션이 2013년 12MF PER 18배에서 30배 이상으로 상승한 것은 중국 관련 매출 비중의 고성장, 브랜드력 제고 때문이었다.

그런데, 지난 1년여 동안 기대치를 계속 하회하는 실적을 내놓고 있다. 2017년에는 중국 진출 20여년 만에 처음으로 시장점유율이 하락했으며, 2018년 들어서도 이렇다 할 회복을 보이지 못하고 있다. 절대적 매출 비중을 차지하는 이니스프리~라네즈까지 프레스티지 이하 제품들의 매출 부진 때문이다. 전반적인 중국 화장품 시장 소비 부진 영향도 있겠지만, 로컬 브랜드 업체들의 약진에 따른 경쟁심화가 핵심적인 요인이다. 2017년 중국 화장품 시장 상위 10개 업체 가운데 4개가 중국 회사였다.

중국 시장에서 지속적인 부진은 아모레퍼시픽의 브랜드력에 대한 전향적인 인식과 투자판단으로 이어질 수 있다. 밸류에이션 하락이다. 아모레퍼시픽의 그동안 주가 하락은 EPS 하향 조정에 의한 것이었다. 밸류에이션은 여전히 12MF PER 28배 내외 수준을 유지하고 있었다. 아모레퍼시픽과 아모레G의 주가는 밸류에이션 하향 조정에 의한 추가적인 하락 가능성을 배제할 수 없다.

밸류체인 상 브랜드와 ODM 업체간
De-Coupling
- ODM/부자재 업체들 입지 상승
불구, 밸류에이션 상단은 하락

셋째, 밸류체인 상 브랜드와 ODM 업체간 De-Coupling에 대한 고민이다. 실적 차이만큼 주가가 크게 벌어질까? 아닐 것 같다. 문제는 브랜드 대기업들과 ODM/부자재 업체들의 시가총액 차이가 너무 크다는 것이다. 브랜드 업체들의 실적 둔화와 중장기 불확실성을 감안하면 화장품 업종은 비중 축소가 바람직하다. 투자자 입장에서 업종 전략이 비중 축소인데 ODM 업체들을 마냥 늘릴 수 없다. 화장품 업종 내에서 브랜드와 ODM/부자재의 De-coupling은 인정하지만, 주가의 De-coupling은 한계가 있다는 것이다.

2014년 중국 모멘텀은 화장품 산업 모든 업체에게 사업 규모 확대의 큰 기회로 작용했다. 브랜드에서 원료까지 모든 밸류체인이 다 좋아졌다. 투자자 입장에서는 화장품 투자 비중을 맘껏 늘리고 종목을 발굴하면서 적극적 대응이 유효했다. 하지만, 이번 변화는 좀 다르다. 산업은 역동적이지만, 메이저 브랜드 업체들 둔화로 최소한 상장 유통시장 내에서는 활발한 투자를 기대하기 어려워졌다. ODM/부자재 호황에도 그만큼 비중을 늘리기 쉽지 않다. 즉, ODM/부자재 업체들의 입지가 상승하더라도 적정 밸류에이션이 하락하면서 주가 상승 폭은 제한적인 수준에 그칠 공산이 크다.

그림 2. 북미 화장품 시장 순위별 성장률 비교

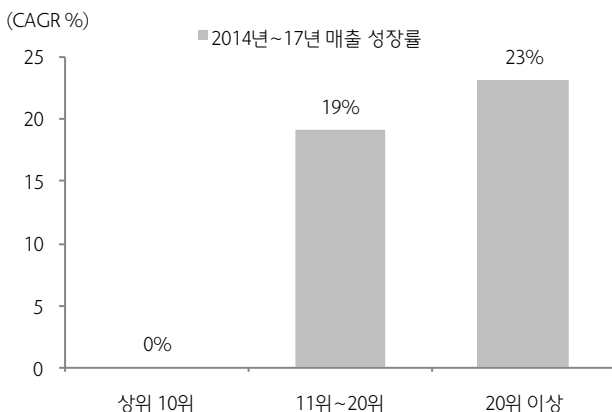
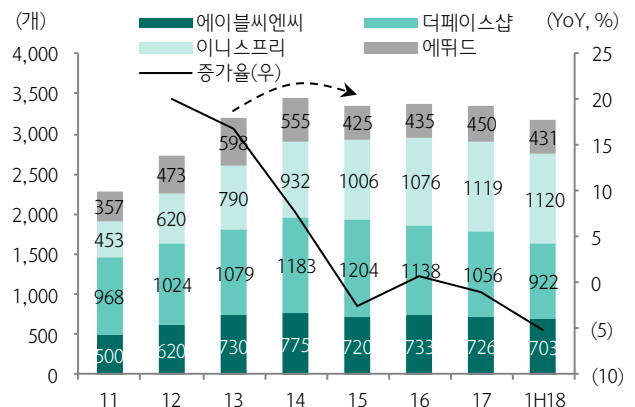


그림 3. 주요 원브랜드샵 국내 점포수 변화



4) 투자전략: 브랜드 축소 vs ODM/부자재 비중확대

아모레퍼시픽(BUY→Neut., TP 30→25만원) 밸류에이션 하락을 감안한 보수적 투자전략 권고

아모레퍼시픽(BUY→Neut., TP 30→25만원)에 대해서는 밸류에이션 하락을 감안한 보수적인 투자전략을 권고한다. 메이지 브랜드 업체 중에서는 LG생활건강(BUY, TP 142만원)이 우위에 있지만, 후의 절대적 비중과 생활용품 부문 불확실성을 감안하면 PER 30배 이상 고 밸류에이션을 적용하기 어렵다. 주가 상승 여력이 크지 않다는 말이다. 커버리지 화장품 업체들 전반적으로 목표주가를 하향 조정하는 것은 전술한 바와 같이 업종 밸류에이션의 하락 가능성과 불확실성으로 과거처럼 높은 밸류에이션을 적용하기 어렵기 때문이다.

현재 아모레퍼시픽의 가장 큰 문제 중의 하나는 아모레퍼시픽이 K-뷰티를 대표하고 있지 못하다는 것이다. 중국으로 화장품 수출 증가율보다 아모레퍼시픽의 현지법인 매출 증가율이 떨어진다는. 일본 화장품보다 시세이도가, 미국 화장품보다 에스티로더가, 프랑스 화장품보다 로레알의 대 중국 브랜드 인지도가 더 높다는 것과는 대조를 이룬다.

혁신성 측면 부족+M&A 인식
→ 운용 자원(브랜드) 제한적

이런 모습은 당분간 계속 될 듯 하다. K-뷰티의 가장 큰 경쟁력인 '혁신성' 측면에서 아모레퍼시픽은 에어쿠션 이후 이렇다 할 신규 카테고리들 못 내고 있다. 글로벌 화장품 시장 마이너리티 시대에 아모레퍼시픽의 한계를 어떻게 극복할 것인지 해답을 내놓지 못하고 있다. 그러면서, 여전히 브랜드 M&A에 대해서는 인식하다. 운용 자원(브랜드)이 제한적이라면 운신의 폭도 좁을 수밖에 없다.

Top Picks

- 코스맥스: 글로벌 ODM MS 1위, 중국 화장품 시장 선도, 투자 완료, 투자 회수기 진입
- 연우: 플라스틱 화장품 용기 MS 1위, 52시간 근무 불확실성 해소, 실적 턴어라운드 국면

산업구조가 변화고 있을 때는 수혜 업종의 1위 업체에 투자하는 것이 가장 현명하다. 코스맥스(BUY, TP 18만원)는 글로벌 ODM 시장점유율 1위 업체로 중국 화장품 시장을 선도하고 있으며, 북미 지역 생산기지 안정화로 사업권역을 확대했다. 제반 투자가 완료된 상황에서 마이너리티 시대는 코스맥스에 또 한번 큰 기회로 작용할 전망이다.

연우(BUY, TP 3→3.2만원)는 국내의 화장품 시장 플라스틱 용기 시장점유율 1위 업체다. 산업적으로 중 소형 화장품 주도의 마이너리티 시대, 중국 화장품 시장 프리미엄화의 수혜 폭이 클 것으로 보인다. 3분기 이후 최저임금/52시간 근무 불확실성 해소, Capa 증설 투자 회수기 진입으로 가파른 수익성 개선에 의한 실적 턴어라운드 국면이 기대된다.

한국콜마(BUY, TP 9.7→9만원)는 헬스케어와 무석 법인 안정화가, 코스메카코리아(BUY, TP 5→4.3만원)는 잉글우드랩 불확실성 해소가 관건이다.

중 소형 브랜드 업체 가운데서는 네오팜(BUY, TP 6만원)을 주목할 필요가 있다. 국내 높은 브랜드력과 실적 개선을 기반으로 중국 진출이 의미 있는 수준으로 가시화될 경우 실적 및 밸류에이션 상승에 의한 높은 주가 모멘텀을 기대할 수 있다.

그림 4. 브랜드 업체들 12MF PER과 컨센서스 추이



그림 5. ODM 업체 12MF PER과 컨센서스 추이



자료: 아모레퍼시픽, LG생활건강, Quantiverse, 하나금융투자

자료: 코스맥스, 한국콜마, Quantiverse, 하나금융투자

2. 업체별 3분기 실적 전망: 브랜드와 ODM 엇갈리는 실적

1) 아모레퍼시픽: 중국 법인 성장을 YoY 5% 아쉬움

영업이익 1,310억원(YoY 30%) 전망
 - 면세점 YoY 25%
 - 온라인/방판 등 고마진 채널 부진
 - 중국 이니스프리/라네즈/마몽드, 기존점 역신장

3분기 영업이익은 1,310억원(YoY 30%) 수준에 그칠 전망이다. 국내외 화장품 사업이 전반적으로 기대치를 하회할 듯 하다. 무엇보다 영업이익의 50% 이상 비중을 차지하는 면세점 채널 성장률이 애초 기대치(YoY 30%)를 밑돌 것으로 예상된다(YoY 25%). 온라인과 방판 등 고마진 채널이 YoY 3% 내외 역신장하는 것도 부담이다. 온라인은 홈쇼핑 채널 부진, 방판은 컨설턴트 수가 YoY 4% 감소했기 때문이다.

중국 법인 성장을 저하는 아쉬움이 크다(YoY 5% 예상). 이니스프리와 라네즈, 마몽드의 기존점 성장률이 모두 역신장하고 있다. 중국 법인 매출의 50%를 차지하는 이니스프리의 경우 3~4선 도시 점포들의 성장률은 높지만, 매출 비중이 큰 1~2선 도시 점포들이 부진하다. 설화수가 YoY 20% 이상 성장하고 있지만, 매출 비중이 15%에 불과하기 때문에 성장률 제고에 한계가 있다.

표 1. 아모레퍼시픽 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

3분기 연결 매출과 영업이익 각각
 전년 동기대비 8.3%, 30.1% 증가한
 1조 3,110억원과 1,310억원 수준
 예상

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	1,569	1,205	1,210	1,140	5,124	1,432	1,344	1,311	1,288	5,374
화장품	941	695	639	555	2,830	781	761	690	607	2,838
생활용품	163	111	151	92	517	160	117	159	97	534
해외화장품	477	409	427	508	1,821	501	477	471	595	2,044
영업이익	317	102	101	77	596	236	146	131	90	603
화장품	215	85	56	48	403	141	94	76	72	383
생활용품	20	(2)	11	(14)	15	17	(2)	10	(8)	17
해외화장품	88	20	46	41	194	82	45	46	39	211
세전이익	295	111	106	55	567	236	144	133	95	608
순이익	224	77	80	17	398	173	109	100	73	455
영업이익률(%)	20.2	8.4	8.4	6.7	11.6	16.5	10.8	10.0	7.0	11.2
화장품	22.8	12.2	8.8	8.6	14.2	18.0	12.4	11.0	11.9	13.5
생활용품	12.0	(1.8)	7.0	(14.8)	2.8	10.5	(1.5)	6.3	(8.6)	3.2
해외화장품	18.5	4.8	10.6	8.1	10.7	16.3	9.5	9.7	6.5	10.3
세전이익률(%)	18.8	9.2	8.8	4.8	11.1	16.5	10.7	10.1	7.4	11.3
순이익률(%)	14.2	6.4	6.6	1.5	7.8	12.1	8.1	7.6	5.7	8.5

자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

2) LG생활건강: 중국 내 높은 브랜드 인지도 불구, 생활용품 부진 지속

영업이익은 2,690억원(YoY 6%) 추정

- 면세점 YoY 30%
- 중국법인 YoY 50%
- 생활용품 감익 지속

3분기 영업이익은 전년 동기대비 6% 증가한 2,690억원 수준으로 추정한다. 면세점 채널이 YoY 30% 성장하고, 중국법인이 YoY 50% 성장하면서 외형 성장과 이익 개선을 견인할 전망이다. 아모레퍼시픽과 달리 럭셔리 브랜드 후가 매출의 절대적 비중을 차지하고 있는 만큼, 중소형 벤처 브랜드 침식 영향이 크지 않다. 후의 매장수는 3분기 200개를 넘는 것으로 보이며, 연말 210개를 목표하고 있다. 숨 매장수는 3분기 90개 수준으로 파악되고 있다.

면세점과 중국 현지 매출 모두 고성장하고 있어, 중국에서 브랜드력은 견고한 것으로 판단할 수 있다. 높은 브랜드력을 기반으로 티몰 등 온라인 채널로 매출처를 확장하고 있다(매출 비중 25% 내외). 더페이스샵(매장수 922개, YoY -176개) 등 중저가 라인업이 꽤 오래전부터 부진을 거듭, 2분기 중저가 매출 비중이 13%에 그친다는 점은 오히려 다행이다. 2014년 인수한 CNP코스메틱의 고신장은 화장품 부문 M&A의 성공적 사례다.

생활용품 부문 지속적 부진은 아쉬움이다. 모바일과 H&B스토어를 통한 중저가 신규 브랜드들의 확대는 가성비를 추구하는 주방/세탁세제 부문에서 대기업들의 입지를 크게 흔들고 있다. 과거와 같이 대형마트와 협상이 가능한 대기업들이 진입장벽으로 세우고 절대적인 시장 점유율을 가져가는 시대는 지났다. 메이저 브랜드 업체들의 시장점유율이 크게 떨어진 상황에서 그들끼리 가격 경쟁은 더욱 심해졌다. 오렐케어는 LG생활건강과 애경산업이 아모레퍼시픽의 빈틈을 많이 채웠지만, 세탁세제는 P&G(다우니)의 할인폭이 컸다. 아모레퍼시픽은 오렐케어를 잃은 후 헤어케어에 대단히 공격적이다. 음료는 YoY 0% 내외 성장을 지속할 전망이다. 7~8월은 폭염 때문에 오히려 탄산보다 생수 수요가 높았고, 외출도 줄어들어 들었다. 사업환경이 우호적이지 않았다.

표 2. LG생활건강 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

3분기 연결기준 매출과 영업이익은
전년동기대비 각각 7.0%, 6.3%
성장한 1조 6,810억원과 2,690억원
예상

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	1,559	1,488	1,571	1,488	6,105	1,659	1,653	1,681	1,597	6,591
화장품	846	774	772	888	3,280	948	953	876	979	3,756
생활용품	413	359	422	324	1,518	395	337	422	334	1,488
음료	300	356	377	276	1,308	317	362	384	284	1,347
영업이익	260	232	253	185	930	284	267	269	215	1,035
화장품	177	149	141	169	635	212	194	166	197	770
생활용품	55	38	66	8	167	42	27	57	8	134
음료	28	45	46	8	127	30	46	46	8	129
세전이익	245	220	246	150	861	267	254	252	193	966
순이익	181	168	188	82	618	196	185	186	143	707
영업이익률(%)	16.7	15.6	16.1	12.4	15.2	17.1	16.2	16.0	13.5	15.7
화장품	20.9	19.3	18.2	19.0	19.4	22.4	20.4	19.0	20.1	20.5
생활용품	13.3	10.5	15.7	2.4	11.0	10.6	8.1	13.5	2.3	9.0
음료	9.5	12.7	12.1	3.0	9.7	9.4	12.6	12.0	2.7	9.6
세전이익률(%)	15.7	14.8	15.7	10.1	14.1	16.1	15.4	15.0	12.1	14.7
순이익률(%)	11.6	11.3	11.9	5.5	10.1	11.8	11.2	11.1	8.9	10.7

자료: LG생활건강, 하나금융투자

3) 애경산업: 중국 내 높은 브랜드력 기반 고성장 지속

- 영업이익 295억원(YoY 98%) 전망
- 면세점 YoY 70%
 - 수출 YoY 165%
 - 중국 오프라인 사업 본격화
 - 단일 브랜드 절대적 비중 불안감

3분기 영업이익은 YoY 98% 증가한 295억원 수준이 가능할 전망이다. 국내 면세점과 수출이 각각 YoY 70%(회계적으로는 220%), 165% 성장하면서 외형성장과 이익 개선을 견인할 전망이다. 수출은 중국 광군제 영향 4분기까지 고신장을 이어갈 전망이다. 2018년부터 본격화한 중국 현지 법인 영업 확대로 오프라인 매장을 300개(2019년 500개 목표) 입점하였으며, 연 매출 100억원 수준이 추가될 것으로 예상되고 있다. 면세점과 수출 등 고마진 채널 비중 상승으로 영업이익률은 14.5%(YoY +5.3%p)까지 상승할 전망이다. 생활용품 부문 부진의 아쉬움이 있으나 경쟁사와 달리 소품의 증익을 지속하고 있으며, 영업이익의 90%가 화장품에서 발생하고 있는 만큼, 생활용품 사업을 크게 우려할 필요는 없다. 면세점과 수출 채널 동시 고성장은 중국 내 높은 브랜드 인지도를 대변하고 있다.

다만, Age20's 단일 브랜드, 팩트 한개 라인의 절대적인 매출 비중은 불안감이 될 수밖에 없다. 연간 영업이익 1,000억원 달성에 대한 기대가 당연하게 받아들여지고 있는 상황도 부담이다. 그런 측면에서 최근 클렌징 밤의 매출 호조는 긍정적이다.

표 3. 애경산업 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각
전년 동기대비 25.2%, 97.8% 증가한
2,037억원과 295억원 추정

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018F년
매출	144.7	133.2	162.7	188.3	628.9	169.1	174.3	203.7	185.0	732.1
생활용품	89.9	78.9	109.1	78.9	356.8	87.4	78.5	108.0	78.6	352.5
화장품	54.8	54.3	53.6	109.4	272.1	81.7	95.8	95.8	106.3	379.5
홈쇼핑	24.1	27.1	25.2	37.2	113.7	28.6	28.7	26.5	37.4	121.1
면세점	8.2	4.9	7.5	43.8	64.4	20.4	24.9	24.0	24.7	94.0
수출	14.8	14.7	13.9	20.8	64.2	25.3	33.5	36.9	35.6	131.4
기타	7.7	7.6	7.0	7.7	29.9	7.4	8.6	8.4	8.6	32.9
영업이익	16.5	10.4	14.9	7.9	49.7	21.8	21.4	29.5	27.5	100.3
생활용품	1.0	(0.9)	3.9	(1.9)	2.2	2.3	2.1	4.4	0.4	9.2
화장품	15.5	11.2	11.0	9.8	47.5	19.5	19.3	25.2	27.1	91.1
세전이익	15.4	9.8	17.4	6.3	48.9	22.1	21.5	29.6	27.6	100.8
순이익	12.1	7.4	13.4	5.1	38.1	17.3	16.2	22.4	20.8	76.6
영업이익률(%)	11.4	7.8	9.2	4.2	7.9	12.9	12.3	14.5	14.9	13.7
세전이익률(%)	10.7	7.3	10.7	3.4	7.8	13.1	12.3	14.5	14.9	13.8
순이익률(%)	8.3	5.6	8.3	2.7	6.1	10.2	9.3	11.0	11.2	10.5

자료: 애경산업, 하나금융투자

4) 코스맥스: 중국 법인 성장을 회복 긍정적

영업이익 132억원(YoY 163%) 전망

- 국내 사업 매출 YoY 30%
- 중국 법인 매출 YoY 20% 이상
- 광저우 법인 중심 성장

3분기 영업이익 YoY 163% 증가한 132억원 수준이 가능할 전망이다. 글로벌 브랜드향 신제품 공급과 국내 신규/기존 고객사 수주 확대로 국내 사업 매출 성장률이 YoY 30% 고신장을 지속하면서 외형 성장과 이익 개선을 견인할 전망이다. 저마진 마스크시트 비중이 여전히 높지만(15%), 매출 증가에 따른 고정비 부담 완화로 국내 사업 영업이익률은 3.7%(YoY +1.7%p)까지 상승할 전망이다.

2분기 15% 증가에 그쳤던, 중국 법인 성장률은 광저우 법인 매출 지연 해소, 신규 고객 유치로 YoY 20% 이상으로 다시 올라설 전망이다. 중국 사업은 광저우 법인 확대 효과가 기대된다. 원래 광저우 지역은 중국 화장품 산업의 전통적인 중심지로 중소형 제조/브랜드 업체들이 상당히 많다. 코스맥스 광저우 법인은 Capa를 1억개로 늘리고 영업권역 및 고객 확대를 도모하고 있다. 물류센터를 확충하면서 실질적인 Capa 증설 효과를 거뒀고, 본사 차원 영업과 기술진 등 지원도 집중되고 있다.

인도네시아 법인 적자 전환은 아쉬움이 있지만, 북미 법인(USA+뉴월드) 적자폭 축소(연간 100억원 목표)는 긍정적이다(2019년 BEP 목표).

표 4. 코스맥스 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

3분기 연결기준 매출과 영업이익은
각각 전년동기 대비 35.0%, 163.3%,
증가한 2,814억원과 132억원 예상

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	219.1	232.3	208.5	224.0	883.9	288.7	327.5	281.4	340.9	1,238.6
국내	142.3	137.7	119.2	129.0	528.2	152.4	190.2	155.0	156.6	654.2
중국	75.5	103.4	86.2	98.7	363.8	97.1	119.1	103.9	114.9	435.1
미국/인도네시아	10.1	8.2	14.3	14.5	47.1	42.8	38.7	40.7	46.7	169.0
영업이익	9.4	14.3	5.0	6.4	35.1	10.4	18.6	13.2	14.5	56.7
국내	8.0	7.0	2.4	1.5	18.8	5.0	7.7	5.7	6.4	24.9
중국	6.7	10.4	4.0	8.4	29.6	6.8	9.9	6.9	8.4	32.1
미국/인도네시아	-4.9	-5.0	-4.1	-2.8	-16.8	(2.2)	(1.4)	(1.4)	(1.2)	(6.1)
세전이익	4.5	14.6	3.9	2.2	25.3	10.1	16.6	13.5	17.5	57.7
당기순이익	2.5	9.5	2.9	0.6	15.5	7.6	9.7	9.8	12.7	39.8
지배주주순이익	3.4	10.5	3.3	-0.2	17.1	9.3	11.9	12.0	15.2	48.4
영업이익률(%)	4.3	6.2	2.4	2.8	4.0	3.6	5.7	4.7	4.3	4.6
국내	5.6	5.1	2.0	1.1	3.6	3.3	4.1	3.7	4.1	3.8
중국	8.9	10.1	4.6	8.5	8.1	7.0	8.4	6.6	7.3	7.4
미국/인도네시아	-48.8	-60.8	-28.5	-19.3	-35.7	(5.1)	(3.5)	(3.4)	(2.5)	(3.6)
세전이익률(%)	2.1	6.3	1.9	1.0	2.9	3.5	5.1	4.8	5.1	4.7
순이익률(%)	1.6	4.5	1.6	-0.1	1.9	3.2	3.6	4.3	4.5	3.9

자료: 코스맥스, 하나금융투자

- 영업이익 142억원(YoY -8%)
- 국내 화장품 YoY 40%
 - 제약 부문 일회성 비용 60억원
 - 헬스케어와 무석 공장 정상화 관련

5) 한국콜마: 화장품 국내 호황 지속, 제약 감익 아쉬움

3분기 영업이익은 YoY 8% 감소한 142억원 수준에 그칠 전망이다. 국내 화장품 부문이 YoY 40% 이상 성장하면서 외형성장을 견인할 전망이다. JM솔루션 향 매출은 여전히 큰 규모를 유지하고 있으며, 카버코리아와 애터미 향 매출도 2분기와 크게 다르지 않다. H&B스토어 채널 향 히트 상품들이 하나씩 나오면서 추가적인 성장을 제고에 기여하고 있다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강 향 매출 비중은 이제 12% 이하까지 떨어졌다. JM솔루션보다 낮은 상태다. 4분기에는 애터미향 그랜드 리뉴얼 효과가 기대되고 있다. 글로벌 브랜드향 신제품 증가로 수출은 YoY 50% 고신장할 전망이다. 다만, 이익 측면에서 화장품 부문 양호한 성장에도 불구하고, 제약 부문 매출 방식 변경(기존 CSO 물량 분기 200억원, 전량 CMO로 교체)에 의한 일시적 비용 증가(60억원 추정)로 감익이 불가피할 전망이다. 회사의 펀더멘탈과는 무관하다.

북경 법인은 가파른 매출 회복에도 불구하고, 회계 기준 변경 영향 영업이익률이 2~3% 수준에 그칠 것으로 보인다. 무석 법인이 10월부터 가동에 들어가는데, 2018년 연간 40억원 내외 손실이 예상된다. CKM(헬스케어)는 위로금(200억원) 지급으로 BEP에 그칠 것으로 추정한다. CKM과 중국 무석 공장 실적 정상화 및 가시성 확보가 향후 주가의 관건이 될 것으로 보인다.

표 5. 한국콜마 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

3분기 연결 영업이익 142억원으로
YoY -8% 감소 추정

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	201.4	207.1	194.2	218.9	821.6	242.5	360.1	378.3	400.8	1,381.6
한국	169.5	171.1	162.5	178.5	681.6	208.4	245.8	206.6	228.5	889.4
화장품	123.0	122.0	114.1	130.4	489.5	156.4	193.0	160.6	183.4	693.4
내수	115.1	115.3	105.1	121.5	457.0	146.2	175.8	147.1	170.7	639.8
수출	7.9	6.7	9.0	8.9	32.5	10.2	17.2	13.5	12.7	53.6
제약	46.5	49.1	48.4	48.1	192.1	52.0	52.8	46.0	45.2	195.9
중국	10.7	14.3	11.4	21.2	57.6	15.8	21.7	19.4	30.0	86.9
북미	23.2	24.7	23.0	23.9	94.8	22.2	21.6	24.8	25.7	94.3
CKM						0.1	80.0	137.2	126.3	343.6
영업이익	20.6	17.0	15.4	14.0	67.0	18.0	24.6	14.2	39.1	95.9
한국	17.7	15.0	13.8	14.8	61.3	17.1	22.3	12.4	21.1	72.9
중국	0.6	1.1	0.0	0.6	2.4	(0.2)	0.7	0.1	(2.4)	(2.4)
북미	1.9	1.3	1.7	(0.4)	4.5	1.3	1.2	1.9	1.9	6.3
CKM							1.7	0.0	19.3	21.0
세전이익	19.8	16.3	15.4	10.5	62.0	17.4	15.5	4.7	20.5	58.1
순이익	15.0	12.8	11.9	7.7	47.3	13.2	15.5	7.1	12.3	48.1
영업이익률(%)	10.2	8.2	7.9	6.4	8.2	7.4	6.8	3.8	9.8	6.9
세전이익률(%)	9.8	7.9	7.9	4.8	7.5	7.2	4.3	1.2	5.1	4.2
순이익률(%)	7.4	6.2	6.1	3.5	5.8	5.4	4.3	1.9	3.1	3.5

자료: 한국콜마, 하나금융투자

6) 코스메카코리아: 본사는 좋지만, 잉글우드랩 불확실성 해소 관건

영업이익은 16억원(YoY 243%) 추정

- 국내 내수 YoY 70%

- 잉글우드랩 실적 불확실성 관건

3분기 영업이익은 YoY 243% 증가한 16억원 수준으로 추정한다(잉글우드랩 미포함). 전년도 낮은 베이스와 매출 확대 효과로 때문이다. 국내 내수 매출이 YoY 70% 증가하면서 외형 성장과 이익 개선을 견인할 전망이다. JM솔루션, VT코스메틱, 헤브엔비 등 주요 바이어들 주주가 여전히 급성장하고 있으며, TS샴푸는 탈모샴푸 시장 절대적 시장점유율 1위 제품이 되었다. 암웨이의 아티스트리 등 신규 바이어가 꾸준히 증가하고 있다. 저마진 선 제품 매출 비중 상승에도 불구하고, 매출 규모 확대에 따른 원료 협상력 제고로 원가율 개선을 도모할 수 있게 되었다. 52시간 근무제도로 인한 인건비 영향은 제한적이다.

다만, 3분기부터 연결로 계상되는 잉글우드랩은 불확실성 요인이다. 잉글우드랩은 상반기 매출 470억원을 달성했으며, 하반기 500억원 수준으로 예상되고 있다. 상반기 35억원의 적자를 기록했다. 국내 주요 바이어(미샤 등) 매출이 부진하면서 가동률이 하락했기 때문이다. 잉글우드랩의 미국 법인은 상반기 영업적자 1억원을 기록했다. 매각 결정 후 관리 부실과 그에 따른 원가율 및 판관비 상승 때문이다. 코스메카코리아 경영진은 인력 구조조정, 원재료 관리, 시설 정비 리뉴얼 등을 통해 3분기 영업손실을 축소하고 4분기 흑자전환을 목표하고 있다. 하반기 정상화시 미국법인 영업이익률은 5% 수준으로 예상하고 있다.

예상대로 잉글우드랩 구조조정이 완료될 경우 코스메카코리아의 전망은 밝다. 한국/중국/미국 투자가 완료되면서, 2018년 상반기 한국/중국 2.4억개 Capa에서 2019년 5.5억개, 2020년 7.5억개까지, 매출은 2019년 3,000억원에서 2020년 5,000억원 수준까지 사업규모를 확대를 목표하고 있다.

표 6. 코스메카코리아 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

3분기 연결기준 매출과 영업이익
각각 전년동기 대비 47.1%, 242.7%
증가한 549억원과 16억원 예상

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	50.6	49.9	37.3	44.6	182.3	53.2	79.6	54.9	64.4	252.1
국내	44.9	46.1	30.5	39.1	160.6	46.3	70.2	46.6	52.9	216.1
내수	33.6	31.5	23.0	31.4	119.6	39.5	62.2	39.1	44.5	185.3
수출	11.3	14.6	7.5	7.7	41.0	6.7	8.0	7.5	8.4	30.7
중국	8.9	8.4	9.1	9.6	36.1	8.3	11.3	9.6	12.5	41.7
매출총이익	11.0	12.5	7.3	8.1	38.9	9.6	17.3	9.9	11.8	48.7
영업이익	4.8	5.2	0.5	0.4	11.0	0.6	9.6	1.6	3.3	15.2
세전이익	4.2	5.6	1.1	(0.2)	10.7	2.3	9.8	1.6	1.5	15.2
순이익	3.5	4.9	0.7	0.9	9.9	2.1	8.0	1.3	1.2	12.6
영업이익률(%)	9.5	10.5	1.3	1.0	6.0	1.2	12.1	3.0	5.1	6.0
세전이익률(%)	8.2	11.3	3.1	(0.5)	5.9	4.3	12.3	3.0	2.3	6.0
순이익률(%)	6.9	9.8	1.8	2.0	5.4	3.9	10.1	2.4	1.8	5.0

주: 잉글우드랩 미반영

자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

7) 연우: 본격적인 실적 턴어라운드 시작

영업이익 25억원(YoY 59%) 추정
 - 내수와 수출 YoY 15% 이상 견조
 - 물류센터 가동, 고정비 부담 완화
 - 52시간 근무제도 후 인건비 감소

3분기 영업이익은 전년 동기대비 59% 증가한 25억원으로 추정한다. 중소형 벤처 화장품의 선전은 ODM 업체들은 물론 부자재 업체들에게도 호황기를 열어주고 있다. 이미 연우의 2분기 실적에서 아모레퍼시픽 매출 비중은 16%까지 하락했고, 국내 ODM과 수출 비중이 크게 상승한 바 있다. 3분기는 계절적 비수기임에도 불구하고 매출 680억원, 영업이익률은 오히려 QoQ 상승한 3.6% 수준이 가능할 전망이다. 이미 7월 실적만으로 전년도 영업이익(15억원) 수준을 넘어선 것으로 추정되고 있다(매출 250억원, OPM 8%). 수익성 개선은 출하량 증가로 인한 재고자산 감소, 물류센터 가동에 따른 고정비 부담 완화 때문이다.

무엇보다 7월 1일부터 2교대 근무(100명)로 인한 인건비 증가에도 불구하고 영업이익률이 상승함으로써 올해 내내 불확실성 요인으로 작용했던 최저임금/52시간 영향 인건비 부담 증가 우려를 해소할 수 있게 되었다는 데 큰 의미가 있다. 8~9월 상대적인 이익 저하는 상여금 지급(3분기만 총 2회) 영향이다.

3분기 매출과 영업이익 각각 전년 동기대비 15.5%, 59.4% 증가한 683억원과 25억원 추정

표 7. 연우 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018F년
매출	56.6	55.3	59.2	58.2	229.3	64.1	70.2	68.3	73.0	275.7
내수	36.7	29.5	27.3	33.7	127.2	37.2	36.0	31.6	40.3	145.0
수출	19.9	25.7	31.9	24.6	102.1	27.0	34.3	36.7	32.7	130.7
영업이익	2.3	3.0	1.5	2.1	9.0	1.1	2.4	2.5	5.1	11.0
순이익	(0.3)	5.7	2.5	(0.1)	7.8	1.2	3.1	2.6	4.6	11.5
영업이익률(%)	4.1	5.5	2.6	3.6	3.9	1.7	3.5	3.6	6.9	4.0
순이익률(%)	-0.6	10.3	4.2	-0.1	3.4	3.2	8.7	8.3	11.3	4.2

자료: 연우, 하나금융투자

8) 중소형 브랜드 업체들 대체로 부진

클리오: 대 중국 사업 부진,
- YoY 20% 이상 감익
에이블씨앤씨: 매출 감소,
- 영업적자 41억원
잇츠한불: 중국 향 매출 통제
- 당분간 감익 지속
에스디생명공학: 화장품 매출 감소
리더스코스메틱: YoY 증가, 2016년
매출 못 미침
네오팜: 영업이익 30억원(YoY 21%)
- 전 브랜드 견조한 성장 지속

중소형 화장품 업체들의 3분기 실적 전망은 대체로 좋지 못하다. 클리오는 대 중국 사업 진전이 없는 가운데 마케팅 및 인건비 부담 증가로 YoY 20% 이상 감익이 예상된다. 에이블씨앤씨 역시 구조조정 영향 매출이 계속 감소하는 가운데 판관비 부담이 커지면서 40억원(별도 기준)수준 적자를 지속할 것으로 예상된다. 잇츠한불 매출 감소는 중국 현지 사업 진행을 위한 수출대행/면세 채널 가격 통제 때문인데, 당분간 증익이 어렵다. 에스디생명공학의 매출 증가는 홈쇼핑 MD 사업 영향 때문이며, 화장품 사업 매출은 중국 밴더 교체 영향 등으로 감소할 가능성이 크다. 그나마 리더스코스메틱 매출이 YoY 증가하고 있지만 여전히 2016년 수준에 못 미치고 있다.

네오팜은 중소형 브랜드 업체 가운데 균계일화이다. 3분기 매출과 영업이익이 각각 YoY 26%, 21% 증가한 144억원과 30억원 수준이 가능할 전망이다. 아토팜과 제로이드, 리얼베리어, 더마비가 채널 확대 효과로 견조한 성장세를 지속하고 있다. 4분기에는 인센티브 등 고정비 부담이 완화하고 계절적 성수기 효과로 영업이익 규모가 50억원 이상으로 큰 폭 증가할 것으로 추정한다.

표 8. 화장품 관심 종목 3분기 및 연간 실적전망

(단위: 십억원, %)

종목	항목	3Q17	3Q18F	YoY(%)	2017	2018F	YoY(%,%p)	Con.(3Q18)	Con.(2018)
*클리오	매출	46.8	48.6	3.7	194	190	-1.8	49.4	195.0
	영업이익	1.2	0.9	-21.8	11	1	-89.8	2.1	6.7
	순이익	3.8	2.0	-46.9	8	6	-16.7	0.4	9.7
	OPM	2.5	1.9		5.6	0.6		4.3	3.4
에이블씨앤씨	매출	69.7	65.8	-5.6	332.2	298.5	-10.2	75.5	346.0
	영업이익	-2.0	-4.1	적자지속	7.7	-12.0	적자전환	-6.4	-13.0
	순이익	-1.2	-4.2	적자지속	4.4	-11.2	적자전환		-8.0
	OPM	-2.8	-6.2		2.3	-4.0			
*에스디생명공학	매출	29.5	39.0	32.1	127.4	174.9	37.3	42.6	167.9
	영업이익	6.1	4.3	-30.0	19.4	19.2	-1.0	6.7	20.1
	순이익	5.0	3.5	-30.1	13.5	15.3	13.6	4.9	16.7
	OPM	20.8	11.0		15.3	11.0			
*잇츠한불	매출	55.7	53.9	-3.3	245.7	228.4	-7.0	64.0	264.1
	영업이익	8.3	3.0	-63.4	45.4	25.8	-43.1	12.3	48.7
	순이익	5.2	1.9	-62.9	27.0	14.4	-46.8	7.7	31.2
	OPM	14.9	5.6		18.5	11.3			
*리더스코스메틱	매출	37.7	44.0	16.7	139.9	179.8	28.5		
	영업이익	1.6	1.4	-14.1	-0.3	14.1	흑자전환		
	순이익	1.3	0.7	-43.7	-5.9	10.5	흑자전환		
	OPM	4.3	3.2		-0.2	7.8			

주2: *는 연결 기준

자료: 각 사, 하나금융투자

표 9. 화장품 커버리지 종목 3분기 및 연간 실적전망

(단위: 십억원, %)

종목	항목	3Q17	3Q18F	YoY(%)	2017	2018F	YoY(% , %p)	Con.(3Q18)	Con.(2018)
*아모레퍼시픽	매출	1,210	1,311	8.3	5,139	5,374	4.6	1,412	5,573
	영업이익	101	131	30.1	596	603	1.2	150	653
	순이익	78	100	27.4	398	455	14.2	119	477
	OPM	8.4	10.0		11.6	11.2		10.6	11.7
*아모레G	매출	1,419	1,512	6.6	6,029	6,239	3.5	1,628	6,455
	영업이익	132	156	17.7	732	716	-2.2	189	795
	순이익	43	47	9.1	203	208	2.4	59	248
	OPM	9.3	10.3		12.1	11.5		11.6	12.3
*LG생활건강	매출	1,571	1,681	7.0	6,105	6,591	8.0	1,704	6,638
	영업이익	253	269	6.3	930	1,035	11.3	278	1,052
	순이익	185	186	0.8	606	707	16.6	194	722
	OPM	16.1	16.0		15.2	15.7		16.3	15.8
*애경산업	매출	162.7	203.7	25.2	628.9	732.1	16.4	202.2	752.1
	영업이익	14.9	29.5	97.8	49.7	100.3	101.7	24.3	92.7
	순이익	13.4	22.4	66.6	69.6	76.6	10.0	21.5	72.8
	OPM	9.2	14.5		7.9	13.7		12.0	12.3
*코스맥스	매출	208.5	281.4	35.0	884	1,239	40.1	292	1,221
	영업이익	5.0	13.2	163.3	35.1	56.7	61.5	14.2	59.3
	순이익	3.3	12.0	266.1	17.1	48.4	183.5	10.6	42.3
	OPM	2.4	4.7		4.0	4.6		4.9	4.9
*한국콜마	매출	194	378	94.8	822	1,382	68.2	363.8	1,348.2
	영업이익	15	14	-7.7	67	96	43.1	20.1	99.1
	순이익	12	7	-40.4	47	48	1.7	11.9	53.2
	OPM	7.9	3.8		8.2	6.9		5.5	7.4
*한국콜마홀딩스	매출	138.6	159	14.5	488	634	30.0		645.1
	영업이익	16.7	19	14.0	63	78	23.8		89.0
	순이익	5.4	14	154.2	63	65	2.8		58.5
	OPM	12.1	12.0		12.9	12.2			13.8
*코스메카코리아	매출	37.3	54.9	47.1	182.5	252.1	38.1	65.3	273.1
	영업이익	0.5	1.6	242.7	10.9	15.2	38.9	2.9	17.0
	순이익	0.7	1.3	104.9	9.9	12.6	26.6	2.3	14.2
	OPM	1.3	3.0		6.0	6.0		4.4	6.2
*연우	매출	59.2	68.3	15.5	228.7	275.7	20.5	68.8	271.4
	영업이익	1.5	2.5	59.4	9.1	11.0	21.6	3.5	12.4
	순이익	2.5	2.6	6.3	8.0	11.5	43.7	3.2	11.4
	OPM	2.6	3.6		4.0	4.0		5.0	4.6
*네오팜	매출	11.5	14.4	26.0	53.6	65.1	21.4	15.2	68.0
	영업이익	2.5	3.0	21.4	14.0	18.9	34.5	3.6	18.8
	순이익	2.3	2.3	2.6	11.6	14.7	25.9	3.0	15.2
	OPM	21.8	21.0		26.2	29.0		23.8	27.6

주2: *는 연결 기준

자료: 각 사, 하나금융투자

표 10. 투자 의견 및 목표주가 변경 내용

(주가 기준일자: 18.10.4, 단위: 원)

종목	현재주가	투자 의견		목표주가		과리율	비고 (사유)
		~에서	~으로	~에서	~으로		
아모레퍼시픽	227,500	BUY	NEUT.	300,000	250,000	9.9%	실적 추정치 및 밸류에이션 하향 조정
아모레G	79,000	NEUT.		104,000	85,000	7.6%	
코스메카코리아	34,400	BUY		50,000	43,000	25.0%	적정 밸류에이션 하향 조정
한국콜마	73,600			97,000	90,000	22.3%	
콜마비엔에이치	24,700			36,000	30,000	21.5%	
한국콜마홀딩스	39,100			57,000	50,000	27.9%	
애경산업	61,700			90,000	82,000	32.9%	
연우	25,900			30,000	32,000	23.6%	실적 추정치 상향 조정

자료: 하나금융투자

표 11. Coverage/관심종목 투자 의견 및 투자지표

(단위: 십억원)

종목	투자 의견	목표주가(원)		매출액	영업이익	순이익	EPS(원)	P/E(배)	P/B(배)	EV/EBITDA(배)	ROE(%)
아모레퍼시픽*	Neutral	250,000	2018F	5,374	603	455	6,589	34.5	3.5	17.0	10.5
			2019F	5,987	725	549	7,957	28.6	3.2	14.4	11.6
아모레G*	Neutral	85,000	2018F	6,239	716	208	2,335	33.8	2.1	8.5	6.7
			2019F	6,860	860	257	2,890	27.3	2.0	7.2	7.8
LG생활건강*	BUY	1,420,000	2018F	6,591	1,035	707	39,909	30.0	5.9	17.1	21.6
			2019F	7,001	1,168	806	45,478	26.3	5.0	15.0	20.9
코스맥스*	BUY	180,000	2018F	1,239	57	48	4,816	30.9	5.7	24.7	20.1
			2019F	1,436	74	65	6,515	22.9	4.6	20.1	22.2
한국콜마*	BUY	90,000	2018F	1,382	96	48	2,221	33.1	4.7	15.4	14.8
			2019F	1,700	169	71	3,173	23.2	4.0	9.3	18.7
한국콜마홀딩스*	BUY	50,000	2018F	634	78	65	3,582	10.9	2.1	9.5	20.0
			2019F	687	87	61	3,147	12.4	1.8	8.1	15.9
코스메카코리아*	BUY	43,000	2018F	252	15	13	1,179	29.2	2.9	17.3	10.6
			2019F	300	20	17	1,575	21.8	2.6	13.3	12.7
클리오*	Reduce	N/A	2018F	190	1	6	343	51.3	2.1	64.7	4.3
			2019F	204	4	7	387	45.5	2.0	36.6	4.7
연우*	BUY	32,000	2018F	276	11	11	927	27.9	1.6	13.6	6.0
			2019F	313	17	17	1,350	19.2	1.5	10.5	8.1
리더스 코스메틱*	Reduce	N/A	2018F	180	14	11	580	25.5	2.9	15.2	12.1
			2019F	208	21	14	768	19.3	2.5	11.1	14.2
에이블씨엔씨	Reduce	N/A	2018F	299	(12)	(11)	(451)	N/A	1.2	N/A	N/A
			2019F	292	(0)	(1)	(24)	N/A	1.2	54.4	N/A
애경산업*	BUY	82,000	2018F	732	100	77	3,038	20.3	8.7	14.6	50.3
			2019F	824	122	93	3,538	17.4	6.0	11.6	40.6
네오팜*	BUY	60,000	2018F	66	19	15	1,959	25.3	6.0	16.8	27.5
			2019F	80	23	18	2,415	20.6	4.9	13.3	27.3

주: * 표시는 K-IFRS 연결기준, 우선주 포함

자료: 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

코스맥스 (161890)

19

연우 (115960)

23

아모레퍼시픽 (090430)

27

2018년 10월 5일

코스맥스(161890)

변화하는 산업구조, 준비된 1등

3분기 영업이익 YoY 163% 증가 전망

3분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 35%, 163% 성장한 2,814억원과 132억원 수준이 가능할 전망이다. 글로벌 브랜드향 신제품 공급과 국내 신규/기존 고객사 수주 확대로 국내 사업 매출이 YoY 30% 고신장을 지속하면서 외형 성장과 이익 개선을 견인할 전망이다. 매출 증가에 따른 고정비 부담 완화로 국내 사업 영업이익률은 3.7%(YoY +1.7%p)까지 상승할 것으로 예상된다. 2분기 15% 증가에 그쳤던, 중국 법인 성장률은 광저우 법인 매출 지연 해소, 신규 고객 유치로 YoY 20% 이상으로 다시 올라설 전망이다.

중국 광저우 중심 확대, 마이너리티 시대 최대 수혜

중국 사업은 광저우 법인 확대 효과가 기대된다. 원래 광저우 지역은 중국 화장품 산업의 전통적인 중심지로 중소형 제조/브랜드 업체들이 상당히 많다. 코스맥스 광저우 법인은 Capa를 1억 개로 늘리고 영업권역 및 고객 확대를 도모하고 있다. 물류센터 확충하면서 실질적인 Capa 증설 효과를 거뒀고, 본사 차원 영업과 기술진 등 지원도 집중되고 있다.

한편, 전 세계적으로 중소형 벤처 브랜드의 약진은 ODM 업체들에게 또 한번 호황기를 열어주고 있다. 벤처 신규 바이어들의 유입이 큰 폭 증가하면서, 국내 메이저 ODM 업체들의 국내 부문은 YoY 30% 내외 고신장을 지속하고 있다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강 등 기존 메이저 브랜드 매출 비중은 10% 이하로 하락했다.

목표주가 18만원, 투자 의견 '매수' 유지

코스맥스는 글로벌 ODM 시장점유율 1위 업체로 압도적인 기술력과 막대한 제품 카테고리로 중국 화장품 시장을 선도하고 있으며, 북미 지역 생산기지 안정화로 사업권역을 확대했다. 제반 투자가 완료된 상황에서 화장품 시장 '마이너리티 시대'는 코스맥스에게 또 한번 큰 기회로 작용할 전망이다. 현재 주가는 12MF PER 24배로 비중확대가 유효하다.

Top picks

BUY

TP(12M): 180,000원 | CP(10월4일): 149,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,274.49
52주 최고/최저(원)	179,000/113,500
시가총액(십억원)	1,497.4
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	10,049.5
60일 평균 거래량(천주)	79.6
60일 평균 거래대금(십억원)	11.7
18년 배당금(예상, 원)	300
18년 배당수익률(예상, %)	0.20
외국인지분율(%)	24.02
주요주주 지분율(%)	
코스맥스비티아이 외 4인	26.02
국민연금	13.28
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.3) (0.7) 17.3
상대	(0.5) 5.2 23.5

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,221.7	1,460.1
영업이익(십억원)	59.1	82.5
순이익(십억원)	34.6	50.6
EPS(원)	4,184	5,935
BPS(원)	25,959	31,190

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	757.0	884.0	1,238.6	1,436.3	1,614.5
영업이익	십억원	52.6	35.1	56.7	73.6	90.5
세전이익	십억원	46.5	25.3	57.7	74.1	92.4
순이익	십억원	34.8	18.9	48.4	65.5	83.1
EPS	원	3,752	1,876	4,816	6,515	8,273
증감률	%	63.3	(50.0)	156.7	35.3	27.0
PER	배	31.85	62.36	30.94	22.87	18.01
PBR	배	5.69	5.38	5.68	4.59	3.69
EV/EBITDA	배	19.20	27.95	24.75	20.10	17.93
ROE	%	22.53	8.79	20.10	22.21	22.71
BPS	원	21,013	21,728	26,243	32,459	40,431
DPS	원	1,000	300	300	300	300



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 배송이
02-3771-7520
songi0703@hanafn.com

물론, 밸류체인 상 브랜드와 ODM 업체간 De-Coupling에 대한 고민은 있다. 실적 차이만큼 주가가 크게 벌어질까? 아닐 것 같다. 문제는 브랜드 대기업들과 ODM/부자재 업체들의 시가총액 차이가 너무 크다는 것이다. 브랜드 업체들의 실적 둔화와 중장기 불확실성을 감안하면 화장품 업종은 비중 축소가 바람직하다. 투자자 입장에서 업종 전략이 비중 축소인데 ODM 업체들을 마냥 늘릴 수 없다. 화장품 업종 내에서 브랜드와 ODM/부자재의 De-coupling은 인정하지만, 주가의 De-coupling은 한계가 있다는 것이다.

2014년 중국 모멘텀은 화장품 산업 모든 업체에게 사업 규모 확대의 큰 기회로 작용했다. 브랜드에서 원료까지 모든 밸류체인이 다 좋아졌다. 투자자 입장에서는 화장품 투자 비중을 맘껏 늘리고 종목을 발굴하면서 적극적 대응이 유효했다. 하지만, 이번 변화는 좀 다르다. 산업은 역동적이지만, 메이저 브랜드 업체들 둔화로 최소한 상장 유통시장 내에서는 활발한 투자를 기대하기 어려워졌다. ODM/부자재 호황에도 그만큼 비중을 늘리기 쉽지 않다. 즉, ODM/부자재 업체들의 입지가 상승하더라도 적정 밸류에이션이 하락하면서 주가 상승 폭은 제한적인 수준에 그칠 공산이 크다.

표 1. 코스맥스 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

3분기 연결기준 매출과 영업이익은
각각 전년동기 대비 35.0%, 163.3%,
증가한 2,814억원과 132억원 예상

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	219.1	232.3	208.5	224.0	883.9	288.7	327.5	281.4	340.9	1,238.6
국내	142.3	137.7	119.2	129.0	528.2	152.4	190.2	155.0	156.6	654.2
중국	75.5	103.4	86.2	98.7	363.8	97.1	119.1	103.9	114.9	435.1
미국/인도네시아	10.1	8.2	14.3	14.5	47.1	42.8	38.7	40.7	46.7	169.0
영업이익	9.4	14.3	5.0	6.4	35.1	10.4	18.6	13.2	14.5	56.7
국내	8.0	7.0	2.4	1.5	18.8	5.0	7.7	5.7	6.4	24.9
중국	6.7	10.4	4.0	8.4	29.6	6.8	9.9	6.9	8.4	32.1
미국/인도네시아	-4.9	-5.0	-4.1	-2.8	-16.8	(2.2)	(1.4)	(1.4)	(1.2)	(6.1)
세전이익	4.5	14.6	3.9	2.2	25.3	10.1	16.6	13.5	17.5	57.7
당기순이익	2.5	9.5	2.9	0.6	15.5	7.6	9.7	9.8	12.7	39.8
지배주주순이익	3.4	10.5	3.3	-0.2	17.1	9.3	11.9	12.0	15.2	48.4
영업이익률(%)	4.3	6.2	2.4	2.8	4.0	3.6	5.7	4.7	4.3	4.6
국내	5.6	5.1	2.0	1.1	3.6	3.3	4.1	3.7	4.1	3.8
중국	8.9	10.1	4.6	8.5	8.1	7.0	8.4	6.6	7.3	7.4
미국/인도네시아	-48.8	-60.8	-28.5	-19.3	-35.7	(5.1)	(3.5)	(3.4)	(2.5)	(3.6)
세전이익률(%)	2.1	6.3	1.9	1.0	2.9	3.5	5.1	4.8	5.1	4.7
순이익률(%)	1.6	4.5	1.6	-0.1	1.9	3.2	3.6	4.3	4.5	3.9

자료: 코스맥스, 하나금융투자

2018년 영업이익 YoY 62% 높은
실적 모멘텀 예상

표 2. 코스맥스 연간 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	757	884	1,239	1,436	1,614
국내	506	528	654	758	847
중국	278	364	435	510	589
미국/인도네시아	21	38	169	188	209
영업이익	53	35	57	74	90
국내	43	19	25	33	40
중국	26	26	32	37	41
미국/인도네시아	(22)	(17)	(6)	(0)	5
세전이익	46	25	58	74	92
당기순이익	31	16	40	55	69
지배주주순이익	35	19	48	65	83
적정시가총액	1,146	1,562	1,718	1,889	2,078
주식수(천주)	10,050	10,050	10,050	10,050	10,050
적정주가(원)	114,052	155,385	170,923	188,015	206,817
적정PER(배)	33.0	82.8	35.5	28.9	25.0
EPS(원)	3,461	1,876	4,816	6,515	8,273
영업이익률(%)	7.0	4.0	4.6	5.1	5.6
국내	8.6	3.6	3.8	4.3	4.7
중국	9.3	7.2	7.4	7.2	7.0
미국/인도네시아	(109.3)	(44.7)	(3.6)	(0.3)	2.6
매출액(YoY,%)	41.9	16.8	40.1	16.0	12.4
국내	35.7	4.5	23.8	15.8	11.8
중국	37.6	30.9	19.6	17.2	15.5
미국/인도네시아	476.5	116.9	343.9	11.5	10.8
영업이익(YoY,%)	46.4	(33.2)	61.5	29.8	22.9
국내	52.2	(56.6)	32.3	31.1	22.2
중국	43.1	1.4	22.8	14.1	11.8
미국/인도네시아	79.3	적자지속	적자지속	적자지속	흑자전환
순이익(YoY,%)	66.5	(50.6)	156.7	37.0	27.0

자료: 코스맥스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	757.0	884.0	1,238.6	1,436.3	1,614.5
매출원가	638.9	772.1	1,077.6	1,245.3	1,396.5
매출총이익	118.1	111.9	161.0	191.0	218.0
판매비	65.5	76.8	104.3	117.4	127.5
영업이익	52.6	35.1	56.7	73.6	90.5
금융손익	(5.6)	(12.4)	(2.3)	(3.0)	(1.6)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.6)	2.5	3.3	3.4	3.5
세전이익	46.5	25.3	57.7	74.1	92.4
법인세	15.0	9.7	17.9	19.5	23.1
계속사업이익	31.4	15.5	39.8	54.6	69.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	31.4	15.5	39.8	54.6	69.3
비배주주지분 손익	(3.3)	(3.3)	(8.6)	(10.9)	(13.9)
지배주주순이익	34.8	18.9	48.4	65.5	83.1
지배주주지분포괄이익	27.9	18.8	46.3	63.5	80.6
NOPAT	35.6	21.6	39.2	54.2	67.8
EBITDA	65.2	55.4	75.6	91.1	106.0
성장성(%)					
매출액증가율	41.9	16.8	40.1	16.0	12.4
NOPAT증가율	54.8	(39.3)	81.5	38.3	25.1
EBITDA증가율	44.6	(15.0)	36.5	20.5	16.4
영업이익증가율	46.5	(33.3)	61.5	29.8	23.0
(지배주주)순이익증가율	64.2	(45.7)	156.1	35.3	26.9
EPS증가율	63.3	(50.0)	156.7	35.3	27.0
수익성(%)					
매출총이익률	15.6	12.7	13.0	13.3	13.5
EBITDA이익률	8.6	6.3	6.1	6.3	6.6
영업이익률	6.9	4.0	4.6	5.1	5.6
계속사업이익률	4.1	1.8	3.2	3.8	4.3

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,752	1,876	4,816	6,515	8,273
BPS	21,013	21,728	26,243	32,459	40,431
CFPS	7,524	5,985	8,768	10,319	12,023
EBITDAPS	7,029	5,510	7,518	9,067	10,551
SPS	81,656	87,960	123,249	142,922	160,650
DPS	1,000	300	300	300	300
주가지표(배)					
PER	31.8	62.4	30.9	22.9	18.0
PBR	5.7	5.4	5.7	4.6	3.7
PCFR	15.9	19.5	17.0	14.4	12.4
EV/EBITDA	19.2	28.0	24.7	20.1	17.9
PSR	1.5	1.3	1.2	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	22.5	8.8	20.1	22.2	22.7
ROA	6.3	2.4	4.8	5.3	5.6
ROIC	10.3	4.4	6.4	8.4	9.3
부채비율	221.2	309.0	313.3	331.1	316.0
순부채비율	86.5	158.4	139.7	108.4	111.3
이자보상배율(배)	7.6	3.8	4.8	5.9	6.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	396.2	500.3	673.3	955.6	1,205.1
금융자산	70.4	43.5	54.6	112.0	49.0
현금성자산	68.3	39.0	48.3	104.6	40.7
매출채권 등	191.9	251.7	364.9	529.2	767.3
재고자산	125.1	184.7	225.3	281.6	352.0
기타유동자산	8.8	20.4	28.5	32.8	36.8
비유동자산	269.7	433.7	422.9	409.9	388.4
투자자산	14.7	20.1	28.1	32.6	36.7
금융자산	13.5	19.1	26.7	31.0	34.8
유형자산	235.9	307.2	289.1	272.2	247.2
무형자산	5.6	90.7	90.0	89.4	88.8
기타비유동자산	13.5	15.7	15.7	15.7	15.7
자산총계	665.9	934.0	1,096.2	1,365.5	1,593.5
유동부채	384.0	522.1	639.2	852.3	1,009.9
금융부채	190.0	242.2	262.3	292.3	312.3
매입채무 등	174.1	268.8	362.9	544.3	680.4
기타유동부채	19.9	11.1	14.0	15.7	17.2
비유동부채	74.6	183.6	191.8	196.4	200.6
금융부채	59.7	163.0	163.0	163.0	163.0
기타비유동부채	14.9	20.6	28.8	33.4	37.6
부채총계	458.6	705.6	831.0	1,048.7	1,210.5
지배주주지분	210.9	218.1	263.5	326.0	406.1
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	151.1	151.1	151.1	151.1	151.1
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	(3.0)	(2.9)	(2.9)	(2.9)	(2.9)
이익잉여금	58.1	65.2	110.6	173.0	253.2
비배주주지분	(3.6)	10.3	1.7	(9.2)	(23.1)
자본총계	207.3	228.4	265.2	316.8	383.0
순금융부채	179.3	361.7	370.6	343.3	426.3

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	23.5	(6.6)	2.2	34.8	(85.9)
당기순이익	31.4	15.5	39.8	54.6	69.3
조정	18.6	18.7	18.9	17.4	15.6
감가상각비	12.5	20.2	18.8	17.5	15.6
외환거래손익	(1.5)	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	7.6	(1.8)	0.1	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(26.5)	(40.8)	(56.5)	(37.2)	(170.8)
투자활동 현금흐름	(97.5)	(172.7)	(9.9)	(5.5)	5.0
투자자산감소(증가)	(10.8)	(5.4)	(8.1)	(4.5)	(4.0)
유형자산감소(증가)	(88.2)	(80.6)	0.0	0.0	10.0
기타	1.5	(86.7)	(1.8)	(1.0)	(1.0)
재무활동 현금흐름	124.9	150.1	17.0	27.0	17.0
금융부채증가(감소)	39.1	155.5	20.0	30.0	20.0
자본증가(감소)	91.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.3	4.6	0.0	0.0	0.0
배당지급	(6.3)	(10.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
현금의 증감	51.1	(29.3)	9.3	56.3	(63.9)
Unlevered CFO	69.8	60.1	88.1	103.7	120.8
Free Cash Flow	(66.1)	(87.8)	2.2	34.8	(85.9)

2018년 10월 5일

연우(115960)

실적 턴어라운드 본격화

3분기 영업이익 YoY 59% 증가 전망

3분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 15, 59% 증가한 683억원과 25억원으로 추정한다. 내수와 수출 매출이 모두 YoY 15% 이상 견조한 신장세를 보이면서 계절적 비수기임에도 높은 매출 규모를 달성할 것으로 예상된다. 출하량 증가로 인한 재고 자산 감소, 물류센터 가동에 따른 고정비 부담 완화로 영업이익률은 3.6%(YoY +1%p)까지 상승할 전망이다. 7월 실적만으로 전년도 영업이익(15억원) 수준을 넘어선 것으로 추정되고 있다 (매출 250억원, OPM 8%). 8~9월 상대적인 이익 저하는 상여금 지급(3분기만 총 2회) 영향이다.

52시간 근무 비용 불확실성 소멸

7월 1일부터 2교대 근무(100명)로 인한 인건비 증가에도 불구하고 영업이익률이 상승함으로써 올해 내내 불확실성 요인으로 작용했던 최저임금/52시간 영향 인건비 부담 증가 우려를 해소할 수 있게 되었다는 데 큰 의미가 있다.

4분기는 성수기로 역대 최대 매출 달성이 예상되며, 고정비 부담 완화로 영업이익은 51억원(YoY 142%)까지 증가할 전망이다. 하반기 물류센터가 본격 가동되면서 외주가공비 등 원가 부담이 크게 완화되었다. 아울러, 중소형 벤처 화장품의 선전은 ODM 업체들은 물론 부자재 업체들에게도 호황기를 열어주고 있다. 이미 연우의 2분기 실적에서 아모레퍼시픽 매출 비중은 16%까지 하락했고, 국내 ODM과 수출 비중이 크게 상승한 바 있다.

목표주가 3→3.2만원, 투자 의견 '매수' 유지

연우는 국내외 화장품 시장 플라스틱 용기 시장점유율 1위 업체다. 산업적으로 중소형 화장품 주도의 마이너리티 시대, 중국 화장품 시장 프리미엄화의 수혜 폭이 클 것으로 보인다. 3분기 이후 최저임금/52시간 불확실성 해소, Capa 증설 투자 회수기 진입으로 가파른 수익성 개선에 의한 실적 턴어라운드 국면이 기대된다. 현재 주가는 12MF PER 20배로 가동률 상승에 의한 높은 영업레버리지와 이익 증가세(2017~20년 CAGR 42%)를 감안하면 여유 있는 수준이다. 저점 매수가 유효하다.

Top picks

BUY

TP(12M): 32,000원(상향) | CP(10월4일): 25,900원

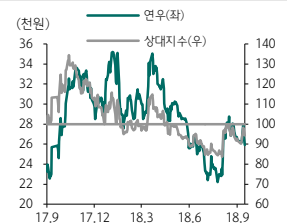
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	789.00
52주 최고/최저(원)	35,200/22,200
시가총액(십억원)	321.1
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	12,398.0
60일 평균 거래량(천주)	46.8
60일 평균 거래대금(십억원)	1.2
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	13.07
주요주주 지분율(%)	
기중현 외 2인	61.42
PKG Group, LLC	6.83
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(9.9) (21.2) 0.8
상대	(5.5) (13.8) (16.6)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	271.7	309.5
영업이익(십억원)	12.3	19.5
순이익(십억원)	10.8	17.0
EPS(원)	902	1,365
BPS(원)	15,883	17,268

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	234.6	229.3	275.7	312.5	344.5
영업이익	십억원	24.9	9.0	11.0	17.2	23.9
세전이익	십억원	26.2	7.4	13.5	19.7	26.4
순이익	십억원	20.9	7.8	11.5	16.7	22.5
EPS	원	1,687	628	927	1,350	1,812
증감률	%	N/A	(62.8)	47.6	45.6	34.2
PER	배	22.85	47.91	27.93	19.19	14.29
PBR	배	2.67	2.00	1.62	1.50	1.35
EV/EBITDA	배	12.69	16.95	13.62	10.48	7.91
ROE	%	11.68	4.26	5.98	8.11	9.95
BPS	원	14,451	15,038	15,966	17,316	19,128
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 배송이
02-3771-7520
songi0703@hanafn.com

중국 공장 완성 및 가동
신규 실적 모멘텀 작용 전망

중국 공장은 연말 완공, 2019년 1분기부터 매출이 발생할 것으로 보인다. Capa 300억원 규모다. 이미 한국 법인의 중국 향 매출은 빠르게 증가하고 있다. 1분기 8억, 2분기 17억, 3분기는 20억원을 넘어설 것으로 예상된다. 온라인, 로컬 메이저 브랜드 대상 영업이 양호하게 이뤄지고 있다. 플라스틱 제품은 관세율이 5% 이상으로 높고, 제조 지역이 중요하지 않은 만큼, 중국 현지 생산은 높은 가격 경쟁력으로 작용할 수 있다.

연우는 화장품 산업 밸류체인 상 실적 모멘텀을 가장 안정적으로 취할 수 있는 업체다. 면세점 중심의 럭셔리 화장품에서 원브랜드샵, 심지어 중국 내 ODM 생산 증가까지 코스맥스와 코스메카코리아 등 현지 진출 업체들을 통해서 실적을 흡수할 수 있다. 중국 향 매출 비중이 상승할수록 이는 밸류에이션 프리미엄 요인으로 작용할 공산이 크다.

아울러, 글로벌 제약사에 대한 납품을 준비하고 있다. 9월 ISO인증을 취득했고, 2019년 글로벌 메이저 제약사에 대한 납품이 시작될 것으로 보인다. 현재 제약사 매출 비중은 2%로 낮은 수준이지만, 디자인이 단순하고, 가격대가 높아서 영업이익률이 높다. 화장품은 디자인이 화려하고 모양도 다양해서 마진이 상대적으로 낮다. 글로벌 용기 업체 압타의 경우 의료용 매출 비중 30%인데, 이익 비중은 60%(OPM 30%)에 달하는 것으로 알려져 있다.

표 1. 연우 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

3분기 영업이익 YoY 59% 증가 예상

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018F년
매출	56.6	55.3	59.2	58.2	229.3	64.1	70.2	68.3	73.0	275.7
내수	36.7	29.5	27.3	33.7	127.2	37.2	36.0	31.6	40.3	145.0
수출	19.9	25.7	31.9	24.6	102.1	27.0	34.3	36.7	32.7	130.7
영업이익	2.3	3.0	1.5	2.1	9.0	1.1	2.4	2.5	5.1	11.0
순이익	(0.3)	5.7	2.5	(0.1)	7.8	1.2	3.1	2.6	4.6	11.5
영업이익률(%)	4.1	5.5	2.6	3.6	3.9	1.7	3.5	3.6	6.9	4.0
순이익률(%)	-0.6	10.3	4.2	-0.1	3.4	3.2	8.7	8.3	11.3	4.2

자료: 연우, 하나금융투자

현재 주가는 12MF PER 20배로
밸류에이션 부담 완화

표 2. 연우 연간 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	234.6	229.3	275.7	312.5	344.5
내수	135.4	127.2	145.0	162.3	177.7
수출	99.2	102.1	130.7	150.3	166.8
매출총이익	45.6	30.6	35.8	43.3	50.8
영업이익	24.9	9.0	11.0	17.2	23.9
세전이익	26.2	7.4	13.5	19.7	26.4
당기순이익	20.9	7.8	11.5	16.7	22.5
적정시가총액	307	338	371	409	449
주식수(천주)	12,398	12,398	12,398	12,398	12,398
적정주가(원)	24,757	27,233	29,956	32,952	36,247
적정PER(배)	15	43	32	24	20
EPS(원)	1,687	628	927	1,350	1,812
매출액(YoY,%)	17.8	-2.2	20.2	13.4	10.2
내수	29.0	-6.0	14.0	11.9	9.5
수출	5.4	2.9	28.0	15.0	11.0
영업이익(YoY,%)	32.0	-63.8	22.4	55.9	39.2
순이익(YoY,%)	36.9	-62.8	47.6	45.6	34.3
영업이익률	10.6	3.9	4.0	5.5	6.9
세전이익률	11.2	3.2	4.9	6.3	7.7
순이익률	8.9	3.4	4.2	5.4	6.5

자료: 연우, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	234.6	229.3	275.7	312.5	344.5
매출원가	189.0	198.7	239.8	269.2	293.8
매출총이익	45.6	30.6	35.9	43.3	50.7
판매비	20.7	21.5	24.8	26.2	26.8
영업이익	24.9	9.0	11.0	17.2	23.9
금융손익	0.6	(2.0)	1.5	1.5	1.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.7	0.3	1.0	1.0	1.0
세전이익	26.2	7.4	13.5	19.7	26.4
법인세	5.3	(0.4)	2.0	3.0	4.0
계속사업이익	20.9	7.8	11.5	16.7	22.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	20.9	7.8	11.5	16.7	22.5
비지배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	20.9	7.8	11.5	16.7	22.5
지배주주지분포괄이익	19.7	7.3	11.5	16.7	22.5
NOPAT	19.9	9.5	9.4	14.6	20.3
EBITDA	36.8	22.7	23.1	27.8	33.3
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	(2.3)	20.2	13.3	10.2
NOPAT증가율	N/A	(52.3)	(1.1)	55.3	39.0
EBITDA증가율	N/A	(38.3)	1.8	20.3	19.8
영업이익증가율	N/A	(63.9)	22.2	56.4	39.0
(지배주주)순이익증가율	N/A	(62.7)	47.4	45.2	34.7
EPS증가율	N/A	(62.8)	47.6	45.6	34.2
수익성(%)					
매출총이익률	19.4	13.3	13.0	13.9	14.7
EBITDA이익률	15.7	9.9	8.4	8.9	9.7
영업이익률	10.6	3.9	4.0	5.5	6.9
계속사업이익률	8.9	3.4	4.2	5.3	6.5

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,687	628	927	1,350	1,812
BPS	14,451	15,038	15,966	17,316	19,128
CFPS	3,517	2,236	2,096	2,463	2,893
EBITDAPS	2,968	1,828	1,861	2,243	2,687
SPS	18,920	18,495	22,236	25,209	27,789
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	22.8	47.9	27.9	19.2	14.3
PBR	2.7	2.0	1.6	1.5	1.4
PCR	11.0	13.5	12.4	10.5	9.0
EV/EBITDA	12.7	17.0	13.6	10.5	7.9
PSR	2.0	1.6	1.2	1.0	0.9
재무비율(%)					
ROE	11.7	4.3	6.0	8.1	9.9
ROA	8.9	3.1	4.4	6.1	7.5
ROIC	12.1	5.3	4.8	7.7	11.0
부채비율	31.8	39.0	34.0	33.7	32.4
순부채비율	(6.1)	5.9	(3.4)	(13.8)	(24.3)
이자보상배율(배)	57.8	15.5	17.8	33.5	46.7

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	91.4	88.5	106.6	139.0	175.2
금융자산	35.0	29.0	35.0	57.9	85.8
현금성자산	30.8	26.3	31.8	54.2	81.8
매출채권 등	33.1	35.6	42.9	48.6	53.6
재고자산	20.6	22.5	27.1	30.7	33.9
기타유동자산	2.7	1.4	1.6	1.8	1.9
비유동자산	144.7	170.6	158.7	148.1	138.8
투자자산	2.2	0.5	0.6	0.7	0.8
금융자산	2.2	0.5	0.6	0.7	0.8
유형자산	127.2	153.7	142.2	132.0	123.0
무형자산	1.8	5.9	5.4	5.0	4.6
기타비유동자산	13.5	10.5	10.5	10.4	10.4
자산총계	236.1	259.1	265.2	287.1	314.0
유동부채	33.7	49.8	42.7	46.5	49.8
금융부채	7.7	25.6	13.8	13.8	13.8
매입채무 등	19.6	22.1	26.5	30.1	33.1
기타유동부채	6.4	2.1	2.4	2.6	2.9
비유동부채	23.3	22.9	24.6	25.9	27.1
금융부채	16.4	14.5	14.5	14.5	14.5
기타비유동부채	6.9	8.4	10.1	11.4	12.6
부채총계	57.0	72.7	67.3	72.4	76.9
지배주주지분	179.2	186.4	197.9	214.7	237.1
자본금	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
자본잉여금	67.0	67.0	67.0	67.0	67.0
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.1	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	105.9	113.5	125.0	141.7	164.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	179.2	186.4	197.9	214.7	237.1
순금융부채	(10.9)	11.1	(6.8)	(29.6)	(57.5)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	24.8	19.4	18.0	22.9	28.0
당기순이익	20.9	7.8	11.5	16.7	22.5
조정	18.3	15.9	12.1	10.6	9.4
감가상각비	11.9	13.7	12.0	10.6	9.4
외환거래손익	(0.4)	1.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	6.8	0.9	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(14.4)	(4.3)	(5.6)	(4.4)	(3.9)
투자활동 현금흐름	(31.3)	(39.0)	(0.7)	(0.5)	(0.4)
투자자산감소(증가)	(2.2)	1.6	(0.1)	(0.1)	(0.1)
유형자산감소(증가)	(33.6)	(41.6)	0.0	0.0	0.0
기타	4.5	1.0	(0.6)	(0.4)	(0.3)
재무활동 현금흐름	(0.6)	16.2	(11.8)	0.0	0.0
금융부채증가(감소)	24.1	16.0	(11.8)	0.0	0.0
자본증가(감소)	73.2	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(97.9)	0.2	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(7.0)	(4.5)	5.5	22.4	27.6
Unlevered CFO	43.6	27.7	26.0	30.5	35.9
Free Cash Flow	(9.0)	(26.1)	18.0	22.9	28.0

2018년 10월 5일

아모레퍼시픽(090430)

구조적 변화가 필요한 시기

3분기 영업이익 YoY 30% 증가 전망

3분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 8%, 30% 증가한 1조 3,110억원과 1,310억원(YoY 30%) 수준에 그칠 전망이다. 국내외 화장품 사업이 전반적으로 기대치를 하회할 듯하다. 무엇보다 영업이익의 50% 이상 비중을 차지하는 면세점 채널 성장률이 애초 기대치(YoY 30%)를 밑돌 것으로 예상된다(YoY 25%). 온라인과 방판 등 고마진 채널이 YoY 3% 내외 역신장하는 것도 부담이다. 온라인은 홈쇼핑 채널 부진, 방판은 컨설턴트 수가 YoY 4% 감소했기 때문이다. 중국 법인 성장률 저하는 아쉬움이 크다(YoY 5% 예상). 이니스프리와 라네즈, 마몽드의 기존점 성장률이 모두 역신장하고 있다. 중국 법인 매출의 50%를 차지하는 이니스프리의 경우 3~4선 도시 점포들의 성장률은 높지만, 매출 비중이 큰 1~2선 도시 점포들이 부진하다. 설화수가 YoY 20% 이상 성장하고 있지만, 매출 비중이 15%에 불과하기 때문에 성장률 제고에 한계가 있다.

마이너리티 시대를 어떻게 헤쳐 나갈 것인가 과제

아모레퍼시픽의 가장 큰 문제 중의 하나는 아모레퍼시픽이 K-뷰티를 대표하고 있지 못하다는 것이다. 중국으로 화장품 수출 증가율보다 아모레퍼시픽의 현지법인 매출 증가율이 떨어진다. 이런 모습은 당분간 계속 될 듯 하다. K-뷰티의 가장 큰 경쟁력인 '혁신성' 측면에서 아모레퍼시픽은 에어쿠션 이후 이렇다할 신규 카테고리를 못 내고 있다. 글로벌 화장품 시장 마이너리티 시대에 아모레퍼시픽의 한계를 어떻게 극복할 것인지 해답을 내놓지 못하고 있다. 그러면서, 여전히 브랜드 M&A에 대해서는 인색하다. 운용 자원(브랜드)이 제한적이라면 운신의 폭도 좁을 수밖에 없다.

목표주가 30→25만원, 투자 의견 '매수→중립' 하향 조정

실적 추정치 및 밸류에이션 하향 조정에 따라 목표주가를 25만원으로 내린다. 25만원은 12MF PER 25배다. 중국 사업 성장률이 기대치를 잇따라 하회하고 있다. PER 30배 내외 고 밸류에이션의 근거로 작용해 온 중국 시장 내 높은 브랜드력과 시장점유율 상승 가능성에 의문이 제기되고 있다. 당분간 보수적 접근이 바람직하다.

관심종목

Neutral(하향)

TP(12M): 250,000원(하향) | CP(10월4일): 227,500원

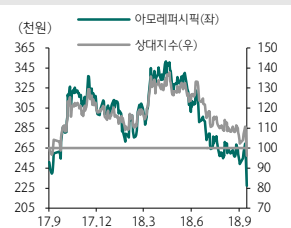
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,274.49
52주 최고/최저(원)	351,500/227,500
시가총액(십억원)	13,299.3
시가총액비중(%)	1.10
발행주식수(천주)	58,458.5
60일 평균 거래량(천주)	173.4
60일 평균 거래대금(십억원)	46.0
18년 배당금(예상, 원)	1,280
18년 배당수익률(예상, %)	0.56
외국인지분율(%)	34.43
주요주주 지분율(%)	
아모레퍼시픽그룹 외 3인	47.56
국민연금	7.06
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(12.7) (32.6) (12.3)
상대	(11.1) (28.6) (7.7)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	5,546.0	6,208.1
영업이익(십억원)	652.0	810.3
순이익(십억원)	481.8	604.8
EPS(원)	6,900	8,641
BPS(원)	65,852	72,997

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	5,645.4	5,123.8	5,374.3	5,987.4	6,579.0
영업이익	십억원	848.1	596.4	603.4	724.8	832.2
세전이익	십억원	856.6	567.3	608.4	732.4	842.4
순이익	십억원	639.3	394.0	454.7	549.2	633.7
EPS	원	9,262	5,709	6,589	7,957	9,182
증감률	%	10.7	(38.4)	15.4	20.8	15.4
PER	배	34.71	53.34	34.53	28.59	24.78
PBR	배	5.72	5.06	3.47	3.15	2.84
EV/EBITDA	배	19.47	23.22	16.97	14.39	12.40
ROE	%	17.70	9.81	10.48	11.56	12.06
BPS	원	56,222	60,206	65,514	72,191	80,093
DPS	원	1,580	1,280	1,280	1,280	1,280



Analyst 박종대
02-3771-8544

forsword@hanafn.com

RA 배송이

02-3771-7520

songi0703@hanafn.com

중국 사업 지속적인 부진
밸류에이션 추가 하락 가능성 상존

한국 화장품 업체들은 상당 부문 중국 시장에서 성장의 기회를 찾고 있다. 중국 시장에서 사업의 입지, 브랜드 인지도, 시장점유율이 고 밸류에이션의 근거가 된다. 아모레퍼시픽이 2013년 12MF PER 18배에서 30배 이상으로 밸류에이션 상승은 중국 관련 매출 비중의 상승과 고성장, 브랜드력 제고 때문이었다.

그런데, 지난 1년여 동안 기대치를 계속 하회하는 실적을 내놓고 있다. 2017년에는 중국 진출 20여년 만에 처음으로 시장점유율이 하락했으며, 2018년 들어서도 이렇다 할 회복을 보이지 못하고 있다. 절대적 매출 비중을 차지하는 이니스프리~라네즈까지 프레스티지 이하 제품들의 매출 부진 때문이다. 전반적인 중국 화장품 시장 소비 부진 영향도 있겠지만, 로컬 브랜드 업체들의 약진에 따른 경쟁심화가 핵심적인 요인이다. 2017년 중국 화장품 시장 상위 10개 업체 가운데 4개가 중국 회사였다.

중국 시장에서 지속적인 부진은 아모레퍼시픽의 브랜드력에 대한 전향적인 인식과 투자판단으로 이어질 수 있다. 밸류에이션 하락이다. 아모레퍼시픽의 그동안 주가 하락은 EPS 하향 조정에 의한 것이었다. 밸류에이션은 여전히 12MF PER 28배 내외 수준을 유지하고 있었다. 아모레퍼시픽과 아모레G의 주가는 밸류에이션 하향 조정에 의한 추가적인 하락 가능성을 배제할 수 없다.

표 1. 아모레퍼시픽 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

3분기 연결 매출과 영업이익 각각
전년 동기대비 8.3%, 30.1% 증가한
1조 3,110억원과 1,310억원 수준
예상

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	1,569	1,205	1,210	1,140	5,124	1,432	1,344	1,311	1,288	5,374
화장품	941	695	639	555	2,830	781	761	690	607	2,838
생활용품	163	111	151	92	517	160	117	159	97	534
해외화장품	477	409	427	508	1,821	501	477	471	595	2,044
영업이익	317	102	101	77	596	236	146	131	90	603
화장품	215	85	56	48	403	141	94	76	72	383
생활용품	20	(2)	11	(14)	15	17	(2)	10	(8)	17
해외화장품	88	20	46	41	194	82	45	46	39	211
세전이익	295	111	106	55	567	236	144	133	95	608
순이익	224	77	80	17	398	173	109	100	73	455
영업이익률(%)	20.2	8.4	8.4	6.7	11.6	16.5	10.8	10.0	7.0	11.2
화장품	22.8	12.2	8.8	8.6	14.2	18.0	12.4	11.0	11.9	13.5
생활용품	12.0	(1.8)	7.0	(14.8)	2.8	10.5	(1.5)	6.3	(8.6)	3.2
해외화장품	18.5	4.8	10.6	8.1	10.7	16.3	9.5	9.7	6.5	10.3
세전이익률(%)	18.8	9.2	8.8	4.8	11.1	16.5	10.7	10.1	7.4	11.3
순이익률(%)	14.2	6.4	6.6	1.5	7.8	12.1	8.1	7.6	5.7	8.5

자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

표 2. 아모레퍼시픽 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

2018년 면세점, 중국 매출 각각 YoY
7%, 10% 증가한 1.2조원과 1.4조원
추정

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	5,645	5,124	5,374	5,987	6,579
화장품	3,449	2,830	2,838	3,086	3,318
생활용품	552	517	534	557	580
해외화장품	1,697	1,821	2,044	2,345	2,681
영업이익	848	596	603	725	832
화장품	668	403	383	447	498
생활용품	10	15	17	20	24
해외화장품	211	194	211	267	322
세전이익	857	567	608	732	842
순이익	646	398	459	555	640
지배주주순이익	639	394	455	549	634
적정시가총액	18,861	20,370	13,582	14,669	15,842
주식수(천주)	58,458	58,458	58,458	58,458	58,458
적정주가(천원)	323	348	232	251	271
적정PER(배)	29.5	51.7	29.9	26.7	25.0
EPS(원)	10,935	6,740	7,779	9,394	10,840
영업이익률(%)	15.0	11.6	11.2	12.1	12.6
화장품	16.7	12.0	11.4	12.3	12.8
생활용품	1.8	2.8	3.2	3.6	4.1
해외화장품	12.4	10.7	10.3	11.4	12.0
매출 (YoY,%)	18.4	(9.2)	4.9	11.4	9.9
화장품	14.0	(17.9)	0.3	8.8	7.5
생활용품	3.6	(6.3)	3.2	4.3	4.2
해외화장품	35.0	7.3	12.3	14.7	14.3
영업이익 (YoY,%)	9.7	(29.7)	1.2	20.1	14.8
국내부문	12.5	(39.6)	(5.0)	16.8	11.2
해외화장품	32.0	(7.7)	8.7	26.3	20.8
순이익 (YoY,%)	10.4	(38.4)	15.4	20.8	15.4

자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,645.4	5,123.8	5,374.3	5,987.4	6,579.0
매출원가	1,424.8	1,379.7	1,504.8	1,676.5	1,881.6
매출총이익	4,220.6	3,744.1	3,869.5	4,310.9	4,697.4
판매비	3,372.6	3,147.7	3,266.1	3,586.1	3,865.2
영업이익	848.1	596.4	603.4	724.8	832.2
금융손익	11.7	10.7	12.3	14.1	16.0
종속/관계기업손익	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
기타영업외손익	(3.3)	(39.9)	(7.5)	(6.7)	(6.1)
세전이익	856.6	567.3	608.4	732.4	842.4
법인세	210.8	169.3	149.1	177.6	202.3
계속사업이익	645.7	398.0	459.3	554.7	640.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	645.7	398.0	459.3	554.7	640.1
비지배주주지분 손익	6.5	4.0	4.6	5.6	6.4
지배주주순이익	639.3	394.0	454.7	549.2	633.7
지배주주지분포괄이익	625.7	384.0	456.4	551.2	636.0
NOPAT	639.4	418.4	455.5	549.0	632.4
EBITDA	1,029.3	820.1	800.8	899.1	986.1
성장성(%)					
매출액증가율	18.4	(9.2)	4.9	11.4	9.9
NOPAT증가율	10.1	(34.6)	8.9	20.5	15.2
EBITDA증가율	11.9	(20.3)	(2.4)	12.3	9.7
영업이익증가율	9.7	(29.7)	1.2	20.1	14.8
(지배주주)순이익증가율	10.7	(38.4)	15.4	20.8	15.4
EPS증가율	10.7	(38.4)	15.4	20.8	15.4
수익성(%)					
매출총이익률	74.8	73.1	72.0	72.0	71.4
EBITDA이익률	18.2	16.0	14.9	15.0	15.0
영업이익률	15.0	11.6	11.2	12.1	12.6
계속사업이익률	11.4	7.8	8.5	9.3	9.7

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	9,262	5,709	6,589	7,957	9,182
BPS	56,222	60,206	65,514	72,191	80,093
CFPS	15,277	12,297	11,498	12,820	13,960
EBITDAPS	14,914	11,882	11,603	13,028	14,288
SPS	81,799	74,241	77,869	86,754	95,325
DPS	1,580	1,280	1,280	1,280	1,280
주가지표(배)					
PER	34.7	53.3	34.5	28.6	24.8
PBR	5.7	5.1	3.5	3.2	2.8
PCFR	21.0	24.8	19.8	17.7	16.3
EV/EBITDA	19.5	23.2	17.0	14.4	12.4
PSR	3.9	4.1	2.9	2.6	2.4
재무비율(%)					
ROE	17.7	9.8	10.5	11.6	12.1
ROA	13.3	7.5	8.1	9.0	9.4
ROIC	25.6	14.8	15.9	20.5	25.3
부채비율	33.0	28.7	27.5	27.3	26.6
순부채비율	(24.1)	(12.9)	(24.4)	(35.2)	(44.7)
이자보상배율(배)	217.5	193.6	217.6	290.5	370.6

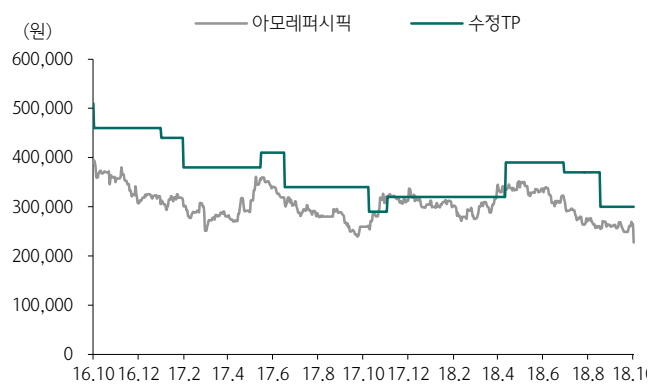
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,116.3	1,677.5	2,291.4	3,043.6	3,856.8
금융자산	1,088.8	666.2	1,240.7	1,896.3	2,616.4
현금성자산	623.7	604.2	1,175.7	1,823.9	2,536.7
매출채권 등	355.6	381.7	400.3	446.0	490.1
재고자산	409.9	374.8	393.1	437.9	481.2
기타유동자산	262.0	254.8	257.3	263.4	269.1
비유동자산	3,065.2	3,698.2	3,503.8	3,337.0	3,190.3
투자자산	56.4	62.3	65.4	72.9	80.1
금융자산	53.7	60.0	62.9	70.1	77.0
유형자산	2,358.6	2,613.2	2,415.7	2,241.4	2,087.5
무형자산	228.1	239.7	239.7	239.7	239.7
기타비유동자산	422.1	783.0	783.0	783.0	783.0
자산총계	5,181.6	5,375.7	5,795.2	6,380.6	7,047.1
유동부채	1,171.2	1,046.4	1,089.6	1,195.3	1,297.2
금융부채	144.7	86.6	86.7	86.9	87.1
매입채무 등	614.0	596.9	626.0	697.5	766.4
기타유동부채	412.5	362.9	376.9	410.9	443.7
비유동부채	113.7	153.9	159.3	172.6	185.4
금융부채	3.0	42.9	42.9	42.9	42.9
기타비유동부채	110.7	111.0	116.4	129.7	142.5
부채총계	1,284.9	1,200.3	1,248.9	1,367.8	1,482.6
지배주주지분	3,878.8	4,153.8	4,520.2	4,981.0	5,526.3
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	720.5	720.5	720.5	720.5
자본조정	(17.6)	(17.6)	(17.6)	(17.6)	(17.6)
기타포괄이익누계액	(17.2)	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
이익잉여금	3,158.7	3,456.5	3,822.9	4,283.7	4,829.1
비지배주주지분	17.8	21.6	26.2	31.8	38.2
자본총계	3,896.6	4,175.4	4,546.4	5,012.8	5,564.5
순금융부채	(941.0)	(536.7)	(1,111.1)	(1,766.6)	(2,486.4)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	677.0	512.6	665.7	751.1	815.3
당기순이익	645.7	398.0	459.3	554.7	640.1
조정	194.6	207.6	197.3	174.2	153.8
감가상각비	181.2	223.7	197.5	174.3	153.9
외환거래손익	(4.3)	10.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	17.8	(26.9)	(0.2)	(0.1)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(163.3)	(93.0)	9.1	22.2	21.4
투자활동 현금흐름	(609.6)	(400.8)	(6.0)	(14.8)	(14.3)
투자자산감소(증가)	(4.7)	(6.0)	(3.0)	(7.5)	(7.2)
유형자산감소(증가)	(493.6)	(767.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(111.3)	372.5	(3.0)	(7.3)	(7.1)
재무활동 현금흐름	(133.0)	(110.9)	(88.3)	(88.2)	(88.2)
금융부채증가(감소)	(21.6)	(18.2)	0.1	0.2	0.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(16.8)	16.3	(0.1)	(0.1)	(0.1)
배당지급	(94.6)	(109.0)	(88.3)	(88.3)	(88.3)
현금의 증감	(63.5)	(19.5)	571.5	648.2	712.9
Unlevered CFO	1,054.4	848.7	793.6	884.8	963.5
Free Cash Flow	182.1	(256.0)	665.7	751.1	815.3

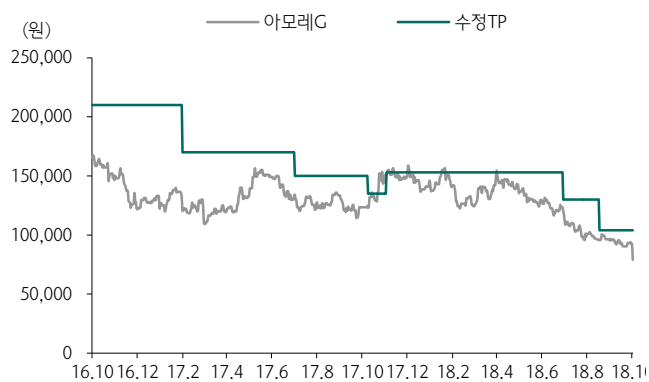
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

아모레퍼시픽



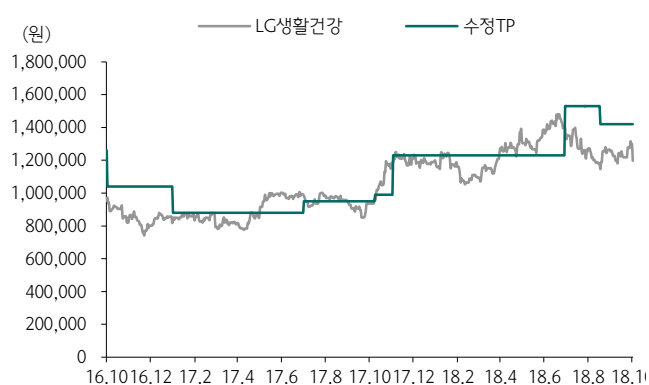
날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.10.5	BUY	250,000		
18.8.21	BUY	300,000	-13.01%	-9.67%
18.7.3	BUY	370,000	-24.82%	-16.35%
18.4.15	BUY	390,000	-15.36%	-9.87%
17.11.6	Neutral	320,000	-3.87%	7.81%
17.10.12	Neutral	290,000	2.13%	12.59%
17.6.20	Neutral	340,000	-16.92%	-6.32%
17.5.19	BUY	410,000	-17.49%	-12.32%
17.2.3	BUY	380,000	-23.30%	-5.00%
17.1.4	BUY	440,000	-28.97%	-26.14%
16.10.5	BUY	460,000	-25.30%	-15.43%
16.9.19	BUY	510,000	-22.90%	-21.57%
18.10.5	BUY	250,000		
18.8.21	BUY	300,000	-13.01%	-9.67%

아모레G



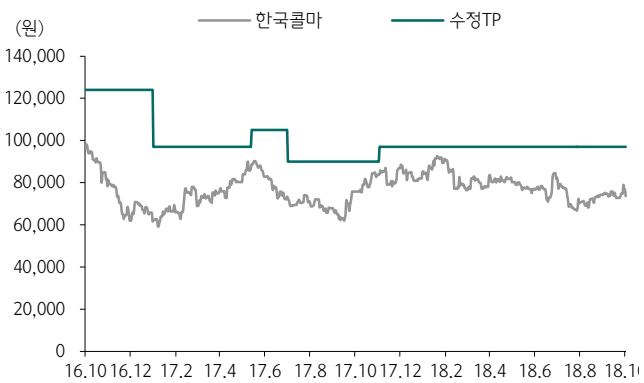
날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.10.5	Neutral	85,000		
18.8.21	Neutral	104,000	-8.79%	-3.37%
18.7.3	Neutral	130,000	-20.24%	-10.00%
17.11.6	Neutral	153,000	-9.30%	3.59%
17.10.12	Neutral	135,000	2.77%	13.70%
17.7.5	Neutral	150,000	-16.08%	-9.33%
17.2.3	BUY	170,000	-22.68%	-7.94%
16.10.4	BUY	210,000	-33.75%	-20.24%
16.5.2	BUY	180,000	-11.57%	-3.06%

LG생활건강



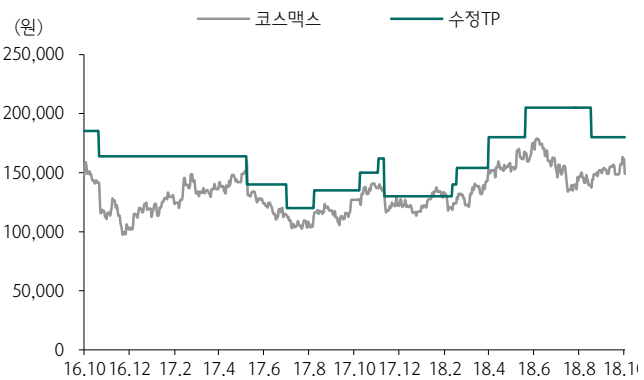
날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.8.21	BUY	1,420,000		
18.7.24	BUY	1,530,000	-16.55%	-8.69%
18.7.3	Neutral	1,530,000	-12.86%	-8.69%
17.11.6	Neutral	1,230,000	0.11%	20.33%
17.10.12	Neutral	990,000	11.67%	20.51%
17.7.5	Neutral	950,000	-0.85%	5.37%
17.1.4	Neutral	880,000	0.39%	14.43%
16.10.5	Neutral	1,040,000	-18.30%	-9.42%

한국콜마



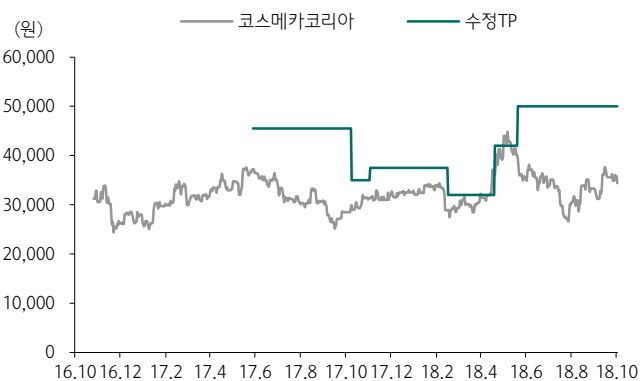
날짜	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18.10.5	BUY	90,000		
17.11.6	BUY	97,000	-18.15%	-4.43%
17.7.5	BUY	90,000	-20.35%	-5.78%
17.5.17	BUY	105,000	-23.06%	-14.10%
17.1.4	BUY	97,000	-24.64%	-7.22%
16.10.5	BUY	124,000	-38.77%	-20.97%
16.7.4	BUY	110,000	-13.95%	-3.64%

코스맥스



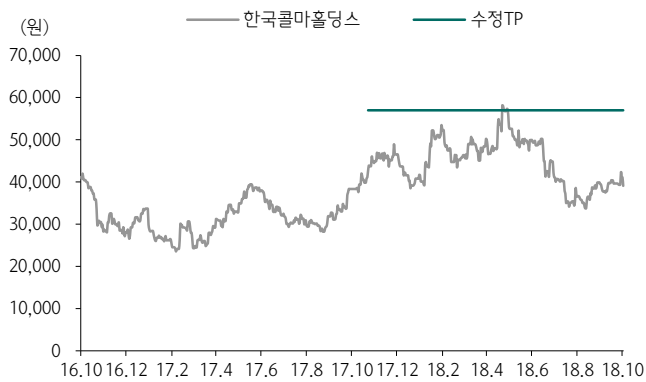
날짜	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18.8.21	BUY	180,000		
18.5.24	BUY	205,000	-24.75%	-12.68%
18.4.4	BUY	180,000	-13.29%	-5.56%
18.2.20	BUY	154,000	-13.36%	-3.90%
18.2.14	BUY	140,000	-11.43%	-11.43%
17.11.14	Neutral	130,000	-4.30%	5.77%
17.11.6	BUY	162,000	-15.12%	-13.58%
17.10.12	BUY	150,000	-9.29%	-6.00%
17.8.11	BUY	135,000	-14.10%	-5.56%
17.7.5	Neutral	120,000	-11.22%	-6.25%
17.5.12	Neutral	140,000	-12.45%	-4.29%
16.10.24	BUY	163,817	-22.81%	-6.91%
16.10.4	BUY	185,270	-20.28%	-14.21%
16.3.15	BUY	214,523	-32.17%	-19.55%

코스메카코리아



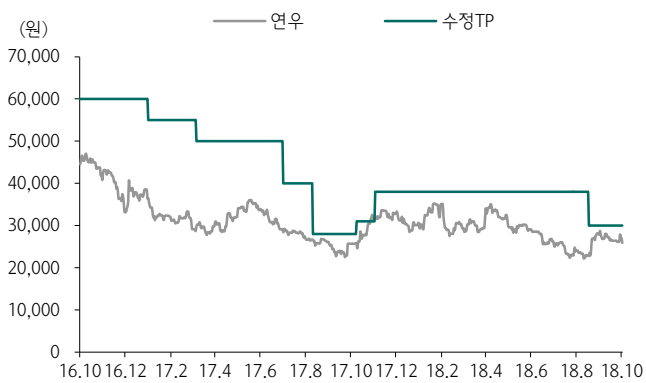
날짜	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18.10.5	BUY	43,000		
18.5.24	BUY	50,000	-33.03%	-23.70%
18.5.20	BUY	42,000	-4.52%	-4.52%
18.4.23	BUY	42,000	-2.60%	6.79%
18.2.19	Neutral	32,000	-4.10%	16.09%
17.11.6	BUY	37,500	-13.44%	-8.40%
17.10.12	BUY	35,000	-13.00%	-8.57%
17.6.1	BUY	45,500	-30.94%	-18.35%

한국콜마홀딩스



날짜	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18.10.5	BUY	50,000		
17.10.26	BUY	57,000	-21.58%	2.11%

연우



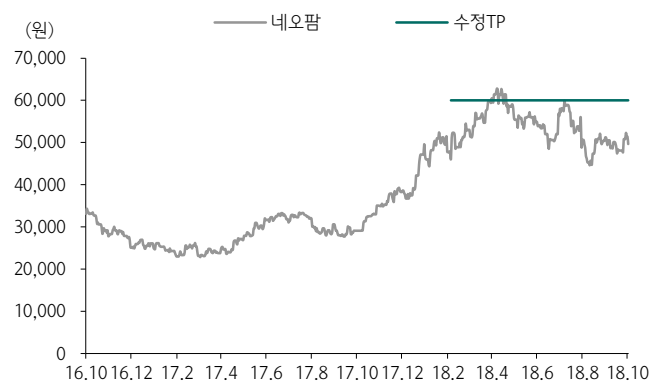
날짜	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18.10.5	BUY	32,000		
18.8.21	BUY	30,000	-10.57%	-4.17%
17.11.6	BUY	38,000	-22.04%	-7.37%
17.10.12	BUY	31,000	-6.34%	5.00%
17.8.14	Neutral	28,000	-11.20%	-4.11%
17.7.5	BUY	40,000	-30.28%	-26.88%
17.3.10	BUY	50,000	-36.96%	-27.90%
17.1.4	BUY	55,000	-42.17%	-35.36%
16.10.5	BUY	60,000	-32.36%	-21.58%
16.5.30	BUY	53,000	-16.98%	-6.89%

애경산업



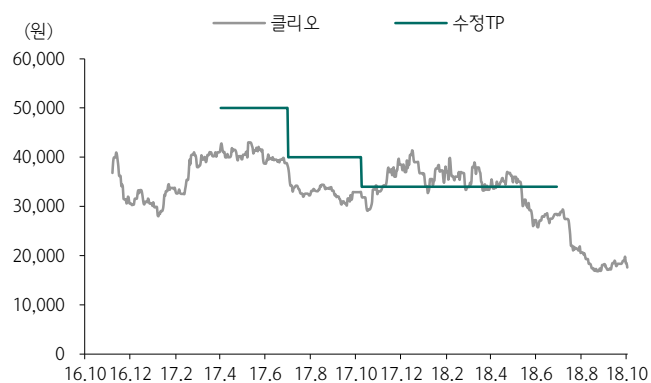
날짜	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18.10.5	BUY	82,000		
18.7.3	BUY	90,000	-22.35%	-13.33%

네오팜



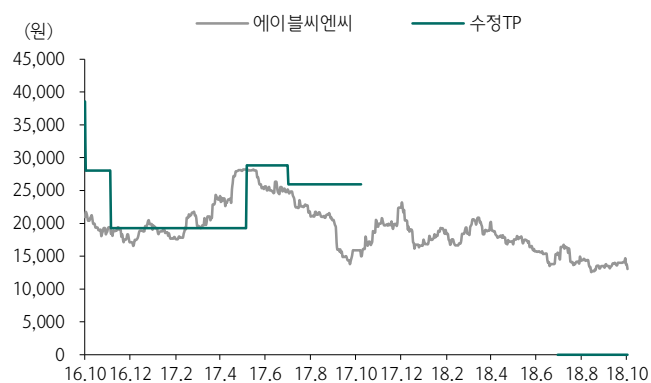
날짜	투자의견	목표주가	과락율(%)	
			평균	최고/최저
18.2.8	BUY	60,000		

클리오



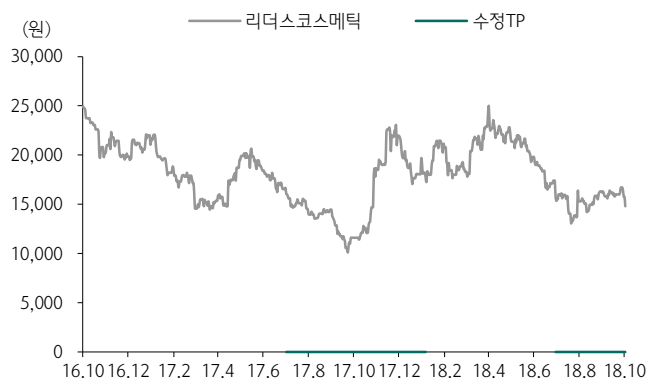
날짜	투자의견	목표주가	과락율(%)	
			평균	최고/최저
18.7.3	Reduce			
17.10.12	Neutral	34,000	1.12%	21.76%
17.7.5	Neutral	40,000	-17.99%	-8.13%
17.4.5	BUY	50,000	-19.11%	-14.00%

에이블씨엔씨



날짜	투자의견	목표주가	과락율(%)	
			평균	최고/최저
17.10.12	Reduce			
17.7.5	Neutral	25,941	-22.82%	-4.26%
17.5.10	Neutral	28,824	-9.84%	-2.17%
16.11.8	Neutral	19,274	5.95%	46.31%
16.10.5	BUY	28,034	-30.05%	-23.13%
16.9.26	BUY	38,547	-43.89%	-42.50%

리더스코스메틱



날짜	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
16.5.31	Reduce			

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.1%	8.3%	0.7%	100.1%

* 기준일: 2018년 10월 5일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 10월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2018년 10월 5일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.