

2013. 04. 04

Analysts

이지연 02) 3777-8484
jiyeon.lee@kbsec.co.kr윤종민 02) 3777-8445
jongmin_yoon@kbsec.co.kr

화장품 (OVERWEIGHT)

산업 코멘트

Recommendations

LG생활건강 (051900)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 720,000원 (상향)

아모레퍼시픽 (090430)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 1,100,000원 (하향)

에이블씨엔씨 (078520)

투자의견: BUY (신규)
목표주가: 100,000원 (신규)

코스맥스 (044820)

투자의견: BUY (신규)
목표주가: 64,000원 (신규)

해외 시장으로의 확장 속도가 중요해지는 시점

화장품 업종의 장기 주가 방향성의 핵심 결정변수는 해외 시장으로의 확장 가시성 및 경쟁적 우위 확보 여부가 될 전망이다. 국내 화장품 시장의 성장 둔화 및 경쟁 심화로 해외실적의 가시성이 높은 업체 중심으로 valuation 프리미엄의 유지가 예상되기 때문이다. 해외 시장에서 글로벌 업체와의 경쟁으로부터 상대적으로 자유롭고 견조한 수요증가가 예상되는 ODM 업체를 선호하며, 코스맥스를 top-pick으로 제시한다. 대형업체의 경우 당분간 국내 실적 둔화에 대한 부담 해소, 해외에서의 경쟁력 입증이라는 과제를 안고 있어, 장기적 관점에서의 접근을 추천한다.

해외 시장 확장 및 글로벌 경쟁력 확보 여부가 주가결정변수로 작용할 전망

화장품 업종의 장기 주가 방향성의 핵심 결정변수는 해외 시장으로의 확장 가시성 및 경쟁적 우위 확보 여부가 될 전망이다. 역사적으로 보면 화장품 업종의 추세적 주가 상승의 원동력은 대형업체의 유통채널 장악을 통한 점유율 확대였다. 그러나 소비패턴의 변화로 기존 유통장악력의 프리미엄이 축소되며 산업 내 경쟁강도는 당분간 지속될 전망이다. 따라서 현 시점에서는 해외성장성에 주목한 종목별 차별적 시가에서의 접근을 추천한다.

국내 화장품 시장은 소비자 중심으로 전환하며, 성장 폭 둔화 예상

국내 화장품 시장은 소비자들의 화장품 브랜드 및 가격에 대한 인지도 변화가 일어나며, 합리적 소비패턴의 '소비자 중심' 시장으로 변화 중이다. 2008~2010년에는 '소비양극화'가 고가 화장품 시장을 견인했다면 1) 누적된 가계 재정 부담, 2) 저가 제품에 대한 인지 부조화 해소로 매스 소비자들의 trading-down 추세는 지속될 전망이다. 이는 산업 전반의 P를 하락시켜 성장률 둔화와 동시에 유통경로를 막론하는 채널 간 경쟁을 초래할 것으로 예상된다.

해외 시장 진출에 있어서는 브랜드 업체보다 ODM 업체가 winner

국내 시장의 둔화와 더불어 국내 화장품 업체들의 적극적인 해외 시장 진출이 예상되는데, 업종 내에서도 각 업체의 비즈니스 모델 및 해외 확장 전략에 따라 외형성장 및 실적개선 폭이 차별화될 전망이다. 아모레퍼시픽 등 브랜드업체의 경우 해외 시장에서 글로벌 업체 및 현지에서 성장하고 있는 로컬업체와 직접적으로 경쟁해야 하는 부담으로 단기간의 수익성 개선 폭은 제한적으로 예상된다. 한편 ODM 업체는 성장하는 현지 브랜드 업체들을 고객으로 확보하고 있어 수요 측면에서 견조하고, 고객이 다변화되어 있어 수주 공백의 위험이 적다. 따라서 해외 시장 확대 측면에서는 ODM 업체의 실적 증가세가 돋보일 전망이다.

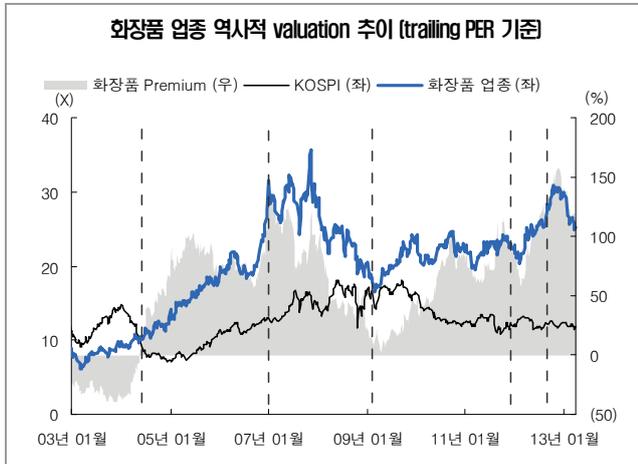
코스맥스 top-pick으로 제시, 대형주는 장기적 관점에서 접근 추천

1) 중저가 시장 확대라는 국내 화장품 시장의 구조적 변화, 2) 해외 시장에서의 실적 성장성 등을 감안하여 화장품 ODM 업체인 코스맥스를 top-pick으로 신규 제시하며, 목표주가 64,000원으로 커버리지를 개시한다. 에이블씨엔씨는 국내 실적 둔화 우려 존재하나, 중국 실적 턴어라운드에 힘입어 valuation 디스카운트 요인 해소가 기대되며 BUY 투자의견과 목표주가 100,000원을 제시한다. 대형업체의 경우 장기적 해외 확장 기대감은 유효하나, 단기적으로는 국내 실적 둔화에 대한 부담 해소, 해외에서의 경쟁력 입증이라는 과제를 안고 있는 만큼, 장기적 관점에서의 매수 전략을 추천한다.

Contents

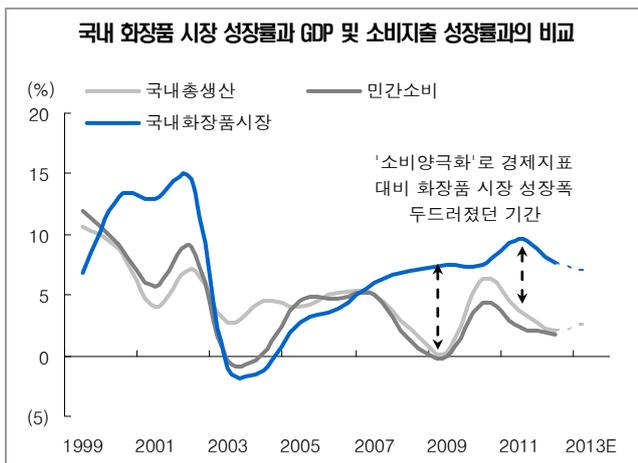
I. Focus Charts	4
II. Executive Summary	5
III. Investment Points	6
IV. 주가 변동 추이	35
Recommendations	38
LG생활건강 (051900)	38
I. Focus Charts	39
II. 목표주가 산정 및 valuation	40
III. 1Q13 Preview 및 실적 전망	41
IV. Valuation	43
아모레퍼시픽 (090430)	46
I. Focus Charts	47
II. 목표주가 산정 및 valuation	48
III. 1Q13 Preview 및 실적 전망	49
IV. Valuation	51
에이블씨엔씨 (078520)	54
I. Focus Charts	55
II. 목표주가 산정 및 valuation	56
III. 1Q13 Preview 및 실적 전망	57
IV. Valuation	59
코스맥스 (044820)	62
I. Focus Charts	63
II. 목표주가 산정 및 valuation	64
III. 1Q13 Preview 및 실적 전망	65
IV. Valuation	66
Appendices – Peers Comparison	68

I. Focus Charts



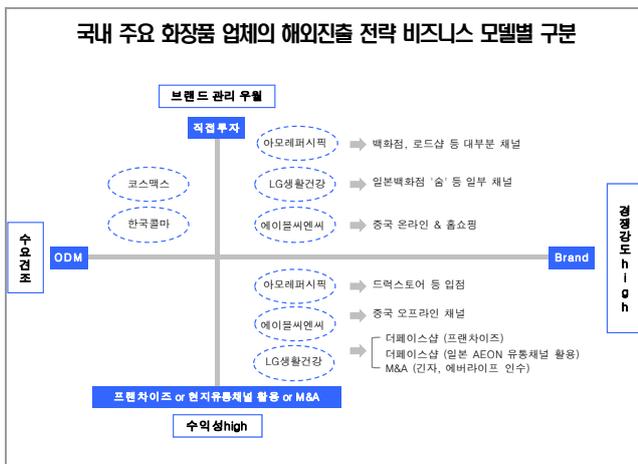
자료: FnGuide, KB투자증권

- 2013년 이후 화장품 업종에서는 해외 시장 확장 가능성 및 해외 시장에서의 경쟁력 확보 여부가 장기 주가 방향성을 결정하는 핵심요인
- 최근 주가 흐름은 경쟁 심화로 실적 개선 폭에 대한 불확실성이 확대되며, 1) Organic 성장의 지속 가능 여부에 대한 고민과, 2) 지역적 확장에 대한 기대감이 혼재하는 valuation 탐색 과정으로 보임
- 국내 시장의 경우 소비자의 브랜드 로열티 퇴색, 가격-품질에 대한 인지 변화 등이 진행됨과 동시에 업체 간 경쟁 심화 국면이 당분간 지속될 것으로 예상
- 해외 시장에서 입지를 넓혀가며 Q의 증가 요인이 가시적인 업체 위주로 추세적 주가 상승이 지속될 전망



자료: Euromonitor, 한국은행, Bloomberg, KB투자증권

- 2013년 국내 화장품 시장은 고가 시장 위축이 지속 예상됨에 따라 전년 대비 6.8% 성장하며 2012년에 이어 성장률이 둔화될 전망
- 2011년까지의 화장품 시장 특징이 '소비 양극화'로 인해 증가를 이용하던 소비자들이 고가 또는 저가 시장으로 이동하며 국내 화장품 시장의 성장을 견인했다면, 2012년의 두드러지는 특징은 고가 소비자의 저가 시장으로의 이동
- 1) 국내 화장품 ODM 산업의 발달로 인한 저가 화장품의 절대적인 품질력 개선, 2) 가격-품질 동질화라는 소비자들의 기존 인식 파괴 등으로 저가 화장품에 대한 소비자의 인지 부조화가 해소되며 'mass' 소비자의 trading-down '현상'이 '트렌드'로 자리잡을 것으로 예상



자료: KB투자증권

- 화장품 업종 내에서도 각 업체의 1) 비즈니스 모델, 2) 해외 진출 전략에 따라 외형 성장 및 실적 개선 폭이 달라질 것으로 예상
- 해외 시장 확대 측면에서는 ODM 업체 실적 증가세 돋보일 전망. 성장하는 현지 브랜드 업체들을 고객으로 확보하고 있어 수요 측면에서 견조하고, 고객이 다변화되어 있어 수주 공백의 위험이 적기 때문

II. Executive Summary

<p>해외성장성에 기반 valuation 재정립 예상</p>	<p>화장품 업종의 최근 증가흐름은 과거의 견조했던 유기적 성장의 지속가능성에 대한 고민과 해외 시장 확대 등 지역확장에 대한 기대감의 가시성을 탐색하는 과정으로 보인다. 2011년까지의 화장품 업종 추가결정변수가 대형 화장품업체의 유통채널 장악 및 trading-up 소비패턴에 힘입은 유기적 성장 폭이었다면, 앞으로는 국내 시장의 변화에 기대기 보다는 해외성장성에 기반 valuation 재정립이 예상된다.</p>
<p>소비패턴 변화로 기존 유통채널 장악의 프리미엄 축소 예상</p>	<p>2004년 이후 화장품 업종의 추세적 주가 상승의 원동력은 대형업체의 유통채널 장악을 통한 점유율 확대였다. 그러나 소비패턴의 변화로 인해 기존 유통채널 장악을 통해 향유했던 경쟁에서의 프리미엄이 축소되며 산업 내 경쟁강도 심화는 당분간 지속될 것으로 보인다.</p>
<p>소비자들의 trading-down 소비패턴 지속으로 P 하락에 따른 성장률 둔화와 채널 간 경쟁 심화 예상</p>	<p>2012년 국내 화장품 시장에서는 소비자들의 화장품 브랜드 및 가격에 대한 인지적 변화가 일어나며, 과거 브랜드가치와 유통력에 의존했던 ‘판매자 중심’의 시장에서 합리적 소비패턴이 대세가 되는 ‘소비자 중심’의 시장으로 이동 중이다. 2008~2010년에는 ‘소비양극화’가 고가 화장품 시장을 견인했다면 앞으로는 1) 누적된 가계 재정 부담, 2) 저가 제품에 대한 인지 부조화 해소로 매스 소비자들의 trading-down 소비패턴이 지속될 전망이다. 이는 산업 전반의 P를 하락시켜 성장률 둔화와 유통경로를 막론하는 채널 간 경쟁을 초래할 것으로 예상된다.</p>
<p>화장품 업체들의 적극적인 해외 시장 진출 예상되지만, 브랜드업체들의 경우 로컬 업체와의 경쟁 부담으로 수익성 개선 폭은 제한적일 전망</p>	<p>국내 시장의 둔화와 더불어 국내 화장품 업체들의 적극적인 해외 시장 진출이 예상되는데, 업종 내에서도 각 업체의 비즈니스 모델 및 해외 확장 전략에 따라 외형성장 및 실적개선 폭이 차별화될 전망이다. 아모레퍼시픽 등 브랜드업체의 경우 해외 시장에서 글로벌 업체 및 현지에서 성장하고 있는 로컬업체와 직접적으로 경쟁해야 하는 부담으로 단기간의 수익성 개선 폭은 제한적으로 예상된다.</p>
<p>중국 현지 브랜드 업체들을 고객으로 확보하고 있는 ODM 업체의 실적 증가세 돌보일 전망</p>	<p>한편 ODM 업체는 성장하는 현지 들을 고객으로 확보하고 있어 수요 측면에서 견조하고, 고객이 다변화되어 있어 수주 공백의 위험은 적다. 또한 특정 브랜드의 특정 라인 또는 제품에 대한 공급 개시 이후 해당 제품이 지속적으로 출시되는 한 공급자 변경의 가능성은 매우 낮기 때문에 거래선을 확보한 이후의 수주 가시성이 높다는 점도 화장품 ODM 산업의 장점이다. 따라서 해외 시장 확대 측면에서는 ODM 업체의 실적 증가세가 돌보일 전망이다.</p>
<p>코스맥스 top-pick BUY 투자의견과 목표주가 64,000원 제시</p>	<p>1) 중저가 확대라는 국내 화장품 시장의 구조적 변화, 2) 해외 시장에서의 실적 성장성 등을 감안하여 화장품 ODM 업체인 코스맥스를 top-pick으로 신규 제시하며, 목표주가 64,000원으로 커버리지를 개시한다. 에이블씨엔씨는 국내 실적 둔화 우려 존재하나, 중국 실적 턴어라운드에 힘입어 valuation 디스카운트 요인 해소가 기대되며 BUY 투자의견과 목표주가 100,000원을 제시한다. 대형업체의 경우 장기적 해외 확장 기대감은 유효하나, 단기적으로는 국내 실적 둔화에 대한 부담 해소, 해외에서의 경쟁력 입증이라는 과제를 안고 있는 만큼, 장기적 관점에서의 매수 전략을 추천한다.</p>

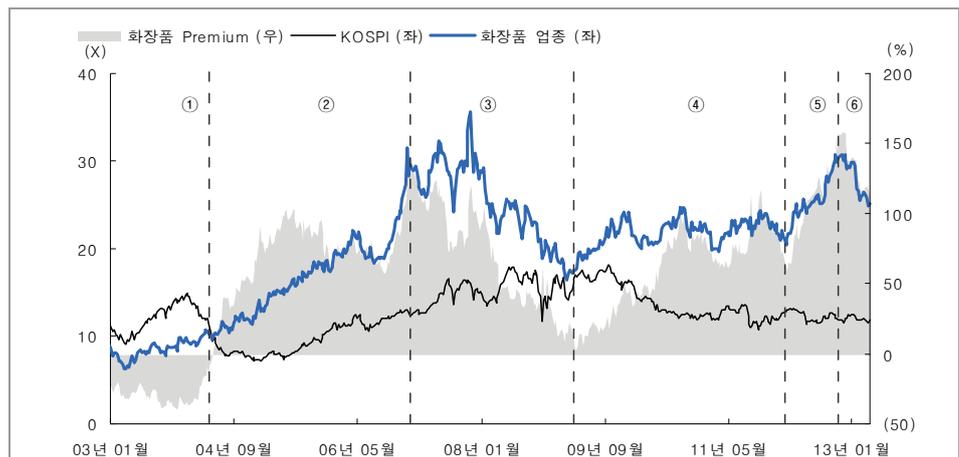
III. Investment Points

1. 해외 시장 확장 및 글로벌 경쟁력 확보 여부가 주가결정변수로 작용할 전망

해외 시장에서 입지를 넓혀가며 Q의 증가 요인이 가시적인 업체 위주로 주가 상승 지속 전망

2013년 이후 화장품 업종의 장기 주가 방향성을 결정하는 핵심 요인은 해외 시장으로의 확장 가능성 및 해외 시장에서의 경쟁력 확보 여부가 될 전망이다. (그림 1)에서와 같이 2012년 국내 화장품 시장의 소비패턴 및 구조적 변화가 주가에 상당 부분 반영된 이후, 최근의 주가 흐름은 유통채널 간을 넘어서는 경쟁 심화로 실적 개선 폭에 대한 불확실성이 확대되며, 1) 과거 국내 시장에서 견조했던 Organic 성장의 지속 가능 여부에 대한 고민과, 2) 중국 시장 등 지역적 확장에 대한 기대감이 혼재하는 valuation의 탐색 과정으로 보인다. 국내 시장의 경우 소비자의 브랜드 로열티 퇴색, 가격-품질에 대한 인지 변화 등이 진행됨과 동시에 업체 간 경쟁 심화 국면이 당분간 지속될 것으로 예상된다. 따라서 해외 시장에서 입지를 넓혀가며 Q의 증가 요인이 가시적인 업체 위주로 추세적 주가 상승이 지속될 전망이다.

그림 1. 화장품 업종의 역사적 valuation (trailing PER 기준)



자료: FnGuide, KB투자증권

주: 화장품 업종 = LG생활건강+아모레퍼시픽+아모레G+에이블씨엔씨+코스맥스+한국콜마+제넥 기준

(시기별 valuation 변화의 주요 이슈)

- ① 2003년 에이블씨엔씨의 초저가 브랜드 ‘미샤’, ‘더페이스샵’의 등장으로 인한 경쟁 심화
- ② 비즈니스 모델의 구조적 변화: 아모레퍼시픽 (구 태평양)과 LG생활건강의 시판 유통 채널 (화장품 전문점) 장악에 힘입은 구조적 점유율 확대 (과거 시판 유통에 의존했던 코리아나, 한불화장품 등 국내 중가 화장품들의 도태 초래)
- ③ 중저가 시장에서의 경쟁 심화 및 대형업체의 국내 신규 성장 동력 부재 우려
- ④ 소비 트렌드의 변화 (‘소비의 양극화’): 소비 양극화로 증가 시장의 위축이 이루어지면서 모든 채널을 보유하고 있는 대형업체의 점유율 확대와 초저가 브랜드사인 에이블씨엔씨의 실적 성장 본격화로 시장 대비 프리미엄 확대
- ⑤ 소비 트렌드의 변화 (‘합리적 소비’, ‘실속형 소비’): 2012년에는 2009~2011년의 소비 양극화 현상과 달리, 고가 화장품 시장은 급속도로 둔화된 반면, 중저가 시장은 활황 국면을

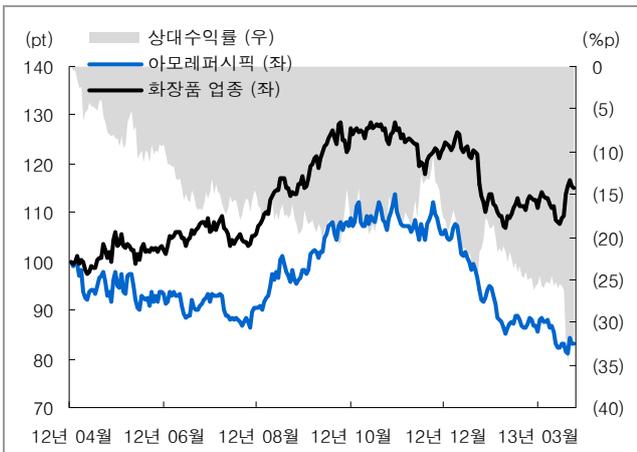
맞이하며 주가 측면에서도 국내 중저가 화장품 시장의 구조적 확대 가능성을 빠르게 반영. 초저가 브랜드업체인 에이블씨엔씨와 초저가 브랜드업체를 고객으로 확보하고 있고, 해외 성장 기대감이 더해진 ODM 업체들 주가의 re-rating 진행

- ⑥ 국내 고가 화장품 시장의 위축 우려로 대형업체 중심의 valuation 조정이 진행됨과 더불어 중저가 시장에서의 경쟁 심화로 성장 폭 둔화에 대한 우려 존재

(그림 1)에서 확인할 수 있는 바와 같이, '㉔'의 구간에서처럼 산업의 경쟁 심화 이후 valuation의 re-rating을 견인했던 것은 대형업체의 혁신적인 비즈니스 모델의 변화로 인해 산업의 판도가 바뀌면서 선두업체의 구조적인 점유율 확대가 가능했기 때문이다.

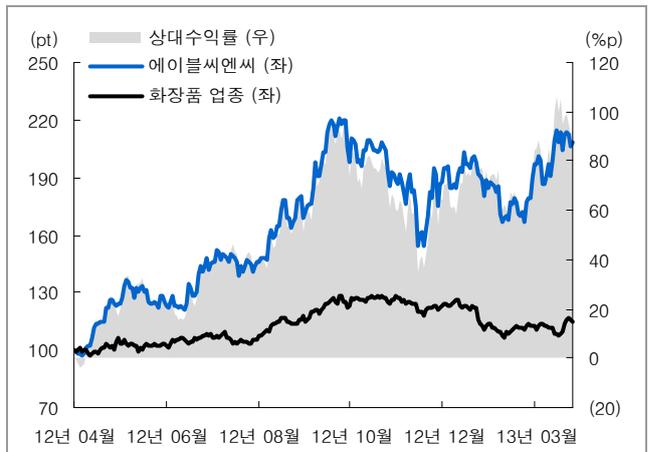
한편, '㉔'와 '㉕' 구간에서는 각각 소비의 양극화와 합리적 소비로 표현되는 소비패턴의 변화 등의 거시적, 환경적 요인으로 '㉔'에서는 대형업체, '㉕'에서는 중소형업체 중심의 valuation 상승이 이루어졌다. 특히, 2012년 ('㉕' 구간)에는 경기위축과 소비패턴의 두드러지는 변화 양상이 맞물리며 백화점과 방문판매 등 진입장벽이 높은 고가 유통 채널에 의존도가 높았던 아모레퍼시픽의 부진과 초저가 시장에서 확고한 입지를 구축하고 있는 에이블씨엔씨의 약진이 두드러졌다.

그림 2. 최근 1년 아모레퍼시픽의 업종 대비 주가수익률 추이



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 3. 최근 1년 에이블씨엔씨의 업종 대비 주가수익률 추이



자료: FnGuide, KB투자증권

그러나 2012년 말부터 중저가 시장에서 채널 내, 채널 간 경쟁이 심화되면서 고가 화장품 시장 회복에 대한 시그널의 부재로 화장품 업종은 아모레퍼시픽, LG생활건강의 대형업체 중심으로 재차 시장 대비 valuation 프리미엄이 축소되는 구간에 놓여있다.

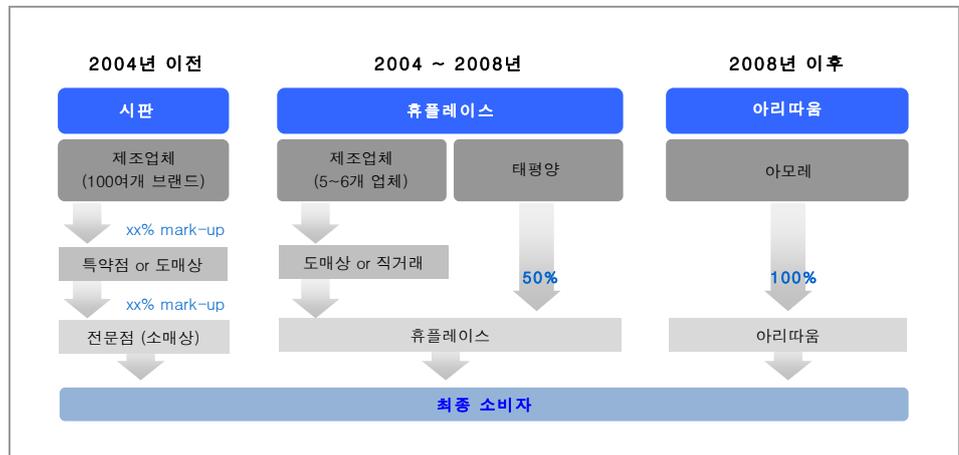
따라서 (그림 1)의 '㉔'에서와 같이 경쟁 심화 국면 이후 추세적으로 valuation에 대한 우려를 해소했었던 경험을 돌이켜볼 때, 화장품 업종의 valuation 프리미엄 유지 또는 상승을 위해서는 저성장 국면에서의 소비패턴 변화라는 외부 환경 변화에 대응하는 산업의 구조적인 변화 또는 비즈니스 모델의 혁신이 전제되어야 할 것이다.

2005년 이후에는 아모레퍼시픽과 LG생활건강이 시판 유통 채널을 장악하며 화장품 유통 채널의 패러다임 변화를 초래했던 것처럼 (그림 4와 그림 5 참조), 1) 국내 시장에서 시장 장악 능력 또는 돋보이는 차별성 확보에 따른 장기적인 이익 성장 잠재력을 증명하거나, 2) 해외에서의 지리적 확장이라는 신규 이익 성장 모멘텀의 확보가 필요해 보인다.

전자의 경우 업체별로 각자의 주 유통 채널에서 영역을 확장하거나, 방문판매 등 위축되고 있는 채널에서의 변화를 피하는 등의 시도가 적극적으로 이루어지고 있지만, 아직 경쟁 상황을 뒤엎을 수 있는 혁신적인 변화의 시그널은 희미하다. 따라서, 현 시점에서 우리가 기대할 수 있는 것은 위의 2)에서 언급했던 해외 시장으로의 지역적 확장 (Q의 확대)을 통한 비즈니스 모델의 변화이며, 업종 전반적으로 또는 일부 업체별로 이러한 변화들의 가시성 확보가 주가의 추세적 상승을 견인할 수 있을 것으로 전망한다.

아모레퍼시픽은 2004년 이후 시판 유통채널 장악하며 지배력 확대

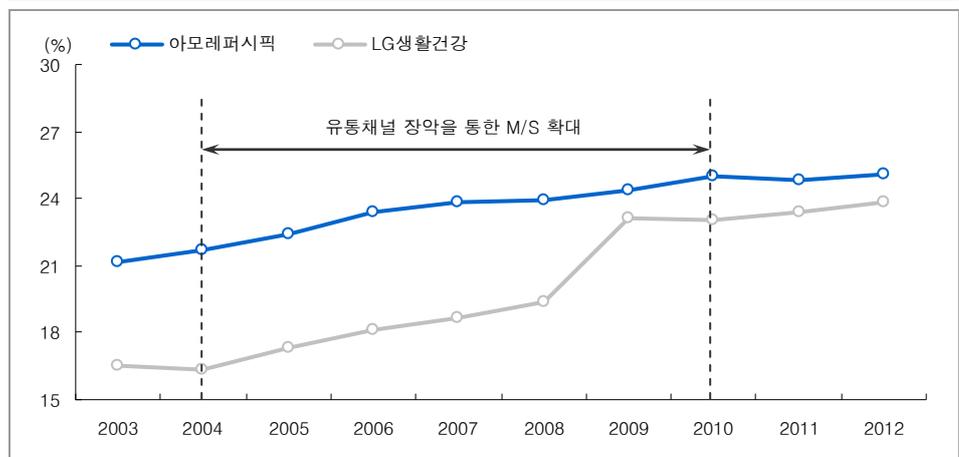
그림 4. 아모레퍼시픽의 시판 유통채널 확대 History



자료: KB투자증권

2004년 이후 증가채널 장악 → 점유율 확대로 이어지며 valuation re-rating 견인

그림 5. 아모레퍼시픽의 국내 화장품 점유율 추이

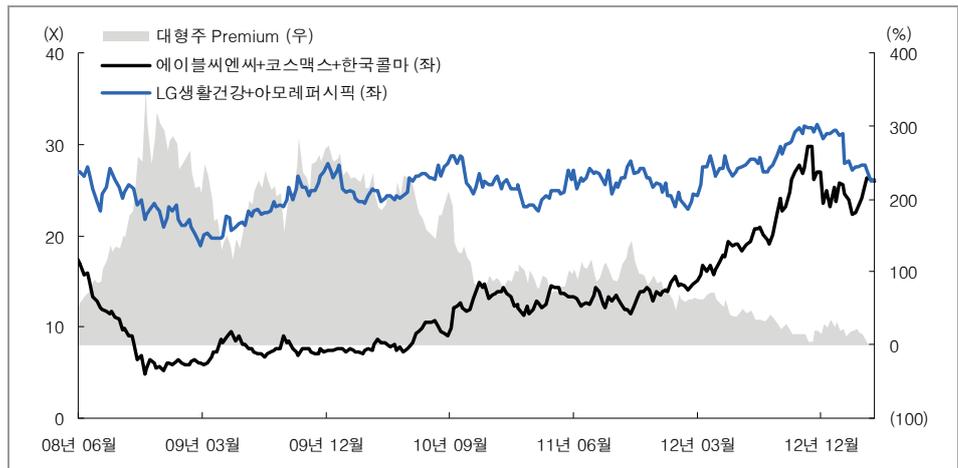


자료: Euromonitor, 아모레퍼시픽, KB투자증권

종목별로 보면, 최근의 valuation 조정 국면에서도 해외 시장으로의 매출처 다변화가 이루어지면서 동시에 이익기여도 또한 확대될 것으로 예상되는 종목들의 valuation re-rating이 진행되며 매출 구조의 변화 가능성을 반영하고 있다. 국내 시장에서의 경쟁 심화 및 고가 시장의 위축으로 국내 시장에 대한 이익의존도가 높은 업체들의 경우 실적의 개선 폭에 대한 불확실성이 높아져 있는 만큼 이러한 valuation의 차별화 양상은 당분간 지속될 것으로 예상된다.

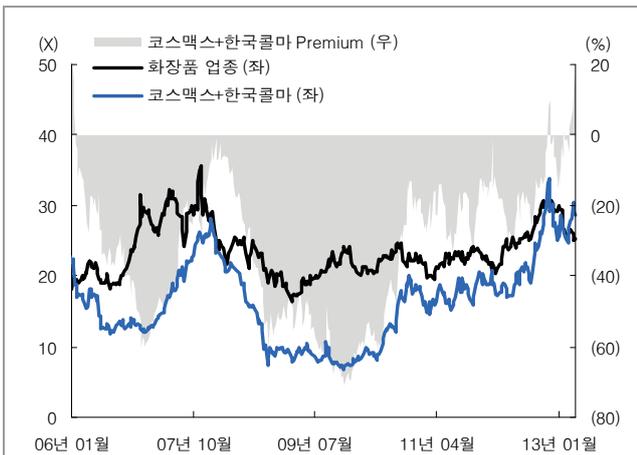
현재 화장품 중 소형주 대비 대형주 프리미엄은 0.5%로 지속 축소 진행 중

그림 6. 화장품 대형주와 중소형주의 valuation gap 추이 (trailing 기준)



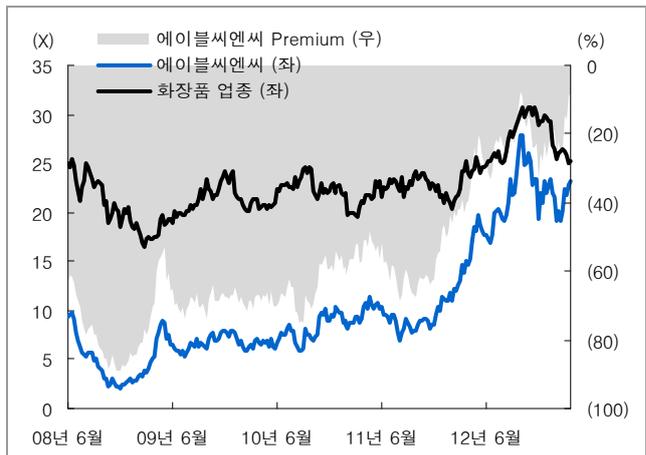
자료: FnGuide, KB투자증권
주: 대형주 = 아모레퍼시픽+LG생활건강, 중소형주 = 에이블씨엔씨+코스맥스+한국콜마 기준

그림 7. 코스맥스/한국콜마의 업종 대비 valuation premium 추이



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 8. 에이블씨엔씨의 업종 대비 valuation premium 추이

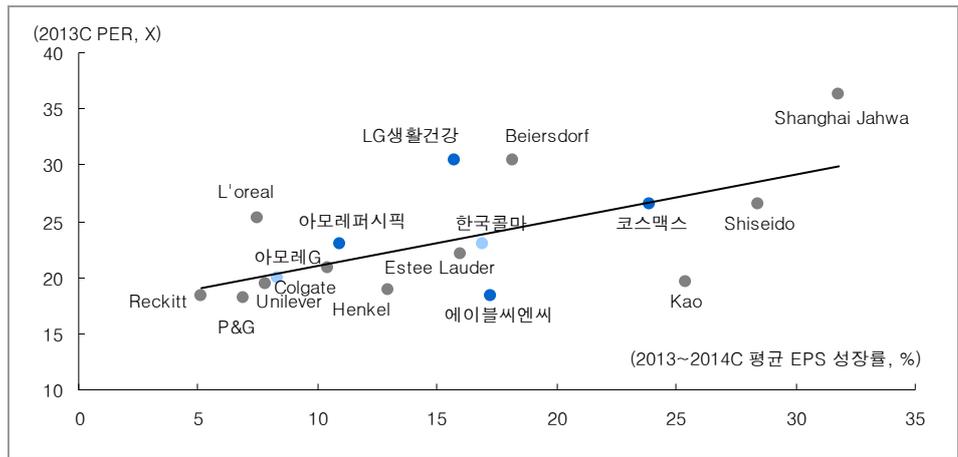


자료: FnGuide, KB투자증권

ODM 업체들은 높은 EPS 성장률에 부합하는 valuation 수준에서 거래되는 반면, 그 외 업체들은 valuation 수준이 브랜드력, 해외성장성 등에 따라 상이

한편, 아래 (그림 9)에서와 같이 글로벌 동종업체 대비 valuation을 비교해 보면, 코스맥스와 한국콜마와 같은 ODM 업체들은 국내 업체 대비 높은 EPS 성장률에 부합하는 valuation 수준에서 거래되고 있는 반면, 아모레퍼시픽, LG생활건강, 에이블씨엔씨의 경우에는 EPS 성장률 대비 valuation 수준이 종목별로 상이하다. 이는 1) 해외로의 지역적 확장 등 외형성장을 위한 전략이 상이하고, 2) 각 사의 브랜드력, R&D 등의 차이에 기인하는 것으로 판단된다.

그림 9. 해외 화장품/생활용품 업체와의 EPS 성장률 대비 PER valuation 비교



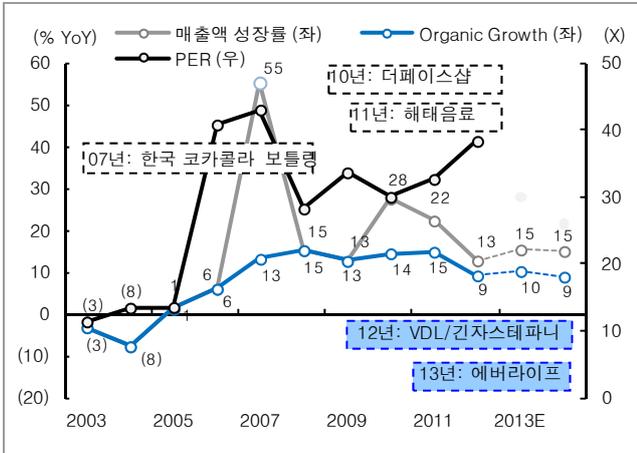
자료: Bloomberg, KB투자증권

LG생활건강은 M&A 전략
아모레퍼시픽은 직접투자 전략에
중점

외형성장 전략 측면에서 살펴보면, LG생활건강은 유통채널 또는 브랜드 확장을 위한 적극적인 M&A 전략을 취하고 있는 반면, 아모레퍼시픽의 경우 자체 브랜드를 통한 해외 직접투자 전략에 보다 중점을 두고 있다. M&A 전략의 경우 내재적 성장 측면에서 충분한 FCF 창출이 뒷받침되어야 지속가능한 M&A를 통한 외형확장이 가능한데, LG생활건강의 경우 매출액 증가율 이상의 FCF 성장률을 보이며 지속적인 M&A에 대한 기대감이 주가에 반영되어 있는 것으로 판단된다. 다만, 해외로의 M&A는 초기 단계인 만큼, 해외 M&A 이후의 성공적인 시너지 창출 능력의 가시화가 현 수준의 valuation을 유지시켜줄 수 있는 원동력으로 작용할 전망이다.

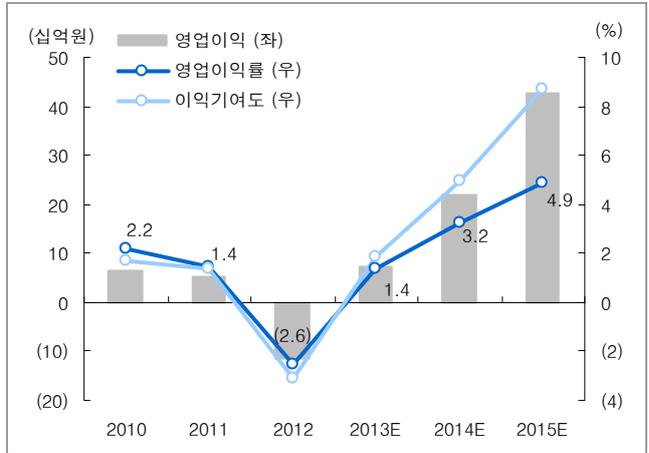
한편, 자체 브랜드를 바탕으로 직접 유통채널을 확보하여 해외 진출을 하는 경우 브랜드 관리 측면에서 우위를 확보하고 있으나, 투자 이후 회수까지 상당 시간이 소요되고 현지화 등의 이슈 또한 존재한다. 아모레퍼시픽에게 중국 시장에서의 bottom-line 성장이 중요한 이유이기도 하다. 따라서 중국에서의 매출액 성장이 이익기여까지 이어질 때 EPS 성장률과 비례한 valuation re-rating이 가능할 것으로 예상된다.

그림 10. LG생활건강의 매출액 성장률과 PER 추이



자료: LG생활건강, KB투자증권

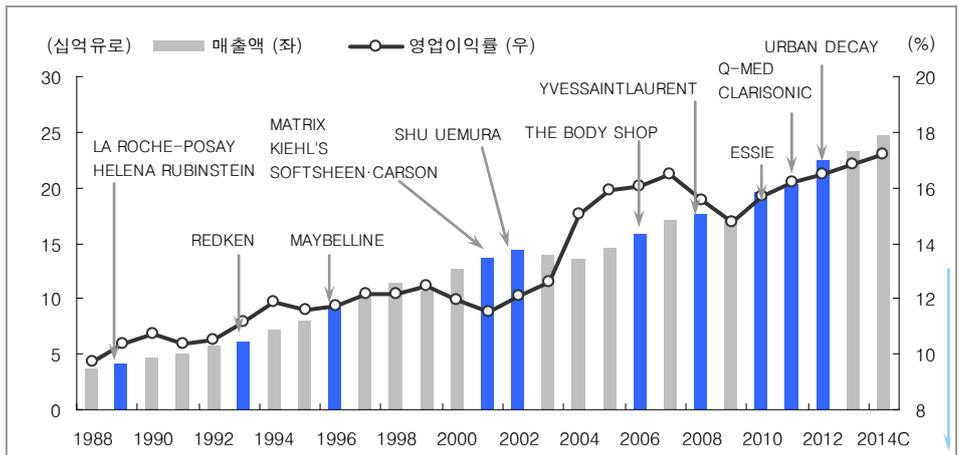
그림 11. 아모레퍼시픽의 해외 영업이익률 및 이익기여도 전망



자료: 아모레퍼시픽, KB투자증권

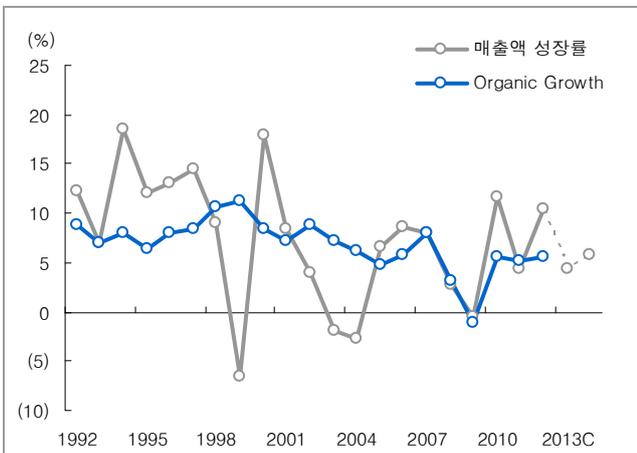
L'oreal의 성공적인 M&A 전략 수행은 수익성 향상으로 이어져...

그림 12. L'oreal M&A history 및 매출액, 영업이익률 추이



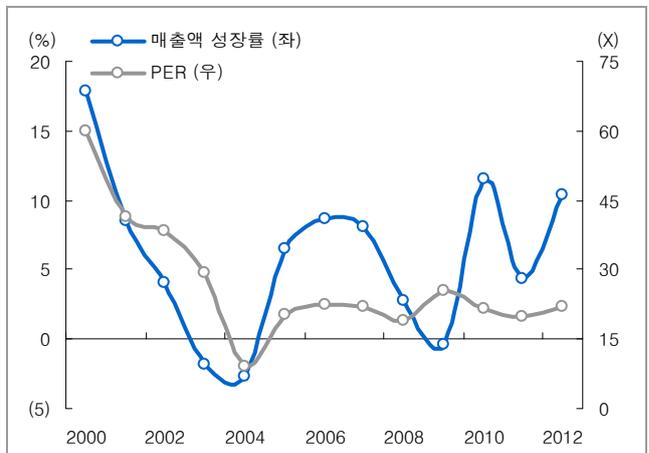
자료: L'oreal, Bloomberg, KB투자증권
 주: 1988년 이전 M&A 내역: GARNIER, LANCOME, BIOTHEM, VICHY, GIORGIO ARMANI, RALPH LAUREN 등

그림 13. L'oreal의 매출액 성장률 및 Organic Growth 추이



자료: L'oreal, Bloomberg, KB투자증권

그림 14. L'oreal의 매출액 성장률 및 PER 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

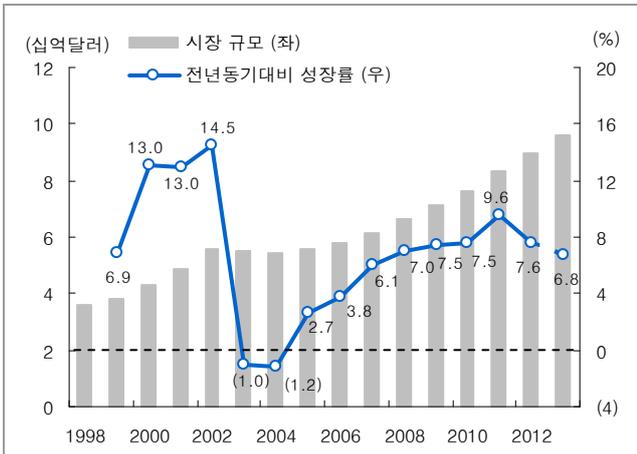
2. 국내 화장품 시장은 소비자 중심으로 전환하며, 성장 폭 둔화 예상

2013년 국내 화장품 시장 6.8% 성장하며 성장세 둔화 지속 전망

국내 화장품 시장은 2013년 전년대비 6.8% 성장하며 2012년에 이어 성장률이 둔화될 전망이다. 이는 그간 산업 전반의 P의 상승을 견인했던 고가 화장품 시장의 위축이 지속 예상되기 때문이다. 2011년까지의 화장품 시장의 특징이 '소비 양극화'로 인해 중가를 이용하던 소비자들이 고가 또는 저가 시장으로 이동하며 국내 화장품 시장의 성장을 견인했다면, 2012년의 두드러지는 특징은 (그림 17)과 (그림 18)에서와 같이 고가 소비자의 저가 시장으로의 이동이었다.

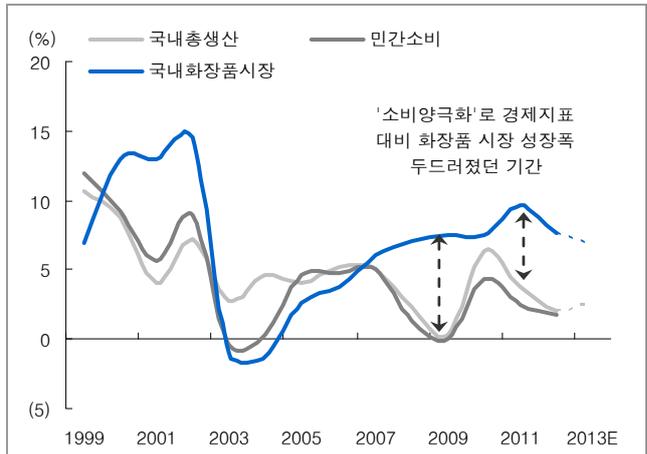
저가 브랜드샵은 전 연령대에 걸쳐 고객 유입이 이루어진 반면, 고가 채널로 대표되는 백화점, 면세점, 방문판매의 경우 2012년에 고객 이탈이 이루어졌다. 따라서, 향후 화장품 시장의 성장의 회복 속도 또는 추세적인 흐름을 가늠하기 위해서는 1) 소비자들의 고가 채널 이탈 이유를 파악하고, 2) 이러한 현상이 일시적 또는 추세적 요인인지를 파악하는 것이 관건일 것이다.

그림 15. 국내 화장품 시장 규모 및 성장률 추이 및 전망



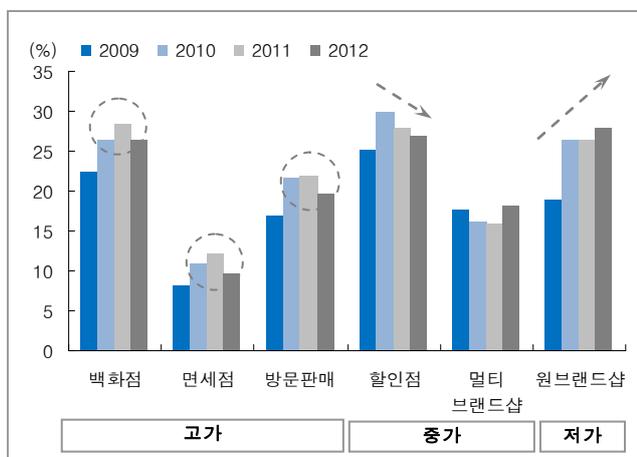
자료: Euromonitor, 아모레퍼시픽, KB투자증권

그림 16. 국내 화장품 시장 성장률과 GDP 및 소비지출 성장률과의 비교



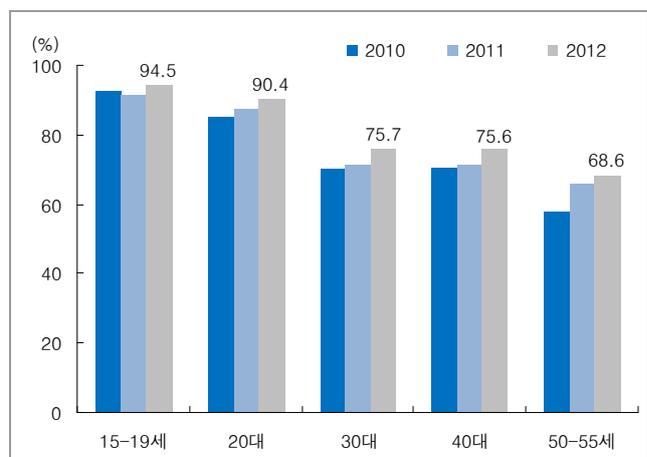
자료: Euromonitor, 한국은행, Bloomberg, KB투자증권

그림 17. 소비자의 국내 화장품 채널별 구매경험률 추이



자료: 칸타월드패널, KB투자증권

그림 18. 연령대별 국내 브랜드샵 구매경험률 추이

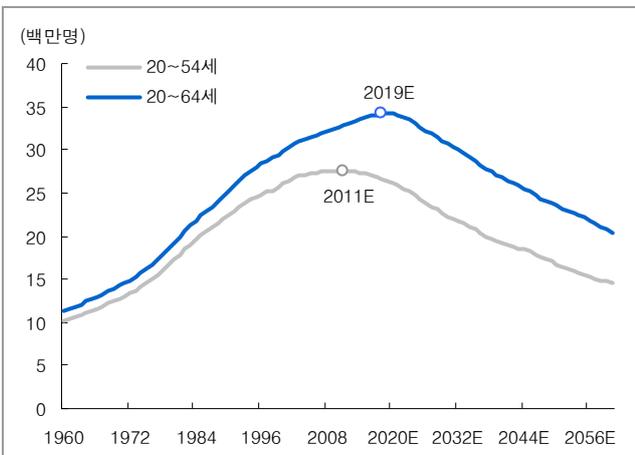


자료: 칸타월드패널, KB투자증권

**화장품 소비인구 2019년까지
증가하며 Q 측면에서는 완만한
성장세가 유지될 전망**

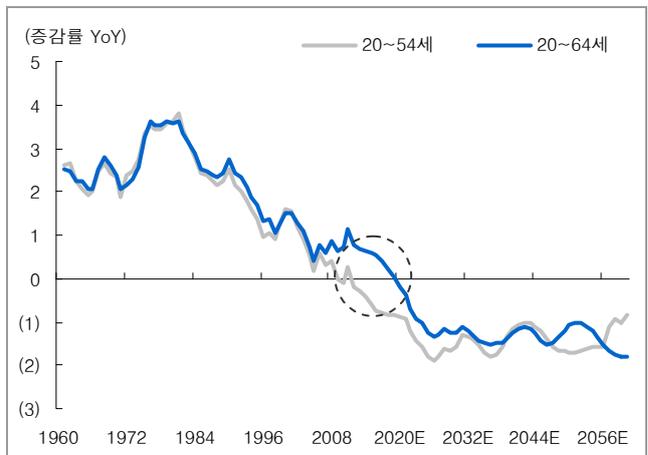
우선 Q (국내 화장품 사용 인구 / 인당 화장품 소비량은 큰 변동 없이 유지된다고 가정) 측면에서 성장률 둔화 위험 요인의 유무 여부를 점검해보면, 1) 화장품의 주요 소비층인 20~64세 인구의 경우 2019년까지 꾸준한 증가세가 유지될 것으로 예상된다. 그리고 2) 고령화에 따른 소비자 연령층의 확대 또한 화장품 수요 증가에 있어 긍정적이다. 3) 여성 근로자수 증가 추세 또한 동 연령층의 수요 기반을 확대시켜주는 요인이다. 4) 아모레퍼시픽의 면세점 실적 성장이 말해주듯이 중국인을 중심으로 한 견조한 외국인 입국자수 증가 추세도 최근에는 중요한 Q의 성장 동력으로 자리잡고 있다. 따라서 Q 측면에서는 당분간 완만한 성장세가 유지될 전망이다.

그림 19. 국내 여성 화장품 소비인구 추이 및 전망



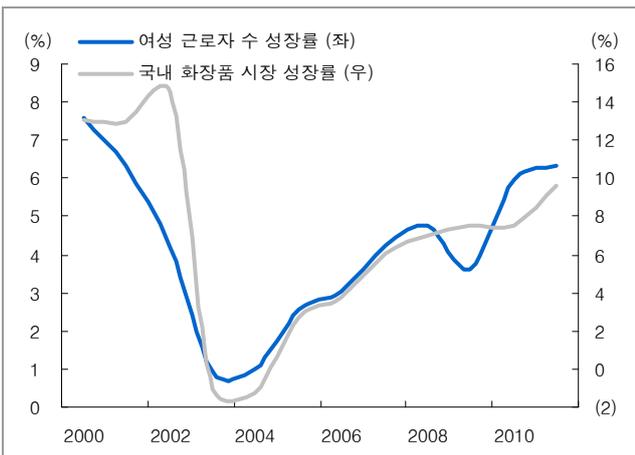
자료: 통계청, KB투자증권

그림 20. 국내 여성 화장품 소비인구 증감률 추이 및 전망



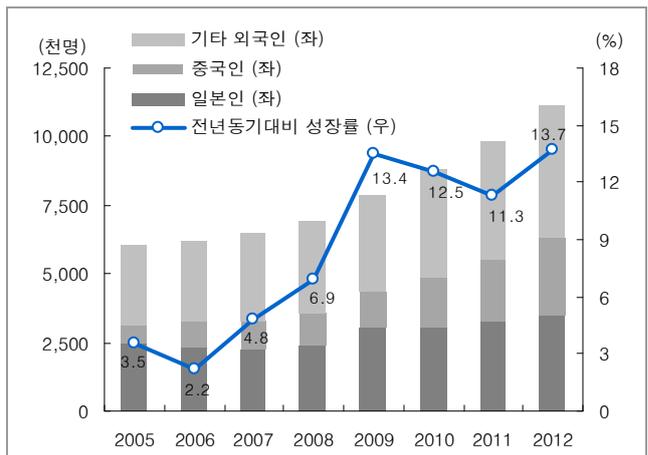
자료: 통계청, KB투자증권

그림 21. 여성 경제활동 인구수와 화장품 시장 성장률 비교



자료: 고용노동부, Euromonitor, 아모레퍼시픽, KB투자증권

그림 22. 국적별 외국인 입국자수 및 성장률 추이

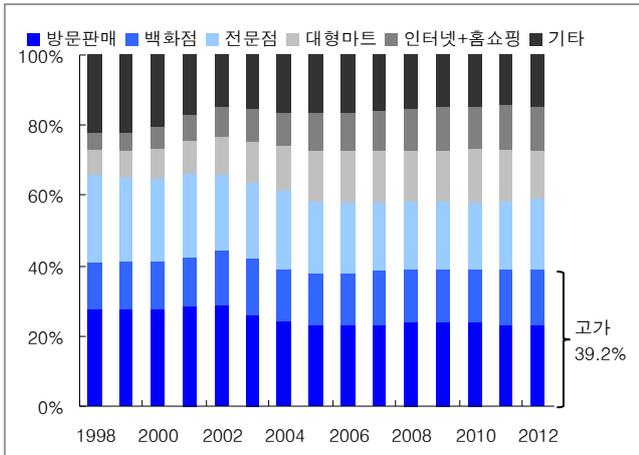


자료: 한국관광공사, KB투자증권

고가 채널 소비자의 이동은
화장품 전반의 성장률을 결정하는
핵심 요소

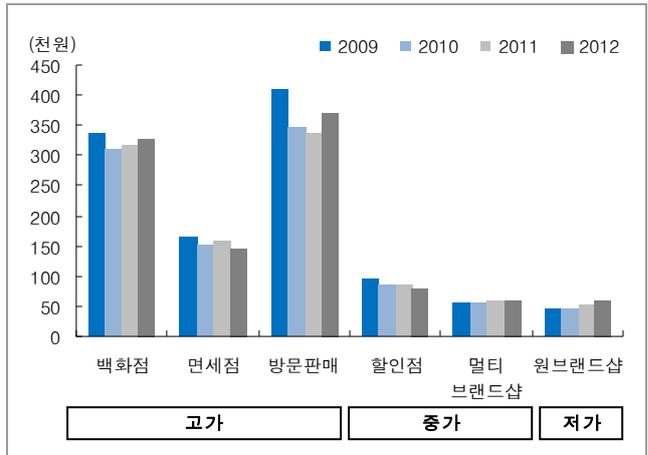
Q의 성장이 완만히 진행될 것으로 예상되는 가운데, 국내 화장품 산업 전반의 P의 증감률을 추정하는 데에 있어 고가 시장이 중요한 이유는 국내 고가 화장품 시장이 39.2%의 높은 비중을 차지하고 있기 때문이다 (그림 23). 퍼스널케어를 제외할 경우의 고가 비중은 약 50%로 국내 화장품 시장의 절반을 차지하고 있다. 또한, 인당 구매액 측면에서도 중저가 채널 대비 평균 3~4배 높은 수준인 만큼, 지출 규모가 큰 고가 채널 소비자의 이동은 화장품 전반의 성장률을 결정하는 핵심 요소라 할 수 있다.

그림 23. 국내 화장품 (퍼스널케어 포함) 유통채널별 비중 추이



자료: Euromonitor, 아모레퍼시픽, KB투자증권

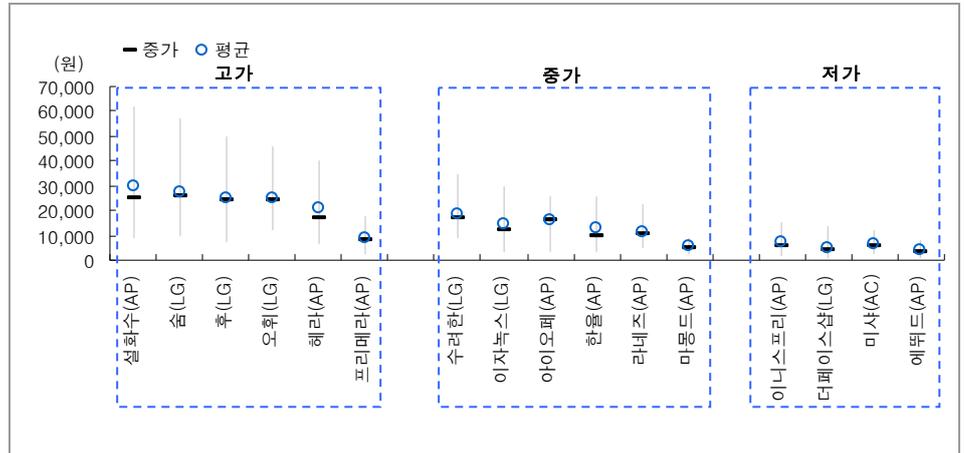
그림 24. 국내 화장품 채널별 소비자의 인당 구매액 추이



자료: 칸타월드패널, KB투자증권

기초 에센스 기준 국내 고가
브랜드 소비자가격은 개당 최고
470,000원으로 중가 브랜드 제품
최고 가격 대비 2배, 저가 제품
대비 8배 가량 비싼 것으로 조사

그림 25. 가격대별 주요 브랜드 제품들의 소비자가격 현황 비교 (기초 에센스 제품 10ml 기준)



자료: 각 사 쇼핑물, 온라인 쇼핑물, KB투자증권

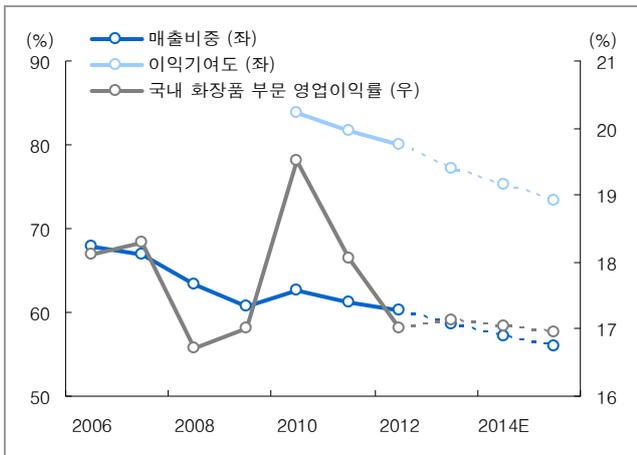
주: 1) 일부 제품들이 제외되어 실제 수치와 차이가 있을 수 있음

2) LG = LG생활건강, AP = 아모레퍼시픽&아모레퍼시픽그룹, AC = 에이블씨엔씨

고가 채널에 대한 이익의존도가 높은 대형 업체들은 고가 화장품 시장의 회복 부재 시 가파른 실적 회복 가능성 제한적

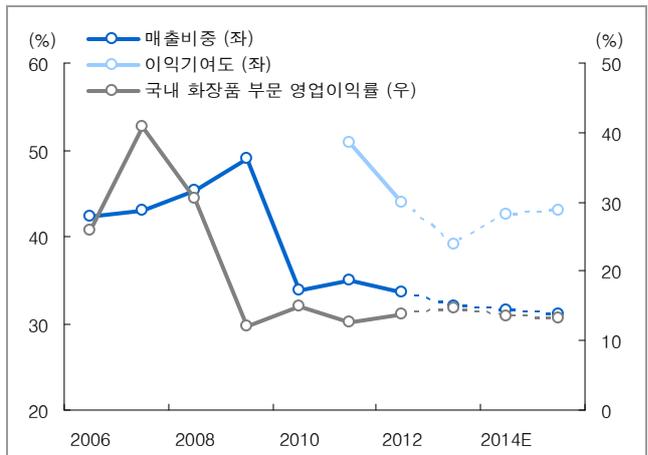
한편, 아모레퍼시픽과 LG생활건강 등 국내 대형 화장품 업체들은 고가 채널에 대한 매출액 및 이익의존도가 높아 동 부문의 성장률 둔화가 이익률 개선의 추세를 결정한다. 특히, 아모레퍼시픽의 경우 총 화장품 부문 매출액 대비 고가 채널 비중은 60%, 영업이익기여도는 80%로 매우 높고, LG생활건강의 경우에도 장기적으로 고가 화장품 부문의 매출 비중 확대 전략을 통한 수익성 향상을 계획하고 있었기 때문에, 국내 고가 화장품 시장의 회복이 전제되지 않는 한 가파른 실적 회복 가능성은 제한적이라는 판단이다.

그림 26. 아모레퍼시픽의 고가채널 매출 비중 및 이익기여도 추이 추정



자료: 아모레퍼시픽, KB투자증권

그림 27. LG생활건강의 고가채널 매출 비중 및 이익기여도 추이 추정



자료: LG생활건강, KB투자증권

국내 고가 화장품 시장의 성장요인 분석은 1) 각 채널의 타깃 소비자 연령대 인구의 변화, 2) 소비자의 소득, 소비지출 및 소비성향 현황, 3) 화장품 시장의 성숙도 및 4) 소비자들의 화장품에 대한 인지 변화의 4가지 측면에서 살펴볼 수 있다 (표 1 참조).

표 1. 국내 화장품의 백화점 및 방문판매 채널 소비자 유입/유출 결정변수 점검

	백화점	방문판매
① 주요 고객 연령대	20~40대 여성	40대 이상 여성
② 주요 연령대 인구수 변화 (그림 29, 30 참조)	20~39세 절대인구수는 1995~1996년 정점 이후 지속 하락 추세. 반면, 백화점 채널은 2011년까지 견조한 성장률을 기록 → 백화점 성장률의 핵심 결정변수 X	40~64세 여성인구수는 2022년까지 견조한 성장 예상. 그러나 방문판매 화장품 시장 성장률은 이미 둔화되기 시작하여 최근 1년은 역성장 중 → 방문판매 성장률의 핵심 결정변수 X
③ 소득 및 소비지출 현황 (그림 31, 32, 33 참조)	1) 가처분소득의 미미한 증가율 대비 높은 소비증가율을 보였던 과거의 경험, 2) 가처분소득 대비 이자비용의 증가가 누적되어 2012년에는 소비지출 및 소비성향 감소 → trading-up 소비의 부담요인으로 작용	40대 이상의 소비지출 증가율은 2012년에 전년대비 소폭 회복. 그러나 나타 연령층 대비 이자비용이 낮음에도 불구하고 방문판매 채널은 오히려 역성장 → 2012년 이전의 가계적자 폭 확대로부터 비롯된 채널의 선호도 하락이 구조적 요인으로 확대
④ 소비성향	30대 이하 가계의 평균소비성향은 1990년대 꾸준히 상승 이후 2000년대 들어 75% 중반대에서 유지되고 있음. 40대의 소비성향은 유일하게 2000년대 이후에도 완만히 상승 → 소비성향 유지하면서 trading-up 소비 경험과 유사한 감성적 만족을 줄 수 있는 소비로의 전환 필요성 증대	가구주 50세 이상 가계의 평균소비성향은 2000년대 들어 지속 하락
⑤ 화장품 시장의 성숙도	1) 온라인, 모바일 등 IT 인프라의 확충 등 상품정보를 능동적으로 수집하고 다양한 채널의 가격을 비교하는 등 신중하게 구매를 결정하는 소비문화 정착 2) 소비자들의 화장품 산업에 대한 이해도 증가, 가격대별/브랜드별 다양한 신제품의 출시 등으로 고가 브랜드에 대한 충성도의 점진적 약화	
⑥ 소비자의 인지 변화	1) 국내 화장품 ODM 산업 발달로 인한 저가화장품의 절대적인 품질력 개선, 2) '미샤' 등 주요 초저가 브랜드의 미투제품 출시에 따른 가격-품질 동질화라는 소비자들의 인식 파괴 등으로 저가 화장품에 대한 소비자의 인지 부조화가 해소되며 'mass' 소비자의 trading-down 본격화	

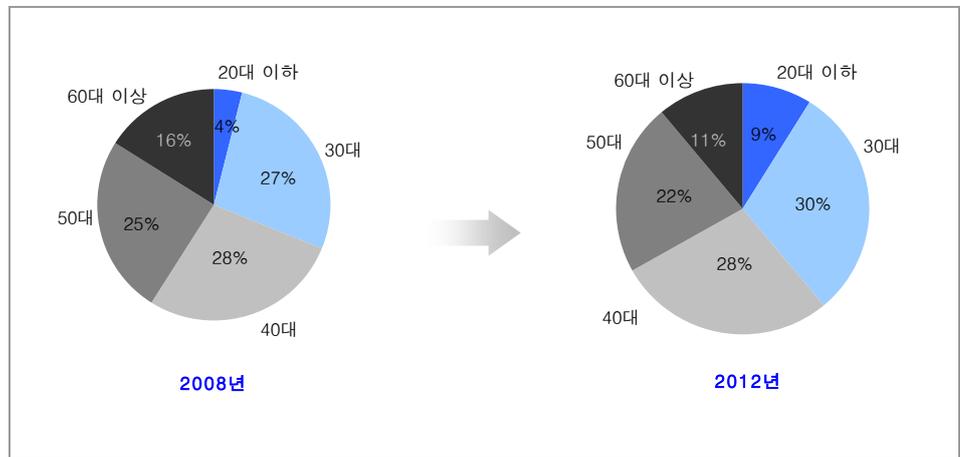
자료: KB투자증권

(1) 고가 채널의 타겟 소비자 연령대 및 인구수 변화 측면

인구수 증감은
백화점 및 방문판매 채널 성장의
결정변수가 아님

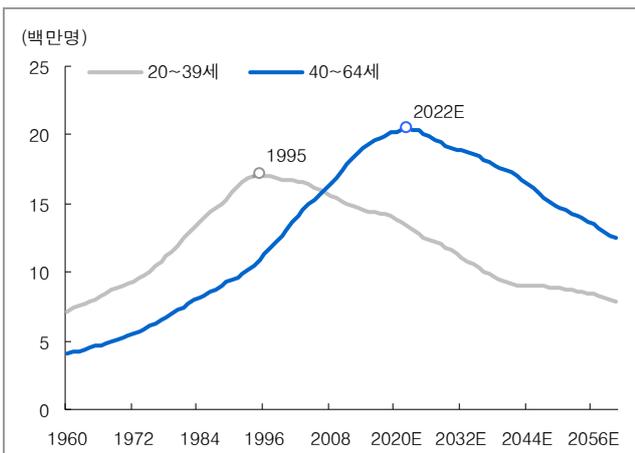
백화점 및 방문판매의 주요 고객 연령대는 각각 20~40대와 50대 이상의 여성층으로, 이들의 인구수 증감 요인은 고가 채널에서의 소비자 감소와는 상관관계가 낮다는 판단이다. 백화점의 경우 확대되고 있는 20~40대의 인구수를 보면 1995년에 정점을 지난 이후 지속 하락 추세에 있다. 그러나 백화점 채널은 2011년까지 고성장 국면을 지속한 만큼 인구 요인이 동 채널의 성장률에 미치는 영향은 미미했던 것으로 판단된다. 방문판매의 주요 연령층인 50대 이상의 인구수는 2022년까지 지속 증가할 것으로 예상되는 반면, 채널 성장의 둔화는 2011년 하반기부터 급격하게 진행되고 있어 방문판매 채널에도 인구수 증감은 결정변수가 아닌 것으로 보인다.

그림 28. 백화점 주 고객층 연령대 변화



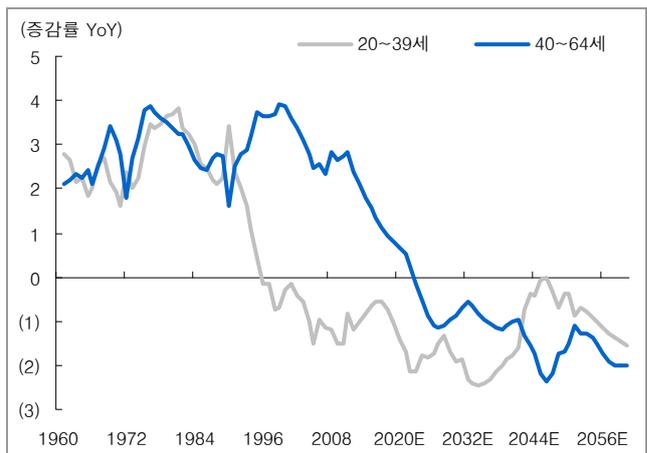
자료: 언론보도 (신세계백화점 자료 재인용), KB투자증권

그림 29. 고가 채널 주요 소비자 연령층별 인구수 추이 및 전망



자료: 통계청, KB투자증권

그림 30. 고가 채널 주요 소비자 연령층별 인구수 증감률 추이



자료: 통계청, KB투자증권

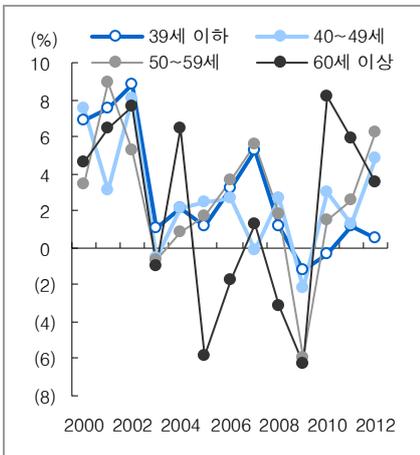
(2) 소득, 소비지출 및 소비성향 현황 측면

누적되는 가계부채는 과거의 trading-up 소비패턴에 부담 요인

백화점의 주 소비층인 39세 이하 (가구주연령 기준) 소비자의 경우, 1) 가처분소득의 미미한 증가율 대비 높은 소비증가율을 보였던 과거의 경험, 2) 가처분소득 대비 이자비용의 증가가 누적되어 2012년에는 소비지출 및 소비성향 감소의 결과를 보여주고 있는 것으로 보인다. 즉, 누적되는 가계부채로 인해 과거 trading-up 소비패턴에 일부 부담 요인으로 작용하고 있다.

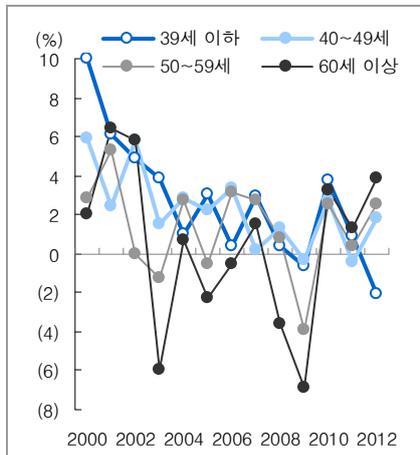
한편, 40대 이상의 소비지출 증가율은 2012년에 전년대비 소폭 회복되었고 타 연령층 대비 이자비용이 낮음에도 불구하고 방문판매 채널은 오히려 역성장을 기록하고 있다는 점은 2012년 이전의 가계적자 폭 확대로부터 비롯된 채널의 선호도 하락이 구조적 요인으로 확대되고 있다는 판단이다.

그림 31. 연령별 가처분소득 증가율 추이



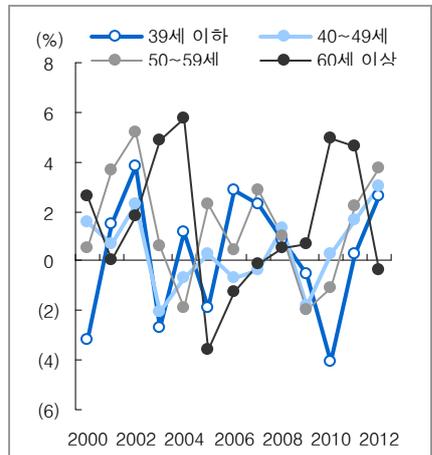
자료: 통계청, KB투자증권
주: 가구주 연령 기준

그림 32. 연령별 소비지출 증가율 추이



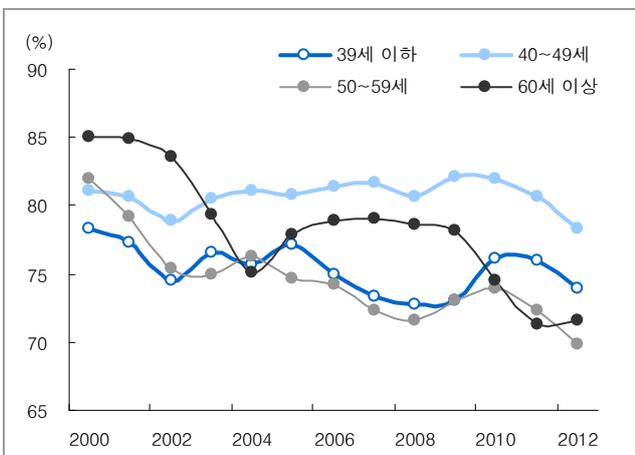
자료: 통계청, KB투자증권
주: 가구주 연령 기준

그림 33. 연령별 소득-소비 증가율 격차 추이



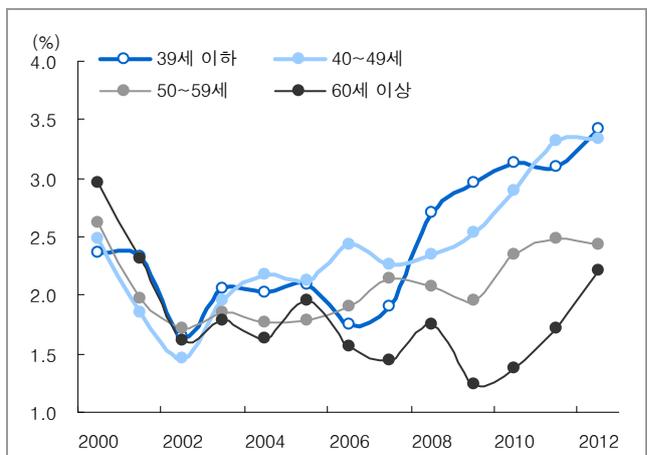
자료: 통계청, KB투자증권
주: 가구주 연령 기준

그림 34. 연령별 평균소비성향 추이



자료: 통계청, KB투자증권
주: 가구주 연령 기준

그림 35. 연령별 가처분소득 대비 이자비용 추이



자료: 통계청, KB투자증권
주: 가구주 연령 기준

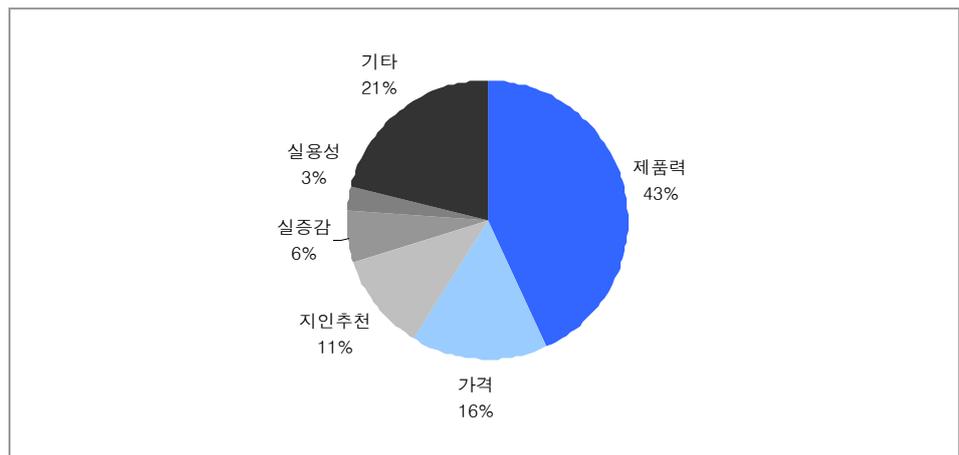
③ 화장품 시장의 성숙도 및 소비자들의 '화장품'에 대한 인지적 변화 측면

**화장품에 대한 인지적 변화는
소비자들의 저가 시장으로의
이동에 영향**

화장품 시장의 성숙도 및 브랜드나 제품의 품질 등 소비재로서의 화장품에 대한 인지적 변화도 소비자들의 저가 시장으로의 이동에 영향을 미친 것으로 보인다. 저성장의 거시적 환경에서 비롯된 합리적 소비패턴과 더불어, 1) 온라인, 모바일 등 IT 인프라의 확충으로 소비자들이 상품정보를 능동적으로 수집하고 다양한 채널의 가격을 비교하는 등의 소비문화 정착, 2) 소비자들의 화장품 '제품'에 대한 이해도 증진 및 가격대별/브랜드별 다양한 신제품의 출시 등으로 고가 브랜드에 대한 충성도 약화가 진행되고 있다.

또한, 1) 국내 화장품 ODM 산업의 발달로 인한 저가 화장품의 절대적인 품질력 개선, 2) '미샤' 등 초저가 브랜드샵의 미투제품 출시에 따른 가격-품질 동질화라는 소비자들의 기존 인식 파괴 등으로 저가 화장품에 대한 소비자의 인지 부조화가 해소되며 'mass' 소비자의 trading-down '현상'이 '트렌드'로 자리잡을 것으로 예상된다.

그림 36. 소비자의 화장품 브랜드 변경 이유 조사



자료: 싱글즈 (세미나 자료 재인용), KB투자증권
 주: 19~38세의 싱글즈 독자 2,964명을 대상으로 실시한 설문조사에 기반 (2012년 10월 ~ 2013년 2월 실시)

**소비자 중심의 시장으로 이동:
유통경로를 막론한 제품 간의
경쟁구도 형성**

결국 국내 화장품 시장은 소비자 중심의 시장으로 이동 중인 것으로 보인다. 과거 높은 진입장벽으로 보호되던 백화점, 방문판매 등 고가의 채널이 과거 수준의 경쟁적 우위로 작용하지 못함과 동시에 각 채널 내에서만 이루어지던 경쟁이 유통경로를 막론하는 채널 간 경쟁, 브랜드 간의 경쟁 보다는 제품 간의 경쟁으로 바뀌고 있기 때문이다.

따라서, 국내 경기회복에 따라 소비지출이 큰 폭으로 증가하거나, 고가 브랜드들의 획기적인 마케팅 전략으로 mass 소비자들의 고가 브랜드에 대한 인식이 재차 바뀌지 않는 한 이러한 중저가 시장으로의 trading-down 추세는 지속될 전망이다. 화장품 제조업체 또는 판매업체 입장에서는 1) 기존의 브랜드 가치로부터 취했었던 마진의 축소 위험과, 2) 신제품, 히트제품 등을 보다 빠르고 혁신적으로 개발해야 하는 부담이 증가하게 되며 산업 내 경쟁 강도는 당분간 지속될 것으로 예상된다.

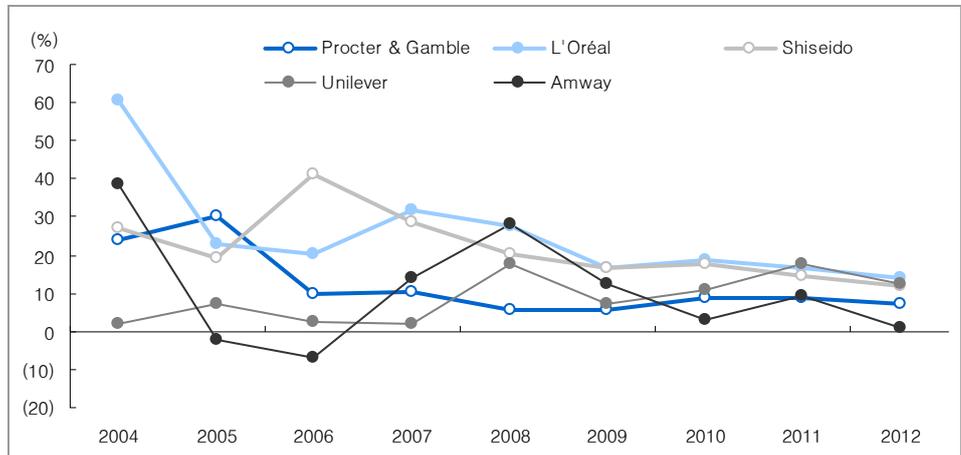
□ 국내 채널별 성장률 추이 및 해외 주요 국가의 화장품 유통채널 비중 추이 비교

● 2012년 백화점은 +7.6%, 방문판매는 +6.7% 성장하며 성장세 둔화 지속

● 세계 주요 국가 대비 국내 고가 채널 비중은 높은 수준 (39.2%)

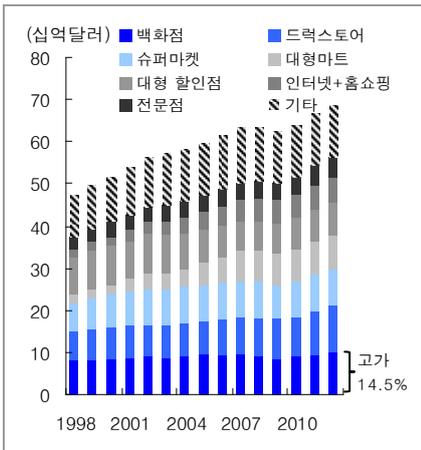
● 장기적으로 화장품 시장 성장률은 GDP 성장률과 유사한 흐름 보임

그림 37. 국내 화장품 시장 유통채널별 성장률 추이



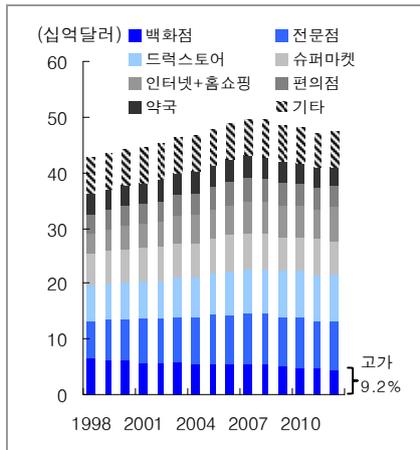
자료: Euromonitor, 아모레퍼시픽, KB투자증권

그림 38. 미국 화장품 유통채널별 비중 추이



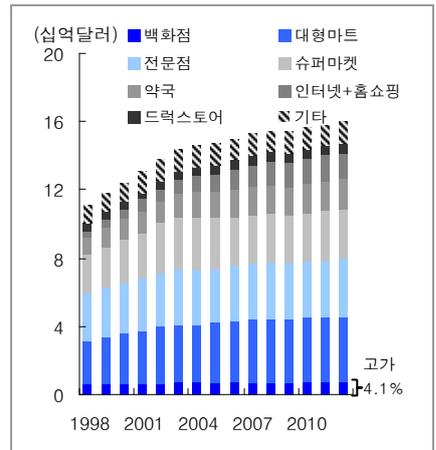
자료: Euromonitor, 아모레퍼시픽, KB투자증권

그림 39. 일본 화장품 유통채널별 비중 추이



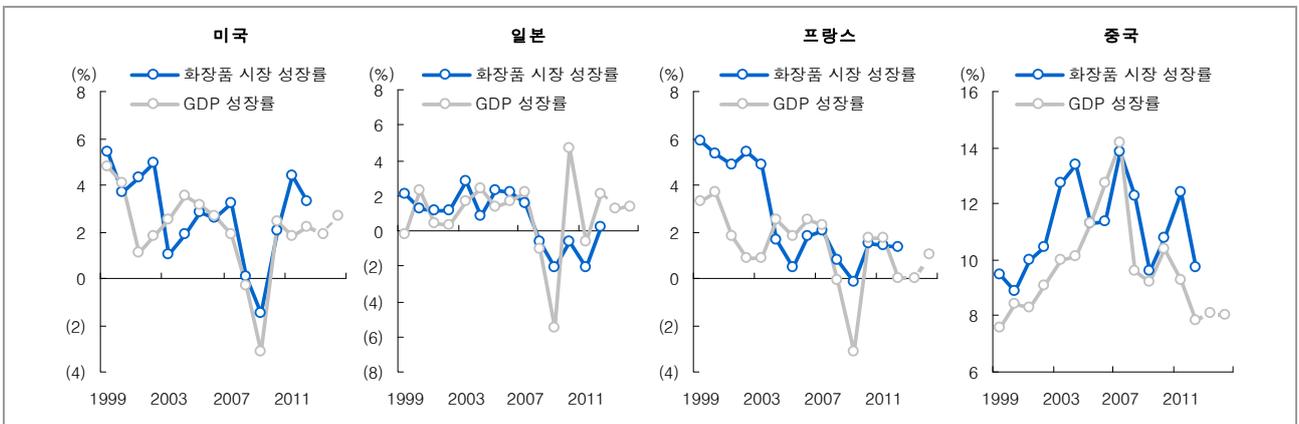
자료: Euromonitor, 아모레퍼시픽, KB투자증권

그림 40. 프랑스 화장품 유통채널별 비중 추이



자료: Euromonitor, 아모레퍼시픽, KB투자증권

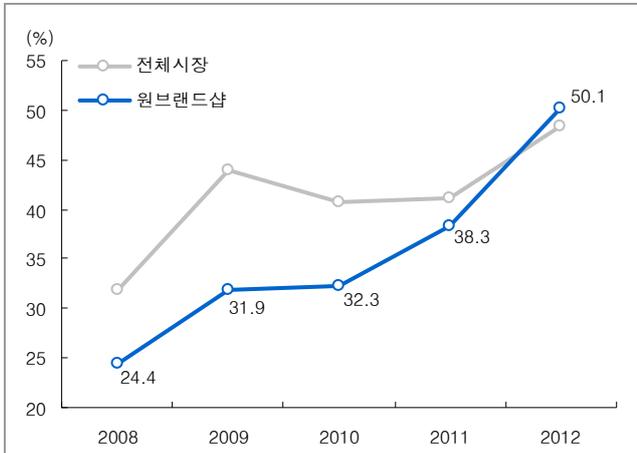
그림 41. 해외 주요 국가의 GDP 성장률과 화장품 시장 성장률 추이 비교



자료: Euromonitor, Bloomberg, KB투자증권 주: GDP 성장률 전망치는 Bloomberg 컨센서스 적용

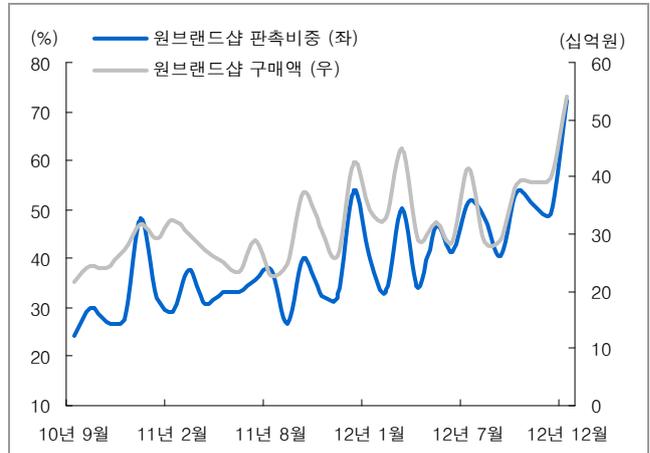
□ 국내 경쟁 현황 및 업체별 매출액 대비 마케팅 비용 지출 추이와 전망

그림 42. 국내 화장품 시장 vs 원브랜드샵 판촉 비중 추이



자료: 칸타월드패널, KB투자증권
 주: 판촉 비중 (%) = 100 * (판촉을 동반한 구매건수 / 전체 구매건수)

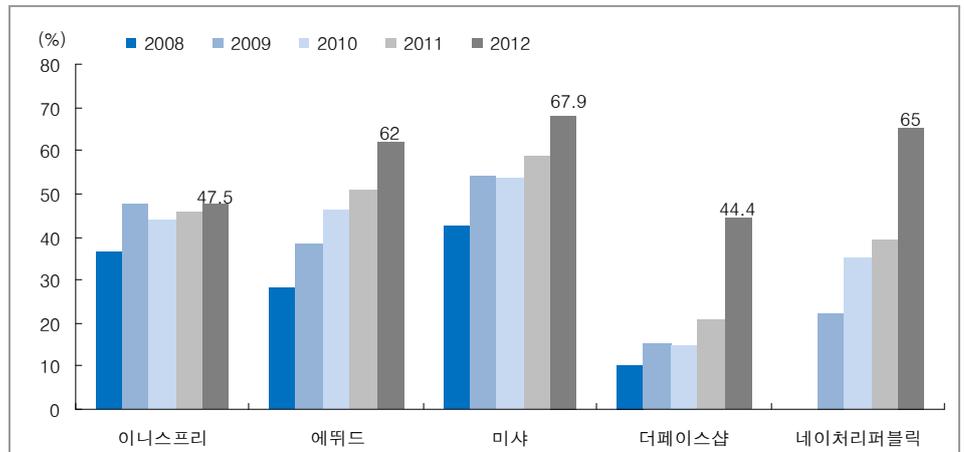
그림 43. 원브랜드샵 판촉 비중과 구매액 상관관계



자료: 칸타월드패널, KB투자증권
 주: 판촉 비중 (%) = 100 * (판촉을 동반한 구매건수 / 전체 구매건수)

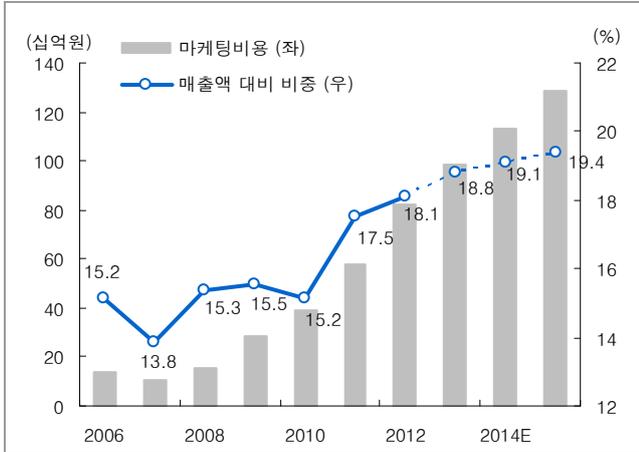
원브랜드샵 간의 경쟁 심화에 따른 수익성 개선 폭에 대한 우려 존재

그림 44. 원브랜드샵 간의 판촉 비중 추이 비교



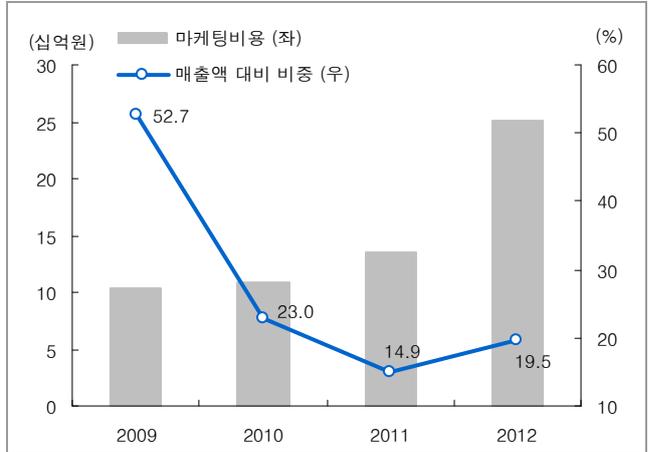
자료: 칸타월드패널, KB투자증권
 주: 판촉 비중 (%) = 100 * (판촉을 동반한 구매건수 / 전체 구매건수)

그림 45. 에이블씨엔씨 매출액 대비 마케팅비용 지출 추이와 전망



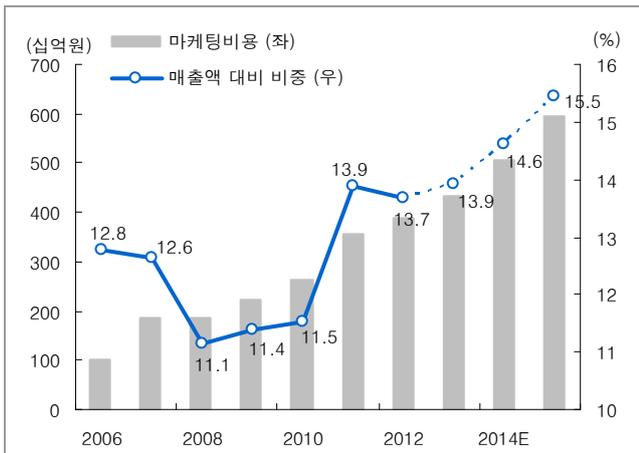
자료: 에이블씨엔씨, KB투자증권

그림 46. 네이처리퍼블릭 매출액 대비 마케팅비용 지출 추이



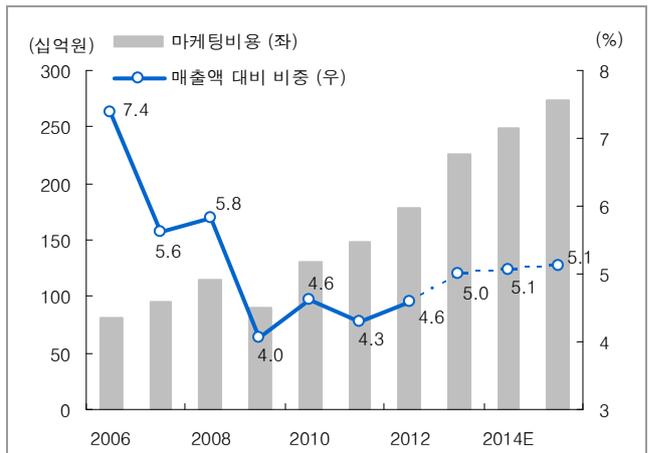
자료: DART, KB투자증권

그림 47. 아모레퍼시픽 매출액 대비 마케팅비용 지출 추이와 전망



자료: 아모레퍼시픽, KB투자증권

그림 48. LG생활건강 매출액 대비 마케팅비용 지출 추이와 전망



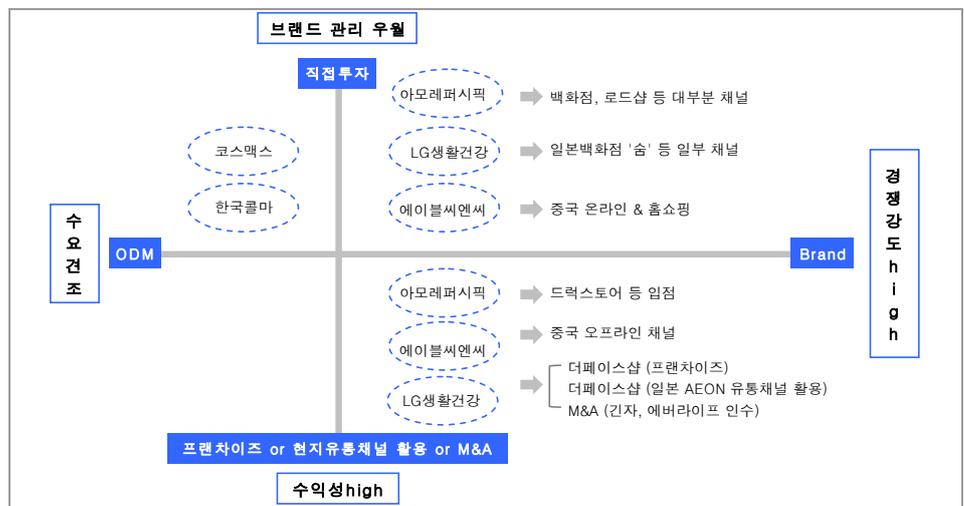
자료: LG생활건강, KB투자증권

3. 해외 시장 진출에 있어서는 보다는 ODM 업체가 winner

해외 성장에 대한 속도 및
가시성에 대한 선별적인
접근 필요

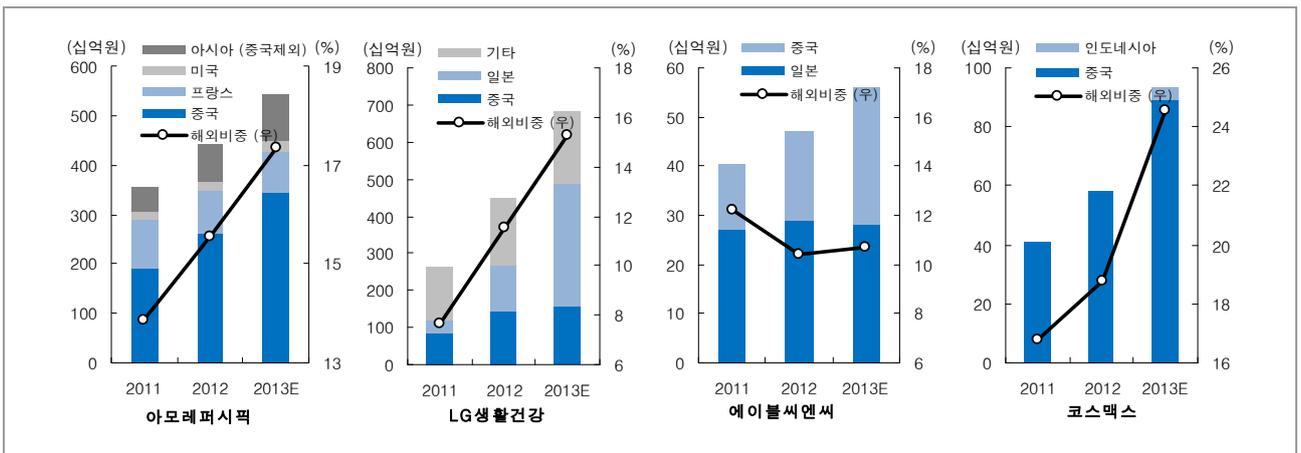
국내 시장 성장률 둔화로 화장품 업체들의 해외 시장 진출이 가속화되는 가운데, 화장품 업종 내에서도 각 업체의 1) 비즈니스 모델, 2) 해외 진출 전략에 따라 외형 성장 및 실적 개선 폭이 달라질 것으로 예상된다. 업종 전반적으로 해외 성장 모멘텀은 유효하나, 의미 있는 이익기여도 측면에서는 업체별로 해외 성장에 대한 속도 및 가시성에 대한 선별적인 접근이 필요하다는 판단이다.

그림 49. 국내 주요 화장품 업체의 해외진출 전략 비즈니스 모델별 구분



자료: KB투자증권

그림 50. 국내 주요 화장품 업체의 해외 실적 현황 및 전망

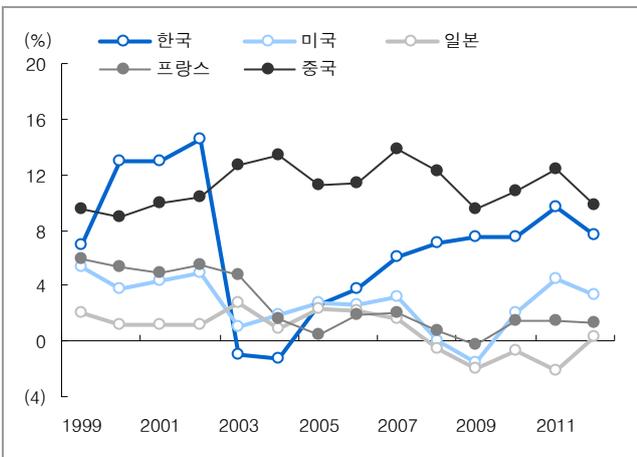


자료: 각 사, KB투자증권

중국 화장품 시장은 지속적으로 10% 내외의 높은 성장을 기록

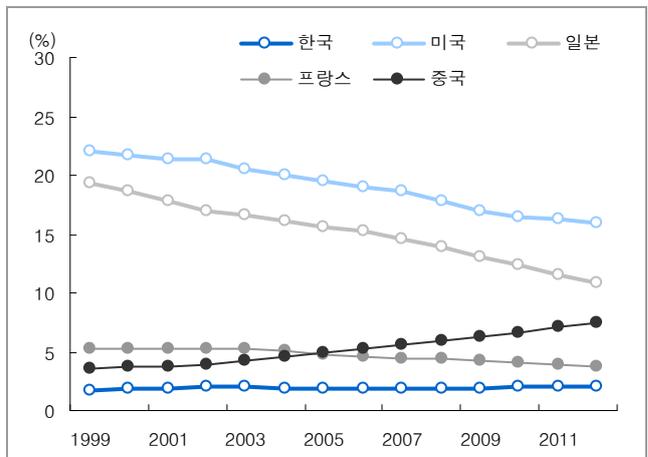
우선 국가별 화장품 시장의 성장률 추이를 보면, 중국의 시장 성장률이 지속 10% 내외 수준을 유지하며 글로벌 주요 국가 대비 높은 성장률을 보이고 있다 (그림 51). 전세계 화장품 시장 내에서의 비중 측면에서도 여전히 미국과 일본의 비중이 높은 상황이나, 중국 시장이 빠르게 성장하며 비중을 큰 폭으로 확대하고 있다 (그림 52). 중국, 인도네시아 이외 아시아 시장에서는 인도네시아와 베트남 시장의 성장성이 두드러진다. 특히 인도네시아 시장의 경우 로레알 등 글로벌 업체의 적극적인 움직임에서도 알 수 있듯이 시장 규모 측면에서 성장잠재력이 돋보이는 시장으로 알려져 있다 (그림 54).

그림 51. 해외 주요 국가별 화장품 시장 성장률 추이



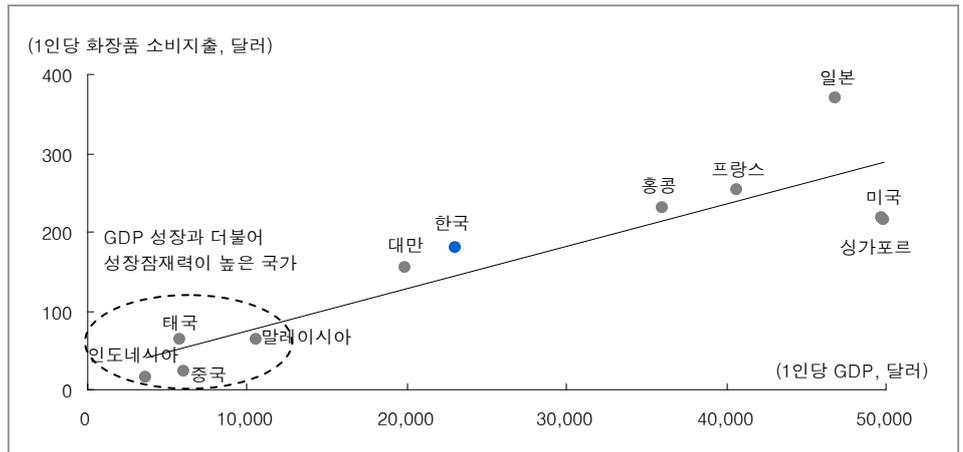
자료: Euromonitor, 아모레퍼시픽, KB투자증권

그림 52. 글로벌 화장품 시장 국가별 비중 추이



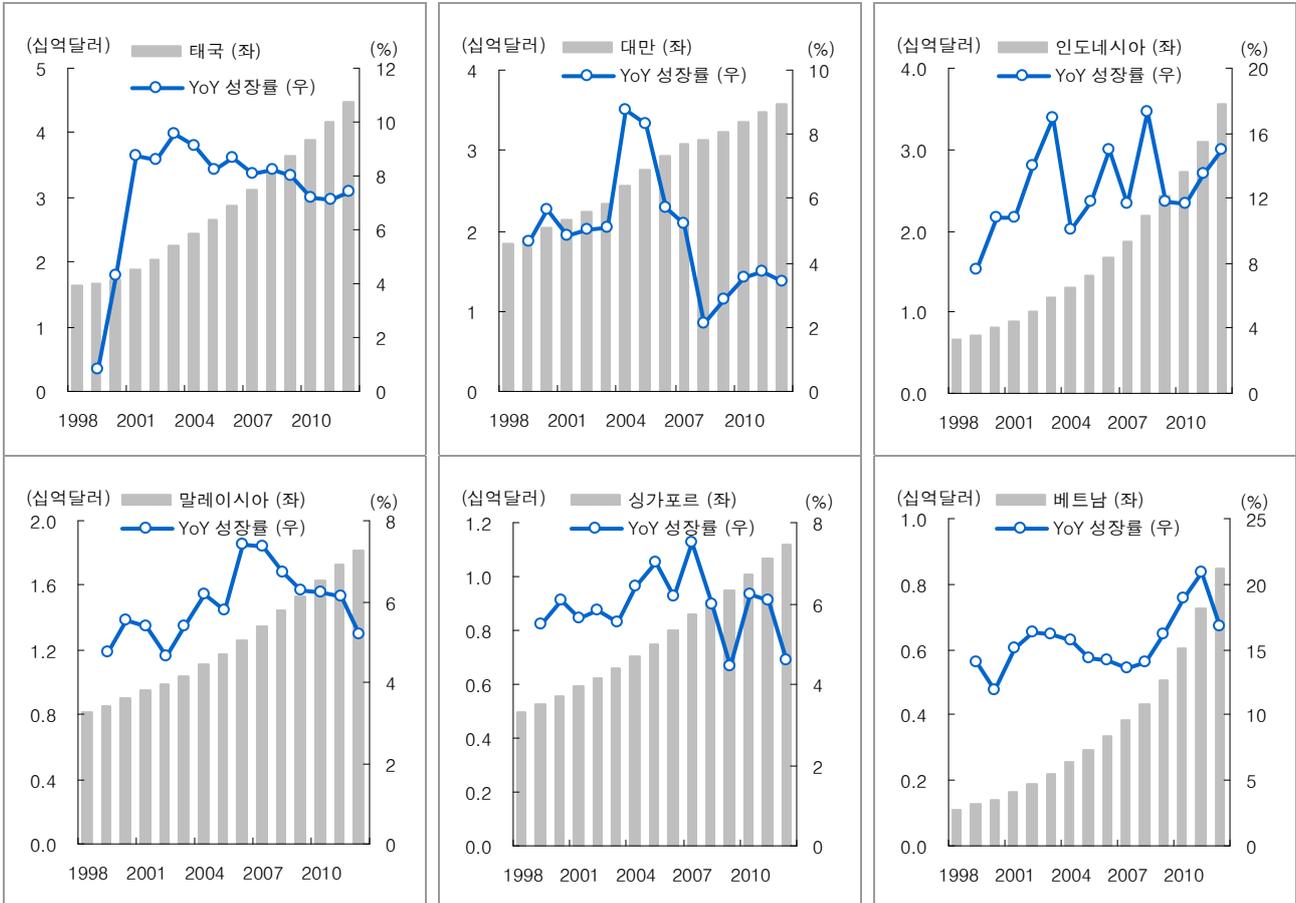
자료: Euromonitor, 아모레퍼시픽, KB투자증권

그림 53. 국가별 1인당 GDP 대비 1인당 화장품 소비지출 규모 비교



자료: Euromonitor, 아모레퍼시픽, KB투자증권

그림 54. 아시아 내 주요 국가별 화장품 시장 규모 및 성장률 추이



자료: Euromonitor, 아모레퍼시픽, KB투자증권

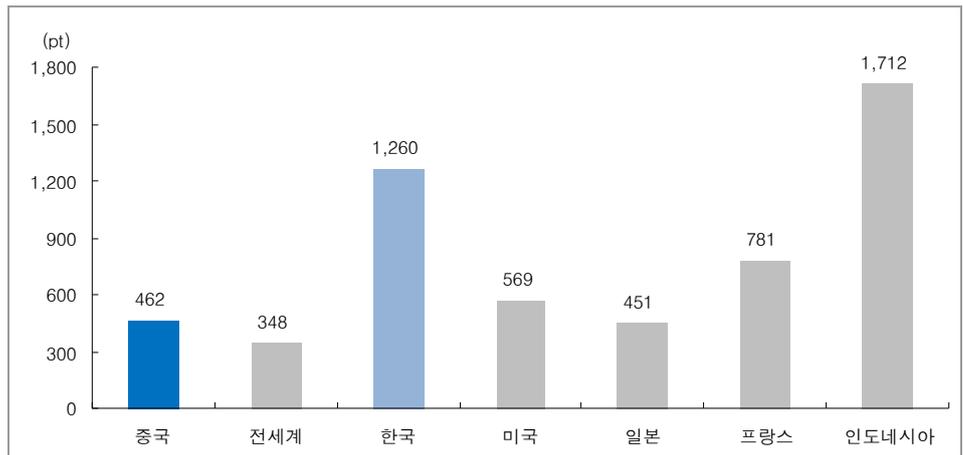
해외 진출 시 현지 브랜드
업체들을 고객으로 확보하고 있는
ODM 업체들의 견조한
수요 증가 예상

해외 진출에 있어 비즈니스 모델에 따라 구분해 보면, 화장품 ‘브랜드’ 업체보다는 ‘ODM’ 업체의 이익 성장 가능성이 높을 것으로 예상된다. 이는, 1) 글로벌 주요 화장품 브랜드들이 자국 내의 성장률이 둔화됨에 따라 적극적으로 해외 진출을 꾀하고 있어 이미 해외 시장에서 점유율을 확대해 놓은 상황이거나, 또는 적극적으로 투자하고 있어 경쟁이 지속 치열할 것으로 예상되고, 반면 2) ODM 업체의 경우 중국 등 현지 내에서 빠르게 성장하고 있는 현지 브랜드 업체들을 고객으로 확보하고 있어 견조한 수요 증가가 예상되기 때문이다.

우선 경쟁강도 측면에서 국내 업체들이 주력하고 있는 중국 시장의 경우 아래 (그림 55)의 각 시장의 경쟁강도를 나타내는 HHI 지수를 비교해 볼 때, 중국 시장은 성장이 정체되어 있는 일본 시장과 유사한 수준의 경쟁이 이루어지고 있음을 확인할 수 있다. 또한, (표 2)의 업체별 점유율 현황에서 확인할 수 있는 바와 같이 P&G와 로레알을 제외한 나머지 업체들의 점유율은 매우 세분화되어 나뉘어져 있어, 성장 국면에서 시장을 장악하기 위한 경쟁이 치열하게 전개되고 있는 것으로 파악된다.

중국 화장품 시장의 HHI 지수는
462 수준으로 성장국가임에도
선진국 수준의 경쟁강도를 보임

그림 55. 중국 vs 주요 국가의 경쟁강도 비교 (HHI 지수)



자료: Euromonitor, 아모레퍼시픽, KB투자증권

주: 1) HHI 지수 = 허핀달-허쉬만 지수 (Herfindahl-Hirschman Index), 시장점유율을 각각의 %로 계산한 후 이들 점유율의 제곱을 모두 합산한 지수로 시장집중도 측정방법으로 사용. HHI 지수가 클수록 시장집중도는 높음 (1,000 이하는 경쟁시장, 1,000~1,800은 집중시장, 1,800 이상은 고집중시장으로 구분)

2) 각 시장에서 시장점유율 10위까지의 업체들 점유율을 사용하여 산출

표 2. 중국 화장품 시장 업체별 점유율 추이

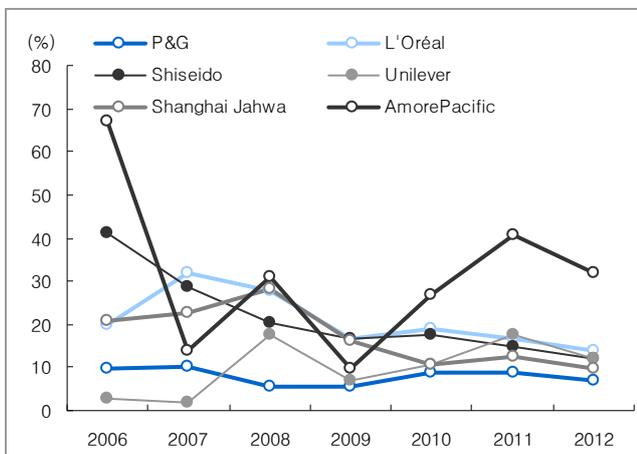
(단위: %)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Procter & Gamble (미국)	14.9	16.3	19.1	18.8	18.2	17.1	16.5	16.2	15.7	15.3
L'Oréal (프랑스)	4.1	5.8	6.4	6.9	8.0	9.1	9.7	10.4	10.8	11.2
Shiseido (일본)	2.5	2.8	3.0	3.8	4.3	4.6	4.9	5.2	5.3	5.4
Unilever (네덜란드)	5.9	5.3	5.1	4.7	4.2	4.4	4.3	4.3	4.5	4.6
Amway (미국)	4.0	4.9	4.3	3.6	3.6	4.1	4.2	3.9	3.8	3.5
Colgate-Palmolive (미국)	4.1	4.1	3.9	3.8	3.6	3.5	3.5	3.5	3.4	3.5
Mary Kay (미국)	1.0	1.4	1.9	2.1	2.2	2.4	2.8	3.1	3.1	3.3
Beiersdorf (독일)	0.5	0.5	0.7	0.8	2.8	3.0	3.0	3.0	2.9	2.7
Johnson & Johnson (미국)	2.1	2.0	2.1	2.1	2.1	2.8	2.6	2.4	2.3	2.3
Estée Lauder (미국)	0.2	0.4	0.6	0.8	0.9	1.2	1.4	1.6	1.9	2.1
Shanghai Jahwa (중국)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
Jala Group (중국)	-	0.1	0.2	0.3	0.5	0.8	1.2	1.4	1.6	1.6
Jiangsu Longliqi Group (중국)	1.5	1.2	1.3	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
LVMH (프랑스)	0.4	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3
AmorePacific (한국)	0.1	0.1	0.4	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	1.0	1.2
Henkel (독일)	0.8	0.8	0.7	0.9	0.7	0.6	0.7	0.8	1.2	1.2
Yunnan Baiyao Group (중국)	-	-	0.1	0.1	0.1	0.3	0.5	0.6	0.8	1.0
Shanghai Inoherb Cosmetics (중국)	-	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8	1.0
Kao (일본)	1.6	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9	0.8
Coty (프랑스)	0.9	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	0.8	0.8
Others	54.2	50.9	46.8	45.5	42.7	39.3	37.9	35.9	34.7	34.0

자료: Euromonitor, 아모레퍼시픽, KB투자증권

아모레퍼시픽의 중국 영업이익은 정체 중

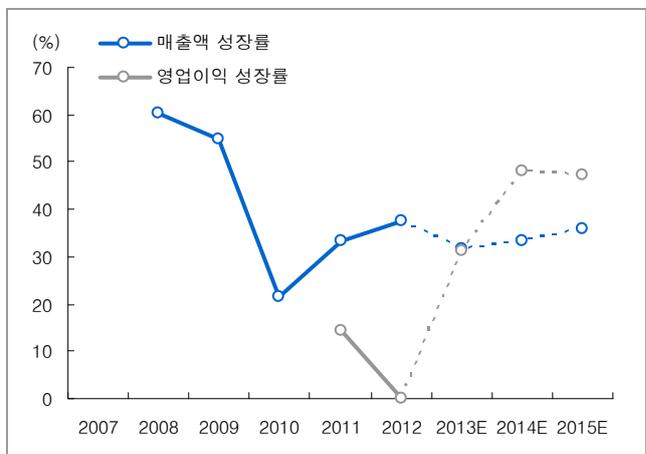
아모레퍼시픽의 경우 글로벌업체 대비 높은 매출액 성장률을 보이면서 점유율 확대가 꾸준히 이루어지고 있음에도 불구하고, 중국에서의 영업이익은 정체되어 있다. 이는 1) 글로벌 업체와 직접적으로 경쟁하면서 브랜드 이미지 확대를 위한 마케팅 투자가 이루어져야 하고, 2) 대부분의 브랜드를 백화점 (이니스프리는 대부분 브랜드샵 직영으로 입점 계획)에 직영으로 입점시키는 데에 따른 비용 부담 등에 기인한다.

그림 56. 주요 글로벌 업체의 중국 매출액 증가율 추이 비교



자료: Euromonitor, 아모레퍼시픽, KB투자증권

그림 57. 아모레퍼시픽의 중국 매출액과 영업이익 증가율 추이 및 전망



자료: 아모레퍼시픽, KB투자증권

최근 중국 현지 화장품 업체의
성장이 두드러지고 있음

또한, 최근 중국 현지 화장품 업체의 성장이 두드러지고 있는 모습이다. 비상장업체인 자란그룹의 경우 (표 2)에서 확인할 수 있는 바와 같이 시장점유율을 빠르게 확대하여 아모레퍼시픽과의 격차를 벌리고 있다. 상장업체인 상하이자화의 경우 성장 폭 자체가 확대되는 데다 수익성도 가파르게 개선되고 있어 아모레퍼시픽이 타겟팅하고 있는 중가 시장에서 입지를 강화하고 있는 것으로 보인다.

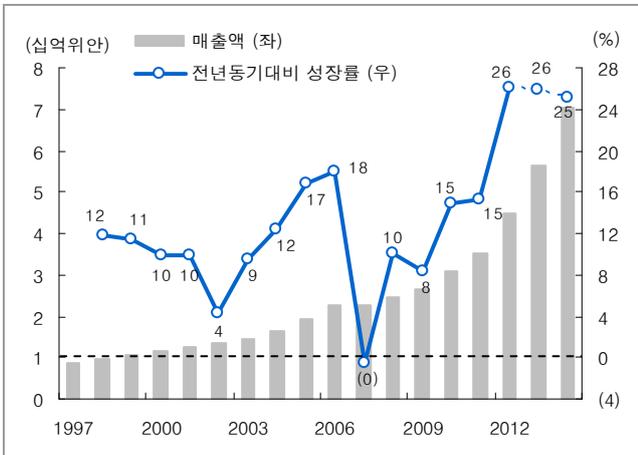
따라서 아모레퍼시픽의 중국 매출액은 지속 견조할 전망이다, 현재 중국 시장에서의 주요 브랜드인 ‘마몽드’와 ‘라네즈’, 그리고 초기 투자 단계인 ‘설화수’와 ‘이니스프리’의 브랜드력이 현지에서 글로벌 업체의 브랜드 수준 또는 국내에서의 입지만큼 향상되기 전까지는 추세적 이익 개선을 기대하기에는 상황이 녹록치 않다는 판단이다.

표 3. 중국 주요 현지 화장품 업체 현황

	자란그룹 (伽藍集團)	상하이자화 (上海家化)	상이번차오 (相宜本草)	보리야아 (珀萊雅)
설립시기	2001년	1999년	2000년	2003년
대표 브랜드	1) Chando: 저가 브랜드 2) Maysu: 고가 브랜드 3) Aglaia 4) Insea	1) Liushen: 저가 브랜드 2) MAXAM: 저가 브랜드 3) Herborist: 중가 브랜드 4) Gf: 중가 브랜드 5) Chinfie: 중가 브랜드. 6) 6) Vive: 고가 브랜드	Inoherb: 중저가 브랜드	1) 보아이야 2) 요즈라이 3) 한야
연 매출	40억위안 (추정)	2011년 35억위안	2011년 13억위안	2011년 12억위안
유통채널	전문점 2만 3,000여 곳 백화점 801여 곳 할인점 423여 곳	브랜드별로 다른 유통채널 이용 (고가 브랜드는 백화점, 저가 브랜드는 할인점 선호)	백화점&할인점 60% 전자 상거래 30% 전문점 10%	전문점 8,000여 곳 백화점&할인점 1,000여 곳
기타	-	1) 중국 로컬 업체 중 최대 생산력 보유 2) 중국 내 일본 Kao 브랜드 제품 독점 판매권 보유	1) 중국 내 한방 스킨케어 화장품의 선두 기업 2) 상이번차오 (Inoherb) 단독 브랜드로 확장 계획 중	1) 2013년 매출 30억위안 목표 제시 2) TV광고 투자 확대를 통한 성장 전략

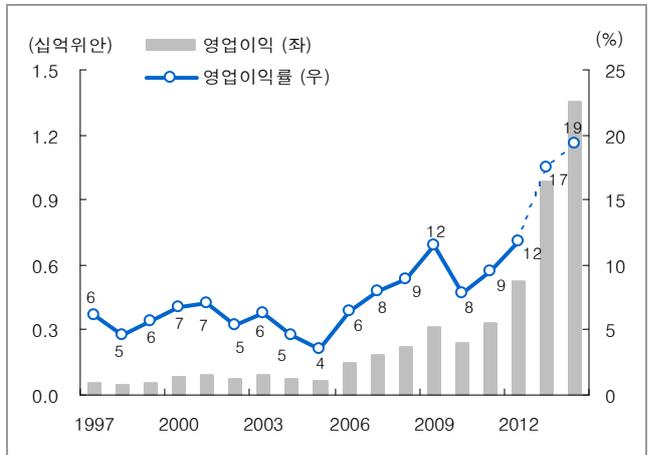
자료: KOTRA, KB투자증권

그림 58. 중국 상하이자화의 매출액과 성장을 추이 및 전망



자료: Bloomberg, KB투자증권

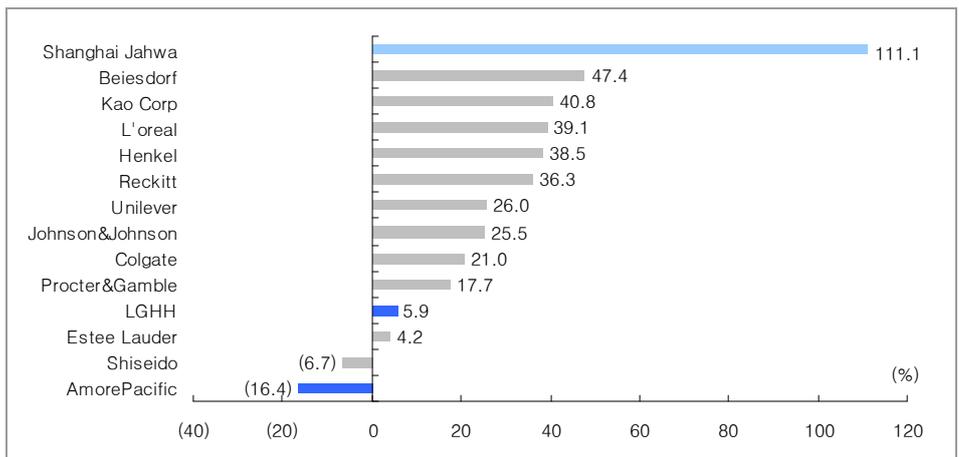
그림 59. 중국 상하이자화의 영업이익과 영업이익률을 추이 및 전망



자료: Bloomberg, KB투자증권

중국 현지 업체인 Shanghai Jahwa 주가는 최근 1년 111.1% 상승하며 글로벌 업체 대비 두드러지는 성과 기록 중

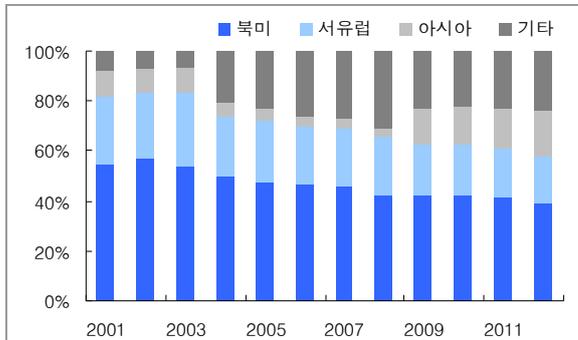
그림 60. 글로벌 주요 화장품 업체들의 최근 1년 간 주가 수익률 비교



자료: Bloomberg, FnGuide, KB투자증권
주: 2013년 4월 3일 증가 기준

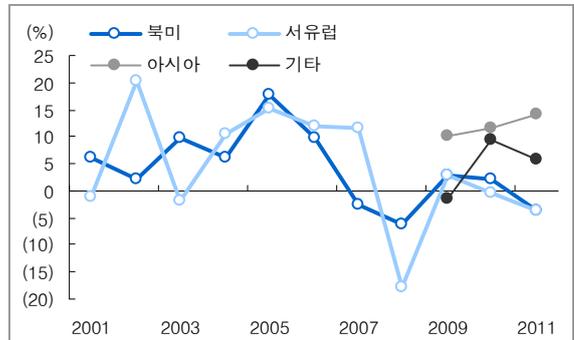
P&G

그림 61. Procter & Gamble 지역별 매출액 Breakdown



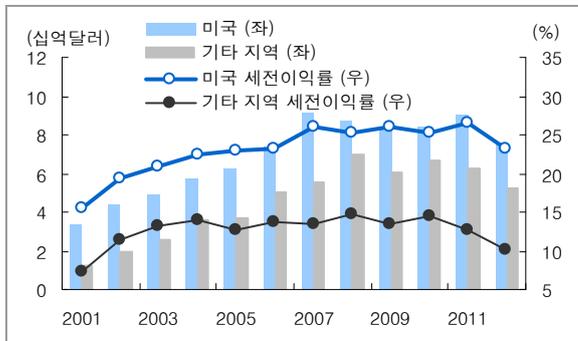
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 62. Procter & Gamble 지역별 매출액 성장을 추이



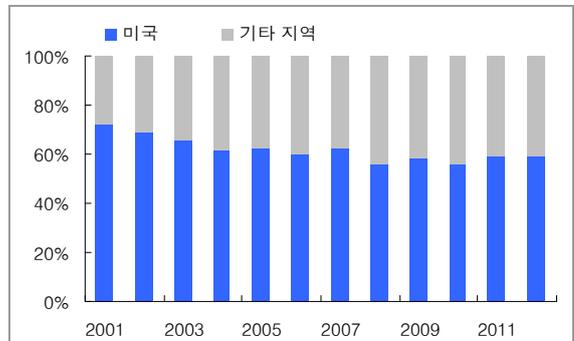
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 63. Procter & Gamble 지역별 세전이익 및 세전이익률 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

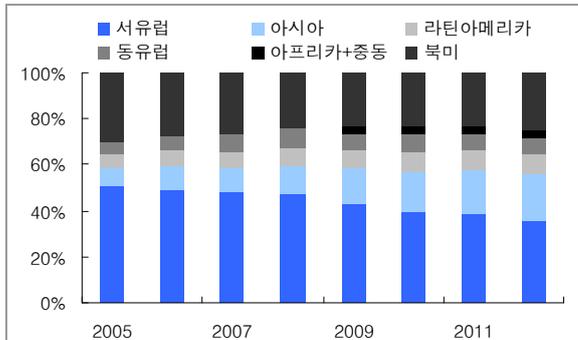
그림 64. Procter & Gamble 지역별 세전이익 의존도 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

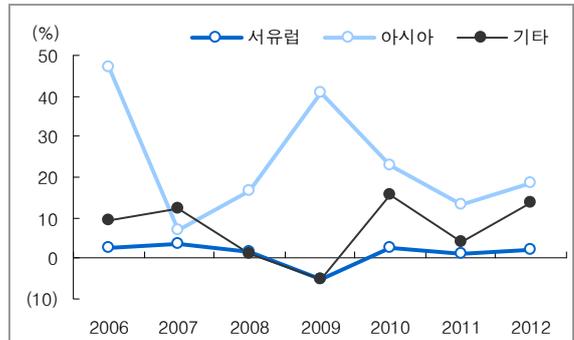
L'oreal

그림 65. L'oreal 지역별 매출액 Breakdown



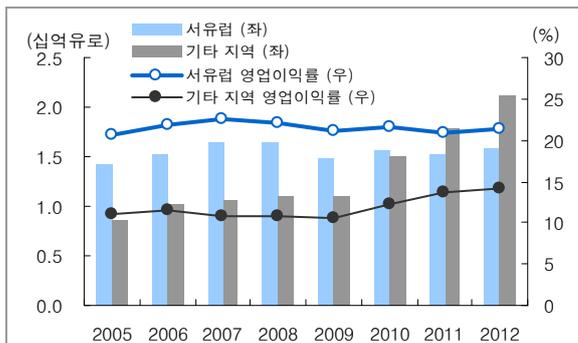
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 66. L'oreal 지역별 매출액 성장을 추이



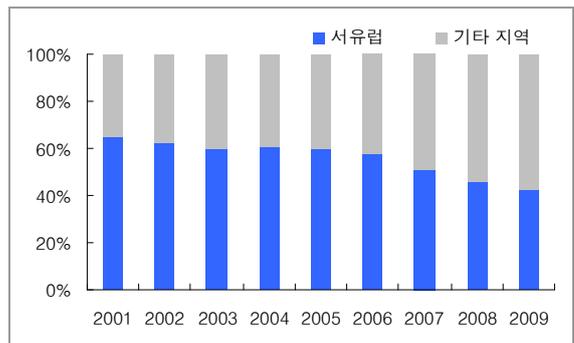
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 67. L'oreal 지역별 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

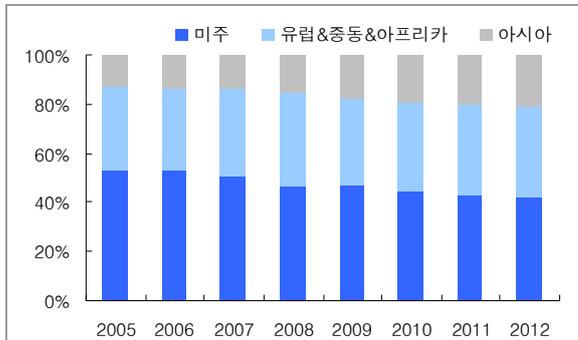
그림 68. L'oreal 지역별 영업이익 의존도 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

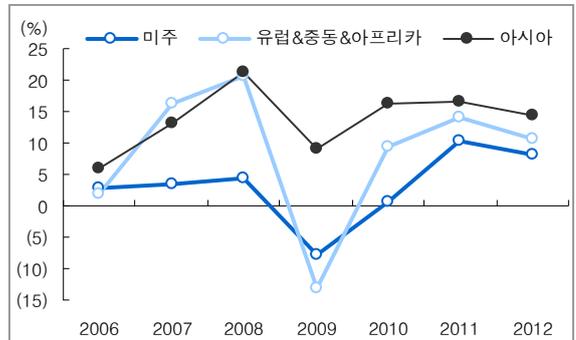
Estee Lauder

그림 69. Estee Lauder 지역별 매출액 Breakdown



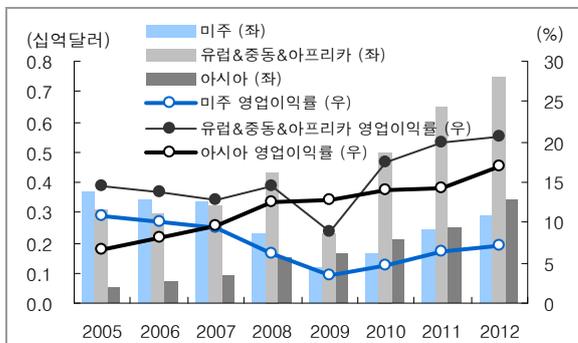
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 70. Estee Lauder 지역별 매출액 성장률 추이



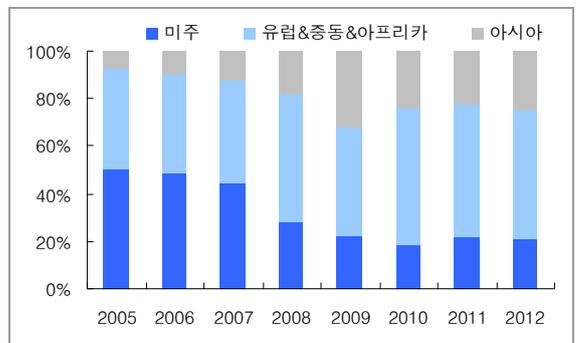
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 71. Estee Lauder 지역별 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

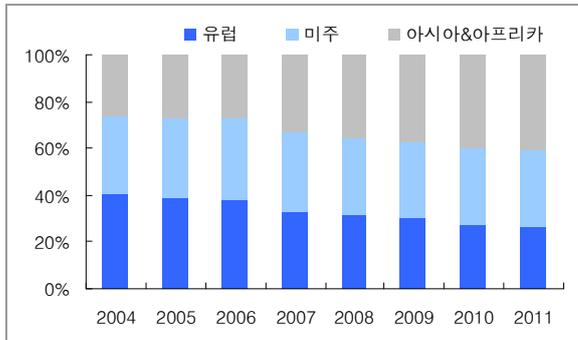
그림 72. Estee Lauder 지역별 영업이익 의존도 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

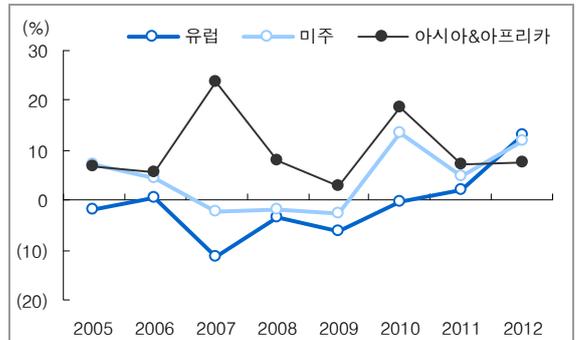
Unilever

그림 73. Unilever 지역별 매출액 Breakdown



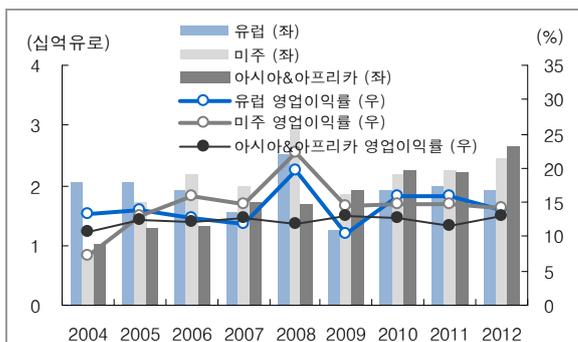
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 74. Unilever 지역별 매출액 성장률 추이



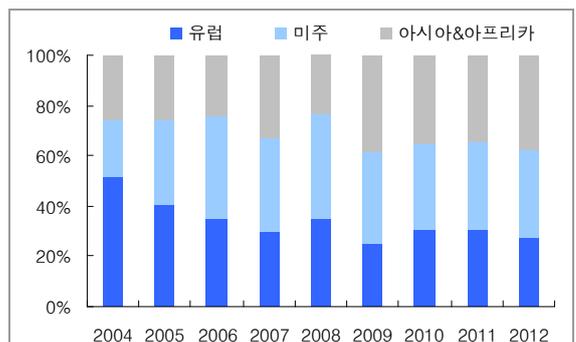
자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 75. Unilever 지역별 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

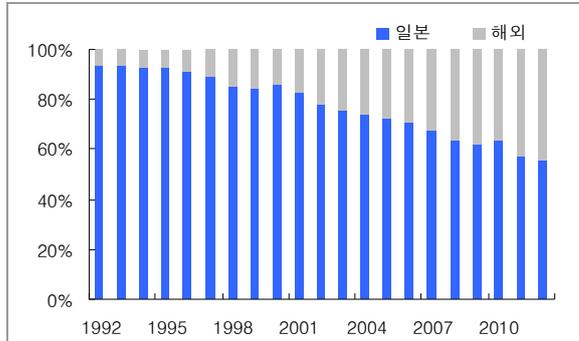
그림 76. Unilever 지역별 영업이익 의존도 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

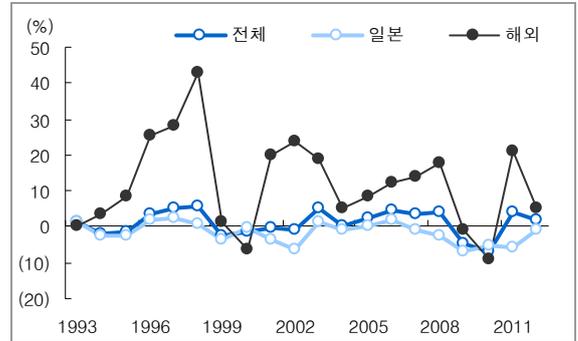
Shiseido

그림 77. Shiseido 지역별 매출액 Breakdown



자료: Bloomberg, KB투자증권

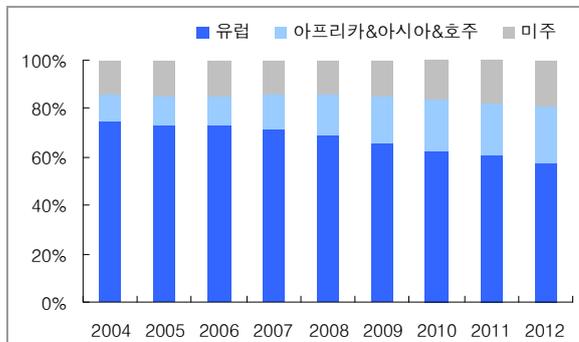
그림 78. Shiseido 지역별 매출액 성장률 추이



자료: Bloomberg, KB투자증권

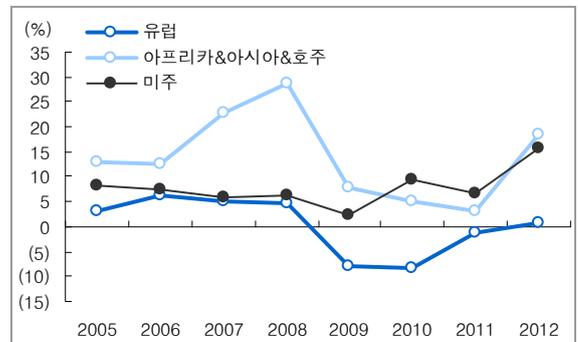
Beiersdorf

그림 79. Beiersdorf 지역별 매출액 Breakdown



자료: Bloomberg, KB투자증권

그림 80. Beiersdorf 지역별 매출액 성장률 추이

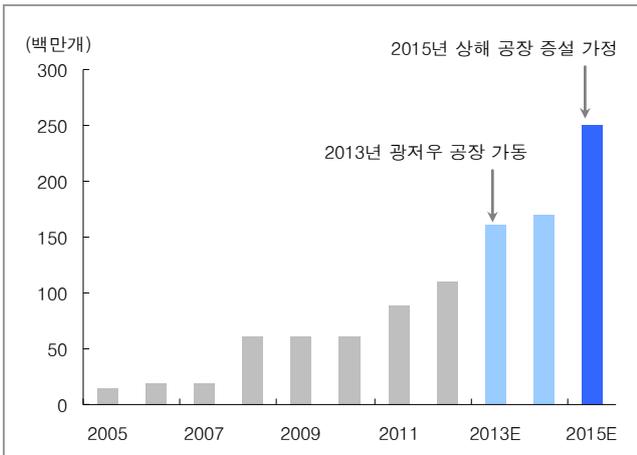


자료: Bloomberg, KB투자증권

ODM 업체는 경쟁으로부터 상대적으로 자유롭고, 중국 현지 업체들로부터의 수요가 많아 브랜드 업체 대비 성장의 가시성이 높을 전망

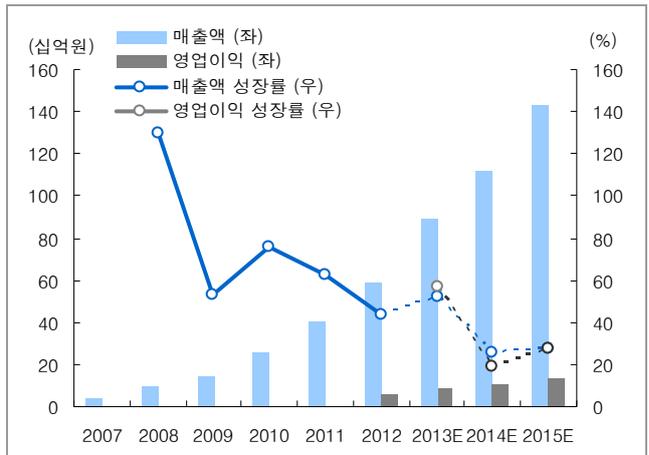
한편, 화장품 ODM 사업모델로 중국 시장에 진출한 코스맥스의 경우 브랜드 간의 치열한 경쟁으로부터 상대적으로 자유롭고, 중국 현지 업체들로부터 한국산 원료로 생산한 화장품에 대한 수요가 높아 브랜드 업체 대비 성장의 가시성이 높을 전망이다. 1) 코스맥스 중국 내 고객의 70~80%가 중국 현지 브랜드 업체이기 때문에 그들의 성장과 더불어 견조한 수요 증가가 예상되고, 2) 중국에 진출하는 한국 브랜드 업체로부터의 수주도 증가할 것으로 예상되는 만큼, 중국 내 공급능력 확보가 실적으로 이어질 수 있는 수요 기반이 탄탄하다고 평가할 수 있다.

그림 81. 코스맥스의 중국 공장 생산능력 추이 및 전망



자료: 코스맥스, KB투자증권

그림 82. 코스맥스의 중국 실적 추이 및 전망

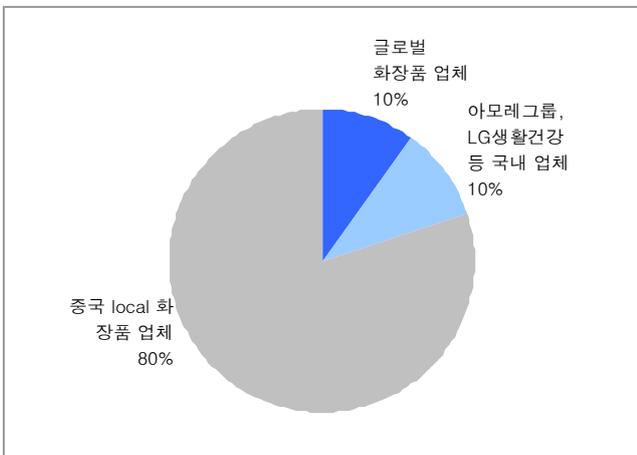


자료: 코스맥스, KB투자증권

ODM 산업은 수주 공백 위험이 적은 것이 장점

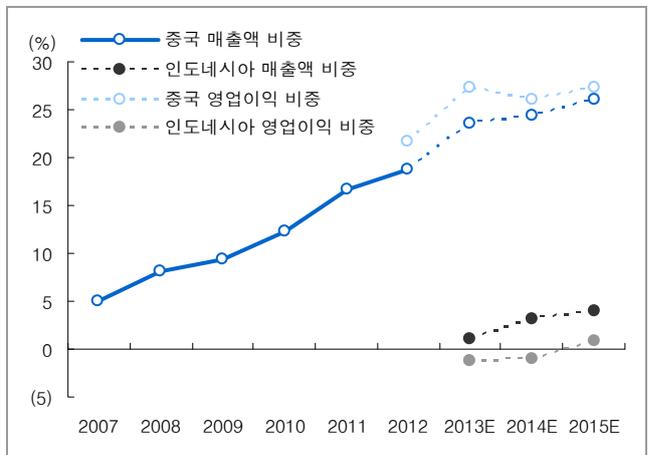
경쟁 위험 측면에서 살펴보면, 중국 내에 수십 개의 고객을 확보하고 있어 특정 고객에 대한 의존도가 낮아 수주 공백의 위험으로부터 자유롭다. 또한 화장품 ODM 산업 특성 상 브랜드 업체가 직접 생산하는 비중을 높이더라도 교체주기가 빠른 신제품 등 특정 카테고리에 대해서는 수익성 확보를 위해 일정 부분을 ODM으로 할당하고 있어, 전방업체의 생산 내재화에 대한 수주 감소 위험도 낮다는 판단이다. 게다가, 특정 브랜드의 특정 라인 또는 제품에 대한 공급 개시 이후 해당 제품에 대해서는 공급자 변경의 가능성이 매우 낮기 때문에 거래선을 확보한 이후 견고한 관계가 구축되면 이후 수주 가시성이 높다는 점도 화장품 ODM 산업의 장점이다.

그림 83. 코스맥스의 중국 내 고객 구성 현황



자료: 코스맥스, KB투자증권

그림 84. 코스맥스의 지역별 매출액 및 영업이익 비중 추이와 전망

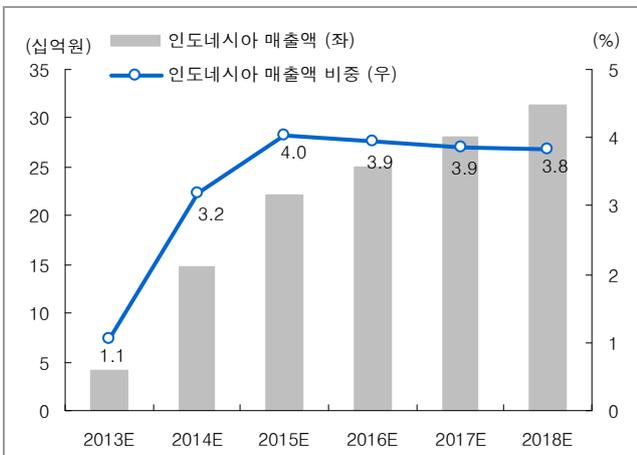


자료: 코스맥스, KB투자증권

중국 이외의 해외 지역 진출에 대한 가시성이 높다는 점도 추가적인 매력 요인

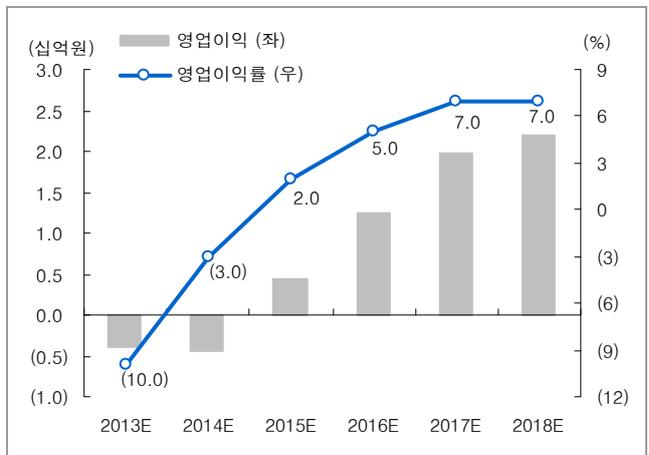
또한, 글로벌 업체와 경쟁해야 하기 보다는 오히려 견조한 협업 관계를 구축하고 있어, 중국 이외의 다른 지역으로의 확장 또한 업종 내 가장 두드러지는 성과를 보여줄 수 있을 것으로 예상된다. 중국 이외의 다른 해외 지역 진출에 대한 가시성이 높다는 점은 코스맥스의 장기적 실적 기대감 확보 측면에서 긍정적이다. 코스맥스는 아시아 시장 중 성장성 측면에서 부각되고 있는 인도네시아 시장에 진입하여 올해 2분기부터 본격적인 공장 가동을 계획하고 있다. 인도네시아와 같은 신규 시장에 진입함에 있어서도 글로벌 업체의 기존 공장을 인수하며 고객사의 생산라인을 보강하는 등의 협업 체제 하에서 진출하는 것이기 때문에 공장 가동 이후 매출 증가가 빠른 속도로 이루어질 전망이다.

그림 85. 코스맥스의 인도네시아 매출액 및 매출액 비중 전망



자료: 코스맥스, KB투자증권

그림 86. 인도네시아 영업이익 및 영업이익률 가정



자료: 코스맥스, KB투자증권

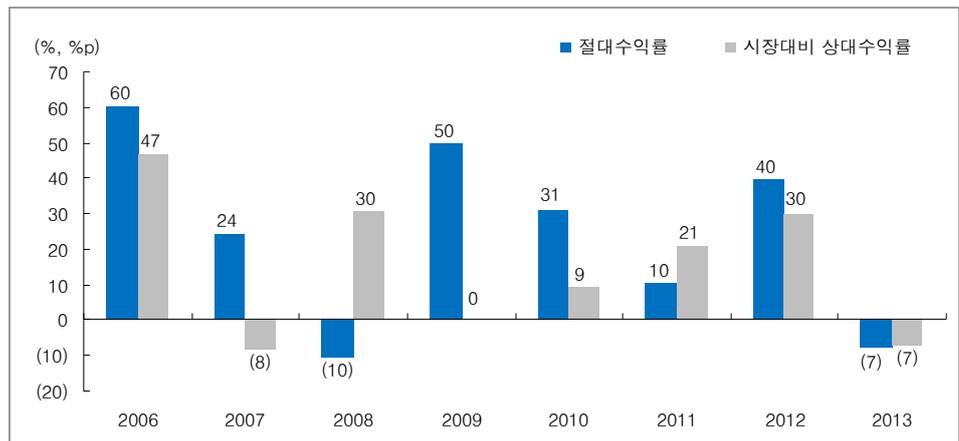
IV. 주가 변동 추이

□ 화장품 업종의 시장대비 / 내수업종 대비 상대수익률 비교

화장품 업종은 과거 7년 동안
시장을 6번 outperform. 2013년
들어 시장대비 6.9%
underperform 중

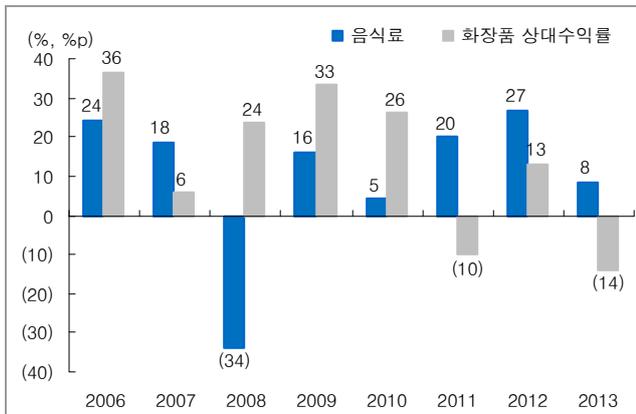
2013년 들어 타 내수업종 대비
모두 underperform 중

그림 87. 연도별 화장품 업종 절대수익률 및 코스피 대비 상대수익률 추이



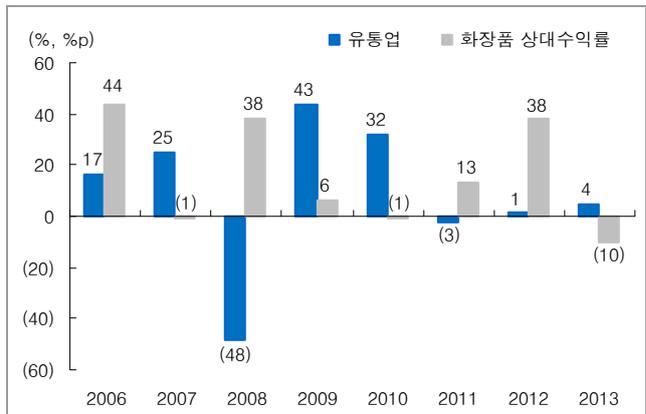
자료: FnGuide, KB투자증권 주: 1) 2006년은 6월 29일 ~ 12월 31일 기준, 2) 2013년은 4월 2일 기준

그림 88. 연도별 타 내수업종 대비 화장품 업종 상대수익률 (음식료)



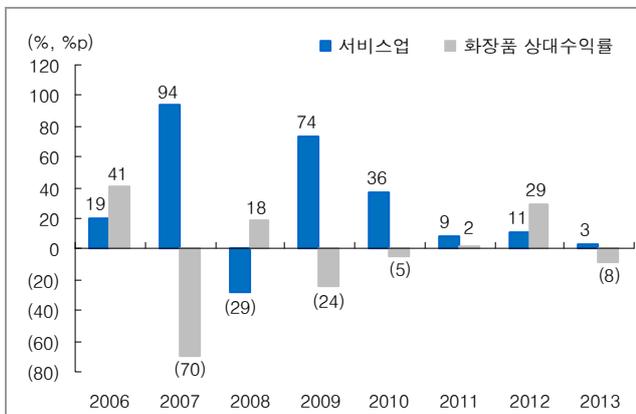
자료: FnGuide, KB투자증권 주: 1) 2013년은 3월 29일 기준

그림 89. 연도별 타 내수업종 대비 화장품 업종 상대수익률 (유통업)



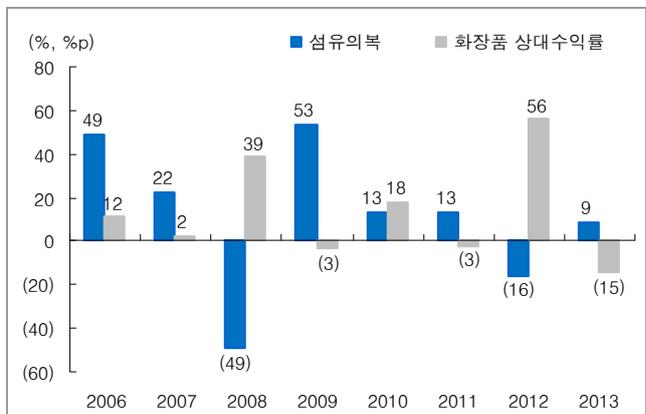
자료: FnGuide, KB투자증권 주: 1) 2013년은 3월 29일 기준

그림 90. 연도별 타 내수업종 대비 화장품 업종 상대수익률 (서비스업)



자료: FnGuide, KB투자증권 주: 1) 2013년은 3월 29일 기준

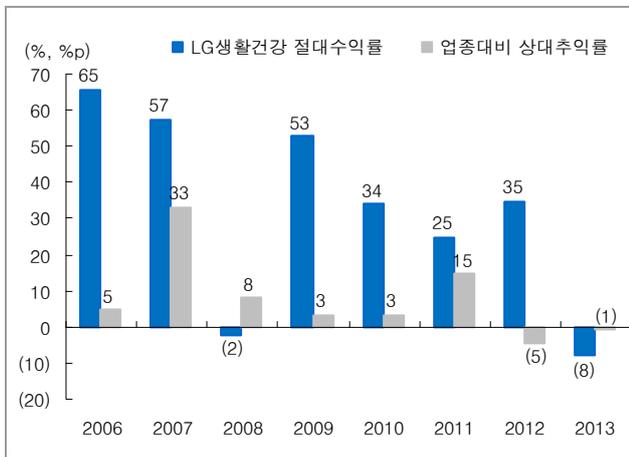
그림 91. 연도별 타 내수업종 대비 화장품 업종 상대수익률 (섬유 의복)



자료: FnGuide, KB투자증권 주: 1) 2013년은 3월 29일 기준

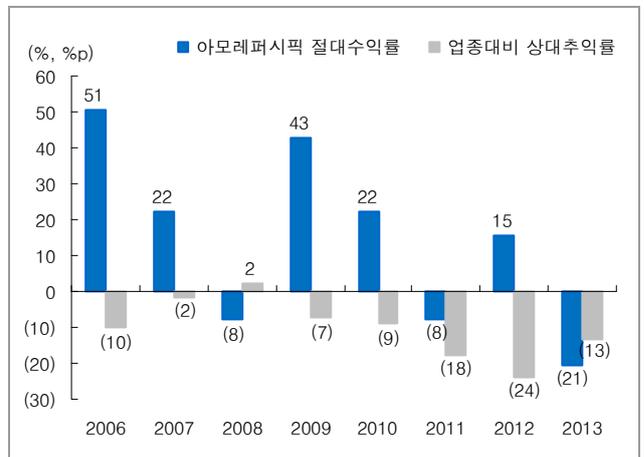
□ 종목별 업종대비 상대수익률 추이

그림 92. 연도별 LG생활건강 절대수익률 및 업종 대비 상대수익률 추이



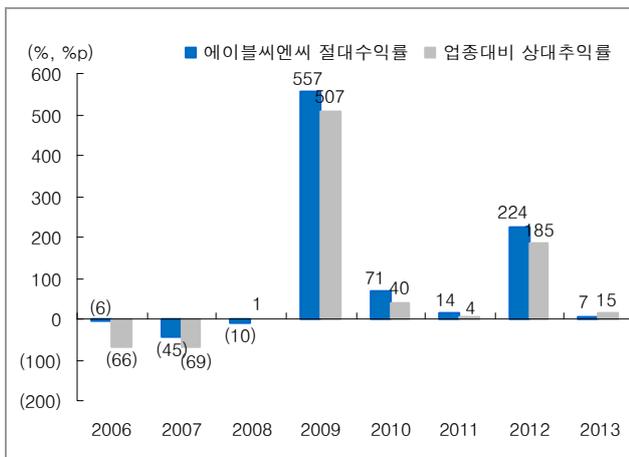
자료: FnGuide, KB투자증권
 주: 1) 2006년은 6월 29일 ~ 12월 31일 기준, 2) 2013년은 4월 2일 기준

그림 93. 연도별 아모레퍼시픽 절대수익률 및 업종 대비 상대수익률 추이



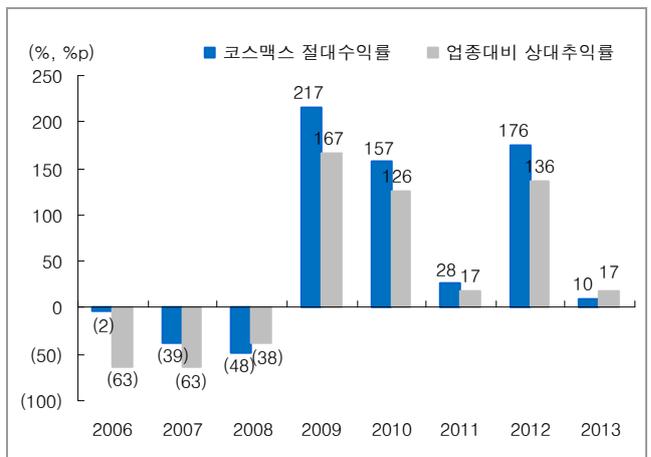
자료: FnGuide, KB투자증권
 주: 1) 2006년은 6월 29일 ~ 12월 31일 기준, 2) 2013년은 4월 2일 기준

그림 94. 연도별 에이블씨엔씨 절대수익률 및 업종 대비 상대수익률 추이



자료: FnGuide, KB투자증권
 주: 1) 2006년은 6월 29일 ~ 12월 31일 기준, 2) 2013년은 4월 2일 기준

그림 95. 연도별 코스맥스 절대수익률 및 업종 대비 상대수익률 추이



자료: FnGuide, KB투자증권
 주: 1) 2006년은 6월 29일 ~ 12월 31일 기준, 2) 2013년은 4월 2일 기준

보시기 편하기 위한 편집 상 빈 페이지입니다

이지연 02) 3777-8484
jiyeon.lee@kbsec.co.kr

윤종민 02) 3777-8445
jongmin_yoon@kbsec.co.kr

목표주가 상향

투자의견 (유지) **BUY**
목표주가 (상향) **720,000 (원)**

Upside / Downside (%)	21.2
현재가 (04/03, 원)	594,000
Consensus target price (원)	770,000
Difference from consensus (%)	(6.5)

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	3,896	4,495	4,894	5,312
영업이익 (십억원)	446	524	575	639
순이익 (십억원)	312	361	417	471
EPS (원)	17,154	19,866	22,982	25,980
증감률 (%)	14.8	15.8	15.7	13.0
PER (X)	38.3	29.9	25.8	22.9
EV/EBITDA (X)	20.4	16.0	14.2	12.4
PBR (X)	9.7	6.7	5.5	4.6
ROE (%)	28.4	26.1	24.1	22.5

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(4.3)	(7.6)	(6.9)	5.9
KOSPI대비 상대수익률	(2.2)	(5.8)	(6.3)	9.1



Trading Data

시가총액 (십억원)	9,277
유통주식수 (백만주)	9
Free Float (%)	59.6
52주 최고/최저 (원)	685,000 / 556,000
거래대금 (3M, 십억원)	20
외국인 소유지분율 (%)	44.7
주요주주 지분율 (%)	(주)LG외 2인 34.3

자료: Fnguide, KB투자증권

LG생활건강 (051900)

외형성장 창출능력에 주목

에버라이프 인수효과를 반영하여 목표주가를 72만원으로 상향조정한다. 국내 경기 상황, 해외 피인수업체와의 시너지 창출 등의 부담 요인으로 인해 단기적으로는 박스권 내의 주가 흐름이 예상되나, 우수한 FCF를 기반으로 M&A를 통한 장기적 외형성장 기대감은 유효하다. BUY 투자의견을 유지한다.

1Q13 실적은 낮아진 시장 기대치와 유사할 전망

LG생활건강의 1Q13 매출액 및 영업이익은 전년동기대비 각각 11.1%, 9.8% 성장하며 낮아진 시장 기대치에 부합할 전망이다. 2013년부터 신규 편입되는 에버라이프 실적 제외 시 매출액 성장률은 5%대로 전년대비 성장 폭 둔화가 예상된다. 이는, 1) 1Q12 +17% YoY 성장의 기저효과, 2) 고가 화장품 부문의 성장 폭 둔화 (+2.1% YoY) 등에 기인한다.

하반기 실적 개선 폭에 대한 부담 존재

하반기 실적 개선 폭은 과거 대비 거시적 경기 환경에 대한 민감도가 높아질 전망이다. 국내 고가 화장품 시장의 성장률 회복 시그널이 아직 부재한 가운데, 경기 위축 국면이 장기화될 경우 생활용품 및 음료 부문에서 경쟁 심화가 지속될 가능성이 높기 때문이다. 동사의 2013년 매출액 및 영업이익 성장률 가이던스가 각각 +17%, +20% YoY 임을 감안할 때, 이에 못미치는 1분기 실적은 하반기 실적 개선 폭에 부담이다. 하반기부터 실적에 본격적으로 반영될 생활용품 가격인상 효과 등이 단기적인 모멘텀으로 작용할 전망이다.

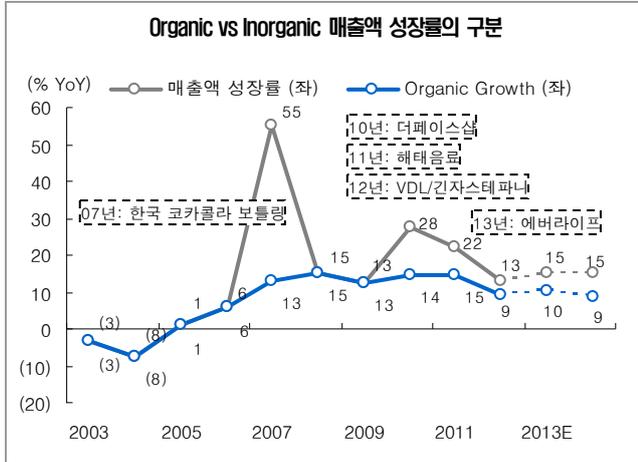
유기적 성장 위해서는 해외 피인수 업체와의 시너지가 관건

국내 경기위축으로 화장품 부문의 이익개선 폭 및 생활용품과 음료 부문의 매출액 성장이 둔화 국면에 있어, 장기적인 유기적 성장을 기대하기 위해서는 해외 피인수 업체와의 시너지를 통한 수익성 창출능력이 관건이다. 향후 M&A 방향 또한 해외 시장으로 집중될 가능성이 높은 가운데, 작년에 인수한 일본 2개 업체와의 PMI 능력 입증은 앞으로의 M&A에 대한 신뢰 확보 차원에서 중요하다. 일본업체와의 PMI 가시화 이후 과거 valuation 수준이 지속 유지 가능하다는 판단이다.

우수한 FCF 창출능력에 주목, 관전포인트 확인 이후 긍정적 시각으로 접근

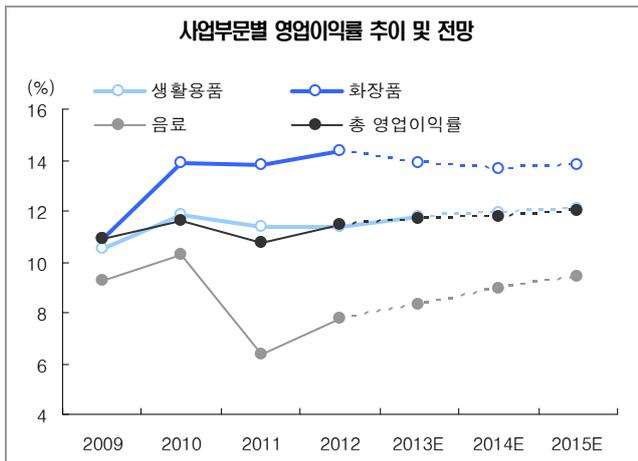
에버라이프 인수효과를 반영하여 12개월 목표주가를 72만원으로 2.9% 상향조정한다. 국내 경기 상황, 해외 피인수업체와의 시너지 창출 등 부담 요인이 존재하나, 우수한 FCF 창출능력을 감안할 때 M&A를 통한 외형성장은 지속가능할 전망이다. 2013~14년 예상 FCF는 각각 1,714억원, 2,510억원으로 M&A를 위한 자금력은 지속 강화될 것으로 예상된다. 풍부한 현금흐름 및 그간 입증된 경영진의 M&A를 통한 성장 추이를 감안할 때 Inorganic Growth를 통한 외형성장 기대감은 지속 유효함에 따라 장기적 관점에서의 BUY 투자의견을 유지한다.

I. Focus Charts



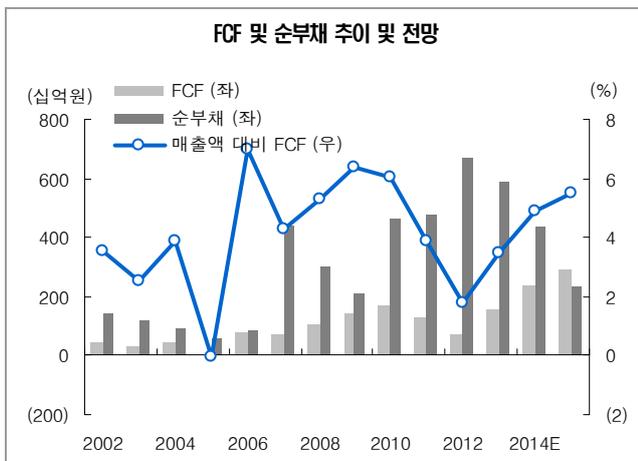
자료: LG생활건강, KB투자증권

- 2013년 매출액의 organic growth는 +10.4% YoY로 예상되는 가운데, 일본 건강기능식품 업체 Everlife 인수 효과로 총 매출액은 +15.5%로 예상
- 2011년 이전까지 10%대 중반을 유지하던 Organic 매출액 증가는 2012년 9.2%로 하락한 이후 10% 내외로 유지 예상. 향후 외형성장의 무게중심은 점차 Inorganic Growth로 이동할 전망



자료: LG생활건강, KB투자증권

- 2013~14년 영업이익률은 각각 11.7%, 11.8%로 2012년 11.4% 대비 소폭 개선 예상
- 화장품 부문 영업이익률은 Everlife 인수 이후 영업정상화 활동으로 인해 2013년 13.9%로 전년대비 0.4%p 하락 예상
- 그러나, 1) 화장품 부문 매출 비중이 점진적으로 확대되고 있고, 2) 동 부문의 영업이익률이 타 사업부문 대비 높은 만큼, 회사의 총 영업이익률은 우상향 추세를 지속 유지할 수 있을 것으로 예상



자료: LG생활건강, KB투자증권

주: 2012년 퇴직급여부채 할인을 하락에 따른 부채증가로 운전자본 감소 → 일시적인 영업현금흐름 하락 초래

- 향후 추세적인 M&A를 통한 외형성장을 기대하기 위해서는 안정적인 FCF의 창출이 중요. 2013~14년 예상 FCF는 각각 1,714억원, 2,510억원 수준으로, M&A를 위한 자금력은 지속 견조하게 유지될 전망
- Everlife 인수로 인해 2012년 큰 폭으로 증가한 순부채 또한 M&A 가능성 배제 시 지속 감소하여 2016년에는 순현금으로 전환 가능
- 국내에서의 지속적인 점유율 확대에 따른 입지 강화 등에 힘입어 매출채권 및 재고자산회전율, 매입채무회전율 등 주요 활동성 지표 또한 점진적인 개선 흐름 유지 중

II. 목표주가 산정 및 valuation

표 4. LG생활건강 목표주가 산정

(단위: 십억원)	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	3,896.2	4,500.4	4,907.8	5,331.9	5,764.3	6,212.2	6,695.8	7,164.5	7,594.4	7,974.1	8,293.0
EBIT	463.7	525.8	578.7	643.6	711.8	785.2	865.6	909.9	964.5	1,012.7	1,053.2
(-) 법인세	127.5	144.6	144.1	160.9	177.9	196.3	216.4	227.5	241.1	253.2	263.3
NOPLAT	336.2	381.2	434.6	482.7	533.8	588.9	649.2	682.4	723.4	759.5	789.9
(+) 자산상각비	108.6	116.2	135.7	154.9	174.3	193.8	213.6	228.6	242.3	254.4	264.6
Gross Cash Flow	444.8	497.4	570.3	637.6	708.1	782.7	862.8	911.0	965.7	1,013.9	1,054.5
(-) 운전자본 증감	(219.8)	(115.4)	(89.7)	(91.7)	(92.6)	(94.5)	(98.1)	(95.1)	(95.9)	(96.3)	(95.8)
(-) 설비투자	(167.7)	(210.6)	(229.6)	(249.5)	(269.7)	(290.7)	(313.3)	(335.2)	(355.4)	(373.1)	(388.0)
Free Cash Flow	57.3	171.4	251.0	296.5	345.8	397.5	451.5	480.7	514.4	544.5	570.7
FCF의 현재가치		161.3	222.3	247.2	271.3	293.6	313.8	314.5	316.8	315.6	311.3
WACC (%)	6.2	[민감도 분석]									
FCF 현재가치의 합 (A)	2,767.8	영구성장률 (%)									
영구성장률 (%)	3.0	(원)	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0
영속가치의 현재가치 (B)	9,586.6	5.3	618,620	683,496	767,753	881,600	1,043,946	1,294,168	1,730,092	2,680,418	6,365,978
기업가치 (C=A+B)	12,354.5	5.6	570,145	624,865	694,588	786,462	913,040	1,098,561	1,396,694	1,954,651	3,374,401
순부채 (D)	670.6	5.9	527,618	574,212	632,610	707,948	808,847	950,971	1,166,076	1,529,790	2,277,398
우선주가치 (E)	376.9	6.2	490,016	530,023	579,449	642,065	723,962	835,668	997,078	1,250,857	1,708,075
적정 보통주가치 (F=C-D-E)	11,307.0	6.5	456,539	491,144	533,359	586,003	653,488	743,117	867,930	1,053,704	1,359,531
발행주식수 (천주) (G)	15,618.2	6.8	426,552	456,680	493,024	537,728	594,050	667,199	766,036	906,978	1,124,210
적정주가 (원) (H=F/G)	723,962	7.1	399,541	425,927	457,438	495,730	543,255	603,809	683,602	793,535	954,661
		7.4	375,091	398,321	425,816	458,868	499,351	550,091	615,548	703,213	826,697

자료: KB투자증권 주: WACC = 무위험수익률 4.5%, 베타 0.54 (과거 3년 주가수익률 적용), Market Risk Premium 6.0% 적용하여 산정

표 5. LG생활건강 역사적 valuation 추이

(단위: X)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	평균	2013E	2014E
PER										
최고	44.5	48.1	34.7	34.9	33.6	37.0	38.8	37.9		
최저	18.1	22.6	20.5	17.1	20.7	23.6	26.9	21.9		
평균	25.4	31.5	28.0	24.1	26.5	30.2	34.1	29.1		
기말	40.8	43.0	28.2	33.6	30.0	32.6	38.3	34.3	<u>29.8</u>	<u>25.7</u>
PBR										
최고	7.5	10.1	8.6	8.9	9.8	9.8	9.8	9.5		
최저	3.1	4.7	5.1	4.3	6.1	6.3	6.8	5.5		
평균	4.3	6.6	6.9	6.1	7.8	8.0	8.6	7.3		
기말	6.9	9.0	7.0	8.5	8.8	8.7	9.7	8.6	<u>6.7</u>	<u>5.5</u>
EV/EBITDA										
최고	18.1	27.1	16.8	16.3	18.4	20.2	20.7	19.9		
최저	8.0	14.5	10.4	8.3	11.9	13.2	14.7	12.2		
평균	10.8	18.9	13.8	11.4	14.8	16.7	18.3	15.7		
기말	16.7	24.6	13.8	15.7	16.6	18.0	20.4	18.2	<u>15.9</u>	<u>14.1</u>

자료: FnGuide, KB투자증권

III. 1Q13 Preview 및 실적 전망

표 6. LG생활건강 1Q13 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q13E		차이 (%)	1Q12	YoY (%)	4Q12	QoQ (%)
	KB	Consensus					
매출액	1,077.9	1,074.1	0.4	970.2	11.1	894.6	20.5
영업이익	139.2	142.1	(2.0)	126.8	9.8	87.6	58.8
영업이익률 (%)	12.9	13.2		13.1		9.8	
세전이익	132.7	135.3	(1.9)	126.3	5.0	76.7	73.0
세전이익률 (%)	12.3	12.6		13.0		8.6	
순이익	96.2	96.5	(0.3)	91.6	5.1	53.6	79.5
순이익률 (%)	8.9	9.0		9.4		6.0	

자료: LG생활건강, Bloomberg, KB투자증권

표 7. LG생활건강 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
매출액	970.2	979.2	1,052.2	894.6	1,077.9	1,128.6	1,213.4	1,080.5	3,896.2	4,500.4	4,907.8
생활용품	337.5	286.7	373.2	268.8	350.6	302.8	396.2	300.7	1,266.2	1,350.3	1,430.3
화장품	390.5	377.6	342.7	368.2	468.4	470.8	440.2	482.0	1,479.0	1,861.3	2,045.4
음료	243.8	316.7	337.9	252.7	259.0	354.9	377.0	297.9	1,151.1	1,288.8	1,432.1
영업이익	126.8	102.4	128.8	87.6	139.2	123.1	161.3	102.2	445.5	525.8	578.7
세전이익	126.3	103.9	123.3	76.7	132.7	116.6	154.8	95.7	430.3	499.8	558.8
순이익	91.6	76.3	90.5	53.6	96.2	84.6	112.2	69.4	312.0	362.3	419.7
성장률 (%)											
매출액	17.0	13.1	13.5	7.3	11.1	15.3	15.3	20.8	12.7	15.5	9.1
생활용품	9.2	7.3	9.4	0.5	3.9	5.6	6.2	11.9	6.8	6.6	5.9
화장품	24.6	20.8	20.2	16.4	19.9	24.7	28.4	30.9	20.5	25.8	9.9
음료	17.5	10.3	12.0	2.2	6.2	12.1	11.6	17.9	10.3	12.0	11.1
영업이익	41.0	11.5	21.2	6.4	9.8	20.3	25.3	16.6	20.4	18.0	10.1
세전이익	21.4	11.9	17.0	9.9	5.0	12.2	25.5	24.7	15.6	16.2	11.8
순이익	17.0	11.6	17.4	12.1	5.1	10.8	24.0	29.4	14.9	16.1	15.8
매출액 비중 (%)											
생활용품	34.8	29.3	35.5	30.0	32.5	26.8	32.7	27.8	32.5	30.0	29.1
화장품	40.3	38.6	32.6	41.2	43.5	41.7	36.3	44.6	38.0	41.4	41.7
음료	25.1	32.3	32.1	28.2	24.0	31.5	31.1	27.6	29.5	28.6	29.2
수익성 (%)											
영업이익률	13.1	10.5	12.2	9.8	12.9	10.9	13.3	9.5	11.4	11.7	11.8
세전이익률	13.0	10.6	11.7	8.6	12.3	10.3	12.8	8.9	11.0	11.1	11.4
순이익률	9.4	7.8	8.6	6.0	8.9	7.5	9.2	6.4	8.0	8.1	8.6
부문별 영업이익률 (%)											
생활용품	13.5	7.3	14.5	8.8	13.6	8.0	15.2	8.9	11.4	11.8	11.9
화장품	18.0	13.5	13.1	12.5	16.4	12.8	12.9	13.6	14.3	13.9	13.7
음료	5.8	10.5	9.5	3.8	5.7	10.8	11.8	3.2	7.7	8.3	8.9

자료: LG생활건강, KB투자증권
 주: 'Everlife' 화장품 부문에 반영

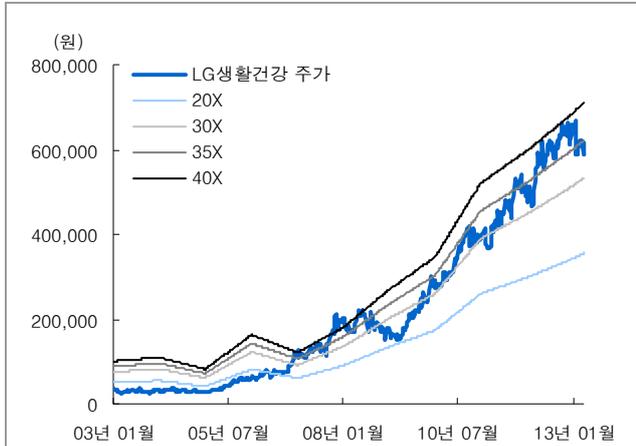
표 8. 화장품 부문 매출액 추정 상세

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
화장품 총 매출액	390.5	377.6	342.7	368.2	468.4	470.8	440.2	482.0	1,479.0	1,861.3	2,045.4
프레스티지	110.2	112.3	98.5	99.4	112.5	119.1	105.7	109.3	420.4	446.7	478.1
백화점 (면세점 포함)	63.6	66.8	58.4	62.6	67.4	73.2	66.1	70.9	251.4	277.7	305.1
방문판매	46.6	45.5	40.1	36.8	45.1	45.9	39.6	38.4	169.0	169.0	173.0
매스티지 (전문점, 할인점, 온라인 등)	142.9	120.0	112.1	118.3	149.5	134.7	122.0	131.4	493.3	537.7	580.7
매스 (더페이스샵)	92.5	98.8	100.3	115.1	108.1	119.3	117.0	130.0	406.7	474.3	540.4
국내	76.9	81.2	79.3	92.0	85.4	94.2	92.4	102.6	329.4	374.5	420.0
해외	15.6	17.6	21.0	23.1	22.7	25.1	24.6	27.3	77.3	99.8	120.4
매스 (바이올렛드림)	9.9	12.3	8.2	4.8	10.5	11.2	11.7	12.4	35.2	45.8	54.9
긴자스테파니 (일본)	28.7	20.7	18.6	19.9	27.8	20.7	17.4	19.2	87.9	85.0	91.0
에버라이프 (일본)	-	-	-	-	40.0	50.0	52.0	58.0	-	200.0	220.0
성장률 (% YoY)											
화장품 총 매출액	24.6	20.8	20.2	16.4	19.9	24.7	28.4	30.9	20.5	25.8	9.9
프레스티지	12.0	7.7	5.8	1.9	2.1	6.1	7.3	10.0	6.9	6.3	7.0
백화점 (면세점 포함)	18.7	14.6	8.6	8.9	6.0	9.6	13.1	13.3	12.6	10.4	9.9
방문판매	4.0	(1.1)	2.0	(8.0)	(3.3)	0.9	(1.1)	4.3	(0.6)	0.0	2.3
매스티지 (전문점, 할인점, 온라인 등)	14.9	6.0	11.1	5.4	4.6	12.3	8.8	11.1	9.5	9.0	8.0
매스 (더페이스샵)	20.9	19.2	27.6	31.4	16.9	20.7	16.6	12.9	24.9	16.6	13.9
국내	11.1	13.1	19.2	26.0	11.0	16.0	16.5	11.5	17.4	13.7	12.1
해외	113.7	58.6	73.6	58.2	45.8	42.5	17.1	18.3	71.4	29.1	20.6
바이올렛드림	n/a	n/a	n/a	n/a	6.3	(8.9)	42.3	157.4	n/a	30.0	20.0
긴자스테파니 (일본)	n/a	n/a	n/a	n/a	(3.3)	0.0	(6.5)	(3.7)	n/a	(3.3)	7.0
에버라이프 (일본)	n/a	n/a	10.0								
화장품 국내 매출액 비중 (%)											
프레스티지	32.4	34.5	33.0	31.6	31.4	33.2	31.9	30.7	32.9	31.8	31.2
백화점 (면세점 포함)	18.7	20.5	19.6	19.9	18.8	20.4	19.9	19.9	19.7	19.8	19.9
방문판매	13.7	14.0	13.5	11.7	12.6	12.8	12.0	10.8	13.2	12.0	11.3
매스티지 (전문점, 할인점, 온라인 등)	42.0	36.8	37.6	37.6	41.8	37.5	36.8	37.0	38.6	38.3	37.9
매스 (더페이스샵+바이올렛드림)	25.5	28.7	29.4	30.8	26.8	29.3	31.4	32.3	28.5	29.9	31.0

자료: LG생활건강, KB투자증권
 주: 'Everlife' 화장품 부문에 반영

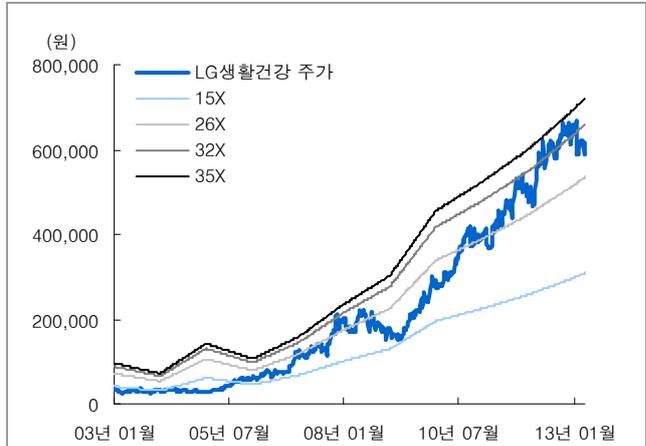
IV. Valuation

그림 96. Trailing PER Band



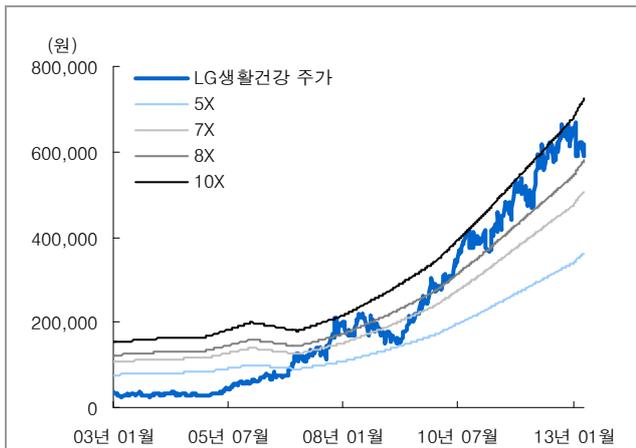
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 97. 12개월 fwd PER Band



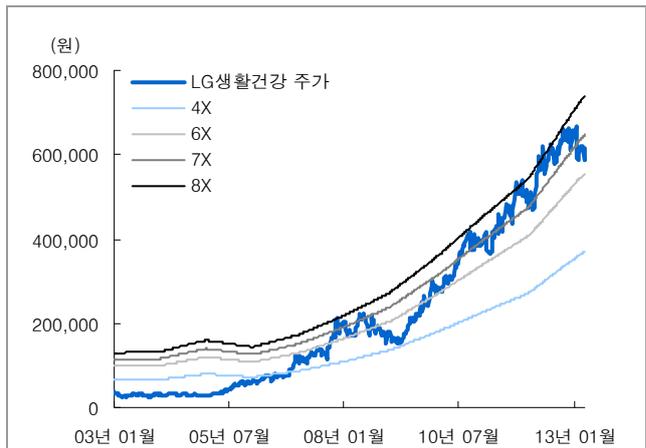
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 98. Trailing PBR Band



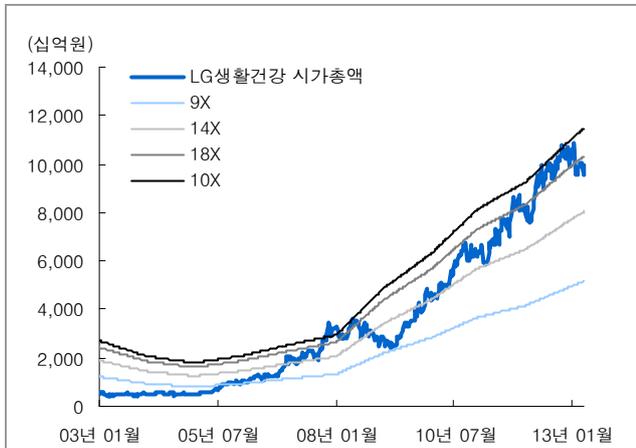
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 99. 12개월 fwd PBR Band



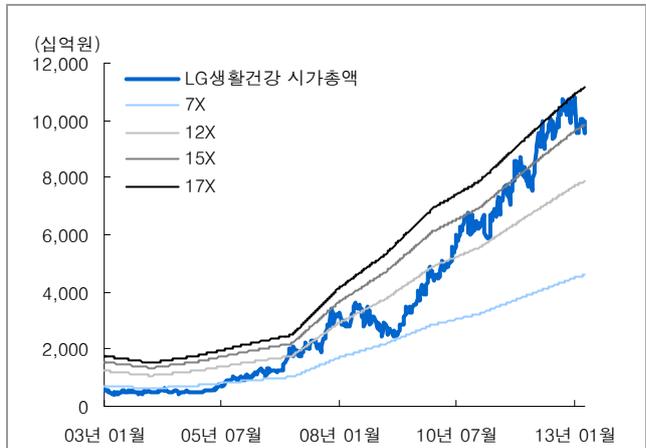
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 100. Trailing EV/EBITDA Band



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 101. 12개월 fwd EV/EBITDA Band



자료: FnGuide, KB투자증권

손익계산서	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	3,456	3,896	4,495	4,894	5,312
증가율 (% YoY)	22.3	12.7	15.4	8.9	8.6
매출원가	1,736	1,903	2,140	2,323	2,512
판매 및 일반관리비	1,350	1,547	1,830	1,995	2,161
영업이익	370	446	524	575	639
증가율 (% YoY)	13.0	20.4	17.7	9.7	11.0
기타영업손익	2	(15)	(26)	(20)	(11)
EBITDA	463	554	641	711	794
증가율 (% YoY)	13.7	19.6	15.6	11.0	11.6
이자수익	2	3	5	5	5
이자비용	30	33	35	29	20
지분법손익	5	5	5	5	5
기타	24	9	(1)	(1)	(1)
세전계속사업손익	372	430	498	555	628
증가율 (% YoY)	16.8	15.6	15.8	11.4	13.1
법인세비용	101	118	137	139	157
당기순이익	272	312	361	417	471
증가율 (% YoY)	14.6	14.9	15.8	15.3	13.0
순이익의귀속					
지배주주	265	304	352	407	460
비지배주주	7	8	9	9	11
이익률 (%)					
영업이익률	10.7	11.4	11.7	11.8	12.0
EBITDA률	13.4	14.2	14.3	14.5	14.9
세전이익률	10.8	11.0	11.1	11.3	11.8
순이익률	7.9	8.0	8.0	8.5	8.9

대차대조표	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	2,369	2,764	2,981	3,151	3,328
유동자산	767	792	904	972	1,047
현금성자산	92	65	67	63	61
매출채권	348	386	446	485	527
재고자산	306	317	365	398	432
기타	21	24	25	26	28
비유동자산	1,602	1,972	2,077	2,179	2,281
투자자산	57	64	64	64	64
유형자산	832	1,007	1,112	1,213	1,315
무형자산	664	841	841	841	841
부채총계	1,308	1,493	1,465	1,348	1,193
유동부채	731	940	938	881	803
매입채무	381	348	391	425	459
유동성이자부채	50	300	66	50	30
기타	299	292	481	407	314
비유동부채	578	553	527	467	391
비유동이자부채	382	320	285	216	129
기타	195	233	242	252	262
자본총계	1,061	1,272	1,632	1,969	2,351
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
이익잉여금	884	1,120	1,411	1,748	2,130
자본조정	(72)	(105)	(35)	(35)	(35)
지배주주지분	997	1,202	1,562	1,899	2,281
순차입금	474	671	588	433	235
이자지급성부채	566	736	656	496	296

현금흐름표	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	289	238	368	469	540
당기순이익	272	312	361	417	471
자산상각비	93	109	116	136	155
기타비현금성손익	23	37	5	5	5
운전자본증감	(99)	(220)	(115)	(89)	(91)
매출채권감소 (증가)	(64)	(38)	(59)	(40)	(42)
재고자산감소 (증가)	(73)	(11)	(49)	(32)	(34)
매입채무증가 (감소)	63	(34)	43	33	35
기타	(25)	(137)	(50)	(50)	(50)
투자현금	(135)	(370)	(208)	(227)	(247)
단기투자자산감소 (증가)	(0)	(9)	0	0	0
장기투자증권감소 (증가)	0	19	0	0	0
설비투자	(155)	(168)	(210)	(229)	(249)
유무형자산감소 (증가)	19	(2)	2	2	2
재무현금	(108)	109	(154)	(243)	(291)
차입금증가 (감소)	60	170	(80)	(160)	(200)
자본증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	(45)	(59)	(71)	(80)	(89)
현금 증감	47	(27)	2	(5)	(2)
총현금흐름 (Gross CF)	388	458	482	557	631
(-) 운전자본증가 (감소)	99	220	115	89	91
(-) 설비투자	155	168	210	229	249
(+) 자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	134	70	158	240	291
(-) 기타투자	(1)	210	0	0	0
잉여현금	135	(139)	158	240	291

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	32.6	38.3	29.9	25.8	22.9
PBR	8.7	9.7	6.7	5.5	4.6
PSR	2.5	3.0	2.3	2.2	2.0
EV/ EBITDA	18.0	20.4	16.0	14.2	12.4
배당수익률	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
EPS	14,941	17,154	19,866	22,982	25,980
BPS	56,295	67,816	88,155	107,164	128,740
SPS	195,061	219,903	253,673	276,201	299,824
DPS	3,500	3,750	4,000	4,500	5,000
수익성지표 (%)					
ROA	12.6	12.2	12.6	13.6	0.0
ROE	30.4	28.4	26.1	24.1	22.5
ROIC	18.8	19.3	18.3	18.7	19.3
안정성지표 (% , X)					
부채비율	53.3	57.9	40.2	25.2	12.6
순차입비율	44.7	52.7	36.1	22.0	10.0
유동비율	104.9	84.3	96.3	110.4	130.5
이자보상배율	13.3	15.0	17.5	24.1	43.2
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6
매출채권회전율	9.9	10.1	10.1	10.1	10.1
재고자산회전율	11.3	12.3	12.3	12.3	12.3
자산/자본구조 (%)					
투자자본	65.5	70.0	74.2	76.0	77.5
차입금	23.9	26.6	22.0	15.7	8.9

주: EPS는 완전회석 EPS

보시기 편하기 위한 편집 상 빈 페이지입니다

이지연 02) 3777-8484
jiyeon.lee@kbsec.co.kr

윤종민 02) 3777-8445
jongmin_yoon@kbsec.co.kr

목표주가 하향

투자이견 (유지) **BUY**
목표주가 (하향) **1,100,000 (원)**

Upside / Downside (%)	14.7
현재가 (04/03, 원)	959,000
Consensus target price (원)	1,250,000
Difference from consensus (%)	(12.0)

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	2,849	3,120	3,454	3,838
영업이익 (십억원)	364	389	442	491
순이익 (십억원)	268	289	331	369
EPS (원)	39,066	41,846	48,029	53,438
증감률 (%)	(17.6)	7.1	14.8	11.3
PER (X)	31.1	22.9	20.0	17.9
EV/EBITDA (X)	15.9	11.8	10.0	8.8
PBR (X)	3.6	2.6	2.3	2.1
ROE (%)	12.0	11.7	12.2	12.2

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	(6.3)	(20.9)	(20.8)	(16.4)
KOSPI대비 상대수익률	(4.2)	(19.1)	(20.2)	(13.2)



Trading Data

시가총액 (십억원)	5,606
유통주식수 (백만주)	3
Free Float (%)	50.4
52주 최고/최저 (원)	1,315,000 / 936,000
거래대금 (3M, 십억원)	16
외국인 소유지분율 (%)	33.7
주요주주 지분율 (%)	(주)아모레G외 15인 49.5

자료: Fnguide, KB투자증권

아모레퍼시픽 (090430)

1위 업체로서의 저력을 입증해야 할 시점

예상보다 가파른 국내 고가 화장품 시장의 둔화, 중국 시장 경쟁 심화에 따른 더딘 이익 개선 폭 등을 반영하여 아모레퍼시픽의 목표주가를 110만원으로 하향조정한다. 국내 시장 환경 변화에 대한 비즈니스 구조의 개선이 필요한 가운데 해외 시장에서의 의미있는 실적개선은 2014년 이후 가시화될 것으로 예상된다. 당분간은 역사적 valuation band (PER 평균 24.5X, 저점 19.9X)를 염두에 둔 trading 전략을 추천한다.

1Q13 Preview: 성장 정체의 마무리 국면이 될 듯

1Q13 매출액 및 영업이익은 각각 +7.2%, -0.4% YoY를 기록할 전망이다. 국내 온라인 및 홈쇼핑, 중국에서의 매출은 30% 이상의 성장률을 보이며 견조할 전망이다, 방문판매 부문 매출액 -4.0% YoY 기록하며 영업이익은 컨센서스 대비 소폭 하회할 전망이다. 고가 부문 부진은 여전히 우려로 남아있으나, 온라인 및 홈쇼핑의 가파른 성장이 방문판매 감익을 일부 상쇄해주고 있다는 점은 긍정적이다.

국내 1위 화장품업체로서의 저력을 입증해야 할 시점

고가 화장품의 유통채널인 방문판매 채널의 위축 국면이 지속된다는 점은 해당 채널에 대한 이익의존도가 높은 아모레퍼시픽에게 부담으로 작용할 전망이다. 동사의 제품개발 능력을 바탕으로 전문점, 온라인 등 중간채널의 이익이 개선되고 있으나, 아직은 전사의 실적 개선을 견인하기에는 방문판매 대비 이익기여도가 절반 수준에 그치기 때문이다. 따라서, 국내 시장에서의 추세적 이익 성장을 기대하기 위해서는 1) 과거의 경험처럼 유통채널 장악능력을 입증하거나, 2) 방문판매 채널의 구조적 변화를 통한 성장의 회복 등이 전제되어야 한다는 판단이다.

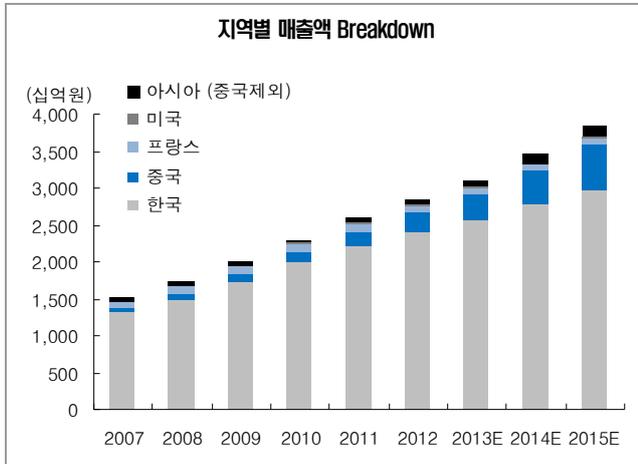
해외 시장의 의미있는 이익기여는 2014년 이후 기대

해외 시장에서 본격적인 실적 개선은 1) 중국 시장 진입의 초기 브랜드인 설화수, 이니스프리 등의 확대가 본격화되고, 2) 중국을 제외한 아시아 시장에서 투자가 마무리되는 2014년 이후가 될 전망이다. 중국 시장 내 경쟁 심화로 중국의 이익률이 정체되고 있는 가운데, 2012년 프랑스 구조조정으로 총 113억원의 적자를 기록했던 해외 영업실적은 2013년 73억원으로 전환 이후, 중국의 신공장이 가동되고 아시아 지역의 투자회수가 본격화되는 2014년에 219억원으로 증가할 전망이다.

당분간은 비용통제가 중요해지는 시기, valuation play 유효

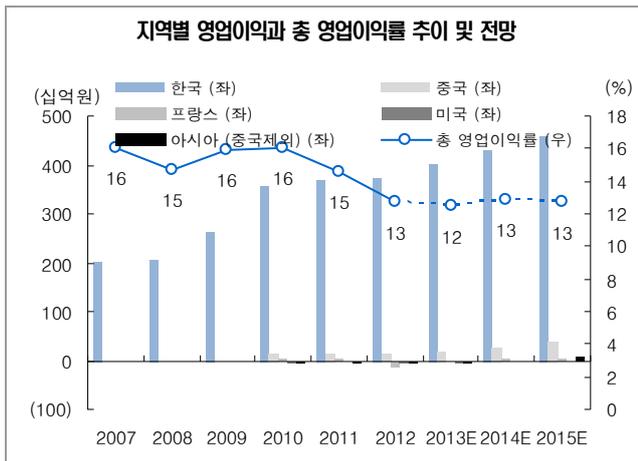
고가 화장품의 비중이 높은 아모레퍼시픽에게는 국내 화장품 시장이 비우호적인 상황이나, 적극적인 신제품 출시 및 브랜드 이미지 제고를 통한 점유율 확대가 이루어지고 있다는 점은 긍정적이다. 1) 건강기능식품 등 방문판매 제품 라인 강화, 2) 젊은 판매인력 확대 전략 등으로 방문판매 부문의 매출 축소 폭은 올해를 기점으로 둔화될 전망이다. 2013년 영업이익률 12.5%로 하락 이후 2014년부터 타 채널에서의 이익기여가 증가할 것으로 예상됨에 따라, valuation 상 역사적 저점 근접 시장적 관점에서 점진적 매수 전략을 추천한다.

I. Focus Charts



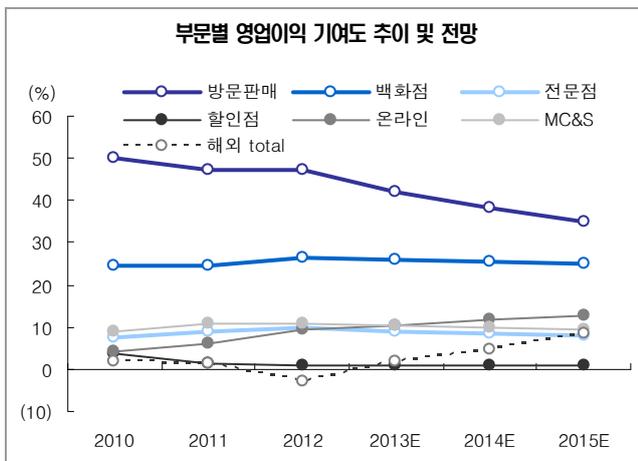
자료: 아모레퍼시픽, KB투자증권

- 아모레퍼시픽의 해외 매출액 비중은 2012년 15.5%에서 2013년 17.2%, 2014년 19.5%로 확대될 전망
- 중국 매출액은 2013~14년 각각 전년대비 31.6%, 33.3% 성장하며 매출액 비중은 2012년 9.2%에서 2014년 13.2%로 확대될 전망
- 중국을 제외한 아시아 매출액의 경우 비중은 3% 내외 수준으로 미미하나, 인도네시아, 베트남 등의 시장에 대한 적극적인 진입으로 2013~14년 매출액 성장률은 각각 +21.4%, +25.2% YoY로 예상



자료: 아모레퍼시픽, KB투자증권

- 아모레퍼시픽의 영업이익은 대부분 국내에 의존. 중국의 영업이익은 2012년 142억원에서 2013~14년 각각 187억원, 276억원으로 증가할 전망이나, 2013년 기타 해외지역에서의 적자 지속 및 국내 일회성비용 반영 등에 기인하여 2013년 영업이익률은 12.4%로 전년대비 0.4%p 하락 예상
- 2014년 이후에도 국내 영업이익률은 17% 수준에서 유지될 전망이나, 프랑스 구조조정의 완료, 중국의 신공장이 완료되고 기타아시아 지역에서의 투자회수가 개시되는 2014년에는 영업이익률 12.9%로 소폭 개선 예상



자료: 아모레퍼시픽, KB투자증권

- 국내 방문판매 및 백화점 부문의 영업이익 기여도가 타 부문 및 해외 지역 대비 압도적으로 높은 수준인 만큼, 고가 화장품 부문에서의 매출액 변동성이 bottom-line에서의 실적 개선을 위한 결정적 요인
- 그러나, 온라인 및 홈쇼핑 등 타 채널에서의 점진적인 이익기여 확대로 실적 둔화 폭은 2013년은 정점으로 개선될 전망

II. 목표주가 산정 및 valuation

표 9. 아모레퍼시픽 목표주가 산정

(단위: 십억원)	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	
매출액	2,849.5	3,120.0	3,454.4	3,837.7	4,238.7	4,642.5	5,062.5	5,492.8	5,959.7	6,466.3	7,015.9	
EBIT	364.3	389.1	442.2	491.1	546.4	601.8	649.2	675.6	733.0	795.4	863.0	
(-) 법인세	93.1	99.5	113.1	125.5	139.7	153.9	166.0	172.7	187.4	203.3	220.6	
NOPLAT	271.1	289.6	329.2	365.5	406.7	447.9	483.3	502.9	545.6	592.0	642.3	
(+) 자산상각비	101.6	105.1	139.8	167.7	194.6	206.9	234.6	254.5	276.2	299.6	325.1	
Gross Cash Flow	372.8	394.7	469.0	533.2	601.3	654.9	717.9	757.4	821.8	891.7	967.5	
(-) 운전자본 증감	(125.8)	(37.1)	(44.0)	(47.5)	(48.8)	(48.9)	(50.1)	(49.3)	(49.4)	(49.6)	(49.4)	
(-) 설비투자	(231.8)	(330.0)	(350.0)	(370.0)	(381.5)	(417.8)	(455.6)	(494.4)	(536.4)	(582.0)	(631.4)	
Free Cash Flow	15.1	27.5	75.0	115.8	171.1	188.1	212.1	213.8	236.0	260.1	286.6	
FCF의 현재가치		26.0	66.9	97.4	135.9	141.1	150.2	142.9	148.9	154.9	161.2	
WACC (%)		5.9	영구성장률 (%)									
FCF 현재가치의 합 (A)		1,225.3	(원)	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5
영구성장률 (%)		3.0	5.0	844,971	927,427	1,033,279	1,174,131	1,370,780	1,664,573	2,151,099	3,112,592	5,907,813
영속가치의 현재가치 (B)		5,511.4	5.3	782,188	852,128	940,356	1,055,125	1,210,528	1,432,791	1,776,886	2,380,805	3,717,335
기업가치 (C=A+B)		6,736.7	5.6	726,890	786,737	861,095	955,969	1,081,209	1,254,172	1,508,554	1,919,543	2,696,071
순부채 (D)		(105.3)	5.9	677,832	729,440	792,712	872,108	974,690	1,112,350	1,306,793	1,602,280	2,105,223
우선주가치 (E)		339.4	6.2	634,029	678,839	733,134	800,281	885,458	997,052	1,149,608	1,370,748	1,720,135
적정 보통주가치 (F=C-D-E)		6,502.6	6.5	594,694	633,841	680,779	738,091	809,645	901,501	1,023,730	1,194,379	1,449,327
발행주식수 (천주) (G)		5,845.8	6.8	559,190	593,578	634,424	683,738	744,455	821,048	920,682	1,055,593	1,248,546
적정주가 (원) (H=F/G)		1,112,350	7.1	526,992	557,351	593,108	635,843	687,819	752,397	834,793	943,561	1,093,775

자료: KB투자증권 주: WACC = 무위험수익률 4.5%, 베타 0.25 (과거 3년 주가수익률 적용), Market Risk Premium 6.0% 적용하여 산정

표 10. 아모레퍼시픽 역사적 valuation 추이

(단위: X)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	평균	2013E	2014E
PER									
최고	34.6	30.1	28.5	28.4	27.3	33.7	30.4		
최저	19.9	19.8	16.3	18.3	20.3	24.7	19.9		
평균	25.0	24.8	21.4	23.1	23.8	28.7	24.5		
기말	27.6	26.5	28.5	27.3	22.2	31.1	27.2	22.9	20.0
PBR									
최고	6.7	4.7	5.1	4.5	4.4	4.1	4.9		
최저	3.8	3.1	2.9	2.9	3.3	3.0	3.2		
평균	4.8	3.9	3.8	3.7	3.9	3.5	3.9		
기말	5.3	4.1	5.1	4.4	3.6	3.8	4.4	2.7	2.4
EV/EBITDA									
최고	18.1	13.9	14.1	16.0	16.9	17.2	16.0		
최저	10.4	8.8	7.7	10.3	12.7	12.5	10.4		
평균	13.1	11.2	10.4	13.0	14.9	14.5	12.8		
기말	14.3	11.9	14.1	15.4	13.9	15.9	14.3	11.8	10.0

자료: FnGuide, KB투자증권

III. 1Q13 Preview 및 실적 전망

표 11. 아모레퍼시픽 1Q13 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q13E		차이 (%)	1Q12	YoY (%)	4Q12	QoQ (%)
	KB	Consensus					
매출액	795.1	805.4	(1.3)	741.5	7.2	647.9	22.7
영업이익	149.8	154.4	(3.0)	150.4	(0.4)	25.6	484.1
영업이익률 (%)	18.8	19.2		20.3		4.0	
세전이익	149.5	150.8	(0.9)	155.6	(3.9)	25.6	484.6
세전이익률 (%)	18.8	18.7		21.0		3.9	
순이익	111.3	114.7	(2.9)	114.0	(2.3)	25.8	331.1
순이익률 (%)	14.0	14.2		15.4		4.0	

자료: 아모레퍼시픽, Bloomberg, KB투자증권

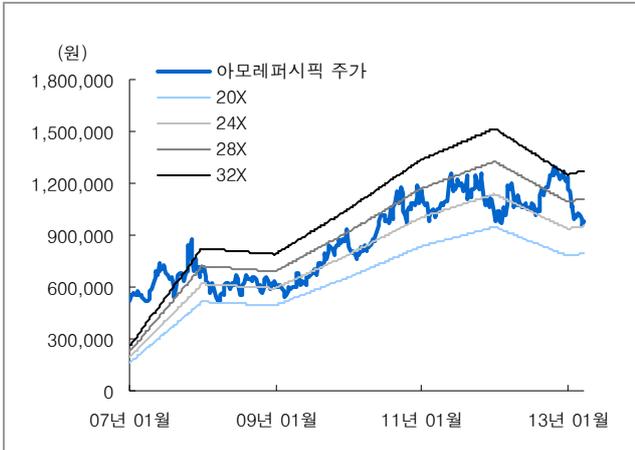
표 12. 아모레퍼시픽 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
매출액	741.5	726.8	733.3	647.9	795.1	789.2	789.7	719.9	2,849.5	3,120.0	3,454.4
국내	643.5	617.6	625.7	519.8	673.7	660.1	663.5	581.0	2,406.6	2,578.4	2,773.5
화장품	517.0	521.3	485.8	445.0	541.4	558.4	519.9	490.6	1,969.1	2,110.2	2,272.6
방문판매	182.9	178.4	168.5	119.4	175.5	172.3	172.9	124.5	649.2	645.3	651.9
백화점	131.4	140.8	130.3	133.4	142.1	153.7	143.1	150.6	535.9	589.5	648.7
Direct sales	8.9	10.3	9.6	7.5	8.5	10.5	9.7	7.7	36.3	36.5	36.7
전문점	86.1	86.5	79.9	81.3	91.1	96.2	85.0	86.9	333.8	359.1	382.2
할인점	50.1	44.0	37.6	39.7	48.4	43.7	36.7	40.5	171.4	169.3	168.8
온라인+홈쇼핑	52.3	56.3	55.4	58.1	69.9	76.6	67.7	74.6	222.1	288.7	360.9
기타	5.3	5.0	4.5	5.6	5.9	5.4	4.7	5.8	20.4	21.8	23.4
생활용품 및 녹차	126.5	96.3	139.9	74.8	132.4	101.8	143.6	90.3	437.5	468.1	500.9
해외	100.9	110.2	107.1	124.7	121.4	129.0	126.2	138.9	442.9	541.7	681.0
중국	61.4	67.2	61.5	72.3	80.8	85.0	82.4	96.6	262.4	345.4	460.3
프랑스	20.1	20.5	21.4	23.4	17.0	20.8	20.5	22.7	85.4	81.1	78.7
미국	4.3	4.8	4.5	4.4	5.1	5.5	5.3	6.0	18.0	21.6	24.8
아시아(중국제외)	15.1	17.7	19.7	24.6	18.9	23.0	20.9	26.6	77.1	93.6	117.2
영업이익	150.4	98.1	90.1	25.6	149.8	102.3	93.4	43.6	364.3	389.1	442.2
세전이익	155.6	87.5	91.9	25.6	149.5	102.0	93.1	43.3	360.6	388.0	445.3
순이익	114.0	59.1	69.6	25.8	111.3	75.9	69.3	32.3	268.4	288.8	331.5
성장률 (% , YoY)											
매출액	7.1	11.5	17.7	10.1	7.2	8.6	7.7	11.1	11.5	9.5	10.7
국내	4.8	7.6	14.5	5.5	4.7	6.9	6.0	11.8	8.0	7.1	7.6
화장품	3.8	7.1	13.3	8.2	4.7	7.1	7.0	10.3	7.9	7.2	7.7
방문판매	(4.6)	3.1	7.4	(1.5)	(4.0)	(3.4)	2.6	4.3	1.0	(0.6)	1.0
백화점	12.0	14.8	17.6	9.6	8.2	9.1	9.8	12.9	13.4	10.0	10.0
Direct sales	(6.3)	(7.2)	14.3	(6.3)	(4.9)	2.2	1.5	3.3	(1.9)	0.5	0.5
전문점	10.8	6.8	10.7	9.3	5.8	11.2	6.4	6.9	9.3	7.6	6.4
할인점	(2.9)	(1.8)	2.2	(0.5)	(3.3)	(0.7)	(2.4)	2.0	(1.0)	(1.2)	(0.3)
온라인+홈쇼핑	14.7	13.3	38.2	40.7	33.6	36.1	22.2	28.3	25.7	30.0	25.0
기타	8.2	13.6	21.6	21.7	10.8	8.1	4.5	4.4	15.9	7.0	7.0
생활용품 및 녹차	9.1	10.3	18.9	(8.2)	4.7	5.7	2.7	20.8	8.7	7.0	7.0
해외	28.0	21.1	29.0	23.0	20.3	17.1	17.8	11.4	25.0	22.3	25.7
중국	37.7	49.3	32.8	31.7	31.6	26.5	34.0	33.6	37.5	31.6	33.3
프랑스	0.0	(29.3)	(8.2)	(16.4)	(15.2)	1.7	(4.0)	(3.0)	(14.9)	(5.0)	(3.0)
미국	16.2	23.1	18.4	0.0	18.9	15.6	17.8	37.3	13.9	20.0	15.0
아시아(중국제외)	45.2	35.1	105.2	74.5	25.3	30.2	6.2	8.2	63.3	21.4	25.2
영업이익	1.6	4.9	17.7	(53.2)	(0.4)	4.3	3.6	70.0	(2.3)	6.8	13.7
세전이익	4.6	(6.4)	10.1	(75.4)	(3.9)	16.5	1.3	69.4	(16.1)	7.6	14.8
순이익	1.1	(17.6)	9.1	(67.4)	(2.3)	28.5	(0.4)	24.9	(18.0)	7.6	14.8
수익성 (%)											
영업이익률	20.3	13.5	12.3	4.0	18.8	13.0	11.8	6.1	12.8	12.5	12.8
세전이익률	21.0	12.0	12.5	3.9	18.8	12.9	11.8	6.0	12.7	12.4	12.9
순이익률	15.4	8.1	9.5	4.0	14.0	9.6	8.8	4.5	9.4	9.3	9.6

자료: 아모레퍼시픽, KB투자증권

IV. Valuation

그림 102. Trailing PER Band



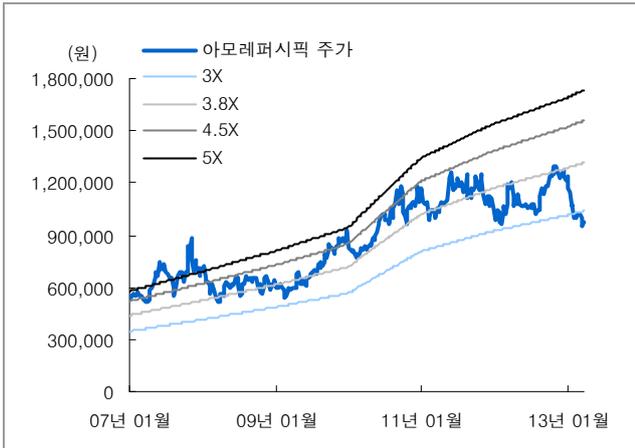
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 103. 12개월 fwd PER Band



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 104. Trailing PBR Band



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 105. 12개월 fwd PBR Band



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 106. Trailing EV/EBITDA Band



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 107. 12개월 fwd EV/EBITDA Band



자료: FnGuide, KB투자증권

손익계산서	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	2,555	2,849	3,120	3,454	3,838
증가율 (% YoY)	12.4	11.5	9.5	10.7	11.1
매출원가	775	847	936	1,036	1,151
판매 및 일반관리비	1,407	1,638	1,795	1,976	2,195
영업이익	373	364	389	442	491
증가율 (% YoY)	2.3	(2.3)	6.8	13.7	11.0
기타영업손익	57	(4)	(1)	3	4
EBITDA	456	466	494	582	659
증가율 (% YoY)	2.8	2.1	6.1	17.8	13.2
이자수익	11	12	11	10	11
이자비용	2	2	2	2	2
지분법손익	1	2	2	2	2
기타	47	(15)	(12)	(7)	(7)
세전계속사업손익	430	361	388	445	495
증가율 (% YoY)	17.5	(16.1)	7.6	14.8	11.3
법인세비용	102	92	99	114	127
당기순이익	327	268	289	331	369
증가율 (% YoY)	13.8	(18.0)	7.6	14.8	11.3
순손익의귀속					
지배주주	327	270	289	331	369
비지배주주	0	(1)	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	14.6	12.8	12.5	12.8	12.8
EBITDA를	17.9	16.4	15.8	16.8	17.2
세전이익률	16.8	12.7	12.4	12.9	12.9
순이익률	12.8	9.4	9.3	9.6	9.6

대차대조표	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	2,815	3,026	3,372	3,684	4,035
유동자산	754	804	829	912	1,043
현금성자산	188	171	171	197	232
매출채권	166	190	208	231	256
재고자산	226	267	293	324	360
기타	174	176	156	160	195
비유동자산	2,062	2,222	2,543	2,771	2,992
투자자산	223	243	245	247	249
유형자산	1,655	1,767	2,086	2,312	2,530
무형자산	115	121	121	121	121
부채총계	677	682	719	759	804
유동부채	426	417	444	473	507
매입채무	78	251	277	307	341
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타	348	166	166	166	166
비유동부채	251	265	275	285	296
비유동이자부채	46	43	43	43	43
기타	205	222	232	243	253
자본총계	2,138	2,344	2,596	2,878	3,194
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
이익잉여금	1,377	1,592	1,835	2,116	2,433
자본조정	(4)	(14)	(4)	(4)	(4)
지배주주지분	2,128	2,334	2,586	2,868	3,184
순차입금	(126)	(105)	(106)	(132)	(166)
이자지급성부채	61	65	65	65	65

현금흐름표	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	403	276	385	455	517
당기순이익	327	268	289	331	369
자산상각비	83	102	105	140	168
기타비현금성손익	11	31	28	28	28
운전자본증감	(18)	(126)	(37)	(44)	(47)
매출채권감소 (증가)	(16)	(24)	(18)	(22)	(26)
재고자산감소 (증가)	(18)	(42)	(25)	(31)	(36)
매입채무증가 (감소)	(2)	173	26	30	34
기타	17	(233)	(20)	(20)	(20)
투자현금	(374)	(254)	(337)	(379)	(429)
단기투자자산감소 (증가)	0	0	22	0	(30)
장기투자증권감소 (증가)	19	15	0	0	0
설비투자	(317)	(232)	(330)	(350)	(370)
유무형자산감소 (증가)	(23)	(8)	0	0	0
재무현금	4	(35)	(44)	(47)	(50)
차입금증가 (감소)	45	4	0	0	0
자본증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	(41)	(45)	(47)	(50)	(53)
현금 증감	29	(17)	1	26	34
총현금흐름 (Gross CF)	421	401	422	499	564
(-) 운전자본증가 (감소)	18	126	37	44	47
(-) 설비투자	317	232	330	350	370
(+) 자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	86	44	55	105	147
(-) 기타투자	53	29	29	29	29
잉여현금	33	14	25	76	117

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	22.2	31.1	22.9	20.0	17.9
PBR	3.4	3.6	2.6	2.3	2.1
PSR	2.8	2.9	2.1	1.9	1.7
EV/ EBITDA	13.9	15.9	11.8	10.0	8.8
배당수익률	0.6	0.5	0.7	0.8	0.8
EPS	47,384	39,066	41,846	48,029	53,438
BPS	308,344	338,123	374,675	415,510	461,331
SPS	370,162	412,868	452,071	500,516	556,061
DPS	6,500	6,500	7,000	7,500	8,000
수익성지표 (%)					
ROA	12.0	9.4	0.0	0.0	0.0
ROE	16.4	12.0	11.7	12.2	12.2
ROIC	16.1	13.1	12.6	13.0	13.1
안정성지표 (% , X)					
부채비율	2.9	2.8	2.5	2.3	2.0
순차입비율	nc	nc	nc	nc	nc
유동비율	176.9	192.7	186.9	192.8	205.6
이자보상배율	nm	nm	nm	nm	nm
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	15.4	15.0	15.0	15.0	15.0
재고자산회전율	11.3	10.7	10.7	10.7	10.7
자산/자본구조 (%)					
투자자본	31.8	51.7	58.1	59.6	59.5
차입금	2.2	2.2	1.9	1.8	1.6

주: EPS는 완전회석 EPS

보시기 편하기 위한 편집 상 빈 페이지입니다

이지연 02) 3777-8484
jiyeon.lee@kbsec.co.kr

윤종민 02) 3777-8445
jongmin_yoon@kbsec.co.kr

Initiation

투자의견 (신규) **BUY**
목표주가 (신규) **100,000 (원)**

Upside / Downside (%)	22.7
현재가 (04/03, 원)	81,500
Consensus target price (원)	103,000
Difference from consensus (%)	(2.9)

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	452	522	593	662
영업이익 (십억원)	54	61	71	78
순이익 (십억원)	42	49	58	65
EPS (원)	4,061	4,704	5,578	6,330
증감률 (%)	49.8	15.8	18.6	13.5
PER (X)	19.4	17.3	14.6	12.9
EV/EBITDA (X)	14.0	11.6	10.0	8.9
PBR (X)	5.4	4.4	3.5	2.8
ROE (%)	31.6	28.2	26.4	24.0

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.4	9.1	(0.8)	103.8
KOSPI대비 상대수익률	14.5	10.9	(0.2)	107.0



Trading Data

시가총액 (십억원)	925
유통주식수 (백만주)	7
Free Float (%)	64.4
52주 최고/최저 (원)	89,385 / 39,226
거래대금 (3M, 십억원)	9
외국인 소유지분율 (%)	28.5
주요주주 지분율 (%)	서영필외 4인 30.8

자료: Fnguide, KB투자증권

에이블씨엔씨 (078520)

중국 실적 턴어라운드로 디스카운트 요인 해소 기대

에이블씨엔씨에 대해 BUY 투자의견과 목표주가 100,000원으로 커버리지를 개시한다. 국내에서는 증저가 시장에서의 경쟁 심화로 이익 성장 폭 둔화가 예상된다. 그러나, 기대감이 부재했던 중국 실적의 턴어라운드로 그간의 valuation 디스카운트 요인이 해소될 것으로 기대한다. 다만 중국 시장 내 경쟁강도를 감안할 때 중국 실적 성장의 지속가능성 점검 이후의 점진적 비중 확대를 추천한다.

1Q13 실적 성장 폭 둔화 예상

에이블씨엔씨의 1Q13 매출액은 연결기준 956억원으로 컨센서스 대비 4.8% 하회할 전망이다. 별도기준 매출액은 886억원 (+8.2% YoY)으로 지난해 대비 큰 폭의 성장을 둔화가 예상된다. 연결기준 영업이익률은 9.8%로 전년동기 별도기준 영업이익률 10.3% 대비 하락이 예상된다. 이는 1) 1Q12 실적의 기저효과, 2) 국내 증저가 시장 경쟁 심화에 따른 마케팅지출 효율성 감소 등에 기인한다.

중국 실적 턴어라운드 기대감으로 valuation 디스카운트 요인 해소

2013년 중국 매출액 및 순이익은 전년동기대비 각각 54.2%, 80.1% 증가한 279억원, 24억원으로 예상된다. 총 매출액 대비 비중은 5.3%로 아직 작지만, 1) 작년 하반기부터 본격화된 중국 온라인 유통 강화로의 전략 변화가 매출액 및 수익성 증가로 이루어지고 있고, 2) 중국 시장 내 온라인, 홈쇼핑 유통 채널이 빠른 속도로 성장하고 있는 것을 감안할 때, 중국 시장에서의 턴어라운드 기대감은 유효하다. 작년에 가파른 주가상승에도 불구하고 해외 시장에서의 기대감 부재가 디스카운트 요인이었다면, 당분간 이의 해소 국면이 지속될 수 있을 것으로 예상된다.

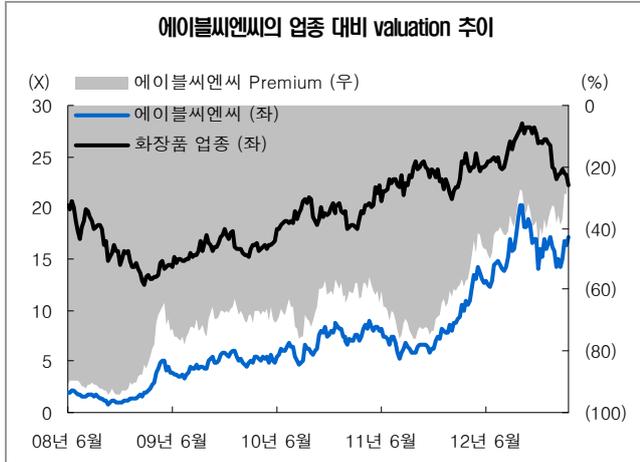
국내 시장은 경쟁 심화로 마케팅비용 부담 증가 예상

중국 시장에 대한 기대감과 달리, 국내 실적 개선 폭에 대한 눈높이는 낮춰야 한다는 판단이다. 국내 화장품 시장의 증저가 비중 확대로 외형성장은 지속 기대되나, 고가 부문에 초점을 뒀던 대형업체들도 적극적으로 증저가 시장에서 신제품 출시 등에 주력하면서 브랜드샵 간, 채널 간 경쟁이 심화될 것으로 예상되기 때문이다. 그러나 현금흐름 창출능력 개선으로 적극적인 마케팅을 통한 시장 지위 강화가 예상됨에 따라 장기적 실적 성장세는 유지될 것으로 전망한다.

단기적 valuation re-rating 기대, 중국 실적 점검하며 점진적 비중확대 추천

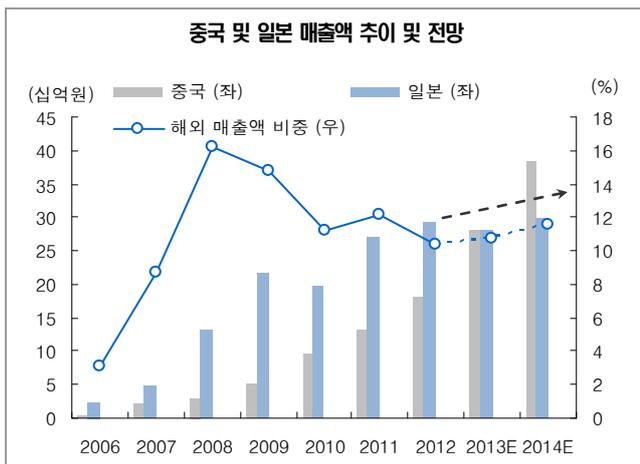
에이블씨엔씨에 대해 BUY 투자의견과 12개월 목표주가 100,000원으로 커버리지를 개시한다. 동사의 주가는 국내 실적에 대한 우려에도 불구하고 1분기 중국 성장에 대한 기대감으로 업종대비 14.9% 상회하였다. 현재 주가는 2013년 PER 기준 17.3X로 업종 평균 23.3X 대비 25.8% 할인되어 있어, 업종 평균 수준까지의 re-rating이 기대된다. 다만 중국 시장 내 경쟁강도를 감안할 때 중국 실적 성장의 지속가능성 점검 이후의 점진적 비중 확대를 추천한다.

I. Focus Charts



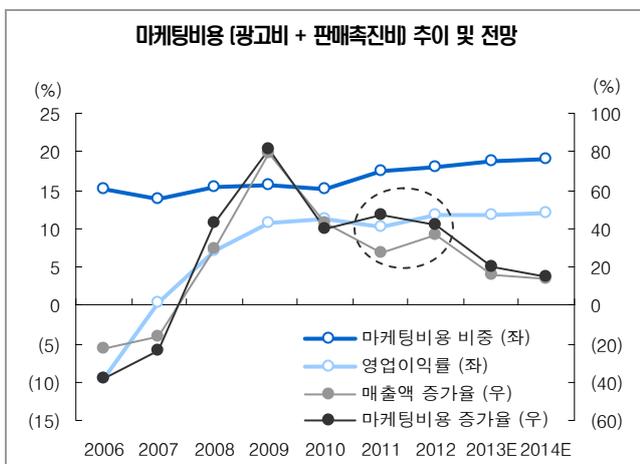
자료: FnGuide, KB투자증권
 주: 12개월 forward PER 기준

- 에이블씨엔씨의 12개월 forward 기준 PER은 17.5X로 업종 대비 24.0% 할인. 최근 업종 대비 양호한 주가상승으로 할인 폭 축소 중이나, 해외 성장 기대감 반영의 초기인 만큼 valuation gap 축소 국면 당분간 지속될 전망
- 국내 실적 둔화 우려에 따른 낮은 이익 가시성을 감안하여 trailing PER 기준으로 비교해도 업종대비 10.7% 할인되어 있어 보수적 관점에서도 re-rating 가능성 존재



자료: 에이블씨엔씨, KB투자증권

- 중국 매출액 2013년 전년동기대비 54.2% 증가한 279억원 기록하며 2013년부터 에이블씨엔씨의 해외 매출액 비중은 2012년 10.4%, 2013년 10.7%, 2014년 11.6%로 확대 예상
- 일본 매출액은 2013년 20% 성장 가이드를 제시하고 있으나, 엔화 약세 감안 시 전년과 유사한 규모로 유지될 전망



자료: 에이블씨엔씨, KB투자증권
 주: 연결기준

- 에이블씨엔씨의 매출액 증가율은 역사적으로 마케팅비용 지출과 높은 상관관계를 보임. 2012년에는 마케팅비용 증가율은 전년 대비 둔화된 반면, 매출액 증가율은 오히려 더 개선되어 영업이익률 11.9% 기록하며 전년동기대비 1.7%p 상승
- 2013년에는 경영진의 매출액 성장 의지가 확고함을 감안할 때 매출액 성장을 달성하기 위한 마케팅비용 지출 및 집행 효율성이 수익성의 관건으로 작용할 전망
- 2012년 하반기부터 심화되기 시작한 국내 브랜드샵의 경쟁강도가 1분기까지도 지속 이어지고 있어 수익성 개선 폭에 대한 우려 존재. 1) 마케팅 효율성을 극대화시킬 수 있는 히트상품의 출시, 또는 2) 시장의 경쟁 안정화가 선제되어야 안정적인 수익성 향상 기대 가능

II. 목표주가 산정 및 valuation

표 13. 에이블씨엔씨 목표주가 산정

(단위: 십억원)	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	
매출액	452.3	522.5	592.7	661.8	729.5	797.4	868.8	942.6	1,018.0	1,094.4	1,171.0	
EBIT	53.6	61.0	70.8	78.4	83.6	87.3	90.6	97.1	104.9	112.7	120.6	
(-) 법인세	14.2	16.2	18.8	20.8	22.2	23.2	24.1	25.8	27.8	29.9	32.0	
NOPLAT	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	
(+) 자산상각비	39.4	44.8	52.0	57.6	61.4	64.1	66.6	71.3	77.0	82.8	88.6	
Gross Cash Flow	7.9	8.6	10.1	11.7	13.3	14.9	16.5	17.9	19.4	20.8	22.3	
(-) 운전자본 증감	47.3	53.4	62.1	69.2	74.7	79.0	83.1	89.2	96.4	103.6	110.9	
(-) 설비투자	(24.2)	(9.3)	(7.7)	(7.7)	(7.6)	(7.6)	(7.8)	(7.7)	(7.7)	(7.7)	(7.7)	
Free Cash Flow	(11.0)	(12.7)	(14.4)	(16.0)	(17.7)	(19.3)	(21.1)	(22.8)	(24.7)	(26.5)	(28.4)	
FCF의 현재가치	12.2	31.5	40.0	45.5	49.4	52.0	54.3	58.7	64.0	69.4	74.8	
WACC (%)	8.2		영구성장률 (%)									
FCF 현재가치의 합 (A)	340.7		(원)	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5
영구성장률 (%)	3.0		7.3	90,447	94,659	99,599	105,476	112,583	121,350	132,439	146,911	166,594
영속가치의 현재가치 (B)	658.3		7.6	86,276	90,019	94,378	99,519	105,672	113,168	122,504	134,449	150,275
기업가치 (C=A+B)	999.0		7.9	82,453	85,793	89,656	94,177	99,539	106,000	113,937	123,920	136,860
순부채 (D)	(31.5)		8.2	78,937	81,928	85,367	89,362	94,062	99,669	106,475	114,909	125,638
우선주가치 (E)	-		8.5	75,693	78,380	81,453	85,000	89,141	94,037	99,917	107,111	116,113
적정 보통주가치 (F=C-D-E)	1,030.5		8.8	72,691	75,113	77,869	81,031	84,696	88,996	94,111	100,296	107,927
발행주식수 (천주) (G)	10,339.4		9.1	69,906	72,096	74,574	77,403	80,662	84,458	88,934	94,291	100,818
적정주가 (원) (H=F/G)	99,669		9.4	67,315	69,300	71,537	74,077	76,986	80,351	84,289	88,959	94,587

자료: KB투자증권

주: WACC = 무위험수익률 4.5%, 베타 0.61 (과거 3년 주가수익률 적용), Market Risk Premium 6.0% 적용하여 산정

표 14. 에이블씨엔씨 역사적 valuation 추이

(단위: X)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	평균	2013E	2014E
PER										
최고	nm	nm	3.3	7.4	9.0	9.4	22.0	10.2		
최저	nm	nm	1.3	1.1	3.8	5.9	6.0	3.6		
평균	nm	nm	2.4	4.1	5.7	7.6	13.8	6.7		
기말	nm	nm	2.5	7.3	9.0	9.0	19.4	9.4	17.3	14.6
PBR										
최고	2.7	1.0	0.6	2.2	2.6	2.3	6.1	2.5		
최저	0.7	0.4	0.2	0.3	1.1	1.5	1.7	0.8		
평균	1.4	0.6	0.4	1.2	1.6	1.9	3.8	1.6		
기말	0.9	0.4	0.5	2.1	2.6	2.2	5.4	2.0	4.4	3.5
EV/EBITDA										
최고	nm	12.1	1.8	5.5	6.4	6.4	16.0	8.0		
최저	nm	5.7	0.2	0.3	2.3	3.7	4.0	2.7		
평균	nm	8.0	1.1	2.8	3.8	5.0	9.8	5.1		
기말	nm	6.1	1.1	5.4	6.4	6.0	14.0	6.5	11.6	10.0

자료: FnGuide, KB투자증권

III. 1Q13 Preview 및 실적 전망

표 15. 에이블씨엔씨 1Q13 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q13E		차이 (%)	1Q12	YoY (%)	4Q12	QoQ (%)
	KB	Consensus					
매출액	95.6	100.5	(4.8)	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익	9.3	10.7	(13.0)	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률 (%)	9.8	10.7		n/a		n/a	
세전이익	10.7	11.9	(10.5)	n/a	n/a	n/a	n/a
세전이익률 (%)	11.1	11.9		n/a		n/a	
순이익	7.8	8.7	(9.7)	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익률 (%)	8.2	8.6		n/a		n/a	

자료: Bloomberg, KB투자증권
주: 연결기준

표 16. 에이블씨엔씨 분기별 실적 추정 (연결기준)

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
매출액 (연결기준)	n/a	n/a	n/a	n/a	95.6	109.7	135.8	181.3	452.3	522.5	592.7
매출액 (별도기준)	81.9	87.9	116.0	139.3	88.6	101.2	135.2	175.8	425.1	500.8	566.2
해외	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	47.1	55.9	68.5
중국	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	29.1	28.0	29.9
일본	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	18.1	27.9	38.5
(연결조정)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(19.9)	(34.3)	(42.0)
영업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	9.3	12.1	14.3	25.2	53.6	61.0	70.8
세전이익	n/a	n/a	n/a	n/a	10.7	13.4	15.7	26.5	57.2	66.2	78.5
순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	7.8	9.9	11.5	19.4	42.0	48.6	57.7
성장률 (% YoY)											
매출액 (연결기준)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	36.9	15.5	13.4
매출액 (별도기준)	50.7	40.3	40.2	31.5	8.2	15.1	16.6	26.2	39.1	17.8	13.1
해외	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	16.9	18.6	22.4
중국	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6.7	(3.6)	6.7
일본	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	38.4	54.2	38.2
영업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	59.8	13.7	16.1
세전이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	57.3	15.8	18.6
순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	48.5	15.8	18.6
수익성 (%)											
영업이익률	n/a	n/a	n/a	n/a	9.8	11.1	10.6	13.9	11.9	11.7	11.9
세전이익률	n/a	n/a	n/a	n/a	11.1	12.3	11.5	14.6	12.6	12.7	13.2
순이익률	n/a	n/a	n/a	n/a	8.2	9.0	8.5	10.7	9.3	9.3	9.7

자료: 에이블씨엔씨, KB투자증권

주: 연결기준 분기 실적은 2013년 1분기부터 발표 예정

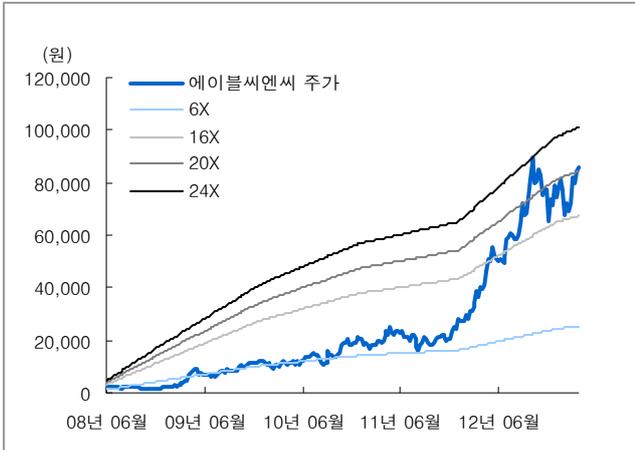
표 17. 에이블씨엔씨 별도기준 실적 추이

(단위: 십억원)	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2010	2011	2012
매출액	54.4	62.6	82.7	105.9	81.9	87.9	116.0	139.3	305.6	425.1	425.1
영업이익	1.9	4.9	10.7	15.7	10.3	9.4	15.9	16.0	33.4	51.7	51.7
세전이익	2.1	5.3	12.6	16.0	11.1	10.8	17.1	14.6	36.1	53.6	53.6
순이익	1.8	4.3	9.5	12.3	8.7	6.3	12.8	11.0	27.8	38.8	38.8
성장률 (% YoY)											
매출액	16.2	18.8	31.1	33.8	50.7	40.3	40.2	31.5	26.4	39.1	39.1
영업이익	(53.3)	33.5	34.2	21.7	431.8	90.8	47.8	1.9	15.9	54.9	54.9
세전이익	(52.7)	4.8	55.3	17.8	430.4	102.9	35.1	(9.1)	15.5	48.4	48.4
순이익	(45.1)	10.3	54.5	21.5	379.3	49.4	34.9	(10.6)	19.0	39.3	39.3
수익성 (%)											
영업이익	3.6	7.9	13.0	14.9	12.6	10.7	13.7	11.5	10.9	12.2	12.2
세전이익	3.8	8.5	15.3	15.1	13.5	12.3	14.7	10.5	11.8	12.6	12.6
순이익	3.3	6.8	11.5	11.6	10.6	7.2	11.0	7.9	9.1	9.1	9.1

자료: 에이블씨엔씨, KB투자증권

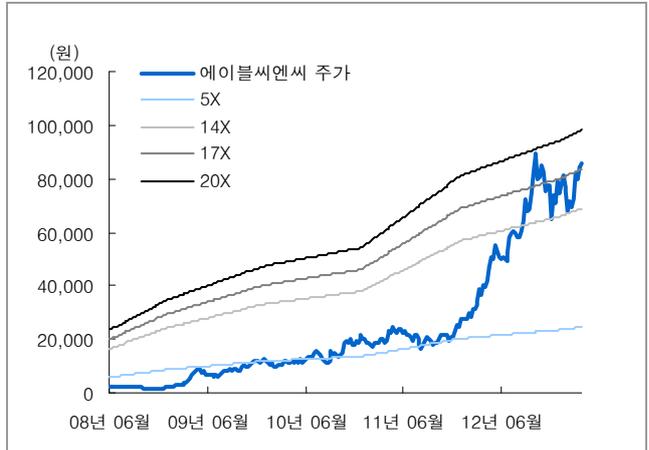
IV. Valuation

그림 108. Trailing PER Band



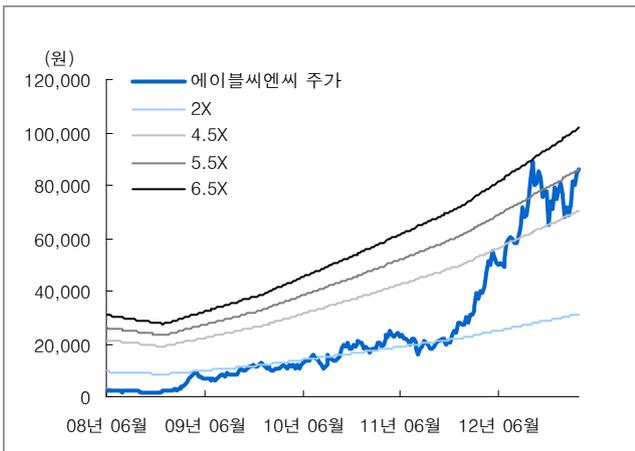
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 109. 12개월 fwd PER Band



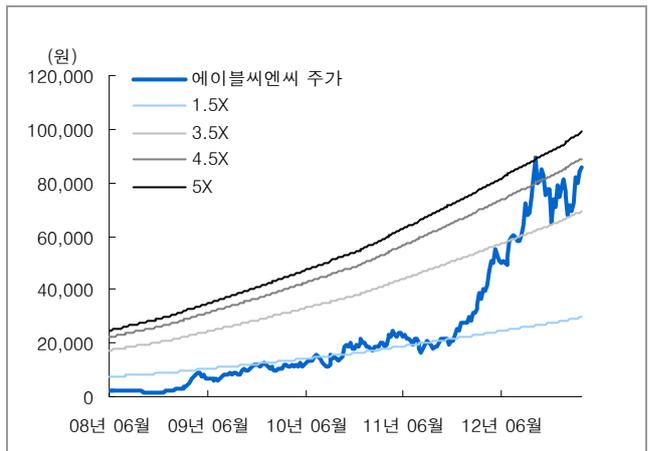
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 110. Trailing PBR Band



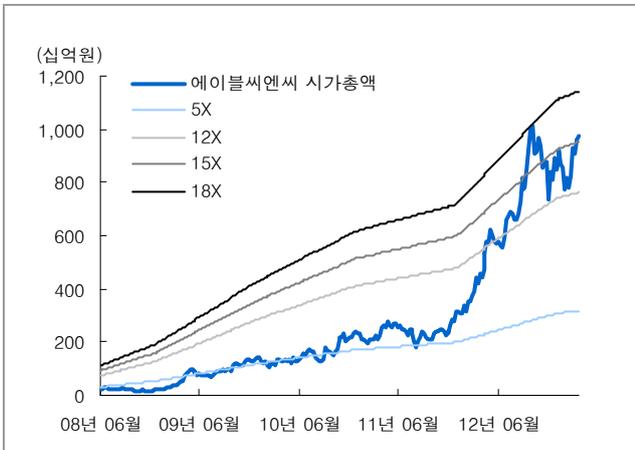
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 111. 12개월 fwd PBR Band



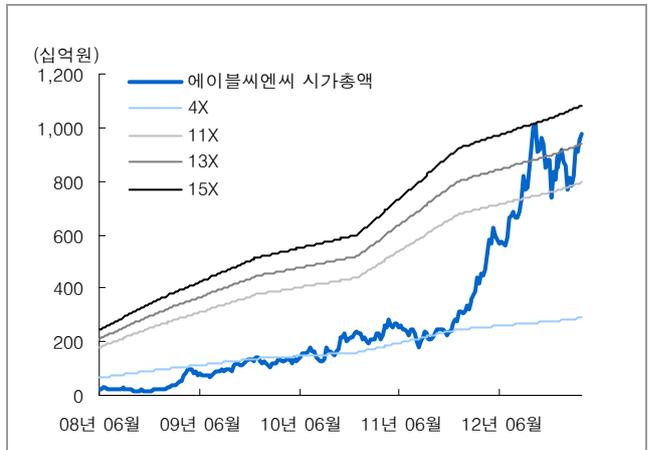
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 112. Trailing EV/EBITDA Band



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 113. 12개월 fwd EV/EBITDA Band



자료: FnGuide, KB투자증권

손익계산서	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	330	452	522	593	662
증가율 (% YoY)	27.3	36.9	15.5	13.4	11.7
매출원가	93	131	151	171	191
판매 및 일반관리비	203	268	311	351	392
영업이익	34	54	61	71	78
증가율 (% YoY)	14.9	59.8	13.7	16.1	10.7
기타영업손익	3	4	5	8	11
EBITDA	40	62	70	81	90
증가율 (% YoY)	16.4	54.4	13.1	16.2	11.3
이자수익	2	4	6	8	11
이자비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	0	(0)	(1)	(1)	(1)
세전계속사업손익	36	57	66	79	89
증가율 (% YoY)	12.2	57.3	15.8	18.6	13.5
법인세비용	8	15	18	21	24
당기순이익	28	42	49	58	65
증가율 (% YoY)	15.1	48.5	15.8	18.6	13.5
순손익의귀속					
지배주주	28	42	49	58	65
비지배주주	0	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	10.2	11.9	11.7	11.9	11.8
EBITDA률	12.1	13.6	13.3	13.6	13.6
세전이익률	11.0	12.6	12.7	13.2	13.5
순이익률	8.6	9.3	9.3	9.7	9.9

대차대조표	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	188	235	283	338	401
유동자산	140	179	223	275	334
현금성자산	36	32	34	33	38
매출채권	25	34	39	44	49
재고자산	30	44	52	59	66
기타	49	70	98	140	181
비유동자산	48	56	60	63	67
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	16	20	23	27	31
무형자산	4	3	3	3	3
부채총계	74	83	92	102	111
유동부채	67	76	85	95	104
매입채무	57	61	71	80	90
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타	10	14	14	14	14
비유동부채	8	7	7	7	7
비유동이자부채	0	0	0	0	0
기타	8	7	7	7	7
자본총계	113	152	193	243	301
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	32	32	32	32	32
이익잉여금	76	113	155	205	263
자본조정	1	3	1	1	1
지배주주지분	113	152	193	243	301
순차입금	(36)	(32)	(34)	(33)	(38)
이자지급성부채	0	0	0	0	0

현금흐름표	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	47	36	52	64	73
당기순이익	28	42	49	58	65
자산상각비	6	8	9	10	12
기타비현금성손익	4	10	4	4	4
운전자본증감	9	(24)	(9)	(8)	(8)
매출채권감소 (증가)	(5)	(9)	(5)	(5)	(5)
재고자산감소 (증가)	(10)	(13)	(9)	(7)	(7)
매입채무증가 (감소)	23	4	10	10	9
기타	2	(6)	(5)	(5)	(5)
투자현금	(33)	(36)	(43)	(57)	(59)
단기투자자산감소 (증가)	(0)	(0)	0	0	0
장기투자증권감소 (증가)	(0)	0	0	0	0
설비투자	(8)	(11)	(13)	(14)	(16)
유무형자산감소 (증가)	(2)	1	2	2	2
재무현금	(2)	(4)	(7)	(8)	(8)
차입금증가 (감소)	(0)	(0)	0	0	0
자본증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	(2)	(4)	(6)	(7)	(8)
현금 증감	12	(4)	2	(1)	6
총현금흐름 (Gross CF)	38	60	61	72	81
(-) 운전자본증가 (감소)	(9)	24	9	8	8
(-) 설비투자	8	11	13	14	16
(+) 자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	40	25	39	50	57
(-) 기타투자	5	6	5	5	5
잉여현금	34	19	34	45	52

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	9.0	19.4	17.3	14.6	12.9
PBR	2.2	5.4	4.4	3.5	2.8
PSR	0.8	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/ EBITDA	6.0	14.0	11.6	10.0	8.9
배당수익률	1.6	0.6	0.7	0.9	0.9
EPS	2,711	4,061	4,704	5,578	6,330
BPS	10,975	14,737	18,660	23,538	29,118
SPS	31,942	43,744	50,532	57,323	64,010
DPS	400	500	600	700	750
수익성지표 (%)					
ROA	17.7	19.8	18.8	18.6	17.7
ROE	28.3	31.6	28.2	26.4	24.0
ROIC	36.4	39.0	31.8	27.9	24.2
안정성지표 (% , X)					
부채비율	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입비율	nc	nc	nc	nc	nc
유동비율	209.5	236.5	262.0	290.6	321.1
이자보상배율	nm	nm	nm	nm	nm
활동성지표 (회)					
총자산회전율	2.1	2.1	2.0	1.9	1.8
매출채권회전율	13.4	13.5	13.5	13.5	13.5
재고자산회전율	10.9	10.4	10.0	10.0	10.0
자산/자본구조 (%)					
투자자본	42.5	51.8	56.6	62.6	65.8
차입금	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0

주: EPS는 완전회석 EPS

보시기 편하기 위한 편집 상 빈 페이지입니다

이지연 (02) 3777-8484
jiyeon.lee@kbsec.co.kr

윤종민 (02) 3777-8445
jongmin_yoon@kbsec.co.kr

Initiation

투자 의견 (신규) **BUY**
목표주가 (신규) **64,000 (원)**

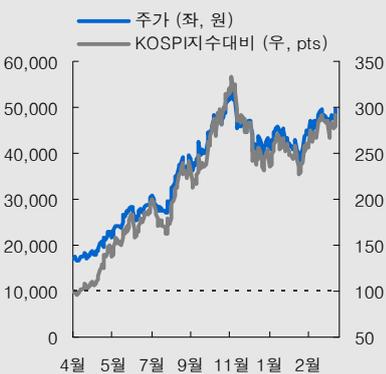
Upside / Downside (%)	29.2
현재가 (04/03, 원)	49,550
Consensus target price (원)	53,000
Difference from consensus (%)	20.8

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	2012	2013E	2014E	2015E
매출액 (십억원)	313	379	461	547
영업이익 (십억원)	26	33	42	51
순이익 (십억원)	22	24	31	39
EPS (원)	1,507	1,614	2,109	2,648
증감률 (%)	78.0	7.1	30.7	25.6
PER (X)	28.7	30.7	23.5	18.7
EV/EBITDA (X)	21.1	19.5	15.3	12.5
PBR (X)	7.6	6.7	5.3	4.2
ROE (%)	32.5	27.0	27.6	27.3

Performance

(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.7	21.4	23.6	186.4
KOSPI대비 상대수익률	9.9	23.2	24.2	189.6



Trading Data

시가총액 (십억원)	674
유통주식수 (백만주)	10
Free Float (%)	71.9
52주 최고/최저 (원)	54,400 / 16,500
거래대금 (3M, 십억원)	9
외국인 소유지분율 (%)	15.9
주요주주 지분율 (%)	이경수외 4인 23.5

자료: Fnguide, KB투자증권

코스맥스 (044820)

준비된 자의 결실은 이제부터 시작

코스맥스에 대해 BUY 투자 의견과 목표주가 64,000원으로 커버리지를 개시하며 업종 내 top-pick으로 추천한다. 업종 내 장단기 실적 성장성이 가장 돋보이고, 해외 지역 다변화도 가시적으로 진행 중인 만큼, 업종 대비 valuation 프리미엄은 정당화될 수 있다. 또한 2013년 건강기능식품 부문 및 인도네시아의 투자기 이후 2014년부터 본격적인 수확기가 개시됨에 따라 장단기 관점 모두에서 비중확대 전략을 추천한다.

1Q13 영업이익 +17.7% YoY로 시장 기대치 충족 예상

1Q13 매출액 및 영업이익은 전년동기대비 각각 17.7%, 19.4% YoY 증가하며 시장 컨센서스를 충족하는 견조한 실적이 예상된다. 국내 화장품 부문 매출액 성장률 +15.3% YoY로 예상되는 가운데, 중국 매출액 +35.6% YoY 기록하며 외형 성장을 견인할 전망이다. 수익성이 우수한 중국 매출 비중 확대 (1Q12: 17.1% → 1Q13: 19.7%)에 힘입어 영업이익률은 9.7%로 소폭 개선 예상된다.

돋보이는 해외성장 가시성에 주목

해외 시장에서의 적극적인 설비 증설로 코스맥스의 매출액은 2015년까지 연평균 20.5%의 성장할 전망이다. ① 중국 신규공장 (광저우) 증설 이후 중국 총 생산능력은 2012년 +45% YoY 확대가 예상된다. ② 상해 신규 부지 확보 완료로, 2014년 착공 가정 시 2015년 중국 총 생산능력은 재차 +47% YoY가 가능하다. ③ 1Q13 인도네시아 공장 완공으로 2014년부터 본격적인 매출 기여가 예상된다. 동사의 총 해외 매출 비중은 2012년 18.7%에서 2013년 24.6%, 2014년 27.5%로 확대될 전망이다.

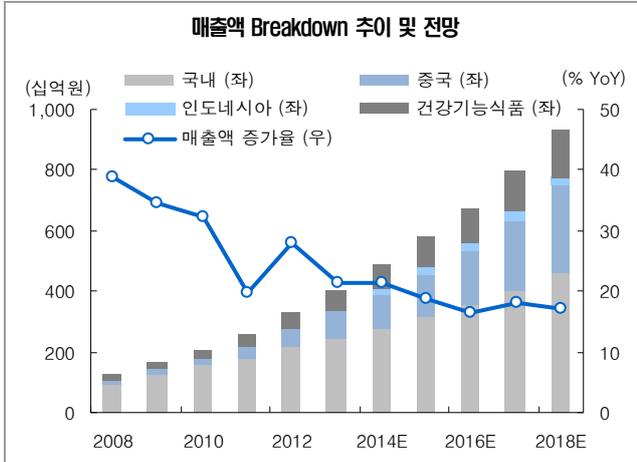
중국 로컬 브랜드업체의 성장은 ODM 업체에게는 기회로 작용

코스맥스의 중국 내 공급능력 확보와 더불어 수요 측면에서의 가시성 또한 높다는 판단이다. ① 동사의 중국 내 고객의 70~80%가 중국 현지 브랜드업체인 가운데, ② 중국 현지 업체의 실적 성장이 두드러질 전망이고, ③ 브랜드업체의 경우 생산 내 재화 비중을 높더라도 수익성 확보를 위해 일정 부분을 ODM으로 할당하고 있으며, ④ 화장품 ODM 비즈니스 특성 상, 특정 라인 또는 제품 공급 개시 이후 공급자 변경의 가능성은 매우 낮기 때문이다. 또한, 중국에 진출하는 국내 브랜드업체들 또한 장기적으로 현지 ODM을 활용할 계획이라는 점도 긍정적이다.

화장품 업종 내 top-pick 추천, 목표주가 64,000원으로 커버리지 개시

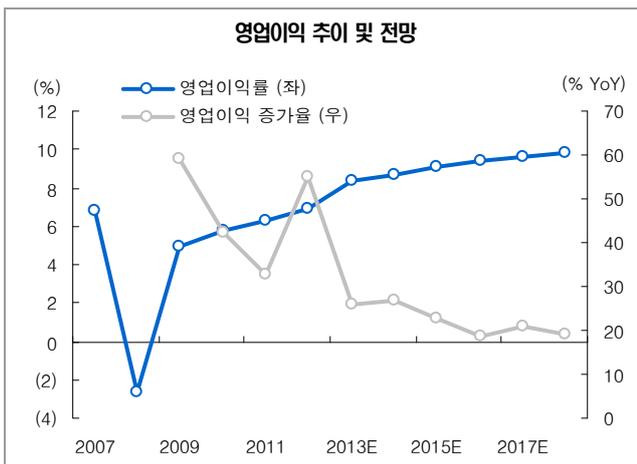
코스맥스에 대해 BUY 투자 의견과 목표주가 64,000원으로 커버리지를 개시하며 업종 내 top-pick으로 추천한다. ① 업종 내 장단기 실적 성장성이 가장 돋보이고, ② 해외 지역 다변화도 가시적으로 진행 중인 만큼, 업종 대비 valuation 프리미엄은 정당화될 수 있다는 판단이다. 또한, 2013년 건강기능식품 (코스맥스바이오) 부문 및 인도네시아의 투자기 이후 2014년부터 본격적인 수확기가 개시될 것임을 감안할 때 장단기 관점에서의 비중확대 전략을 추천한다.

I. Focus Charts



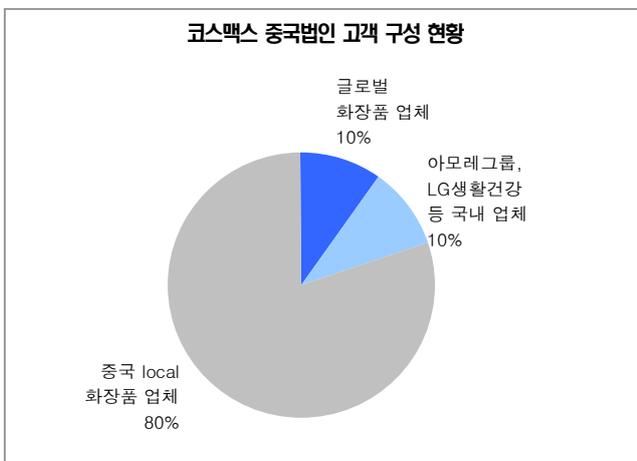
자료: 코스맥스, KB투자증권
주: 연결기준

- 코스맥스의 2013~14년 연결기준 매출액은 전년대비 각각 21.3%, 21.5% 증가 예상. 2015년까지 연평균 성장률 20.5% 예상
- 화장품 부문 이외 코스맥스바이오(건강기능식품)의 성장, 중국 및 인도네시아 등 해외에서의 설비 증설로 업종 내 가장 다변화된 매출 구성을 확보하고 있음
- 중국 매출 비중은 2012년 18.7%에서 2013년 23.5%, 2015년 26%로 확대 예상



자료: 코스맥스, KB투자증권
주: 연결기준

- 중국에서의 영업이익률은 9~10%로 국내 화장품 ODM 5~6% 대비 높은 수준
- 중국 비중 확대에 따른 매출액 믹스 개선으로 영업이익률은 2012년 8.4%에서 2013년 8.7%, 2014년 9.1%로 완만한 상승세를 이어갈 수 있을 것으로 예상



자료: 코스맥스, KB투자증권

- 코스맥스 중국법인의 고객은 약 80% 수준이 중국 현지 화장품 업체로 구성되어 있음. 중국 현지 법인들이 중국 매스 화장품 시장 성장과 더불어 점유율을 확대해가고 있다는 점은 코스맥스에게는 견조한 수요를 기대하게 하는 기회요인으로 작용
- 장기적으로는 중국에 진출하는 국내 브랜드업체의 특정 카테고리, 또는 저가 제품 라인에 대해서 발주가 예상되는 만큼, 중국 내에서의 수요는 지속 견조하게 성장할 전망

II. 목표주가 산정 및 valuation

표 18. 코스맥스 목표주가 산정

(단위: 십억원)	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	
매출액	312.6	379.2	460.7	547.5	637.2	752.7	881.4	1,022.5	1,175.8	1,340.5	1,514.7	
EBIT	26.1	32.9	41.8	51.3	60.9	73.6	87.9	100.2	115.2	131.4	148.4	
(-) 법인세	2.0	5.9	7.5	9.2	11.0	13.3	15.8	18.0	20.7	23.6	26.7	
NOPLAT	24.1	27.0	34.3	42.0	49.9	60.4	72.0	82.2	94.5	107.7	121.7	
(+) 자산상각비	5.8	6.2	7.9	9.4	11.5	14.0	16.9	19.6	22.6	25.7	29.1	
Gross Cash Flow	29.9	33.2	42.2	51.4	61.5	74.4	89.0	101.8	117.0	133.4	150.8	
(-) 운전자본 증감	(22.1)	(7.5)	(10.3)	(11.3)	(11.9)	(16.7)	(19.2)	(15.9)	(17.3)	(17.5)	(16.9)	
(-) 설비투자	(38.4)	(30.0)	(27.6)	(32.8)	(38.2)	(45.2)	(52.9)	(61.3)	(70.6)	(80.4)	(90.9)	
Free Cash Flow	(30.6)	(4.3)	4.2	7.2	11.4	12.5	16.9	24.5	29.2	35.5	43.0	
FCF의 현재가치		(4.1)	3.7	6.1	9.0	9.4	12.0	16.4	18.5	21.2	24.3	
WACC (%)		5.9	영구성장률 (%)									
FCF 현재가치의 합 (A)		116.6	(원)	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5
영구성장률 (%)		3.0	5.0	46,200	51,643	58,650	68,004	81,124	100,857	133,890	200,498	404,775
영속가치의 현재가치 (B)		841.6	5.3	42,142	46,754	52,584	60,189	70,527	85,391	108,587	149,852	243,761
기업가치 (C=A+B)		958.2	5.6	38,579	42,520	47,427	53,703	62,013	73,541	90,600	118,430	171,937
순부채 (D)		85.8	5.9	35,426	38,822	42,992	48,236	55,029	64,178	77,166	97,047	131,295
우선주가치 (E)		-	6.2	32,620	35,565	39,140	43,569	49,200	56,600	66,757	81,565	105,167
적정 보통주가치 (F=C-D-E)		872.4	6.5	30,106	32,678	35,765	39,541	44,264	50,344	58,461	69,845	86,969
발행주식수 (천주) (G)		13,592.7	6.8	27,844	30,101	32,786	36,031	40,034	45,095	51,698	60,671	73,574
적정주가 (원) (H=F/G)		64,178	7.1	25,799	27,790	30,138	32,948	36,371	40,632	46,082	53,299	63,310

자료: KB투자증권

주: WACC = 무위험수익률 4.5%, 베타 0.57 (과거 3년 주가수익률 적용), Market Risk Premium 6.0% 적용하여 산정

표 19. 코스맥스 역사적 valuation 추이

(단위: X)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	평균	2013E	2014E
PER										
최고	42.3	nm	21.8	7.0	16.3	22.0	36.1	24.2		
최저	19.5	nm	7.5	1.8	6.1	10.8	10.0	9.3		
평균	27.8	nm	16.5	4.1	9.2	15.8	19.2	15.4		
기말	23.4	nm	10.5	5.6	15.9	18.5	28.7	17.1	30.7	23.5
PBR										
최고	3.6	2.4	1.4	1.6	3.3	4.2	9.6	3.7		
최저	1.7	1.3	0.5	0.4	1.2	2.1	2.6	1.4		
평균	2.4	2.0	1.0	0.9	1.9	3.0	5.1	2.3		
기말	2.0	1.4	0.7	1.2	3.2	3.5	7.6	2.8	6.7	5.3
EV/EBITDA										
최고	22.1	nm	9.5	8.0	13.3	14.6	25.8	15.6		
최저	13.5	nm	6.9	4.0	6.4	8.6	9.1	8.1		
평균	16.9	nm	8.5	5.7	8.5	11.3	15.0	11.0		
기말	15.2	nm	7.5	7.1	13.1	12.7	21.1	12.8	19.5	15.3

자료: FnGuide, KB투자증권

III. 1Q13 Preview 및 실적 전망

표 20. 코스맥스 1Q13 실적 전망

(단위: 십억원)	1Q13E		차이 (%)	1Q12	YoY (%)	4Q12	QoQ (%)
	KB	Consensus					
매출액	85.5	85.3	0.2	72.6	17.7	74.3	15.0
영업이익	8.3	8.1	2.4	6.9	19.4	4.2	98.7
영업이익률 (%)	9.7	9.5		9.5		5.6	
세전이익	7.3	7.4	(1.6)	6.3	16.7	4.5	64.4
세전이익률 (%)	8.6	8.7		8.6		6.0	
순이익	6.0	5.7	4.5	5.1	18.1	5.0	19.2
순이익률 (%)	7.0	6.7		7.0		6.8	

자료: Bloomberg, KB투자증권
주: 연결기준

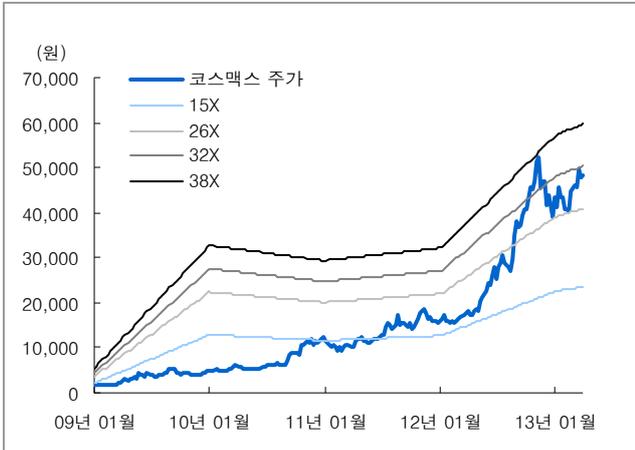
표 21. 코스맥스 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
매출액	72.6	87.8	77.9	74.3	85.5	98.5	93.0	102.1	312.6	379.2	460.7
코스맥스코리아 (화장품)	50.2	60.7	53.7	51.1	57.8	67.6	58.0	59.7	215.6	243.2	278.3
코스맥스차이나 (화장품)	12.4	15.4	15.5	15.3	16.8	20.8	22.5	29.0	58.6	89.1	112.0
코스맥스인도네시아 (화장품)	-	-	-	-	-	0.6	1.6	1.8	-	4.0	14.7
코스맥스바이오 (건강기능식품)	12.0	16.3	14.8	12.8	14.2	17.7	18.1	16.9	56.0	66.9	83.6
쓰리애플즈코스메틱스 (화장품패키징)	2.4	2.7	3.2	3.4	2.9	3.1	3.3	4.1	11.7	13.4	15.1
(연결조정)	(5.6)	(10.1)	(9.4)	(8.3)	(6.3)	(11.3)	(10.6)	(9.3)	(33.3)	(37.5)	(43.0)
영업이익	6.9	9.2	5.9	4.2	8.3	10.7	7.5	6.5	26.1	32.9	41.8
세전이익	6.3	8.7	4.8	4.5	7.3	9.8	6.5	5.5	24.2	29.2	38.1
순이익	5.1	8.3	3.9	5.0	6.0	8.0	5.3	4.5	22.3	23.9	31.3
성장률 (% YoY)											
매출액	26.1	44.3	33.1	10.8	17.7	12.3	19.4	37.5	28.1	21.3	21.5
코스맥스코리아 (화장품)	14.4	33.0	28.0	12.4	15.3	11.5	8.2	16.8	21.9	12.8	14.4
코스맥스차이나 (화장품)	42.2	67.8	76.1	7.8	35.6	34.9	45.1	90.0	43.3	52.1	25.6
코스맥스인도네시아 (화장품)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	267.5
코스맥스바이오 (건강기능식품)	37.3	63.1	28.0	10.3	17.7	8.5	21.9	31.9	33.4	19.4	25.0
쓰리애플즈코스메틱스 (화장품패키징)	26.8	50.7	88.2	37.5	25.2	14.5	3.1	19.6	49.4	15.0	12.0
영업이익	6.9	9.2	5.9	4.2	8.3	10.7	7.5	6.5	26.1	32.9	41.8
세전이익	6.3	8.7	4.8	4.5	7.3	9.8	6.5	5.5	24.2	29.2	38.1
순이익	5.1	8.3	3.9	5.0	6.0	8.0	5.3	4.5	22.3	23.9	31.3
매출액 비중 (%)											
코스맥스코리아 (화장품)	69.1	69.2	68.9	68.7	67.7	68.6	62.4	58.4	69.0	64.1	60.4
코스맥스차이나 (화장품)	17.1	17.6	19.9	20.6	19.7	21.1	24.2	28.4	18.7	23.5	24.3
코스맥스인도네시아 (화장품)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	1.7	1.8	0.0	1.1	3.2
코스맥스바이오 (건강기능식품)	16.6	18.6	19.1	17.3	16.6	18.0	19.5	16.6	17.9	17.6	18.2
쓰리애플즈코스메틱스 (화장품패키징)	3.2	3.1	4.1	4.6	3.4	3.2	3.6	4.0	3.7	3.5	3.3
수익성 (%)											
영업이익률	9.5	10.4	7.5	5.6	9.7	10.9	8.0	6.3	8.4	8.7	9.1
세전이익률	8.6	9.9	6.1	6.0	8.6	9.9	7.0	5.4	7.7	7.7	8.3
순이익률	7.0	9.5	5.0	6.8	7.0	8.1	5.8	4.4	7.1	6.3	6.8

자료: 코스맥스, KB투자증권 주: 연결기준

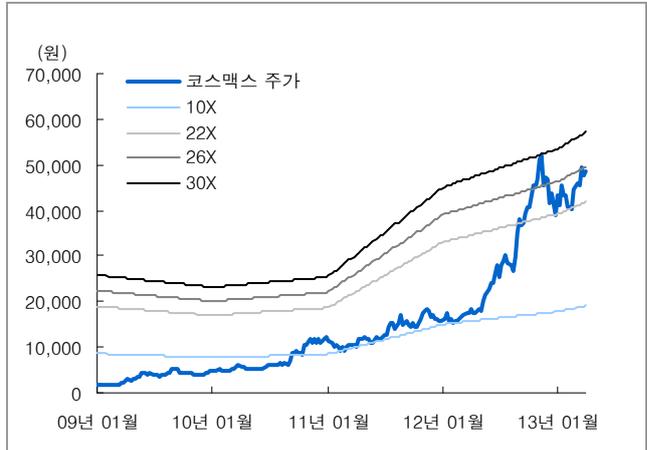
IV. Valuation

그림 114. Trailing PER Band



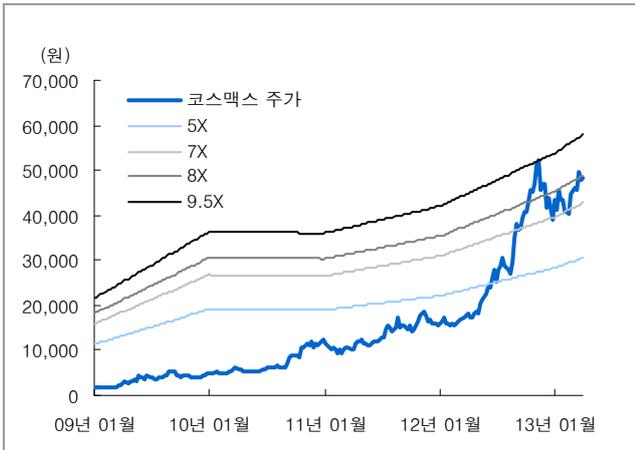
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 115. 12개월 fwd PER Band



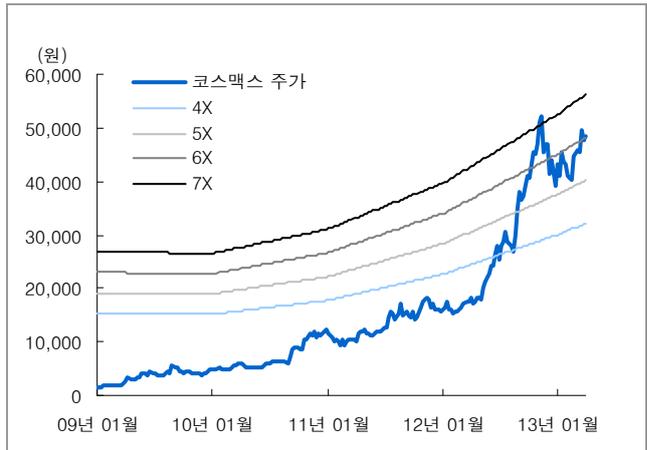
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 116. Trailing PBR Band



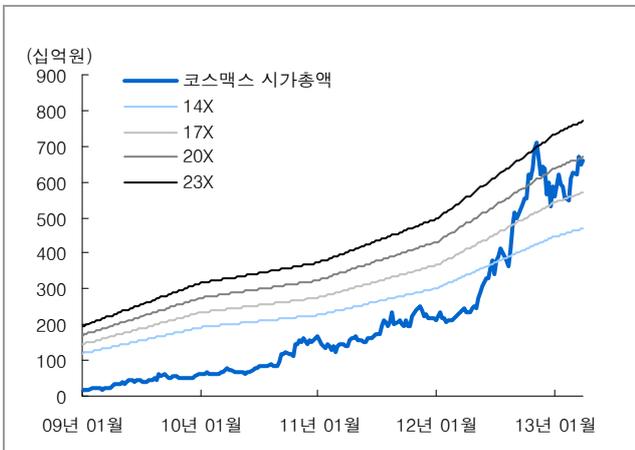
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 117. 12개월 fwd PBR Band



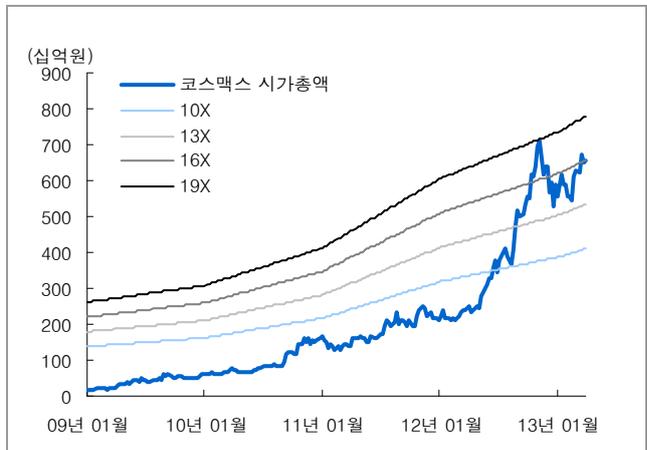
자료: FnGuide, KB투자증권

그림 118. Trailing EV/EBITDA Band



자료: FnGuide, KB투자증권

그림 119. 12개월 fwd EV/EBITDA Band



자료: FnGuide, KB투자증권

손익계산서	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	244	313	379	461	547
증가율 (% YoY)	19.8	28.1	21.3	21.5	18.8
매출원가	205	259	314	382	454
판매 및 일반관리비	22	28	32	37	42
영업이익	17	26	33	42	51
증가율 (% YoY)	32.6	54.8	26.1	27.0	22.6
기타영업손익	(3)	(2)	(4)	(4)	(3)
EBITDA	22	32	39	50	61
증가율 (% YoY)	33.5	47.6	22.4	27.1	22.0
이자수익	0	0	0	0	0
이자비용	3	5	5	5	5
지분법손익	0	0	1	1	1
기타	0	2	0	0	0
세전계속사업손익	14	24	29	38	48
증가율 (% YoY)	33.6	71.5	20.4	30.7	25.6
법인세비용	3	2	5	7	9
당기순이익	11	22	24	31	39
증가율 (% YoY)	13.8	94.6	7.1	30.7	25.6
순이익의귀속					
지배주주	12	20	22	29	36
비지배주주	(0)	2	2	3	3
이익률 (%)					
영업이익률	6.9	8.4	8.7	9.1	9.4
EBITDA률	8.9	10.2	10.3	10.8	11.1
세전이익률	5.8	7.7	7.7	8.3	8.7
순이익률	4.7	7.1	6.3	6.8	7.2

대차대조표	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	199	242	274	317	372
유동자산	101	120	135	161	188
현금성자산	10	9	8	7	6
매출채권	48	54	65	79	94
재고자산	36	42	51	62	74
기타	7	15	11	12	13
비유동자산	99	121	139	156	184
투자자산	6	13	15	16	17
유형자산	88	103	119	135	162
무형자산	3	4	4	4	4
부채총계	138	162	170	178	183
유동부채	114	111	119	128	135
매입채무	21	37	45	55	65
유동성이자부채	2	2	2	2	2
기타	91	72	72	71	68
비유동부채	24	50	51	50	48
비유동이자부채	15	40	40	39	37
기타	9	10	10	11	11
자본총계	61	80	103	129	164
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	16	17	17	17	17
이익잉여금	39	56	76	103	137
자본조정	(2)	(3)	(0)	(0)	(0)
지배주주지분	60	77	100	127	161
순차입금	63	86	87	86	82
이자지급성부채	73	95	95	93	88

현금흐름표	[십억원]				
	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	17	12	26	32	40
당기순이익	11	22	24	31	39
자산상각비	5	6	6	8	9
기타비현금성손익	7	5	3	3	3
운전자본증감	(6)	(22)	(7)	(10)	(11)
매출채권감소 (증가)	(9)	(6)	(11)	(14)	(15)
재고자산감소 (증가)	(14)	(6)	(9)	(11)	(12)
매입채무증가 (감소)	(13)	16	8	10	10
기타	30	(26)	5	5	5
투자현금	(32)	(33)	(23)	(26)	(31)
단기투자자산감소 (증가)	(1)	(7)	5	0	0
장기투자증권감소 (증가)	(1)	(3)	0	0	0
설비투자	(29)	(38)	(30)	(28)	(33)
유무형자산감소 (증가)	(0)	17	2	2	2
재무현금	22	21	(4)	(7)	(10)
차입금증가 (감소)	25	23	0	(2)	(5)
자본증가 (감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	(3)	(3)	(4)	(4)	(5)
현금 증감	7	(1)	(2)	(1)	(1)
총현금흐름 (Gross CF)	23	34	33	42	51
(-) 운전자본증가 (감소)	6	22	7	10	11
(-) 설비투자	29	38	30	28	33
(+) 자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	(13)	(27)	(4)	4	7
(-) 기타투자	(0)	2	0	0	0
잉여현금	(13)	(29)	(4)	4	7

자료: Fnguide, KB투자증권

주요투자지표	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %, 원)					
PER	18.5	28.7	30.7	23.5	18.7
PBR	3.5	7.6	6.7	5.3	4.2
PSR	0.9	1.9	1.8	1.5	1.2
EV/ EBITDA	12.7	21.1	19.5	15.3	12.5
배당수익률	1.3	0.6	0.6	0.7	0.7
EPS	847	1,507	1,614	2,109	2,648
BPS	4,433	5,680	7,344	9,314	11,841
SPS	17,951	22,994	27,894	33,895	40,278
DPS	200	270	300	330	360
수익성지표 (%)					
ROA	6.7	10.1	9.3	10.6	11.4
ROE	20.9	32.5	27.0	27.6	27.3
ROIC	12.3	18.1	17.5	19.1	20.4
안정성지표 (% , X)					
부채비율	118.9	119.0	92.8	72.0	53.9
순차입비율	102.5	107.3	85.1	66.4	49.9
유동비율	88.5	108.1	113.3	125.9	139.1
이자보상배율	5.1	6.0	6.7	8.4	10.8
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.4	1.4	1.5	1.6	1.6
매출채권회전율	5.1	5.8	5.8	5.8	5.8
재고자산회전율	6.7	7.4	7.4	7.4	7.4
자산/자본구조 (%)					
투자자본	62.8	58.4	61.0	60.9	58.8
차입금	36.5	39.4	34.7	29.4	23.7

주: EPS는 완전회석 EPS

Appendices – Peers Comparison

표 1. Domestic Peers Comparison

	LG생활건강	아모레퍼시픽	아모레G	에이블씨엔씨	코스맥스	한국콜마	제닉	평균
투자 의견	BUY	BUY	Not Rated	BUY	BUY	Not Rated	Not Rated	
목표주가 (원)	720,000	1,100,000	500,000	100,000	64,000	40,000	38,000	
현재주가 (원, 04/03)	594,000	959,000	392,500	81,500	49,550	32,900	35,650	
Upside (%)	21.2	14.7	27.4	22.7	29.2	21.6	6.6	
시가총액 (십억원)	9,277	5,606	3,132	925	674	641	196	
절대수익률 (%)								
1M	(4.3)	(6.3)	(7.0)	12.4	7.7	6.6	16.9	3.7
3M	(7.6)	(20.9)	(17.2)	9.1	21.4	20.3	1.4	0.9
6M	(6.9)	(20.8)	(20.9)	(0.8)	23.6	0.0	(37.3)	(9.0)
1Y	5.9	(16.4)	48.7	103.8	186.4	0.0	(13.0)	45.0
YTD	(9.6)	(21.0)	(16.0)	3.3	14.4	15.6	(5.1)	(2.6)
초과수익률 (%)								
1M	(2.2)	(4.2)	(4.9)	14.5	9.9	8.8	19.0	5.8
3M	(5.8)	(19.1)	(15.4)	10.9	23.2	22.1	3.2	2.7
6M	(6.3)	(20.2)	(20.2)	(0.2)	24.2	0.0	(36.7)	(8.5)
1Y	9.1	(13.2)	51.9	107.0	189.6	0.0	(9.8)	47.8
YTD	(8.9)	(20.3)	(15.4)	4.0	15.1	16.3	(4.4)	(1.9)
PER (X)								
2012	38.3	31.1	26.9	19.4	28.7	29.0	30.1	29.1
2013E	29.9	22.9	20.3	17.3	30.7	22.9	19.4	23.3
2014E	25.8	20.0	18.0	14.6	23.5	17.9	15.9	19.4
PBR (X)								
2012	9.7	3.6	2.0	5.4	7.6	5.3	3.5	5.3
2013E	6.7	2.6	1.5	4.4	6.7	4.3	2.8	4.1
2014E	5.5	2.3	1.3	3.5	5.3	3.5	2.3	3.4
ROE (%)								
2012	28.4	0.1	8.1	0.3	0.3	18.2	12.3	9.7
2013E	26.1	0.1	8.1	0.3	0.3	20.8	15.5	10.2
2014E	24.1	0.1	8.1	0.3	0.3	21.7	15.7	10.0
매출액성장률 (%)								
2012	12.7	11.5	12.2	36.9	28.1	n/a	(18.4)	13.8
2013E	15.4	9.5	11.8	15.5	21.3	15.2	14.5	14.7
2014E	8.9	10.7	13.0	13.4	21.5	16.5	18.1	14.6
영업이익성장률 (%)								
2012	20.4	(2.3)	3.3	59.8	54.8	n/a	(44.5)	15.2
2013E	17.7	6.8	10.8	13.7	26.1	20.9	41.9	19.7
2014E	9.7	13.7	12.4	16.1	27.0	22.9	18.0	17.1
순이익성장률 (%)								
2012	14.9	(18.0)	4.0	48.5	94.6	n/a	(41.7)	17.0
2013E	15.8	7.6	11.5	15.8	7.1	26.9	48.7	19.1
2014E	15.3	14.8	12.4	18.6	30.7	27.8	22.3	20.3
영업이익률 (%)								
2012	11.4	12.8	13.1	11.9	8.4	8.1	8.8	10.6
2013E	11.7	12.5	13.0	11.7	8.7	8.5	10.9	11.0
2014E	11.8	12.8	12.9	11.9	9.1	9.0	10.9	11.2
순이익률 (%)								
2012	8.0	9.4	4.5	9.3	7.1	6.0	7.1	7.4
2013E	8.0	9.3	4.5	9.3	6.3	6.6	9.3	7.6
2014E	8.5	9.6	4.5	9.7	6.8	7.3	9.6	8.0

자료: FnGuide, KB투자증권

주: LG생활건강, 아모레퍼시픽, 에이블씨엔씨, 코스맥스는 KB투자증권 추정치, 그 외 기업은 Bloomberg 컨센서스 기준

표 2. Global Peers Comparison

	P&G	L'OREAL	ESTEE LAUDER	SHISEIDO	JOHNSON & JOHNSON	UNILEVER	COLGATE	BEIERSDORF	HENKEL	Average
현재주가 (달러, 04/03)	미국	프랑스	미국	일본	미국	네덜란드	미국	독일	독일	
국가	78	164	62	13	82	42	117	93	78	
시가총액 (백만달러)	213,397	98,819	24,270	5,377	229,412	126,096	54,898	23,407	37,429	
절대수익률 (%)										
1M	3.2	10.5	(1.2)	1.9	7.8	8.5	4.2	8.2	8.6	5.7
3M	14.7	18.4	6.7	9.3	17.7	12.4	12.5	15.9	18.0	13.9
6M	16.7	30.1	5.3	11.7	21.9	19.8	11.4	25.5	17.6	17.8
1Y	20.8	39.8	11.3	(5.8)	29.4	30.0	23.7	48.3	32.8	25.6
YTD	17.2	21.3	4.4	3.3	18.9	13.8	14.4	17.0	18.3	14.3
초과수익률 (%)										
1M	(0.4)	6.9	(1.0)	2.0	4.2	5.0	0.6	4.6	5.0	3.0
3M	6.8	10.4	(0.4)	2.2	9.7	4.5	4.6	8.0	10.1	6.2
6M	6.8	20.2	(2.0)	4.3	12.1	10.0	1.6	15.6	7.7	8.5
1Y	7.6	26.6	(0.8)	(17.9)	16.2	16.8	10.5	35.1	19.6	12.6
YTD	6.6	10.6	(0.9)	(2.0)	8.2	3.1	3.7	6.4	7.6	4.8
PER (X)										
2012	19.3	21.9	24.0	43.8	13.7	18.3	19.5	31.7	15.0	23.0
2013C	17.9	24.9	21.0	24.6	15.2	19.1	20.5	30.2	15.2	21.0
2014C	16.4	23.0	18.2	20.5	14.2	17.6	18.6	26.6	13.8	18.8
PBR (X)										
2012	3.4	3.0	7.5	1.7	3.0	5.4	22.3	4.3	2.4	5.9
2013C	3.3	3.5	6.4	1.7	3.1	5.4	25.3	4.6	2.5	6.2
2014C	3.1	3.2	5.3	1.6	2.8	4.7	24.0	4.1	2.2	5.7
ROE (%)										
2012	18.2	14.9	35.1	5.8	17.8	30.4	108.3	14.1	16.8	29.1
2013C	18.6	14.5	36.3	7.3	21.1	29.5	123.2	15.6	16.7	31.4
2014C	19.4	14.5	32.9	8.5	21.2	28.0	151.7	15.9	16.4	34.3
매출액성장률 (%)										
2012	1.1	2.0	5.7	(15.7)	3.4	2.0	2.1	(1.0)	(2.3)	(0.3)
2013C	3.6	4.3	6.9	4.8	6.0	4.2	3.8	4.2	3.2	4.5
2014C	4.4	5.9	7.9	3.2	3.9	5.7	5.7	5.5	4.9	5.2
영업이익성장률 (%)										
2012	7.0	3.7	10.7	(34.9)	5.4	0.3	1.2	28.8	7.4	3.3
2013C	8.1	6.7	13.4	34.0	10.3	7.5	6.3	5.1	2.2	10.4
2014C	7.6	8.3	12.7	15.3	6.8	7.6	9.4	12.7	9.7	10.0
순이익성장률 (%)										
2012	10.0	8.6	16.8	(34.7)	12.2	(2.7)	1.7	63.3	20.1	10.6
2013C	5.8	7.4	14.8	71.7	40.9	8.5	1.9	22.2	10.3	20.4
2014C	8.0	8.3	13.4	21.7	6.3	7.8	11.8	15.7	11.1	11.6
영업이익률 (%)										
2012	18.8	16.5	15.0	4.4	25.3	13.6	22.8	13.1	14.4	16.0
2013C	19.6	16.8	15.9	5.7	26.4	14.1	23.3	13.2	14.2	16.6
2014C	20.2	17.2	16.6	6.3	27.1	14.3	24.1	14.1	14.9	17.2
순이익률 (%)										
2012	14.0	12.8	9.7	1.6	16.1	8.7	14.5	7.3	9.1	10.4
2013C	14.3	13.2	10.5	2.7	21.5	9.1	14.2	8.6	9.8	11.5
2014C	14.8	13.5	11.0	3.2	22.0	9.3	15.0	9.4	10.4	12.0

자료: Bloomberg, KB투자증권

Compliance Notice

2013년 04월 04일 현재 당사는 상기회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

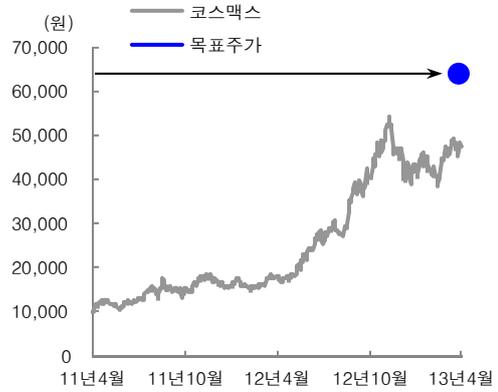
해당회사에 대한 최근 2년간 투자 의견

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	LG생활건강 주가 및 KB투자증권 목표주가
LG생활건강	2011/12/21	BUY	640,000		
	2012/01/27	BUY	640,000		
	2012/03/15	BUY	640,000		
	2012/04/09	BUY	640,000		
	2012/04/25	BUY	640,000		
	2012/10/25	BUY	640,000		
	2012/12/18	BUY	640,000		
	2013/01/03	BUY	700,000		
	2013/01/17	BUY	700,000		
	2013/01/23	BUY	700,000		
	2013/04/04	BUY	720,000		

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	아모레퍼시픽 주가 및 KB투자증권 목표주가
아모레퍼시픽	2011/12/21	BUY	1,260,000		
	2012/01/11	BUY	1,260,000		
	2012/04/09	BUY	1,260,000		
	2012/05/10	BUY	1,260,000		
	2012/11/09	BUY	1,260,000		
	2013/01/03	BUY	1,400,000		
	2013/01/17	BUY	1,400,000		
	2013/02/08	BUY	1,400,000		
	2013/04/04	BUY	1,100,000		

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	에이블씨엔씨 주가 및 KB투자증권 목표주가
에이블씨엔씨	2013/04/04	BUY	100,000		

기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	코스맥스 주가 및 KB투자증권 목표주가
코스맥스	2013/04/04	BUY	64,000		



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권주가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권주의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.

국민의 내일에 투자합니다

 **KB 투자증권**

 **본사 및 지점망**

고객만족센터 1599-7000/1544-6000

본사	서울시 영등포구 여의도동 23-2 신한금융투자타워 17, 21, 22, 23F	02) 3777-8000
울촌	서울시 영등포구 여의도동 24-1 울촌빌딩 2, 4, 5F	
압구정 PB 센터	서울시 강남구 신사동 617-3 LG패션 서관 3층	02) 2096-3004
도곡 PB 센터	서울시 강남구 도곡2동 467-14 삼성엔지니어링 빌딩 1층	02) 2096-3014
잠실중앙지점	서울시 송파구 잠실동 40번지 갤러리아펠리스 2층	02) 2096-3024
서현역지점	경기도 성남시 분당구 서현동 248-5 코코빌딩 2층	031) 8017-8614
목동 PB 센터	서울시 양천구 목동 907-16 KB국민은행 빌딩 2층	02) 2096-3044
여의도지점	서울시 영등포구 여의도동 36-3, KB국민은행 영업부 내	02) 2096-3054
강남스타PB센터	서울시 강남구 역삼 1동 GFC빌딩 21층	02) 2096-3064
명동스타PB센터	서울시 중구 수하동 센터원빌딩 서관 32층	02) 2096-3074
무역센터지점	서울시 강남구 삼성동 159-9 도심공향타워 2층	02) 2096-3084
평촌지점	경기도 안양시 동안구 호계동 1041-1 국민은행빌딩 3층	031) 476-8145

현재 당사는 상회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이 이를 무단전제, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.