

Issue & Pitch

화장품 (Overweight)

소리 없는 집중화: 강자가 역시 강하다

May 2014
27

Analyst 김민정
02) 2184-2328
minjeong@ktb.co.kr

Coverage opinion

종목명	투자의견	목표가	Top pick
LG생활건강	Buy	60만원	✓
아모레퍼시픽	Buy	160만원	
코스맥스	Buy	9.0만원	✓
한국콜마	Buy	3.6만원	

▶ Issue

아모레퍼시픽 & 아모레G는 내수 부진 가운데 국내 시장 지배력 강화 및 해외성과 가시화로, 코스맥스와 한국콜마는 중국에서 안전하게, 안착 가능하다는 기대감에 연초 이후 시장 대비 강세 지속. 업계 내 1~2위 업체의 경쟁력 강화 진행 중.

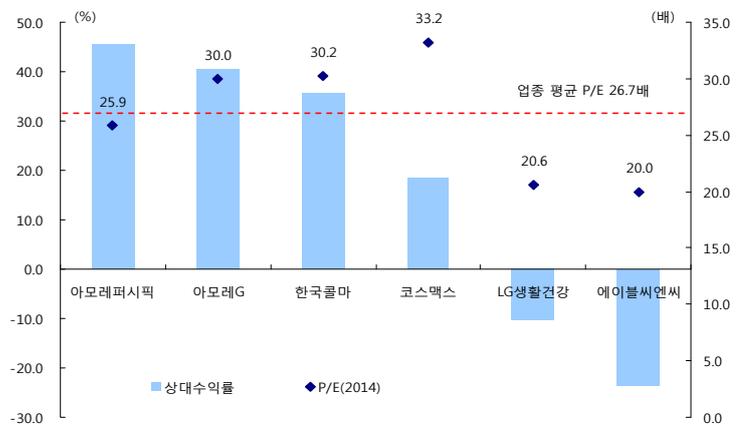
▶ Pitch

LG생활건강도 강자 중에 하나라는 결론. 우리는 현 시점에서 화장품업종 내 최선호주로 LG생활건강 추천. 근거는 i) 아모레퍼시픽, 아모레G 각각 YTD로 시장 대비 46%, 41% outperform하여 실적추정 상향가능성 대비 valuation 단기 부담, ii) 코스맥스 & 한국콜마 대비 LG생건 P/E 20배 수준 매력적, iii) LG생건- 1Q 영업이익의 역신장을 저점으로 2Q부터 어닝모멘텀 완만한 회복세, iv) LG생건- 해외기업 M&A 성공을 통해 이를 또 하나의 성장동력 삼는 비즈니스모델 선두주자로 평가

▶ Rationale

- **아모레퍼시픽**: 2Q 실적 모멘텀 양호하나 1Q 대비 중국 수익성은 하락. 최근 주가 급등으로 2014년 P/E 26배 수준, historical high. 신규매수 다소 부담
- **아모레G**: 아모레퍼시픽 가치 급등으로 역시 주가 강세, 그러나 브랜드습 경쟁력 측면에서 이니스프리 호조 대비 에뛰드의 브랜드 정비기간은 필요
- **코스맥스 & 한국콜마**: 실적추정 상향가능성 낮음. 각각 P/E 33배, 30배 수준
- **LG생건**: 1Q 영업이익 YOY -12%로 첫 역신장 경험 후, 2Q 9% → 3Q 15% → 4Q 30%(낮은 기저효과) 예상. 견실한 국내 기업의 해외M&A/정상화/글로벌 기업으로의 presence를 나타낼 수 있는 기회가 있는, 몇 안 되는 회사 중 하나.

화장품 주요 업체 YTD 시장 대비 상대수익률 & P/E(2014E) 비교



Source: 각 사, KTB투자증권



1분기 실적발표 후 탐방 Note

아모레퍼시픽(BUY/TP 160만원)
 상승여력 10% :
 충분히 좋아졌고
 충분히 올랐다

- 1Q 매출 국내 화장품 12.3% 증가, 생활용품 1.8% 감소, 해외법인 합산 50% 증가(YOY)
 OPM 국내 화장품 1.9%pt 개선, 생활용품 2.8%pt 하락, 해외법인 합산 6.8%pt 개선(YOY)
- 2Q 및 하반기에도 화장품 부문 유통채널별 성장률은 큰 흐름 변화 없을 것. 2Q 면세점 매출은 1Q에 이어 유사한 성장세(YOY 70~80% 수준) 지속, 전문점 호조 vs 방판 부진.
- 다만, 1Q 중국 이익률 분기별로 최고치일 것. 올해 상해공장 오픈 관련 일회성 성격의 비용 반영되고, 크지 않지만 신규 공장 감가상각비도 초기에 집중. 마몽드 추가 구조조정도 지속.
- 프랑스 1Q 호조였으나 연간 흑자전환은 어려움. 국내 생활용품도 올해 연간 수익성 개선은 쉽지 않을 듯 => **결론**: 올해 이익개선 폭에 대한 눈높이 높아졌고 단기 급등은 다소 부담

LG생활건강(BUY/TP 60만원)
 상승여력: 22% :
 부진을 충분히 반영

- 1Q 매출 5.2% 증가, 영업이익은 12% 감소로 사상 최초 역성장
- 2Q부터 개선된다고 보는 이유는 1Q와 달라지는 점이 있기 때문. 시장 상황 동일하다고 가정 시, ① 화장품부문: 더페이스숍 중국 직접투자 형태로 변경 후 기존 agent 보유 재고 소진 거의 마무리 ② 음료부문: 1/1일자 가격 인상 후 2Q부터 효과 본격화(full 반영) ③ 생활용품부문: "가격정상화". 1Q 무리한 가격행사 많았음. 행사 폭 & 정도 급진정세. 해외M&A건 진행 중 => **결론**: 2Q부터는 이익 증가세 반전. 1Y 시장 대비 26% *underperform* 충분히 반영

1Q 국내 & 해외 성장성
 우위는 아모레였지만
 LG생건의 성과도 not bad

2013년과 달리, 1Q14는 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 국내 & 해외부문 성과 차별화 뚜렷.
 아모레 대비 화장품 부문 매출은 전체 사이즈 면에서 약 46% 수준인 것으로 분석.
 => **결론**: 상대적 규모가 작고, 증가채널이 부진한 점을 제외하면, 1Q 면세점도 동일한 성장세 누렸고, 브랜드숍의 성장률도 사실 유사. 또한 화장품 내 해외 비중도 뒤지지 않는 수준으로 평가

Fig. 01: 아모레퍼시픽 vs LG생활건강 화장품 부문 비교(2013년 연간 & 1Q14)

(단위: 억원)

	아모레퍼시픽 그룹				LG생활건강			
	FY2013	YOY	1Q14	YOY	FY2013	YOY	1Q14	YOY
전체 매출(회사 기준)	31,004	8.8%	9,318	15.9%	43,263	11.0%	11,284	5.2%
화장품 부문 매출	26,325	9.2%	7,999	19.5%	13,174	5.7%	3,640	3.9%
전체 매출 내 비중	84.9%	-	85.8%	-	30.5%	-	32.3%	-
해외 매출	5,446	28.9%	1,924	49.9%	3,443	48.2%	896	8.9%
전체 매출 내 비중	17.6%	-	20.6%	-	8.0%	-	7.9%	-
화장품 내 비중	17.1%	-	19.4%	-	20.7%	-	19.8%	-
Breakdown								
고가채널	12,037	0.0%	3,486	11.5%	4,428	5.2%	1,360	16.0%
백화점	2,936	1.3%	793	3.3%	1,834	4.0%	554	11.9%
방판	5,624	-13.4%	1,529	-10.1%	1,606	-5.0%	443	-6.3%
면세점	3,478	31.5%	1,164	76.6%	988	30.9%	363	78.1%
증가채널	8,842	12.6%	2,590	13.4%	7,044	13.5%	1,844	-4.8%
전문점(로드숍)	3,761	12.7%	1,101	13.5%	-	-	-	-
온라인(홈쇼핑 포함)	2,806	26.4%	920	31.2%	-	-	-	-
기타	2,275	-0.9%	569	-7.0%	-	-	-	-
저가채널(브랜드숍)	6,700	31.4%	1,845	10.7%	5,145	17.5%	1,332	9.4%
해외	5,446	28.9%	1,924	49.9%	LG생건의 경우 해외부문이 부문별로 포함된 수치			
TOTAL(그룹 기준)	33,024	13.0%	9,844	39.1%	16,617	12.4%	4,536	4.8%
LG생건/아모레	-	-	-	-	50.3%	-	46.1%	-

Note: 아모레퍼시픽에 저가채널(브랜드숍)로 아니스프리와 에뛰드 합산 실적 포함. 이로 인해 TOTAL(그룹 기준)은 브랜드숍이 포함된 수치

Source: 아모레퍼시픽, LG생활건강, KTB투자증권

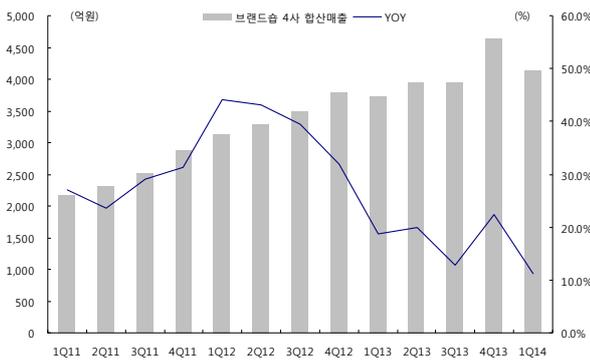


브랜드숍 시장 :
2014년 외형의
고성장세는 어려울 것
2위 업체 순위바뀔
강자는 계속 강할 듯

한편, 언론에서 회자되는 대로, 국내 화장품 유통채널의 약 30%를 차지하는 브랜드숍 시장은 개별 회사별 차별화된 1Q 실적.

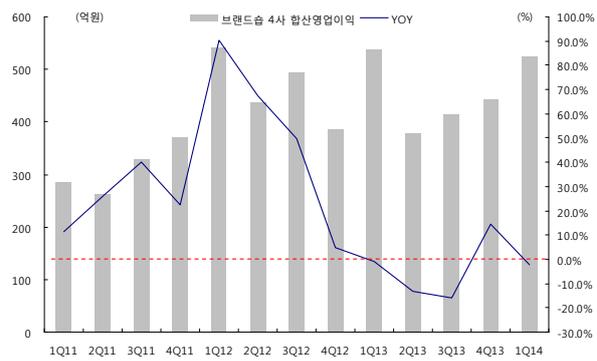
- 1위 LG생활건강의 더페이스숍 매출 9% 증가(국내 3%/ 해외 34%), 에이블씨엔씨의 미샤 14% 증가(연결 기준이라 정확한 수치는 아님), 아모레G의 이니스프리 34% 증가로 매출 순위에서 미샤를 앞섬. 반면 에뛰드는 11% 감소로 부진(이니스프리와 합산으로는 11% 증가). 이로 인해 4사 합산 매출 YOY 11% 증가.
- 반면 영업이익은 더페이스숍 11% 증가, 이니스프리는 43% 증가한 반면, 미샤는 적자전환(-39억원/ 연결 기준이라 정확한 수치는 아님), 에뛰드는 48% 감소로 이익에서 차별화, 합산 2% 감소 ⇒ 결론: 국내 브랜드숍 시장 성장은 더 이상 가파른 신장세 기대하기에는 무리. 해외 부문이 개별 회사 실적의 변수.
- LG생건, 기존 master-franchise 방식에서 직접 투자 방식으로 변경 후 2Q 이후 실적 회복세 주목할 필요. 아모레G의 이니스프리 호조 대비 에뛰드는 브랜드 및 상품구성 재정비 기간 소요될 것. 다만 아모레그룹의 저력으로 볼 때 시간은 그리 오래 걸리지 않을 것이라는 판단. 미샤의 회복세는 다소 요원해 보임. 역시 히트제품 유무 여부가 관건

Fig. 02: 브랜드숍 시장 매출 추이



Note: 4사는 더페이스숍, 미샤, 이니스프리, 에뛰드 합산
Source: 각 사, KTB투자증권

Fig. 03: 브랜드숍 시장 영업이익 추이



Note: 4사는 더페이스숍, 미샤, 이니스프리, 에뛰드 합산
Source: 각 사, KTB투자증권

최근 화장품 업계 내
M&A설에 대한 생각

미샤의 실적 부진과 더불어 최근 이랜드 그룹의 화장품 산업 진출설이 언론에 언급. 이랜드 그룹은 의류/외식/건설 등/레저/유통 등 6개 사업영역에서 250여개 브랜드를 보유한 거대 그룹으로 2013년 기준 국내 매출 7조원, 해외 매출 3조원에 육박. 다소 늦은 감은 있지만 국내 화장품 시장의 경쟁력을 글로벌로 활용할 수 있는 화장품 콘텐츠를 충분히 노릴만큼. 의지가 강하다면 M&A란 '시간' 과 '돈' 의 문제. 생산기반 또는 유통채널, 하나만이 아닌 두 모델을 다 살 수 있다면, 업계 내에서 1~2위 업체와 대적할 수 있는 비교적 큰 경쟁상대로 부각 가능하고 해외에서도 단기간에 입지 구축 가능. 이랜드 그룹의 의지는 강할 것.

코스맥스(BUY/TP 9만원)
상승여력: 13% :
충분히 강했다

1Q 실적은 코스맥스바이오 등을 제외한 화장품 ODM사업만의 분할 동일 기준으로 매출 14% 증가, 영업이익 25% 증가하는 비교적 양호한 실적. 1Q 중국 매출 30% 이상 증가한 점 양호하고, 실적 발표 후 탐방 결과, 2Q 및 하반기 이후 신규고객 유입 가속화될 것으로 판단되어 해외 성장성 긍정적. 즉 국내 부문의 성장 정체를 우려할 필요는 없다고 판단. 5/16일자 리포트에서 목표주가 상향하고 BUY의견 유지했으나 역시 이후에도 주가 강세로 현재 상승여력은 13% 수준



▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 6개월 주권사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고려해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자등급은 향후 12개월간 추천기준일 종가 대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 종가 대비 +50% 이상
- HOLD: 추천기준일 종가 대비 +5% 이상 ~ +15% 미만
- BUY: 추천기준일 종가 대비 +15% 이상 ~ +50% 미만
- REDUCE: 추천기준일 종가 대비 +5% 미만
- SUSPENDED: 기업 가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자등급은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자등급과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

◎ 아모레퍼시픽(090430)

일자	2012.6.26	2012.7.10	2012.9.27	2012.11.9	2012.11.26	2013.1.3
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	1,380,000원	1,380,000원	1,400,000원	1,500,000원	1,500,000원	1,500,000원
일자	2013.2.8	2013.3.26	2013.6.13	2013.6.27	2013.9.24	2013.8.7
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	1,250,000원	1,250,000원	1,200,000원	1,200,000원	1,200,000원	1,200,000원
일자	2013.9.24	2013.11.13	2014.1.7	2014.2.7	2014.3.27	2014.5.12
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	BUY
목표주가	1,200,000원	1,100,000원	1,100,000원	1,200,000원	1,360,000원	1,600,000원
일자	2014.5.27					
투자의견	BUY					
목표주가	1,600,000원					

◎ LG생활건강 (051900)

일자	2012.6.26	2012.7.10	2012.7.26	2012.9.27	2012.10.25	2012.11.26
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY
목표주가	670,000원	670,000원	670,000원	670,000원	750,000원	750,000원
일자	2013.1.3	2013.1.23	2013.2.4	2013.3.26	2013.4.24	2013.6.27
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	820,000원	820,000원	820,000원	800,000원	800,000원	720,000원
일자	2013.7.24	2013.9.24	2013.10.24	2014.1.7	2014.1.24	2014.3.27
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY
목표주가	720,000원	700,000원	700,000원	700,000원	630,000원	600,000원
일자	2014.4.25	2014.5.27				
투자의견	BUY	BUY				
목표주가	600,000원	600,000원				



◎ 한국콜마 (161890)

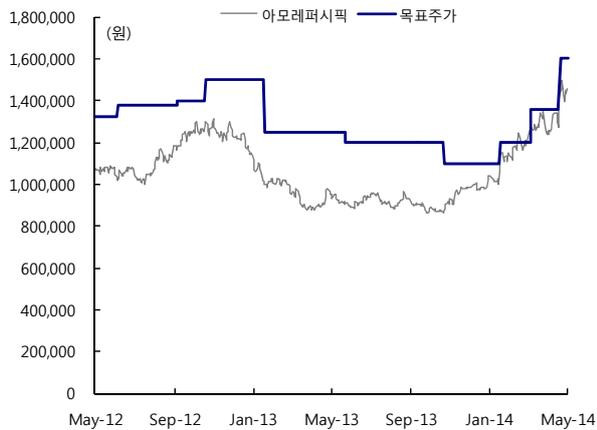
일자	2014.3.24	2014.3.27	2014.5.27
투자의견	BUY	BUY	BUY
목표주가	36,000원	36,000원	36,000원

◎ 코스맥스 (192820)

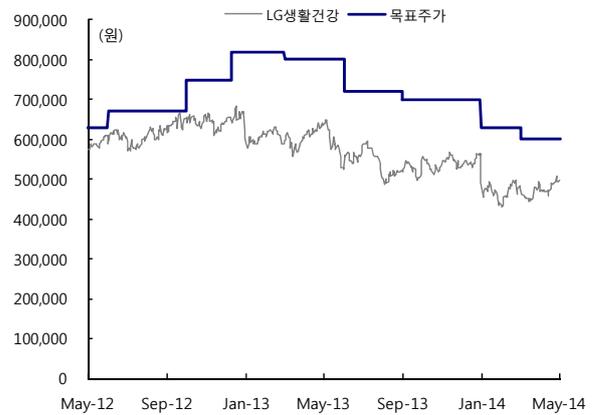
일자	2014.3.24	2014.3.27	2014.5.16	2014.5.27
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	66,000원	66,000원	90,000원	90,000원

▶ 최근 2년간 목표주가 변경추이

◎ 아모레퍼시픽 (090430)



◎ LG생활건강 (051900)



◎ 한국콜마 (161890)



◎ 코스맥스 (192820)



본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위해 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 회사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.