

화장품

Industry Note | 2015. 2. 4

반전의 계기를 제공할 두 가지 포인트

최근 1개월간 화장품 섹터는 고성장의 희소성에 기반한 주가 랠리 후 평균 PER 31 배를 기록. 1분기 실적 확인 전까지 별다른 이벤트 없어, 높아진 밸류에이션 유지 가능성 높음. 각 사의 화장품 사업 가치 산정 시 부여한 PER 배수 조정으로 목표주가 상향. Peer 대비 디스카운트 상태인 LG생활건강과, 코스맥스의 상대적 매력에 주목

쟁점 1. 25%의 이익 성장 vs 31배의 PER

- 당사 커버리지 대상 화장품/생활용품 5개 업체의 2015년 EPS 성장률 예상치는 25.1%로 시장 컨센서스와 유사. 이는 여타의 소비재 섹터 대비(음식료 12.0%, 유통 11.8%) 상대적으로 크게 우월한 수준. 이러한 고성장의 희소성이 재부각되면서 2015년 들어 동 섹터의 주가는 약 15% 상승하며, KOSPI 지수를 14%p 아웃퍼폼하였고, 섹터 평균 PER은 31배로 재차 상승
- 작년 4분기 실적은 이미 소화 과정 거치고 있고, 2015년 성장 전망에 대한 컨센서스도 형성 중. 반면 1분기 실적 시즌까지 특별한 이벤트나 뉴스 플로우 부재해 당분간 높아진 밸류에이션 수준이 지지될 가능성 커 보임

쟁점 2. 중국발 수요 강화 vs 브랜드숍들 IPO와 ODM 기업들의 수혜

- 현 시점에서 가능한 화장품 산업의 구조적 변화로는 1) 중국발 수요의 예상 밖 움직임과 2) 중견업체들 IPO(기업공개) 앞둔 브랜드숍의 국내외 성장 제고를 들 수 있음
- 중국 관련 수요는 최근 국내 화장품 산업의 잠재 성장률을 결정짓는 요인으로, 면세점 채널 판매 동향이 그 proxy(대리 지표)가 될 수 있음. 아모레퍼시픽에 이어 LG생활건강 및 여타 중견 브랜드의 면세 성장률 강화 사이클이 관심 받을 수 있음
- 언론에 따르면 N사, T사 등 몇몇 브랜드숍 업체들이 하반기 경 IPO 예정. 주로 해외 사업 확대를 목표로 하고 있으나, 기업공개 전후로 국내 경쟁 또한 강화될 가능성 있어 후방 산업인 ODM(제조업자 개발생산) 업체들의 수혜 예상

업종 Positive 의견 지속: LG생활건강, 코스맥스 선호

- 화장품/생활용품 섹터에 대한 Positive 의견 지속. 다만 밸류에이션 확장 후임을 고려, peer 대비 할인 해소의 가능성 높은 종목에 주목. PER 24배로 할인 상태인 LG생활건강과, 한국콜마 대비 주가 수익률 부진했던 코스맥스 선호

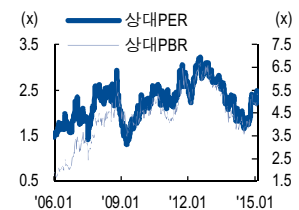
Positive (유지)

Top Picks

LG생활건강	Buy (유지)	820,000원(상향)
코스맥스	Buy (유지)	160,500원(유지)

	PER(배)	PBR(배)
Market	10.5	1.0
Sector	26.0	5.2

Sector Index



업종 시가총액 42,303 십억원
(Market 비중 3.6%)

주: KRX업종 분류 기준



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhwm.com

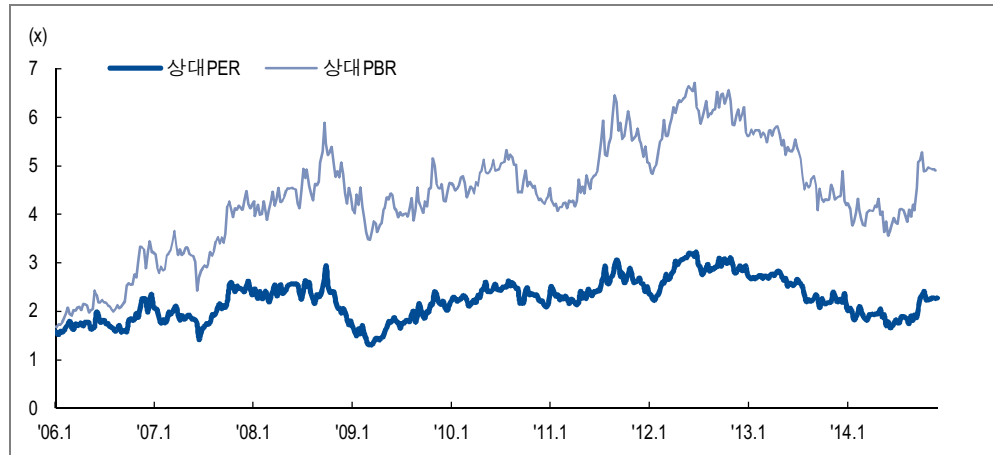
화장품 업종 투자의견/투자지표

(단위: 원, 배, %, 십억원)

	코드	투자의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		순차입금	
					2014E	2015F	2014E	2015F	2014E	2015F	2014E	2015F
LG생활건강	051900.KS	Buy(유지)	820,000(상향)	693,000	30.0	24.0	7.2	5.8	22.5	24.6	709	325
코스맥스	192820.KS	Buy(유지)	160,500(유지)	114,500	46.0	38.1	15.5	12.5	17.8	21.3	81	62

주: 2월 3일 종가 기준, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료:NH투자증권 리서치센터 전망

화장품/생활용품 섹터 밸류에이션 프리미엄 확대(KOSPI 평균 대비)



자료: Quantiwise, NH투자증권 리서치센터

화장품/생활용품 커버리지 현황

(단위: 십억원, 원, 배, %)

종목명		LG 생활건강	아모레퍼시픽	아모레 G	코스맥스	한국콜마
종목코드		051900.KS	090430.KS	002790.KS	192820.KS	161890.KS
최근종가(원)		693,000	2,696,000	1,244,000	114,500	58,300
시가총액(십억원)		10,823	15,760	9,926	1,030	1,230
투자의견		Buy(유지)	Hold(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)	Buy(유지)
목표주가(원)		820,000	2,740,000	1,520,000	160,500	68,000
목표주가 변동사항		상향	상향	상향	유지	상향
상승여력(%)		18.3	1.6	22.2	40.2	16.6
매출액	2014E	4,677	3,874	4,712	384	452
	2015F	5,113	4,525	5,462	471	521
	2016F	5,512	5,158	6,162	579	595
영업이익	2014E	512	564	659	31	44
	2015F	620	654	874	40	50
	2016F	707	743	997	49	57
순이익	2014E	349	386	274	19	35
	2015F	466	455	363	27	42
	2016F	533	527	417	34	48
EPS	2014E	21,832	64,410	33,908	2,491	1,757
	2015F	29,295	76,228	45,086	3,004	1,998
	2016F	33,613	88,452	51,877	3,757	2,277
PER	2014E	31.7	41.9	36.7	46.0	33.2
	2015F	23.7	35.4	27.6	38.1	29.2
	2016F	20.6	30.5	24.0	30.5	25.6
PBR	2014E	7.3	6.5	4.7	9.1	8.4
	2015F	5.9	5.7	4.1	7.3	6.6
	2016F	4.8	5.0	3.6	5.9	5.3
EV/EBITDA	2014E	17.5	19.3	11.1	26.2	18.9
	2015F	15.7	19.9	10.5	23.1	21.3
	2016F	13.5	17.2	9.3	19.2	18.4
ROE(%)	2014E	22.5	14.2	12.2	17.8	27.0
	2015F	24.6	14.8	14.3	21.3	25.3
	2016F	23.0	15.0	14.4	21.5	22.9
ROA(%)	2014E	10.9	10.7	9.6	6.2	11.4
	2015F	12.9	11.2	11.5	7.3	12.2
	2016F	13.6	11.4	11.7	7.8	12.2

주: 2월 3일 종가 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

LG생활건강 (051900.KS)

Company Note | 2015. 2. 4

이익 모멘텀과 밸류에이션 프리미엄 동시회복 예상

경쟁사 대비 늦게 시작된 면세채널 성장을 제고에 따른 실적 개선 효과 당분간 지속 예상. 2015년 약 21%의 전사 이익 성장과 더불어, 화장품 이익 기여도가 60% 가까이 높아지면서 peer group 대비 밸류에이션 할인 해소 과정 지속될 전망. 섹터 내 최선호 관점 유지

2015년 전사 영업이익 성장률 21% 전망

- LG생활건강의 2015년 연결 매출액과 영업이익은 5조1,129억원(+9.3% y-y)과 6,199억원(+21.2% y-y)에 이를 것. 2013~14년 M&A 효과 부재와 음료/생활용품 업황 악화에 따른 이익 정체 후 완전한 회복 예상
- 1) 중국인들의 동사 브랜드 선호도 급격한 개선 고려 시 면세와 해외 부문이 이끄는 화장품 이익 고성장(+31.5% y-y)이 가능하고, 2)음료부문은 판매 가격 정상화와 경쟁 완화에 따른 영업이익 성장률 회복(+15.8%, y-y) 기대되기 때문

화장품 기업으로서의 정체성 강화 예상

- 특히 화장품 부문의 영업이익 고성장(32%, y-y)이 전사 실적 개선을 견인할 것. 1) 지난 하반기부터 부각된 면세 채널 고성장 지속(경쟁사 대비 판매 공간 확대 여력이 큰 것이 주효), 2) 중국 현지에서의 프리미엄 브랜드 고성장과 The Face Shop 확장 여력, 3) 신규 M&A 등이 차기 성장 동력으로 대기 중
- 이를 통해 화장품 부문의 성장이 타 부문의 성장을 상회하는 기간 이어질 것이고, 2013년 47.1%였던 화장품 부문의 영업이익 기여도는 2015년에 58%, 2017년에는 62%까지 높아질 것

밸류에이션 할인 해소 과정 지속 기대

- 실적 모멘텀 회복 진행, 화장품 이익 비중 확대에 따라 peer group 대비 밸류에이션 할인 축소 당분간 지속될 전망
- LG생활건강에 대한 Buy 투자 의견 유지하며 목표주가를 73만원에서 82만원으로 상향. 화장품 사업에 적용하던 PER 배수를 아모레퍼시픽과 유사한 35배로 상향한 데 따른 것으로, 상향된 목표주가가 내재하는 2015년 기준 PER은 약 28배 수준임

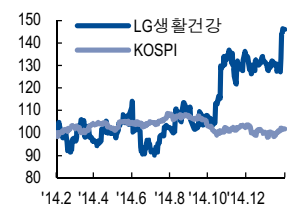
결산기	매출액	증감률	영업이익	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)
2012	3,896	12.9	446	304	18,950	15.0	34.7	9.7	20.5
2013	4,326	11.0	496	357	22,367	18.0	24.5	6.9	16.6
2014P	4,677	8.1	512	349	21,832	-2.4	28.5	6.5	17.5
2015E	5,113	9.3	620	466	29,295	34.2	23.7	5.9	15.9
2016F	5,512	7.8	707	533	33,613	14.7	20.6	4.8	13.6

주: EPS, PER, PBR은 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

Buy (유지)

목표주가	820,000원 (상향)
현재가 ('15/02/03)	693,000원
업종	화장품
KOSPI	1,951.96
KOSDAQ	593.31
시가총액(보통주)	10,823십억원
발행주식수(보통주)	15.6백만주
52주 최고가('15/02/03)	693,000원
최저가('14/07/09)	424,000원
평균거래대금(60일)	24.6십억원
배당수익률(2013)	0.6%
외국인지분율	38.1%

Price Trend



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhwm.com

가치합산 방식으로 산출된 LG 생활건강의 목표주가 82 만원

(단위: 십억원, 원)

	가치	주당가치	밸류에이션 방법
화장품	9,727	622,805	2015년 기준 PER 35x, 아모레퍼시픽 화장품 사업과 동일한 밸류에이션 적용
생활용품	2,502	160,195	2015년 기준 PER 19x, 글로벌 생활용품 업체 평균대비 10% 할인
음료	1,275	81,639	2015년 기준 PER 18x, 한국 음식료 업체 평균
net cash	-735	-47,032	2014년 기준
Total	12,770	817,607	

자료: LG생활건강, NH투자증권 리서치센터 추정

LG 생활건강 실적 전망 (IFRS 연결)

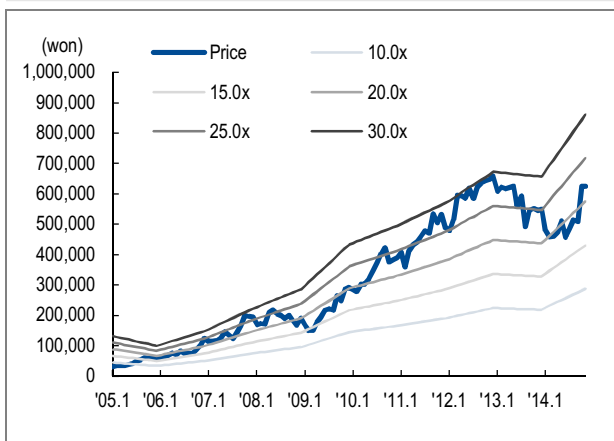
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2013	2014P	2015E	2016F
매출액	- 수정 후	4,326.3	4,677.0	5,112.9	5,511.7
	- 수정 전	-	4,677.1	5,112.9	5,511.7
	- 변동률	-	0.0	0.0	0.0
영업이익	- 수정 후	496.4	511.6	619.9	707.4
	- 수정 전	-	511.5	619.9	707.4
	- 변동률	-	0.0	0.0	0.0
영업이익률	-	11.5	10.9	12.1	12.8
EBITDA		606.6	635.7	749.4	841.4
(지배주주)순이익		357.3	349.5	466.0	533.5
EPS	- 수정 후	22,367	21,832	29,295	33,613
	- 수정 전	-	21,830	29,102	33,613
	- 변동률	-	0.0	0.7	0.0
PER		24.5	28.5	23.7	20.6
PBR		6.9	6.5	5.9	4.8
EV/EBITDA		16.6	17.5	15.9	13.6
ROE		27.4	22.5	24.6	23.0

주: 영업이익은 (매출액 - 매출원가 - 판매비)임. EPS, PER, PBR, ROE 는 지배지분 순이익, 지배지분 자기자본 기준

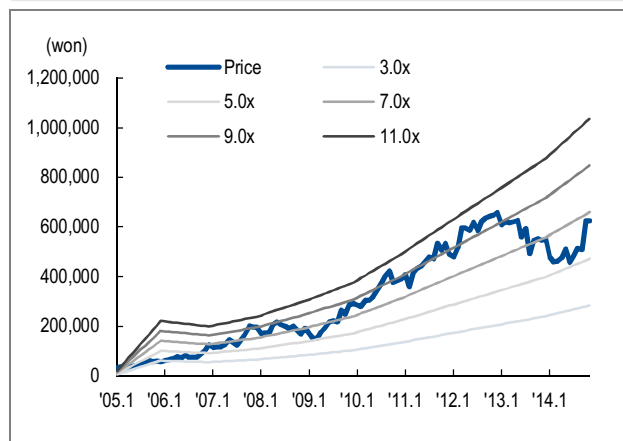
자료: NH 투자증권 리서치센터 전망

LG 생활건강 Forward PER Band



자료: LG생활건강, NH투자증권 리서치센터

LG 생활건강 Trailing PBR Band



자료: LG생활건강, NH투자증권 리서치센터

LG 생활건강 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14P	2013	2014P	2015E
매출액(십억원)	1,072	1,076	1,152	1,027	1,128	1,142	1,230	1,176	4,326	4,677	5,113
화장품	433	415	392	422	454	464	480	558	1,760	1,956	2,299
생활용품	376	331	414	321	402	340	409	351	1,442	1,502	1,545
음료	264	329	346	283	273	338	342	267	1,222	1,219	1,269
매출성장률(%)	10.3	9.6	9.3	15.4	5.2	6.2	6.8	14.5	11.0	5.7	9.3
화장품	10.8	10.0	14.3	14.6	4.8	11.7	22.6	32.2	20.8	11.1	17.5
생활용품	11.4	15.5	10.9	19.6	6.9	2.7	-1.3	9.3	15.6	4.1	2.8
음료	8.2	3.9	2.5	12.1	3.4	2.8	-1.4	-5.8	6.2	-0.3	4.1
영업이익(십억원)	146	120	146	85	128	121	150	112	496	511	620
화장품	79	61	51	42	67	63	64	79	233	273	359
생활용품	51	26	56	25	45	30	58	27	158	160	170
음료	16	34	38	17	17	28	28	6	105	79	91
영업이익 성장률(%)	12.3	14.5	10.8	6.9	-12.1	1.0	3.2	31.5	11.4	3.0	21.3
화장품	12.5	18.4	14.2	-8.3	-15.8	4.3	24.3	87.7	22.5	17.0	31.5
생활용품	11.8	23.4	3.9	5.9	-12.0	17.4	3.3	5.9	25.5	1.1	6.3
음료	12.8	2.1	17.7	83.2	6.3	-17.2	-25.2	-67.8	18.1	-24.9	15.8
영업이익률(%)	13.6	11.2	12.6	8.3	11.4	10.6	12.2	9.5	11.5	10.9	12.1
화장품	18.3	14.6	13.1	10.0	14.7	13.6	13.3	14.2	14.0	13.9	15.6
생활용품	13.6	7.8	13.6	7.8	11.2	8.9	14.2	7.6	11.0	10.6	11.0
음료	6.0	10.3	10.9	6.1	6.2	8.3	8.3	2.1	8.6	6.5	7.2

자료: LG 생활건강, NH 투자증권 리서치센터 전망

LG 생활건강 화장품 채널별 매출 전망

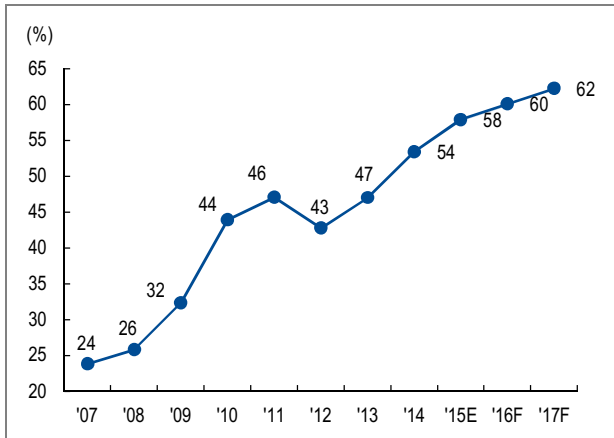
(단위: 십억원, %)

	2011	2012	2013	2014P	2015E	2016F
화장품 매출액	1,227	1,457	1,760	1,956	2,299	2,605
Prestige	393	421	412	660	797	982
백화점	160	171	152	158	166	172
면세점	63	81	99	300	414	580
방문판매	170	169	161	202	218	230
Masstige	776	931	1,104	1,140	1,175	1,273
기타	58	35	146	158	162	170
매출액 성장률(y-y)	13.2	18.7	20.8	11.1	17.5	13.3
Prestige	16.5	7.0	-2.1	60.3	20.7	23.2
백화점	15.9	7.0	-11.1	4.0	4.5	3.7
면세점	22.0	27.5	22.8	202.9	38.0	40.2
방문판매	15.2	-0.6	-5.0	25.8	7.8	5.6
Masstige	93.6	20.0	18.6	3.3	3.0	8.3
기타	2.7	-39.0	312.2	7.9	3.0	5.0

주: 2013 년 이전의 백화점 매출은 온라인 백화점 매출 포함. 이후는 불포함. The Face Shop 매출은 Masstige 에 포함

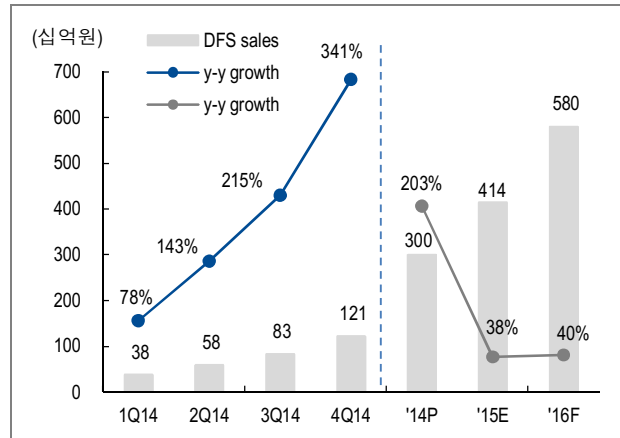
자료: NH 투자증권 리서치센터 전망

화장품 영업이익 비중 상승 지속



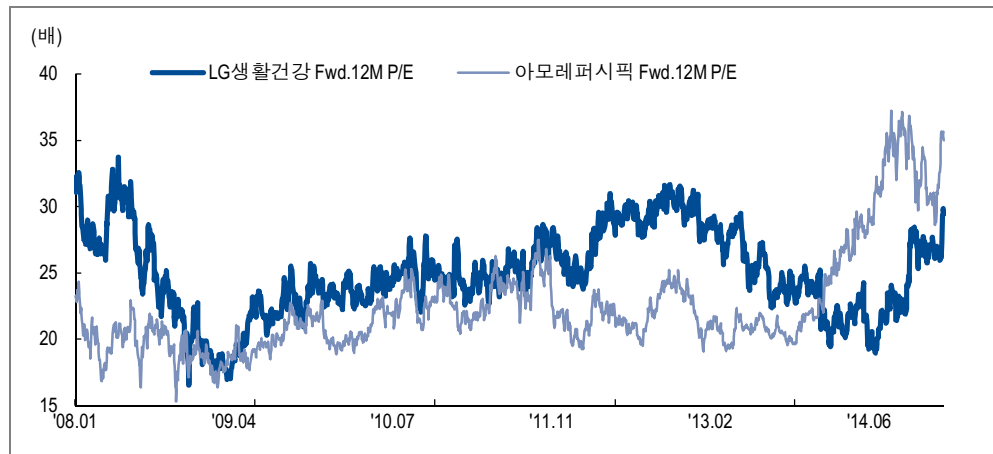
자료: LG생활건강, NH투자증권 리서치센터 전망

LG 생활건강 면세점 고성장 계속될 것



자료: LG생활건강, NH투자증권 리서치센터 전망

LG 생활건강의 동종업체 대비 PER 할인 상태 지속



자료: Quantiwise, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
매출액	4,326	4,677	5,113	5,512
증감률 (%)	11.0	8.1	9.3	7.8
매출원가	2,032	2,102	2,238	2,383
매출총이익	2,294	2,575	2,875	3,129
Gross 마진 (%)	53.0	55.1	56.2	56.8
판매비와 일반관리비	1,798	2,064	2,255	2,422
영업이익 (GP-SG&A)	496	512	620	707
증감률 (%)	11.4	3.1	21.2	14.1
OP 마진 (%)	11.5	10.9	12.1	12.8
EBITDA	607	636	749	841
영업외손익	-23	-31	-9	-4
금융수익(비용)	-22	-28	-16	-11
기타영업외손익	-4	-10	0	0
종속 및 관계기업관련손익	4	7	7	7
세전계속사업이익	473	480	611	703
법인세비용	108	126	137	162
계속사업이익	366	355	473	542
당기순이익	366	355	473	542
증감률 (%)	17.2	-3.0	33.4	14.5
Net 마진 (%)	8.5	7.6	9.3	9.8
지배주주지분 순이익	357	349	466	533
비지배주주지분 순이익	8	5	7	8
기타포괄이익	-87	0	0	0
총포괄이익	279	355	473	542

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
영업활동 현금흐름	390	498	601	677
당기순이익	366	378	471	542
+ 유무형자산상각비	110	124	129	134
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	-4	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-12	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	2	0	0	0
Gross Cash Flow	639	651	764	848
- 운전자본의증가(감소)	-92	-4	1	1
투자활동 현금흐름	-493	-171	-154	-157
+ 유형자산의감소	5	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-134	-150	-150	-150
+ 투자자산의매각(취득)	-13	-8	-3	-6
Free Cash Flow	255	348	451	527
Net Cash Flow	-103	327	447	520
재무활동 현금흐름	185	-345	-332	-206
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	185	-345	-332	-206
현금의증가	78	-18	115	315
기말현금 및 현금성자산	143	125	239	554
기말 순부채(순현금)	976	709	325	-124

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
현금및현금성자산	143	127	246	555
매출채권	411	471	498	544
유동자산	981	1,087	1,261	1,665
유형자산	1,022	1,058	1,088	1,114
투자자산	52	60	63	69
비유동자산	2,454	2,500	2,524	2,546
자산총계	3,435	3,588	3,785	4,211
단기성부채	398	399	404	356
매입채무	202	232	246	268
유동부채	982	1,069	1,112	1,130
장기성부채	734	451	180	90
장기충당부채	64	73	78	86
비유동부채	978	731	477	414
부채총계	1,960	1,799	1,589	1,544
자본금	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97
이익잉여금	1,415	1,717	2,110	2,572
비지배주주지분	67	75	86	98
자본총계	1,475	1,786	2,190	2,665

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
PER (X)	24.5	28.5	23.7	20.6
PER (High,X)	31.2	30.0	24.1	21.0
PER (Low,X)	21.4	19.3	20.3	17.7
PBR (X)	6.9	6.5	5.9	4.8
PBR (High,X)	8.8	6.9	6.0	4.9
PBR (Low,X)	6.0	4.4	5.0	4.1
PCR (X)	13.4	15.2	14.2	12.8
PSR (X)	2.0	2.1	2.1	2.0
PEG (X)	1.7	1.5	1.9	1.8
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	2.0	1.9	2.1	2.2
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	2.1	2.3	2.4	2.5
EV/EBITDA (X)	16.6	17.5	15.9	13.6
EV/EBIT (X)	20.3	21.7	19.2	16.2
Enterprise Value	10,080	11,109	11,902	11,457
EPS CAGR (3년) (%)	14.5	19.6	12.6	11.4
EBITPS CAGR (3년) (%)	12.5	14.6	11.0	9.4
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	11.5	12.6	9.7	8.4
주당EBIT (W)	31,784	32,755	39,692	45,291
주당EBITDA (W)	38,842	40,704	47,983	53,870
EPS (W)	22,367	21,832	29,295	33,613
BPS (W)	79,516	95,451	117,965	144,285
CFPS (W)	40,899	41,024	48,944	54,319
SPS (W)	277,001	299,455	327,366	352,901
DPS (W)	3,750	4,000	4,000	4,000

RIM & EVA

	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	20.7	14.9	17.5	15.9
Residual Income	270.4	222.4	311.0	343.0
12M RIM Target Price (W)	655,270			
EVA				
투자자본	2,606.3	2,680.0	2,717.0	2,761.4
세후영업이익	400.8	401.0	491.5	563.8
투자자본이익률 (%)	17.0	15.2	18.2	20.6
투자자본이익률 - WACC (%)	12.4	9.9	12.8	15.0
EVA	323.6	265.0	347.0	413.1
DCF				
EBIT	496.4	511.6	619.9	707.4
+ 유무형자산상각비	110	124	129	134
- CAPEX	-134.5	-150.0	-150.0	-150.0
- 운전자본증가(감소)	-52.1	-37.0	-16.4	-28.4
Free Cash Flow for Firm	411.3	389.0	476.4	557.0
WACC				
타인자본비용 (COD)	3.1	3.0	3.1	3.1
자기자본비용 (COE)	6.7	7.7	7.2	7.1
WACC(%)	4.6	5.3	5.4	5.6

PROFITABILITY & STABILITY

	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	27.4	22.5	24.6	23.0
총자산이익률 (ROA) (%)	11.8	10.1	12.9	13.6
투자자본이익률 (ROIC) (%)	17.0	15.2	18.2	20.6
EBITDA/ 자기자본 (%)	41.1	36.1	34.5	31.8
EBITDA/ 총자산 (%)	17.7	17.8	20.0	20.1
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.6	0.6
배당성향 (%)	15.4	16.8	12.6	11.0
총현금배당금 (십억원)	63	67	67	67
보통주 주당현금배당금(W)	3,750	4,000	4,000	4,000
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	66.2	41.7	16.4	-3.7
중부채/ 자기자본 (%)	132.8	102.0	73.3	58.4
순이자비용/ 매출액 (%)	0.9	0.8	0.6	0.4
EBIT/ 순이자비용 (X)	13.3	12.9	21.6	34.3
유동비율 (%)	99.9	99.4	110.7	145.0
당좌비율 (%)	61.7	59.1	69.7	101.0
총발행주식수 (mn)	18	18	18	18
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가 (W)	548,000	623,000	693,000	693,000
시가총액 (십억원)	9,038	10,302	11,468	11,468

아모레G (002790.KS)

Company Note | 2015. 2. 4

펀더멘털 변화 無

4분기 실적 비화장품 부문 손실 확대로 예상치 하회. 4분기 계절적 요인에 따른 비용 증가가 대부분의 차이를 설명. 에뛰드의 매출과 이익이 동반 감소한 반면 핵심 자회사 아모레퍼시픽과 이니스프리의 높은 실적 성장이 지속된, 3분기까지의 트렌드에서 크게 벗어나지 않음. 2015년에 대한 전망치 또한 종전과 유사

예상치 하회한 4분기 실적

- 아모레G의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조1,864억원(+31.8%, y-y)과 990억원(+50.0%, y-y)으로 당사 추정치와 시장 컨센서스를 하회. 비화장품 부문의 적자 전환과, 에뛰드의 부진 지속이 주요
- 전자의 경우 대부분 계절적 요인에 따른 비용 증가때문으로 파악되고, 에뛰드의 적자 전환도 어느 정도 예상된 바, 펀더멘털의 방향이 달라졌다고 보기는 힘들

그룹의 다양한 브랜드들 해외 확장에 따른 수혜 집중 예상

- 2014년 동사 실적 개선의 핵심이 아모레퍼시픽이었다면, 향후에는 이니스프리의 해외 사업이 그 자리를 대신하게 될 것. 동사의 글로벌 역량이 집중되고 있는 이니스프리가 중국 화장품 시장 성장 포착에 최적화된 브랜드로 판단되기 때문
- 에뛰드가 국내 브랜드숍 시장에서의 경쟁력 약화로 매출 및 이익 감소세 이어가고 있는 점이 부담이기는 하지만, 이니스프리가 국내 전 경로에서 수익 확대 동반된 성장을 구가하고 있고, 해외 사업 역시 빠른 속도로 확산되고 있어 긍정적

Buy 의견 유지, 목표주가 152만원 상향

- 아모레G에 대한 목표주가를 기존 140만원에서 152만원으로 상향하고 Buy 투자의견 지속. 1) 이익 전망치 미세 조정, 2) 아모레P 목표주가 상향, 3) 에뛰드 가치 산출시 적용 PER 하향(25배에서 15배로)을 반영해 목표주가의 변경. 새로운 목표주가가 내재하는 2015년 기준 PER은 34배 수준임

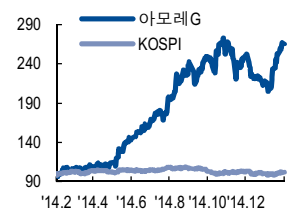
Buy (유지)

목표주가 1,520,000원 (상향)

현재가 ('15/02/03) 1,244,000원

업종	화장품
KOSPI	1,951.96
KOSDAQ	593.31
시가총액(보통주)	9,926.0십억원
발행주식수(보통주)	8.0백만주
52주 최고가('14/10/28)	1,282,000원
최저가('14/02/05)	453,500원
평균거래대금(60일)	10.1십억원
배당수익률(2014)	0.3%
외국인지분율	16.6%

Price Trend



아모레 G 4분기 실적 Review (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14P					1Q15E
					발표치	y-y	q-q	당사추정	컨센서스	
매출액	900	1,140	1,177	1,209	1,186	31.8	-1.9	1,134	1120	1,321
영업이익	65.9	213.9	172.3	173.9	99	50.0	-43.1	133.0	114.8	272.3
영업이익률	7.3	18.8	14.6	14.4	8.3			11.7	10.3	20.6
세전이익	66.6	251.1	170.2	172.1	87.6	31.6	-49.1	125.2	116.6	272.3
(지배)순이익	23.3	102.3	49.0	50.8	71.5	206.2	40.1	70.5	42.7	105.8

자료: 아모레G, FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@nhwm.com

가치합산 방식으로 산출된 아모레 G의 목표주가 152만원

(단위: %, 십억원, 원)

	지분율	적정 가치	주당가치	밸류에이션 방법
아모레퍼시픽	35	6,085	762,578	목표주가 274만원 적용
에뛰드	80	152	19,045	2015년 기준 PER 15배
이니스프리	82	4,423	554,342	2015년 기준 PER 45배
아모스프로	100	94.78	11,879	PBR 2배
태평양제약	100	266	33,346	PBR 2배
퍼시픽글라스	100	124	15,543	PBR 2배
퍼시픽패키지	99	101	12,620	PBR 2배
장원	98	168	21,108	PBR 2배
net cash		741	92,807	2013년말
Total		12,154	1,523,268	

자료: 아모레G, NH투자증권 리서치센터 추정

아모레 G 실적 전망 (IFRS 연결)

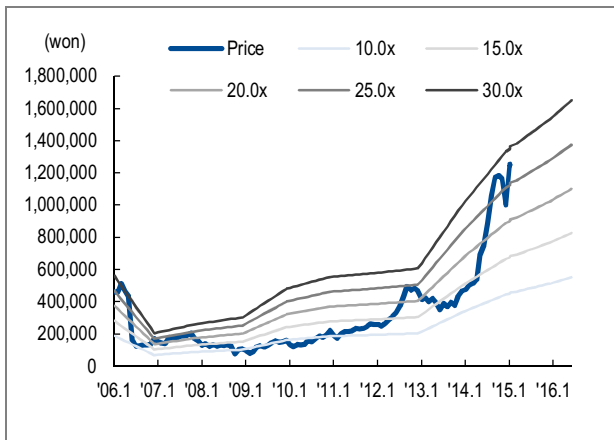
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2013	2014P	2015E	2016F
매출액	- 수정 후	3,895	4,712	5,462	6,162
	- 수정 전	-	4,659	5,495	6,278
	- 변동률	-	1.1	-0.6	-1.9
영업이익	- 수정 후	470	659	874	997
	- 수정 전	-	693	847	992
	- 변동률	-	-4.9	3.2	0.5
영업이익률		12.1	14.0	16.0	16.2
EBITDA		627	854	1,085	1,221
(지배주주) 순이익		163	274	363	417
EPS	- 수정 후	20,142	33,908	45,086	51,877
	- 수정 전	-	33,914	44,369	52,351
	- 변동률	-	0.0	1.6	-0.9
PER		23.1	29.4	27.6	24.0
PBR		1.9	3.7	4.1	3.6
EV/EBITDA		8.0	11.1	10.5	9.3
ROE		7.9	12.2	14.3	14.4

주: 영업이익은 (매출액 - 매출원가 - 판매비)임. EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 순이익, 지배지분 자기자본 기준

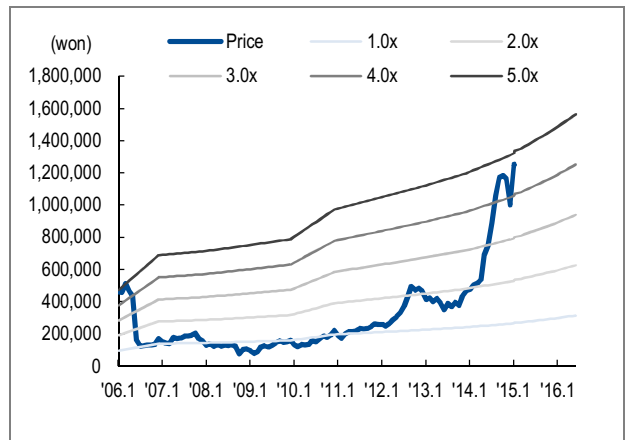
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

아모레 G Forward PER Band



자료: Dataguide Pro

아모레 G Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro

아모레 G 의 실적 전망

	2011	2012	2013	2014P	2015E	2016F
매출액(십억원)						
화장품	2,945.2	3,402.0	3,819.5	4,694.0	5,428.9	6,118.0
아모레퍼시픽	2,554.9	2,849.4	3,100.5	3,874.0	4,346.0	4,929.2
에뛰드	214.9	280.5	337.2	306.5	322.8	317.3
이니스프리	140.4	229.5	332.8	456.6	700.1	808.4
AMOR Prof.	35.0	42.6	49.0	54.6	60.1	63.1
비화장품	259.1	274.5	270.6	244.1	257.8	268.3
Total	3,058.5	3,431.7	3,895.4	4,711.8	5,462.4	6,161.9
매출성장률(%)						
화장품	16.0	15.5	12.3	22.9	15.7	12.7
아모레퍼시픽	12.4	11.5	8.8	24.9	12.2	13.4
에뛰드	38.1	30.5	20.2	(9.1)	5.3	(1.7)
이니스프리	69.4	63.5	45.0	37.2	53.3	15.5
AMOR Prof.	26.4	21.7	15.0	11.4	10.0	5.0
비화장품	(2.4)	5.9	(1.4)	(9.8)	5.6	4.1
Total	13.9	12.2	13.5	21.0	15.9	12.8
매출구성비(%)						
화장품	96.3	99.1	98.1	99.6	99.4	99.3
아모레퍼시픽	83.5	83.0	79.6	82.2	79.6	80.0
에뛰드	7.0	8.2	8.7	6.5	5.9	5.1
이니스프리	4.6	6.7	8.5	9.7	12.8	13.1
AMOR Prof.	1.1	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
비화장품	8.5	8.0	6.9	5.2	4.7	4.4
영업이익(십억원)						
화장품	419.1	433.7	457.9	657.3	857.4	980.2
아모레퍼시픽	372.9	364.3	370.5	563.7	654.5	737.3
에뛰드	19.6	23.4	26.1	5.6	16.1	17.5
이니스프리	18.9	36.3	49.8	76.5	154.0	185.9
AMOR Prof.	7.7	9.7	11.5	11.6	32.7	39.5
비화장품	12.7	12.9	9.5	(4.7)	9.7	10.1
Total	434.7	450.4	469.8	659.0	874.1	997.3
영업이익률(%)						
화장품	14.2	12.7	12.0	14.0	15.8	16.0
아모레퍼시픽	14.6	12.8	11.9	14.6	15.1	15.0
에뛰드	9.1	8.3	7.7	1.8	5.0	5.5
이니스프리	13.5	15.8	15.0	16.7	22.0	23.0
AMOR Prof.	22.0	22.8	23.5	21.2	54.5	62.6
비화장품	4.9	4.7	3.5	(1.9)	3.8	3.8
Total	14.2	13.1	12.1	14.0	16.0	16.2
지배주주순이익(십억원)						
	148.5	154.8	163.0	273.5	362.7	416.9
(순이익률 %)	4.9	4.5	4.2	5.8	6.6	6.8
(%y-y)	15.4	4.3	5.3	67.8	32.6	14.9

자료: 아모레 G, NH 투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
매출액	3,895	4,712	5,462	6,162
증감률 (%)	13.5	21.0	15.9	12.8
매출원가	1,199	1,308	1,517	1,711
매출총이익	2,696	3,404	3,946	4,451
Gross 마진 (%)	69.2	72.2	72.2	72.2
판매비와 일반관리비	2,226	2,745	3,072	3,454
영업이익 (GP-SG&A)	470	659	874	997
증감률 (%)	4.3	40.3	32.6	14.1
OP 마진 (%)	12.1	14.0	16.0	16.2
EBITDA	627	854	1,085	1,221
영업외손익	12	23	30	42
금융수익(비용)	23	24	30	42
기타영업외손익	-15	-1	0	0
종속 및 관계기업관련손익	4	0	0	0
세전계속사업이익	482	682	904	1,039
법인세비용	127	184	245	281
계속사업이익	355	497	660	758
당기순이익	355	497	660	758
증감률 (%)	2.4	40.1	32.6	14.9
Net 마진 (%)	9.1	10.6	12.1	12.3
지배주주지분 순이익	163	274	363	417
비지배주주지분 순이익	192	224	297	341
기타포괄이익	-7	0	0	0
총포괄이익	348	497	660	758

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
영업활동 현금흐름	540	563	779	901
당기순이익	355	497	660	758
+ 유·무형자산상각비	157	195	211	224
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	-4	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	1	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	660	853	1,085	1,221
- 운전자본의증가(감소)	-37	-129	-91	-80
투자활동 현금흐름	-412	-444	-420	-419
+ 유형자산의감소	13	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-385	-400	-400	-400
+ 투자자산의매각(취득)	-13	-17	-15	-14
Free Cash Flow	154	163	379	501
Net Cash Flow	128	119	358	482
재무활동 현금흐름	13	-20	-19	-20
자기자본 증가	15	0	0	0
부채증감	-2	-20	-19	-20
현금의증가	137	99	339	463
기말현금 및 현금성자산	365	463	802	1,265
기말 순부채(순현금)	-741	-804	-1,140	-1,600

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
현금및현금성자산	365	463	802	1,265
매출채권	243	294	341	385
유동자산	1,552	1,762	2,234	2,819
유형자산	2,288	2,493	2,683	2,859
투자자산	79	96	111	126
비유동자산	3,370	3,645	3,850	4,041
자산총계	4,922	5,408	6,084	6,860
단기성부채	84	93	101	109
매입채무	111	108	105	109
유동부채	644	607	595	588
장기성부채	77	69	69	69
장기충당부채	54	65	76	85
비유동부채	369	421	477	530
부채총계	1,013	1,028	1,072	1,118
자본금	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	696	696
이익잉여금	1,534	1,780	2,116	2,506
비지배주주지분	1,783	2,007	2,304	2,645
자본총계	3,909	4,379	5,012	5,743

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
PER (X)	23.1	29.4	27.6	24.0
PER (High,X)	23.8	38.7	28.3	24.6
PER (Low,X)	15.6	13.0	20.9	18.1
PBR (X)	1.9	3.7	4.1	3.6
PBR (High,X)	2.0	4.9	4.2	3.7
PBR (Low,X)	1.3	1.7	3.1	2.7
PCR (X)	5.6	9.3	9.2	8.1
PSR (X)	1.0	1.7	1.8	1.6
PEG (X)	0.6	1.4	2.0	-0.4
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	0.8	1.5	2.2	-0.3
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	0.9	1.7	2.4	-0.6
EV/EBITDA (X)	8.0	11.1	10.5	9.3
EV/EBIT (X)	10.7	14.4	13.1	11.4
Enterprise Value	5,026	9,476	11,441	11,322
EPS CAGR (3년) (%)	37.1	20.8	13.9	-53.9
EBITPS CAGR (3년) (%)	28.5	20.0	12.8	-71.5
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	24.9	17.2	11.4	-39.1
주당EBIT (W)	58,873	82,591	109,551	124,983
주당EBITDA (W)	78,539	107,023	135,935	153,029
EPS (W)	20,142	33,908	45,086	51,877
BPS (W)	239,095	266,814	304,566	348,412
CFPS (W)	82,692	106,885	135,935	153,029
SPS (W)	488,199	590,514	684,586	772,250
DPS (W)	2,500	3,250	3,250	3,250

RIM & EVA

	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	-0.7	2.5	5.2	5.3
Residual Income	-14.0	102.6	169.7	196.3
12M RIM Target Price (W)	535,640			
EVA				
투자자본	2,962.1	3,305.8	3,544.2	3,754.4
세후영업이익	348.5	525.1	680.3	767.2
투자자본이익률 (%)	12.0	16.8	19.9	21.0
투자자본이익률 - WACC (%)	4.7	8.5	11.9	13.0
EVA	138.6	279.6	420.4	487.3
DCF				
EBIT	469.8	659.0	874.1	997.3
+ 유·무형자산상각비	157	195	211	224
- CAPEX	-385.4	-400.0	-400.0	-400.0
- 운전자본증가(감소)	17.3	-185.5	-148.9	-134.0
Free Cash Flow for Firm	100.3	461.2	597.1	685.2
WACC				
타인자본비용 (COD)	2.5	2.6	2.7	2.7
자기자본비용 (COE)	8.6	9.6	9.1	9.1
WACC(%)	7.4	8.3	8.0	8.0

PROFITABILITY & STABILITY

	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	7.9	12.2	14.3	14.4
총자산이익률 (ROA) (%)	7.5	9.6	11.5	11.7
투자자본이익률 (ROIC) (%)	12.0	16.8	19.9	21.0
EBITDA/ 자기자본 (%)	16.0	19.5	21.6	21.3
EBITDA/ 총자산 (%)	12.7	15.8	17.8	17.8
배당수익률 (%)	0.5	0.3	0.3	0.3
배당성향 (%)	11.4	8.8	6.7	5.8
총현금배당금 (십억원)	21	27	27	27
보통주 주당현금배당금(W)	2,500	3,250	3,250	3,250
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-18.9	-18.4	-22.7	-27.9
중부채/ 자기자본 (%)	25.9	23.5	21.4	19.5
순이자비용/ 매출액 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
EBIT/ 순이자비용 (X)	149.6	144.2	181.5	197.7
유동비율 (%)	240.9	290.3	375.6	479.6
당좌비율 (%)	187.8	222.1	294.9	387.5
총발행주식수 (mn)	9	9	9	9
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가 (W)	465,000	998,000	1,244,000	1,244,000
시가총액 (십억원)	3,983	8,273	10,277	10,277

아모레퍼시픽 (090430.KS)

Company Note | 2015. 2. 4

China demand가 견인한 호실적

4분기 실적은 컨센서스와 크게 다르지 않음. 면세점(+102%)과 중국 현지법인(+63%)의 고성장이 지속되면서 실적 개선 이끈 반면, 국내 오프라인 채널 판매 부진과 생활용품 적자는 지속. 2015년 매출 13%, 이익 15% 성장 가이드선 제시했는데, 시장 컨센서스보다 다소 낮은 수치

4분기 중국 수요 덕분에 호실적 지속

- 아모레퍼시픽의 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 9,788억원(+38.9%, y-y)과 893억원(+75.9%, y-y)으로 영업이익은 당사 추정치 상회하고, 시장 컨센서스는 소폭 하회함
- 국내와 해외 화장품 부문이 각각 29.7%, 96.9% 성장하면서 호실적 견인했고, 생활용품 부문은 마트 판매 부진으로 적자 지속. 구체적으로, 면세점 채널이 102%의 고성장 이어갔고, 중국 현지법인의 성장률도 63.3%로 호조 보임

2015년 영업이익 15% 성장 가이드선 제시

- 당사는 2015년 매출액과 영업이익 전망치를 각각 4조5,250억원(+13.0%, y-y)과 6,541억원(+15.0%, y-y)으로 제시했는데, 이는 시장 기대치(4조4,707억원, 6,873억원)보다 조금 낮은 수치
- 면세 채널을 비롯한 중국 수요 관련 매출액의 추가적인 성장 정도가 2015년 실적의 초점이 될 것. 당사는 2015년 아모레퍼시픽의 면세 매출액이 전년대비 38%, 중국 법인 매출액은 35% 고성장 이어갈 것으로 가정, 연결 매출액과 영업이익을 각각 4조3,460억원(+16.8%, y-y)과 6,541억원(+16.1%, y-y)으로 전망

1분기 성장률 확인 시까지 이벤트 공백기

- 아모레퍼시픽에 대한 목표주가를 기존 240만원에서 274만원으로 상향함. 실적 미세 조정과, 화장품 가치 산정 시 적용 밸류에이션 상향(PER 35배)에 따른 것
- 목표주가가 내재하는 2015년 기준 PER은 36배 수준. 다음 실적 시즌까지 밸류에이션 레벨을 크게 움직일 요소 부재하고 목표주가 대비 상승 여력 제한적이어서 Hold 투자의견 유지

아모레퍼시픽 4분기 실적 Review (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14P					1Q15E
					발표치	y-y	q-q	당사추정	컨센서스	
매출액	705	932	967	997	979	38.9	-1.8	852	899	1,015
영업이익	51	176	151	148	89	75.9	-39.6	83	92	131
영업이익률	7.2	18.9	15.6	14.8	9.1			9.8	10.2	12.9
세전이익	51	163	146	143	77	52.0	-46.1	141	102	131
(지배)순이익	38	121	111	104	50	32.7	-51.6	82	75	83

자료: 아모레퍼시픽, FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

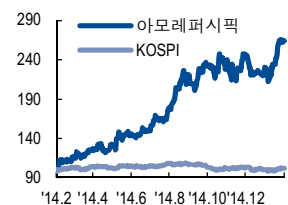
Hold (유지)

목표주가 2,740,000원 (상향)

현재가 ('15/02/03) 2,696,000원

업종	화장품
KOSPI	1,951.96
KOSDAQ	593.31
시가총액(보통주)	15,760십억원
발행주식수(보통주)	5.8백만주
52주 최고가('15/02/03)	2,696,000원
최저가('14/02/05)	1,002,000원
평균거래대금(60일)	42.6십억원
배당수익률(2014)	0.41%
외국인지분율	28.8%

Price Trend



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@nhwm.com

가치합산 방식으로 산출된 아모레퍼시픽의 목표주가 274 만원

(단위: 십억원, 원)

	가치	주당가치	밸류에이션 방법
한국 사업 가치			
화장품	14,043	2,402,255	2015 년 기준 PER 35 배
생활용품	408	69,802	2015 년 기준 PER 19 배, 글로벌 생활용품 섹터 대비 10% 할인
해외 사업 가치	1,085	185,579	2015 년 PSR 1 배
net cash	456	78,019.06	2014 년 말 기준
Total	15,992	2,735,656	

자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치센터 추정

아모레퍼시픽 실적 전망 (IFRS 연결)

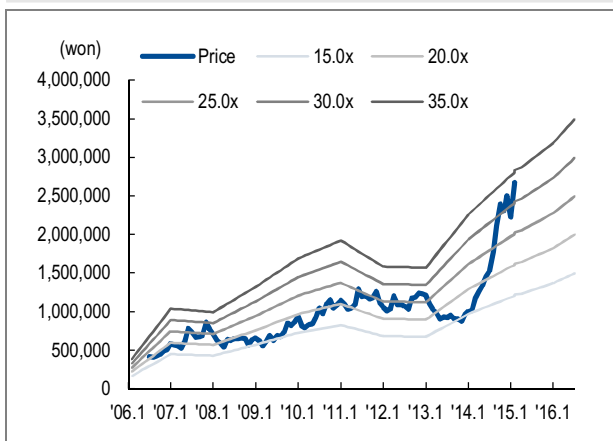
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2013	2014P	2015E	2016F
매출액	- 수정 후	3,100.4	3,873.9	4,525.0	5,158.0
	- 수정 전	-	3,712.5	4,346.0	4,929.2
	- 변동률	-	4.3	4.1	4.6
영업이익	- 수정 후	369.8	563.6	654.1	743.1
	- 수정 전	-	557.8	632.7	722.3
	- 변동률	-	1.0	3.4	2.9
영업이익률		11.9	14.5	14.5	14.4
EBITDA		493.4	708.7	823.2	932.8
(지배주주) 순이익		268.0	386.1	455.2	526.6
EPS	- 수정 후	44,658	64,410	76,228	88,452
	- 수정 전	-	70,609	81,036	93,818
	- 변동률	-	-8.8	-5.9	-5.7
PER		22.4	34.5	35.4	30.5
PBR		2.7	5.3	5.7	5.0
EV/EBITDA		12.2	19.3	19.9	17.2
ROE		11.0	14.2	14.8	15.0

주: 영업이익은 (매출액 - 매출원가 - 판관비)임. EPS, PER, PBR, ROE 는 지배지분 순이익, 지배지분 자기자본 기준

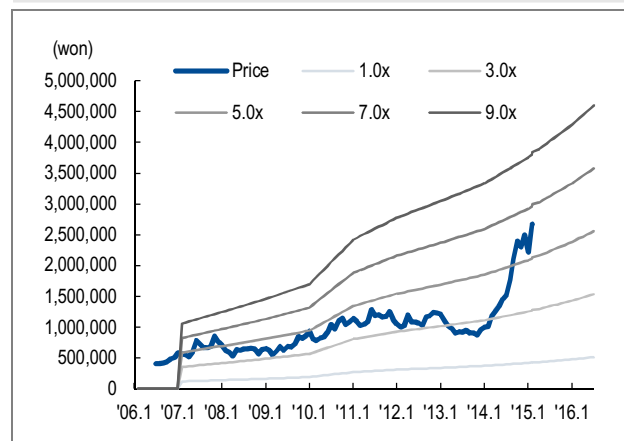
자료: NH 투자증권 리서치센터 전망

아모레퍼시픽 Forward PER Band



자료: Dataguide Pro

아모레퍼시픽 Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro

아모레퍼시픽의 부문별 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2011	2012	2013	2014P	2015E	2016F
매출액(십억원)						
한국	2,255.1	2,406.4	2,560.7	3,041.5	3,440.2	3,831.8
화장품	1,852.6	1,968.9	2,088.0	2,578.9	2,996.1	3,383.3
생활용품	402.5	437.5	472.7	462.6	444.1	448.5
해외	327.3	442.8	539.8	832.4	1,084.9	1,326.1
중국	190.9	262.4	338.8	467.3	630.9	757.0
프랑스	100.4	85.4	90.4	81.3	81.3	81.3
미국	15.7	18.0	23.5	34.9	38.4	42.2
기타 아시아	47.3	77.1	104.2	287.3	373.5	485.5
Total	2,554.7	2,849.5	3,100.4	3,873.9	4,525.0	5,158.0
매출성장률(%)						
한국	12.4	6.7	6.4	18.8	13.1	11.4
화장품	11.9	6.3	6.0	23.5	16.2	12.9
생활용품	15.2	8.7	8.0	(2.1)	(4.0)	1.0
해외	-	35.3	21.9	54.2	30.3	22.2
중국	34.2	37.5	29.1	37.9	35.0	20.0
프랑스	3.0	(14.9)	5.9	(10.1)	0.0	0.0
미국	29.8	14.6	30.6	48.5	10.0	10.0
기타 아시아	-	63.0	35.1	175.7	30.0	30.0
Total	12.4	11.5	8.8	24.9	16.8	14.0
매출구성비(%)						
한국	88.3	84.5	82.6	78.5	76.0	74.3
화장품	72.5	69.1	67.3	66.6	66.2	65.6
생활용품	15.8	15.4	15.2	11.9	9.8	8.7
해외	12.8	15.5	17.4	21.5	24.0	25.7
중국	7.5	9.2	10.9	12.1	13.9	14.7
프랑스	3.9	3.0	2.9	2.1	1.8	1.6
미국	0.6	0.6	0.8	0.9	0.8	0.8
기타 아시아	1.9	2.7	3.4	7.4	8.3	9.4
영업이익						
한국	369.8	373.8	375.6	501.9	568.2	635.9
화장품	329.6	334.7	336.7	469.8	539.3	609.0
생활용품	40.2	39.1	38.9	32.1	28.9	26.9
해외	3.0	(9.5)	(5.1)	61.7	86.0	107.2
중국	14.3	14.2	10.3	52.0	66.2	79.5
프랑스	1.7	(13.9)	(6.5)	(1.1)	0.0	0.0
미국	(3.7)	(4.5)	(2.3)	1.9	1.9	2.1
기타 아시아	(7.2)	(7.1)	(5.7)	19.7	24.3	31.6
Total	372.9	365.3	369.8	563.6	654.1	743.1
영업이익률						
한국	16.4	15.5	14.7	16.5	16.5	16.6
화장품	17.8	17.0	16.1	18.2	18.0	18.0
생활용품	10.0	8.9	8.2	6.9	6.5	6.0
해외	0.9	(2.1)	(1.0)	7.4	7.9	8.1
중국	7.5	5.4	3.0	11.1	10.5	10.5
프랑스	(0.0)	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
미국	(23.6)	(25.0)	(9.8)	5.4	5.0	5.0
기타 아시아	(15.2)	(9.2)	(7.2)	6.9	6.5	6.5
Total	14.6	12.8	11.9	14.5	14.5	14.4

자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치센터 전망

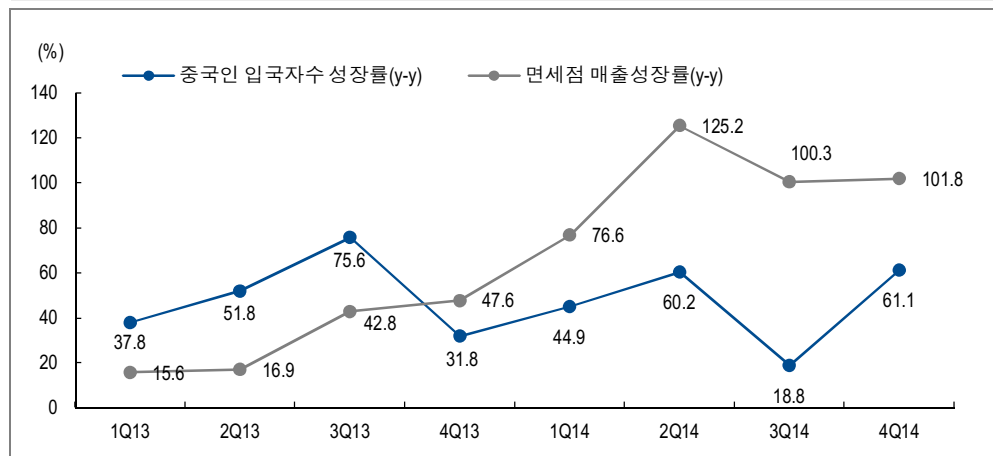
분기별 요약손익계산서

(단위: 십억원)

구 분	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14P	2013	2014P	2015E
매출액	803.8	799.0	792.8	704.8	931.8	966.7	996.7	978.7	3,100.4	3,873.9	4,525.0
증감률(y-y)	8.4	9.9	8.1	8.8	15.9	21.0	25.7	38.9	8.8	24.9	16.8
한국	676.8	652.0	655.3	576.6	739.5	776.3	801.0	724.7	2,560.7	3,041.5	3,440.2
화장품	540.9	549.2	511.1	486.8	607.6	674.6	665.4	631.3	2,088.0	2,578.9	2,996.1
전문점	97.0	100.2	93.3	85.6	110.1	117.6	105.7	92.8	376.1	426.2	443.5
할인점	47.1	46.7	44.7	39.4	44.2	41.9	38.6	35.9	177.9	160.6	152.6
온라인	70.1	74.9	66.1	69.5	92.0	101.1	102.1	100.5	280.6	395.7	514.4
백화점	76.8	79.3	69.1	68.3	79.3	81.2	72.1	67.2	293.5	299.8	324.1
면세점	65.9	79.5	97.8	104.8	116.4	179.1	195.9	211.5	347.8	703.0	970.1
방판	170.0	155.2	127.7	109.5	152.9	140.7	137.9	114.5	562.4	546.0	546.2
직판	8.8	8.4	7.2	5.1	7.1	7.7	7.4	6.6	29.5	26.6	25.2
기타	5.2	5.0	5.2	4.6	5.5	5.4	5.7	2.3	20.0	18.9	19.8
생활용품	135.9	102.8	144.2	89.8	131.9	101.7	135.6	93.4	472.7	462.6	444.1
해외	126.9	147.1	137.5	128.3	192.3	190.4	195.7	254.0	539.8	832.4	1,084.9
중국	84.0	90.6	78.8	85.4	112.0	107.2	108.6	139.5	338.8	467.3	630.9
프랑스	18.7	21.7	23.9	26.1	22.6	17.6	19.4	21.7	90.4	81.3	81.3
미국	5.6	6.1	5.9	5.9	7.9	8.9	8.4	9.7	23.5	34.9	38.4
아시아(중국 제외)	23.9	33.0	21.2	26.1	48.1	56.1	57.3	80.2	104.2	287.3	373.5
영업이익	140.2	89.5	89.4	50.7	175.7	151.1	147.7	89.3	369.8	563.6	654.1
증감률(y-y)	-6.8	-8.8	-0.8	95.6	25.3	68.7	65.2	75.9	1.2	52.4	16.1
영업이익률	17.4	11.2	11.3	7.2	18.9	15.6	14.8	9.1	11.9	14.5	14.5
한국	139.4	94.0	88.4	53.8	161.4	140.1	132.8	67.8	375.6	501.9	568.2
화장품	118.5	86.6	66.3	65.3	144.6	131.5	118.8	75.1	336.7	469.8	539.3
생활용품	20.9	7.4	22.1	-11.5	16.8	8.6	14.0	-7.3	38.9	32.1	28.9
중국	7.2	2.5	-3.2	3.8	13.3	10.8	11.0	16.9	10.3	52.0	66.2
프랑스	0.5	-2.2	-1.4	-3.4	0.8	-3.8	1.8	0.1	-6.5	-1.1	0.0
미국	-0.4	-0.4	-0.5	-1.0	0.6	0.5	0.5	0.3	-2.3	1.9	1.9
아시아(중국 제외)	-4.2	-0.6	-0.3	-0.6	3.1	6.0	4.5	6.1	-5.7	19.7	24.3

자료: NH 투자증권 리서치센터 전망

중국인 입국자수 성장률과 아모레퍼시픽 면세점 매출 성장률



자료: 한국관광공사, 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
매출액	3,100	3,874	4,525	5,158
증감률 (%)	8.8	24.9	16.8	14.0
매출원가	912	1,028	1,200	1,368
매출총이익	2,189	2,846	3,325	3,790
Gross 마진 (%)	70.6	73.5	73.5	73.5
판매비와 일반관리비	1,819	2,283	2,671	3,047
영업이익 (GP-SG&A)	370	564	654.1	743
증감률 (%)	1.2	52.4	16.1	13.6
OP 마진 (%)	11.9	14.5	14.5	14.4
EBITDA	493	709	823	933
영업외손익	-6	-34	-30	-21
금융수익(비용)	9	15	20	29
기타영업외손익	-18	-49	-50	-50
중속 및 관계기업관련손익	3	0	0	0
세전계속사업이익	364	529	624	722
법인세비용	96	144	170	196
계속사업이익	267	385	454	525
당기순이익	267	385	454	525
증감률 (%)	-0.7	44.1	17.9	15.7
Net 마진 (%)	8.6	9.9	10.0	10.2
지배주주지분 순이익	268	386	455	527
비지배주주지분 순이익	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익	-3	0	0	0
총포괄이익	265	385	454	525

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
영업활동 현금흐름	427	526	718	787
당기순이익	267	385	454	525
+ 유/무형자산상각비	124	145	169	190
+ 중속, 관계기업관련손익(이익)	-3	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	1	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	-1	0	0	0
Gross Cash Flow	516	660	773	883
- 운전자본의증가(감소)	-18	-5	94	72
투자활동 현금흐름	-349	-312	-368	-360
- 유형자산의감소	17	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-323	-250	-350	-340
+ 투자자산의매각(취득)	-11	-4	-5	-5
Free Cash Flow	103	276	368	447
Net Cash Flow	78	214	349	427
재무활동 현금흐름	49	-50	-58	-58
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	49	-50	-58	-58
현금의증가	123	164	291	369
기말현금 및 현금성자산	294	458	749	1,119
기말 순부채(순현금)	-283	-456	-757	-1,136

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
현금및현금성자산	294	458	749	1,119
매출채권	197	215	234	254
유동자산	968	1,191	1,547	1,986
유형자산	1,936	2,041	2,222	2,372
투자자산	50	54	59	64
비유동자산	2,434	2,588	2,774	2,930
자산총계	3,402	3,780	4,321	4,916
단기성부채	82	86	90	94
매입채무	115	126	157	183
유동부채	543	587	716	825
장기성부채	77	69	69	69
장기충당부채	44	48	52	57
비유동부채	291	302	322	344
부채총계	834	889	1,038	1,169
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720
이익잉여금	1,815	2,139	2,532	2,997
비지배주주지분	14	13	12	11
자본총계	2,568	2,891	3,283	3,746

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
PER (X)	22.4	34.5	35.4	30.5
PER (High,X)	27.9	41.2	36.2	31.2
PER (Low,X)	19.2	14.9	27.1	23.4
PBR (X)	2.7	5.3	5.7	5.0
PBR (High,X)	3.4	6.4	5.8	5.1
PBR (Low,X)	2.3	2.3	4.4	3.8
PCR (X)	11.3	19.7	20.4	17.9
PSR (X)	1.9	3.4	3.5	3.1
PEG (X)	0.9	1.9	2.2	2.8
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	0.9	2.5	3.0	4.2
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	0.9	2.6	3.1	4.3
EV/EBITDA (X)	12.2	19.3	19.9	17.2
EV/EBIT (X)	16.3	24.3	25.1	21.6
Enterprise Value	6,021	13,674	16,409	16,028
EPS CAGR (3년) (%)	25.6	17.8	15.8	10.9
EBITPS CAGR (3년) (%)	26.2	13.7	12.0	7.3
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	23.7	13.4	11.3	7.1
주당EBIT (W)	63,265	96,410	111,897	127,111
주당EBITDA (W)	84,404	121,235	140,819	159,569
EPS (W)	44,658	64,410	76,228	88,452
BPS (W)	370,116	417,055	474,003	541,305
CFPS (W)	88,344	112,853	132,266	151,016
SPS (W)	530,361	662,675	774,061	882,330
DPS (W)	6,500	9,000	9,000	9,000

RIM & EVA

	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	2.0	4.3	5.4	5.7
Residual Income	50.1	179.6	221.5	260.4
12M RIM Target Price (W)	1,551.94			
EVA				
투자자본	2,053.0	2,158.3	2,236.3	2,317.8
세후영업이익	275.7	421.9	491.4	557.4
투자자본이익률 (%)	13.7	20.0	22.4	24.5
투자자본이익률 - WACC (%)	6.4	11.8	14.5	16.7
EVA	130.9	255.3	325.4	386.8
DCF				
EBIT	369.8	563.6	654.1	743.1
+ 유/무형자산상각비	124	145	169	190
- CAPEX	-323.5	-250.0	-350.0	-340.0
- 운전자본증가(감소)	26.3	-6.7	72.9	48.8
Free Cash Flow for Firm	45.8	312.1	222.4	341.9
WACC				
타인자본비용 (COD)	2.5	2.6	2.7	2.7
자기자본비용 (COE)	8.9	9.9	9.4	9.4
WACC(%)	7.3	8.2	7.8	7.8

PROFITABILITY & STABILITY

	2013/12A	2014/12P	2015/12E	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	11.0	14.2	14.8	15.0
총자산이익률 (ROA) (%)	8.3	10.7	11.2	11.4
투자자본이익률 (ROIC) (%)	13.7	20.0	22.4	24.5
EBITDA/ 자기자본 (%)	19.2	24.5	25.1	24.9
EBITDA/ 총자산 (%)	14.5	18.8	19.1	19.0
배당수익률 (%)	0.7	0.4	0.3	0.3
배당성향 (%)	14.2	13.6	11.6	10.0
총현금배당금 (십억원)	45	62	62	62
보통주 주당현금배당금(W)	6,500	9,000	9,000	9,000
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-11.0	-15.8	-23.0	-30.3
총부채/ 자기자본 (%)	32.5	30.7	31.6	31.2
순이자비용/ 매출액 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
EBIT/ 순이자비용 (X)	149.2	160.9	130.3	154.0
유동비율 (%)	178.3	203.0	216.2	240.8
당좌비율 (%)	126.2	150.6	169.4	196.6
총발행주식수 (mn)	7	7	7	7
액면가 (W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가 (W)	1,000.00	2,220.00	2,696.00	2,696.00
시가총액 (십억원)	6,290	14,117	17,154	17,154

코스맥스 (192820.KS)

Company Note | 2015. 2. 4

China story+전방산업 변화 수혜

동사 주가는 14년 하반기 역가저 효과에 따른 실적 모멘텀 약화로 peer 대비 부진한 흐름 보임. 조만간 수익률 갭 메우기 예상되는데 그 촉매제는 1) 지속적인 증설로 중국 local brand 시장 확대 흡수하며 고성장 지속, 2) 국내 브랜드숍 시장의 경쟁 심화 가능성 증가에 따른 후방 업체로서의 매력 부각. 화장품 섹터 내 차선후주로 추천

중국, 공격적 증설 통한 성장 잠재력 흡수

- 코스맥스의 2015년 연결 매출액과 영업이익은 각각 4,710억원(+22.7% y-y)과 401억원(+31.3% y-y)으로 전망. 국내 사업과 해외 사업 각각 8%, 62% 성장 예상. 동사의 2016년까지의 생산 능력 CAGR(연평균성장률)은 25%에 이를 전망인데, 상해와 광저우 증설이 주요
- 이러한 적극적인 증설은 높은 매출 성장률로 이어질 것인데, 1) 중국 OEM/ODM 산업 평균 대비 동사가 갖는 기술적, 마케팅적 우위, 2) 상해와 광저우의 입지 우월성 때문. 향후 3년간 동사의 중국 지역 매출액 CAGR은 46%에 달할 전망

브랜드숍 업체들의 IPO가 시사하는 기회

- 전방산업인 브랜드숍 시장의 성장률 둔화는 동사 국내 사업의 위험 요인으로 지목되어 왔음. 그런데 언론 보도에 따르면 몇몇 브랜드숍 2nd tier 업체들이 해외 공략을 위해 IPO 예정. 후방산업인 국내 ODM 업체들의 국내외 성장성 강화 모멘텀이 될 수 있을 것
- 장기적인 해외 사업 확대의 기회일 뿐 아니라, 특히 단기적으로는 국내에서 이벤트 발생을 전후로 업체간 점유율 경쟁 전개될 가능성 있다는 점 긍정적으로 판단. '할인이 정상'이 된 브랜드숍의 경쟁은 향후 차별화된 제품 위주로 이뤄질 것이고, 이는 역으로 후방 산업인 ODM 기업들의 성장 기회를 의미

Catch-up 구간 확대

- 동사에 대한 Buy 투자 의견과 목표주가 160,500원을 유지함. 특히 동종업체인 한국콜마가 최근 1개월간 31% 상승하는 동안 동사 주가 상승률은 11%에 그쳐 상대적으로 수익률 부진. 성장 모멘텀 회복에 따른 주가 catch-up 기대

결산기	매출액	증감률	영업이익	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)
2012	313	28.1	26.1	20.5	N/A	N/A	N/A	N/A	2.5
2013	379	21.3	34.8	21.9	N/A	N/A	N/A	N/A	2.5
2014E	384	1.2	30.5	18.5	2,491	N/A	40.0	7.9	26.2
2015F	471	22.7	40.1	27.0	3,003	20.6	38.1	7.3	23.6
2016F	579	23.0	48.9	33.8	3,756	25.1	30.5	5.9	19.6

주: EPS, PER, PBR은 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

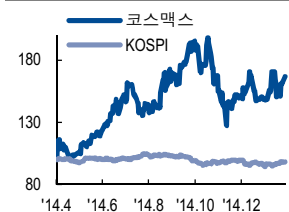
Buy (유지)

목표주가 160,500원 (유지)

현재가 ('15/02/03) 114,500원

업종	화장품
KOSPI	1,951.96
KOSDAQ	593.31
시가총액(보통주)	1,030.4십억원
발행주식수(보통주)	9.0백만주
평균거래대금(60일)	8.6십억원
52주 최고가 ('14/10/23)	133,000원
최저가 ('14/04/07)	67,200원
배당수익률(2013)	0.00%
외국인지분율	33.4%

Price Trend



Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@nhwm.com

코스맥스 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2013	2014E	2015F	2016F
매출액	- 수정 후	379.0	383.7	471.0	579.3
	- 수정 전	-	383.7	462.8	567.5
	- 변동률	-	0.0	1.8	2.1
영업이익	- 수정 후	34.8	30.5	40.1	48.9
	- 수정 전	-	30.5	39.6	48.2
	- 변동률	-	0.0	1.3	1.5
영업이익률		9.2	8.0	8.5	8.4
EBITDA		42.9	37.7	46.8	55.2
(지배주주) 순이익		21.9	18.5	27.0	33.8
EPS	- 수정 후	N/A	2,491	3,003	3,756
	- 수정 전	-	2,491	2,959	3,693
	- 변동률	-	0.0	1.5	1.7
PER		N/A	40.0	38.1	30.5
PBR		N/A	7.9	7.3	5.9
EV/EBITDA		2.5	26.2	23.6	19.6
ROE		25.5	17.8	21.3	21.5

주: 영업이익은 (매출액 - 매출원가 - 판매비)임. EPS, PER, PBR, ROE 는 지배지분 순이익, 지배지분 자기자본 기준

자료: NH 투자증권 리서치센터 전망

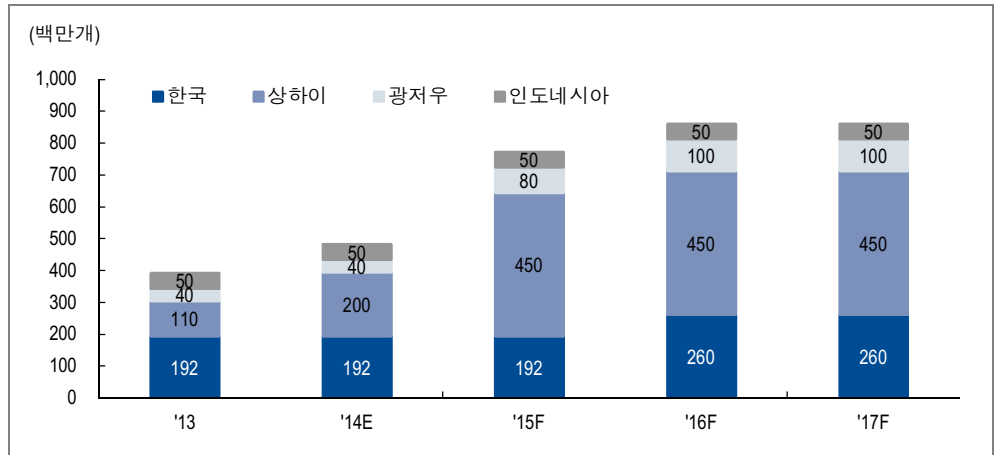
코스맥스의 부문별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2013	2014E	2015F	2016F	2017F
매출액					
Cosmax Korea	260.7	282.3	305.8	323.0	335.3
Cosmax China	82.2	125.3	187.9	272.8	386.5
Cosmax Indonesia		1.1	2.3	3.9	5.9
Cosmax USA			15.0	19.5	24.4
Total	378.9	383.7	471.0	579.3	712.0
매출성장률(%)					
Cosmax Korea	20.9	8.3	8.3	5.7	3.8
Cosmax China	40.3	52.4	50.0	45.2	41.7
Cosmax Indonesia			110.0	70.0	50.0
Cosmax USA				0.6	0.8
Total	38.2	1.3	22.7	23.0	22.9
매출구성비(%)					
Cosmax Korea	62.8	69.1	59.8	52.2	44.6
Cosmax China	19.8	30.6	36.8	44.1	51.4
Cosmax Indonesia		0.3	0.5	0.6	0.8
Cosmax USA			2.9	3.1	3.2
영업이익					
Cosmax Korea	19.5	18.1	19.6	20.4	18.8
Cosmax China	10.3	12.3	18.8	24.6	29.0
Cosmax Indonesia		0.2	0.2	0.3	0.3
Cosmax USA			-2.5	-0.3	0.1
Total	34.8	30.5	40.1	48.9	50.2
영업이익성장률(%)					
Cosmax Korea	90.1	-7.3	8.3	4.0	-7.7
Cosmax China		19.2	53.1	30.6	18.1
Cosmax Indonesia			14.0	43.2	3.1
Cosmax USA				-88.2	-141.7
Total		2.5	31.3	22.0	2.6
영업이익률(%)					
Cosmax Korea	7.5	6.4	6.4	6.3	5.6
Cosmax China	12.5	9.8	10.0	9.0	7.5
Cosmax Indonesia		17.5	9.5	8.0	5.5
Cosmax USA			-16.5	-1.5	0.5
Total	9.2	8.0	8.5	8.4	7.1

자료: 코스맥스, NH 투자증권 리서치센터 전망

코스맥스의 지역별 증설계획



자료: 코스맥스, NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
매출액	379	384	471	579
증감률 (%)	21.3	1.2	22.7	23.0
매출원가	313	316	385	476
매출총이익	66	68	86	103
Gross 마진 (%)	17.4	17.8	18.3	17.8
판매비와 일반관리비	31	38	50	58
영업이익 (GP-SG&A)	35	31	40	49
증감률 (%)	33.3	-12.3	31.3	22.0
OP 마진 (%)	9.2	8.0	8.5	8.4
EBITDA	43	38	47	55
영업외손익	-4	-5	-1	-1
금융수익(비용)	-4	-5	-4	-4
기타영업외손익	0	0	3	3
종속 및 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	30	26	35	44
법인세비용	6	5	7	9
계속사업이익	24	21	28	36
당기순이익	24	21	28	36
증감률 (%)	9.0	-15.4	38.1	25.1
Net 마진 (%)	6.4	5.4	6.0	6.1
지배주주지분 순이익	22	19	27	34
비지배주주지분 순이익	2	2	1	2
기타포괄이익	-1	0	0	0
총포괄이익	24	21	28	36

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
영업활동 현금흐름	13	17	22	25
당기순이익	24	21	28	36
+ 유무형자산상각비	8	7	7	6
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	1	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	1	0	0	0
Gross Cash Flow	51	38	46	54
- 운전자본의증가(감소)	-30	-11	-14	-16
투자활동 현금흐름	-28	0	-3	-4
+ 유형자산의감소	0	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-34	0	0	0
+ 투자자산의매각(취득)	7	-1	-2	-2
Free Cash Flow	-21	17	22	25
Net Cash Flow	-15	16	19	22
재무활동 현금흐름	21	10	12	15
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	21	10	12	15
현금의증가	6	26	31	37
기말현금 및 현금성자산	16	42	73	110
기말 순부채(순원금)	99	81	62	39

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
현금및현금성자산	15	42	73	109
매출채권	77	93	113	137
유동자산	159	216	284	365
유형자산	127	120	114	108
투자자산	6	7	9	11
비유동자산	149	141	136	131
자산총계	308	357	420	496
단기성부채	55	65	78	93
매입채무	45	55	66	80
유동부채	127	152	183	221
장기성부채	65	65	65	65
장기충당부채	9	11	14	17
비유동부채	79	82	85	90
부채총계	206	234	268	310
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	17	17	17	17
이익잉여금	74	93	120	154
비지배주주지분	7	10	11	13
자본총계	102	123	151	187

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
PER (X)	N/A	40.0	38.1	30.5
PER (High,X)	N/A	54.6	38.3	30.6
PER (Low,X)	N/A	26.7	32.1	25.7
PBR (X)	N/A	7.9	7.3	5.9
PBR (High,X)	N/A	10.8	7.4	5.9
PBR (Low,X)	N/A	5.3	6.2	5.0
PCR (X)	N/A	19.7	22.5	19.0
PSR (X)	N/A	1.9	2.2	1.8
PEG (X)	N/A	2.3	1.9	2.0
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	N/A	3.7	2.3	2.1
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	N/A	5.6	2.8	2.4
EV/EBITDA (X)	2.5	26.2	23.6	19.6
EV/EBIT (X)	3.1	32.4	27.5	22.1
Enterprise Value	106	988	1,103	1,082
EPS CAGR (3년) (%)	N/A	17.4	19.8	15.5
EBITPS CAGR (3년) (%)	N/A	10.8	16.6	14.8
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	N/A	7.1	13.8	12.7
주당EBIT (W)	N/A	4,101	4,456	5,437
주당EBITDA (W)	N/A	5,067	5,201	6,131
EPS (W)	N/A	2,491	3,003	3,756
BPS (W)	N/A	12,604	15,607	19,363
CFPS (W)	N/A	5,067	5,090	6,019
SPS (W)	N/A	51,532	52,336	64,367
DPS (W)	0	0	0	0

RIM & EVA

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	28.1	19.4	23.4	23.7
Residual Income	24.2	20.3	29.1	36.4
12M RIM Target Price (W)	485,034			
EVA				
투하자본	199.4	206.1	216.4	230.8
세후영업이익	28.6	27.5	33.4	40.8
투하자본이익률 (%)	17.2	13.6	15.8	18.2
투하자본이익률 - WACC (%)	15.7	11.8	14.7	17.2
EVA	31.3	24.3	31.7	39.6
DCF				
EBIT	34.8	30.5	40.1	48.9
+ 유무형자산상각비	8	7	7	6
- CAPEX	-34.0	0.0	0.0	0.0
- 운전자본증가(감소)	-21.2	-14.0	-17.0	-20.6
Free Cash Flow for Firm	23.3	45.8	56.0	66.3
WACC				
타인자본비용 (COD)	3.5	3.5	3.0	3.0
자기자본비용 (COE)	-2.6	-1.6	-2.1	-2.2
WACC(%)	1.5	1.8	1.2	1.1

PROFITABILITY & STABILITY

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	25.5	17.8	21.3	21.5
총자산이익률 (ROA) (%)	8.9	6.2	7.3	7.8
투자자본이익률 (ROIC) (%)	17.2	13.6	15.8	18.2
EBITDA/ 자기자본 (%)	41.9	30.7	30.9	29.5
EBITDA/ 총자산 (%)	13.9	10.6	11.2	11.1
배당수익률 (%)	N/A	0.0	0.0	0.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
총현금배당금 (십억원)	0	0	0	0
보통주 주당현금배당금(W)	0	0	0	0
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	96.6	66.1	40.6	20.6
순부채/ 자기자본 (%)	201.0	190.4	177.3	165.9
순이자비용/ 매출액 (%)	1.3	1.4	1.0	0.9
EBIT/ 순이자비용 (X)	7.3	5.5	8.4	9.3
유동비율 (%)	125.7	142.2	155.1	165.5
당좌비율 (%)	83.4	99.5	112.1	122.3
총발행주식수 (mn)	0	9	9	9
액면가 (W)	0	500	500	500
주가 (W)	0	99,700	114,500	114,500
시가총액 (십억원)	0	897	1,030	1,030

한국콜마 (161890.KS)

Company Note | 2015. 2. 4

국내 우려 덜고, 중국 고성장 진입

2014년 견조한 실적 성장을 통해 국내의 사업 공히 본궤도에 올랐음을 증명. 2015년에는 그간의 증설 바탕으로 중국 노출도 더 높아지는 동시에, 국내 브랜드숍 시장의 확장 잠재력을 흡수하면서 이익 성장 모멘텀 지속할 가능성 높음. Buy 유지

4분기 국내 사업 부진으로 실적 기대치 하회 추정

- 한국콜마의 2015년 매출액과 영업이익은 각각 5,206억원(+15.1%, y-y)와 503억원(+17.3%, y-y)으로 전망. 국내 화장품, 제약 ODM이 각각 21%, 3% 성장하고, 중국 현지법인이 32% 성장할 전망
- 증설 지속되고 있는 점 고려하면 단기간에 대폭 마진 개선될 가능성은 높지 않으나, 제약 부문과 북경 법인의 이익률이 두 자릿수에서 유지되고 있어 경쟁사 대비 우월한 마진 구조 지속

고객사들의 IPO가 주는 기회

- 전방 산업인 브랜드숍 시장의 성장을 둔화는 동사 국내 사업의 위험 요인으로 지목되어 왔음. 그런데 언론 보도에 따르면 몇몇 브랜드숍 2nd tier 업체들의 IPO가 예정. 해외 공략을 염두에 둔 행보여서 국내 ODM 기업들의 해외 사업 확장 기회가 되는 동시에 국내에서도 기회 요인이 될 수 있음
- 이벤트 발생을 전후하여 국내 점유율 경쟁 재점화될 가능성 있기 때문. ‘할인이 정상’이 된 브랜드숍의 경쟁은 향후 차별화된 제품 위주로 이뤄질 것이고, 이는 역으로 후방산업인 ODM 기업들의 성장 기회를 의미

Buy 유지, 목표주가 68,000원으로 상향

- 한국콜마에 대한 기존의 Buy 투자 의견을 유지하며, 목표주가를 65,000원에서 68,000원으로 소폭 상향 조정함
- 목표주가의 상향 조정은 국내 사업 성장률 가정 상향에 따른 실적 추정치 변화(EPS +5.0%)를 반영한 것. 상향된 목표주가가 내재하는 2015년 기준 PER은 34배 수준

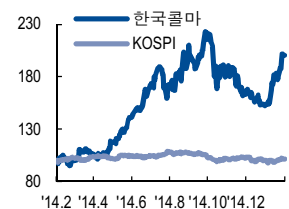
결산기	매출액	증감률	영업이익	(지배지분)순이익	EPS	증감률	PER	PBR	EV/EBITDA
-12월	(십억원)	(%)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(배)	(배)	(배)
2012	281	58.1	22.8	12.0	1,237	N/A	27.1	6.7	40.5
2013	452	60.9	43.5	14.1	722	-41.7	37.8	4.7	19.9
2014E	521	15.1	50.3	35.1	1,757	143.5	25.1	6.3	18.9
2015F	595	14.4	56.5	42.2	1,998	13.7	29.2	6.6	21.3
2016F	281	58.1	22.8	48.0	2,277	14.0	25.6	5.3	18.4

주: EPS, PER, PBR은 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

Buy (유지)

목표주가	68,000원 (상향)
현재가 ('15/02/03)	58,300원
업종	화장품
KOSPI	1,951.96
KOSDAQ	593.31
시가총액(보통주)	1230.1십억원
발행주식수(보통주)	21.1백만주
평균거래대금(60일)	10.2십억원
52주 최고가 ('14/09/29)	63,800원
최저가 ('14/02/24)	27,200원
배당수익률(2013)	0.38%
외국인지분율	42.2%

Price Trend



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhwm.com

한국콜마 실적 전망 (IFRS 연결)

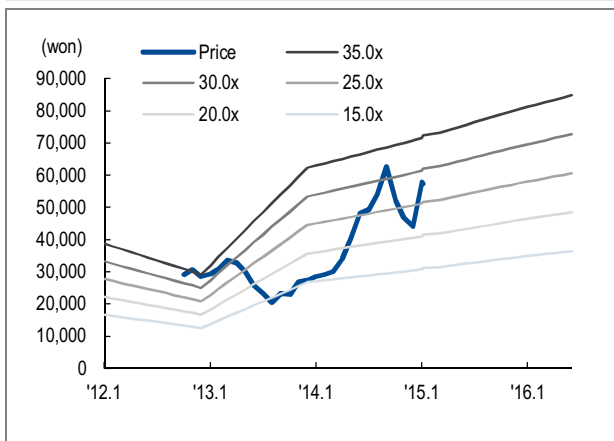
(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2013	2014E	2015F	2016F
매출액	- 수정 후	281.0	452.3	520.6	595.4
	- 수정 전	-	452.3	518.5	591.0
	- 변동률	-	0.0	0.4	0.8
영업이익	- 수정 후	22.8	43.5	50.3	56.5
	- 수정 전	-	41.3	47.7	53.6
	- 변동률	-	5.4	5.4	5.5
영업이익률		8.1	9.6	9.7	9.5
EBITDA		27.4	48.9	55.9	62.2
(지배주주) 순이익		14.1	35.1	42.2	48.0
EPS	- 수정 후	722	1,757	1,998	2,277
	- 수정 전	-	1,690	1,921	2,187
	- 변동률	-	4.0	4.0	4.1
PER		37.8	25.1	29.2	25.6
PBR		4.7	6.3	6.6	5.3
EV/EBITDA		19.9	18.9	21.3	18.4
ROE		13.3	27.0	25.3	22.9

주: 영업이익은 (매출액 - 매출원가 - 판관비)임. EPS, PER, PBR, ROE 는 지배지분 순이익, 지배지분 자기자본 기준

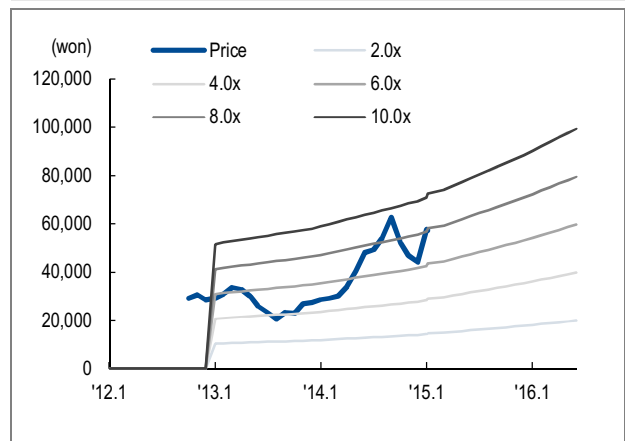
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

한국콜마의 Forward PER Band



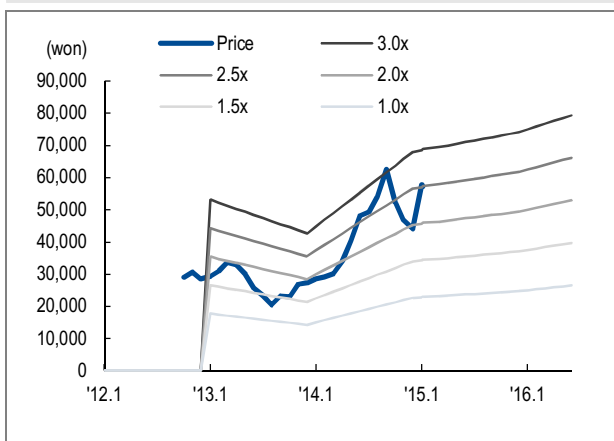
자료: Dataguide Pro

한국콜마의 Trailing PBR Band



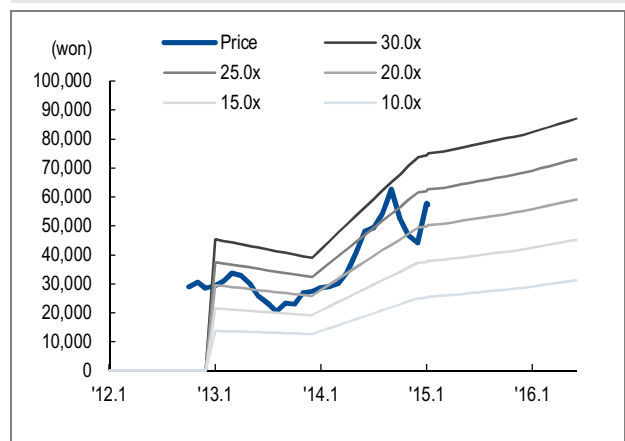
자료: Dataguide Pro

한국콜마의 PSR Band



자료: Dataguide Pro

한국콜마의 EV/EBITDA Band



자료: Dataguide Pro

한국콜마의 부문별 실적 추정

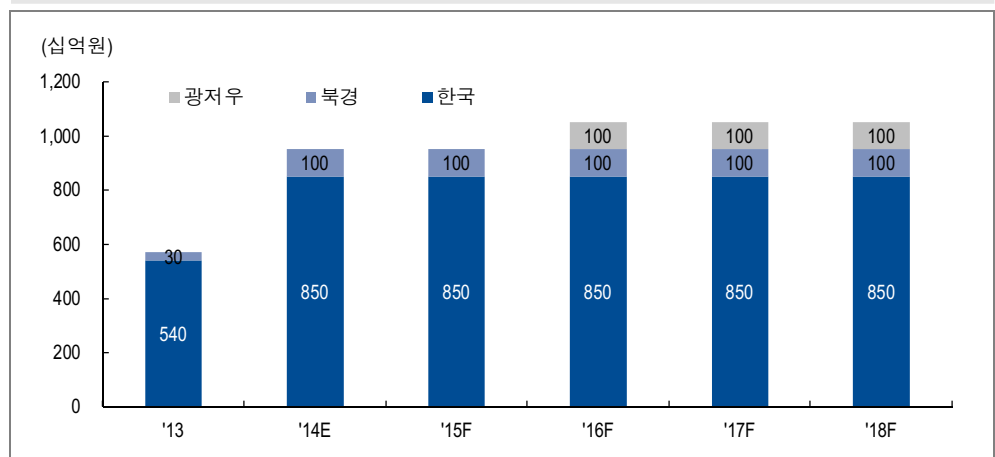
(단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014E	2015F	2016F
매출액					
화장품	255.0	256.3	313.7	353.3	394.0
제약	97.0	99.6	111.0	122.2	132.7
북경콜마	3.0	18.2	31.9	49.4	73.1
Total	349.8	369.8	452.3	520.6	595.4
매출액 성장률					
화장품	18.9	0.5	21.2	11.7	10.7
제약	12.3	2.7	10.2	8.9	7.5
북경콜마	(41.7)	506.7	75.0	55.0	48.0
Total	13.7	5.7	22.3	15.1	14.4
매출 구성비					
화장품	72.9	68.5	68.7	67.3	65.7
제약	27.7	26.6	24.3	23.3	22.1
북경콜마	0.9	4.9	7.0	9.4	12.2
영업이익					
화장품	12.1	11.9	24.5	26.9	29.1
제약	8.5	9.5	14.6	16.9	17.5
북경콜마	0.9	4.7	4.8	6.9	10.2
Total	27.9	25.8	43.5	50.3	56.5
영업이익 성장률					
화장품	4.8	4.6	7.8	7.6	7.4
제약	8.7	9.6	13.1	13.8	13.2
북경콜마	30.0	25.8	15.0	14.0	13.9
Total	8.0	7.0	9.6	9.7	9.5

주: 2013년 회계기준년도 변경

자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치센터 전망

한국콜마의 지역별 증설계획



자료: 한국콜마, NH투자증권 리서치센터 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
매출액	281	452	521	595
증감률 (%)	58.1	60.9	15.1	14.4
매출원가	228	363	418	479
매출총이익	53	89	103	117
Gross 마진 (%)	19.0	19.7	19.7	19.6
판매비와 일반관리비	31	46	52	60
영업이익 (GP-SG&A)	23	44	50	57
증감률 (%)	62.6	90.7	15.6	12.4
OP 마진 (%)	8.1	9.6	9.7	9.5
EBITDA	27	49	56	62
영업외손익	-3	-2	-1	-1
금융수익(비용)	-2	-2	-1	-1
기타영업외손익	-1	0	0	0
중속 및 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	20	41	49	56
법인세비용	3	6	7	8
계속사업이익	17	35	42	48
당기순이익	17	35	42	48
증감률 (%)	41.1	108.4	20.0	14.0
Net 마진 (%)	6.0	7.8	8.1	8.1
지배주주지분 순이익	14	35	42	48
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	14	35	42	48

CASH FLOW STATEMENT

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
영업활동 현금흐름	25	39	47	54
당기순이익	17	35	42	48
+ 유무형자산상각비	5	5	6	6
+ 중속, 관계기업관련손익(이익)	0	0	0	0
+ 외화환산손익(이익)	0	0	0	0
+ 자산처분손익(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	30	49	56	63
- 운전자본의증가(감소)	1	-1	-1	0
투자활동 현금흐름	-71	-10	-10	-7
+ 유형자산의감소	0	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-18	-10	-10	-7
+ 투자자산의매각(취득)	0	0	0	0
Free Cash Flow	7	29	37	47
Net Cash Flow	-47	29	37	47
재무활동 현금흐름	54	-4	-1	-1
자기자본 증가	4	0	0	0
부채증감	50	-4	-1	-1
현금의증가	8	25	36	46
기말현금 및 현금성자산	15	40	76	122
기말 순부채(순현금)	12	-5	-40	-85

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
현금및현금성자산	15	33	69	116
매출채권	68	71	75	78
유동자산	199	221	262	313
유형자산	90	95	100	102
투자자산	0	0	0	0
비유동자산	96	101	105	107
자산총계	295	322	368	420
단기성부채	65	66	68	69
매입채무	46	48	50	53
유동부채	126	130	134	138
장기성부채	51	48	48	48
장기충당부채	2	2	2	2
비유동부채	55	52	54	56
부채총계	181	182	188	194
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	81	81	81	81
이익잉여금	23	56	96	142
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	114	147	187	233

VALUATION INDEX

	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
PER (X)	37.8	25.1	29.2	25.6
PER (High,X)	47.7	36.8	29.8	26.1
PER (Low,X)	27.4	15.2	21.5	18.9
PBR (X)	4.7	6.3	6.6	5.3
PBR (High,X)	5.9	9.3	6.7	5.4
PBR (Low,X)	3.4	3.8	4.9	3.9
PCR (X)	17.8	18.0	21.8	19.6
PSR (X)	1.9	1.9	2.4	2.1
PEG (X)	0.8	2.0	2.5	0.6
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	1.2	2.4	2.9	0.6
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	1.3	2.7	3.1	0.7
EV/EBITDA (X)	19.9	18.9	21.3	18.4
EV/EBIT (X)	23.8	21.2	23.7	20.3
Enterprise Value	544	925	1,190	1,146
EPS CAGR (3년) (%)	46.7	12.8	11.7	42.1
EBITPS CAGR (3년) (%)	31.7	10.4	10.2	40.8
EBITDAPS CAGR (3년) (%)	28.1	9.4	9.4	38.1
주당EBIT (W)	1,172	2,177	2,384	2,679
주당EBITDA (W)	1,404	2,443	2,650	2,949
EPS (W)	722	1,757	1,998	2,277
BPS (W)	5,846	6,958	8,851	11,023
CFPS (W)	1,532	2,443	2,674	2,972
SPS (W)	14,423	22,618	24,671	28,220
DPS (W)	105	105	105	105

RIM & EVA

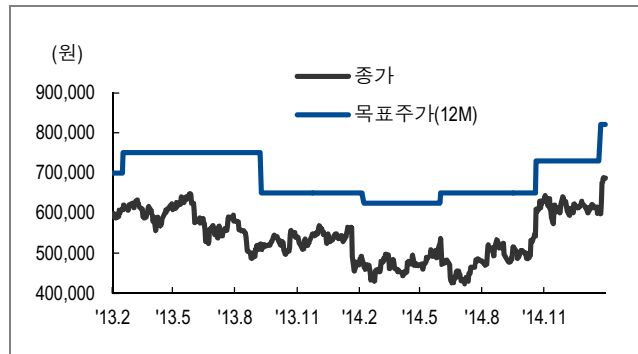
	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
RIM				
Spread (FROE-COE) (%)	10.2	22.9	21.7	19.4
Residual Income	10.8	29.8	35.4	39.5
2013 RIM Target Price (W)	197,704			
EVA				
투자자본	130.3	137.0	143.5	147.1
세후영업이익	20.4	37.9	44.7	50.9
투자자본이익률 (%)	16.2	28.4	31.9	35.1
투자자본이익률 - WACC (%)	13.2	24.9	28.5	31.7
EVA	17.2	34.1	40.9	46.6
DCF				
EBIT	22.8	43.5	50.3	56.5
+ 유/무형자산상각비	5	5	6	6
- CAPEX	-18.1	-10.0	-10.0	-7.0
- 운전자본증가(감소)	5.9	-2.1	-2.2	-2.2
Free Cash Flow for Firm	0.2	34.4	41.0	49.5
WACC				
타인자본비용 (COD)	2.9	3.1	3.2	3.2
자기자본비용 (COE)	3.1	4.1	3.6	3.5
WACC(%)	3.0	3.5	3.4	3.4

PROFITABILITY & STABILITY

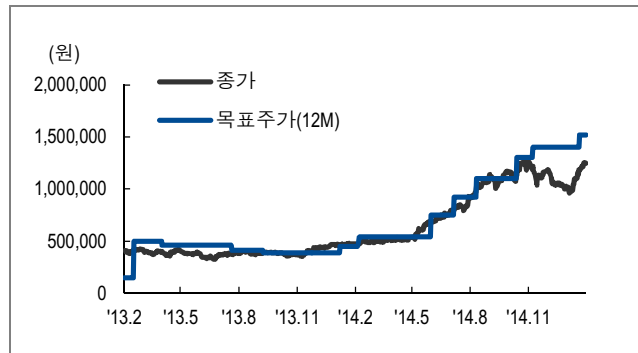
	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F
자기자본이익률 (ROE) (%)	13.3	27.0	25.3	22.9
총자산이익률 (ROA) (%)	6.4	11.4	12.2	12.2
투자자본이익률 (ROIC) (%)	16.2	28.4	31.9	35.1
EBITDA/ 자기자본 (%)	24.0	33.3	29.9	26.7
EBITDA/ 총자산 (%)	9.3	15.2	15.2	14.8
배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.2	0.2
배당성향 (%)	14.6	6.3	5.3	4.6
총현금배당금 (십억원)	2	2	2	2
보통주 주당현금배당금(W)	105	105	105	105
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	10.5	-3.4	-21.3	-36.3
총부채/ 자기자본 (%)	159.0	124.0	100.4	83.5
순이자비용/ 매출액 (%)	1.1	0.9	0.8	0.7
EBIT/ 순이자비용 (X)	7.3	11.0	12.6	13.9
유동비율 (%)	157.6	170.6	196.2	227.5
당좌비율 (%)	132.0	145.0	170.6	201.9
총발행주식수 (mn)	19	21	21	21
액면가 (W)	500	500	500	500
주가 (W)	27,300	44,050	58,300	58,300
시가총액 (십억원)	532	929	1,230	1,230

투자이전 및 목표주가 변경내역

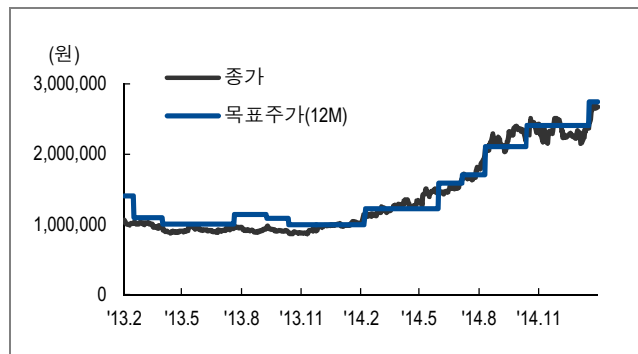
종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
LG생활건강	051900.KS	2015.02.04	Buy	820,000원(12개월)
		2014.10.22	Buy	730,000원(12개월)
		2014.06.03	Buy	650,000원(12개월)
		2014.02.10	Buy	625,000원(12개월)
		2013.09.12	Buy	650,000원(12개월)
		2013.02.19	Buy	750,000원(12개월)
담당 Analyst 변경				



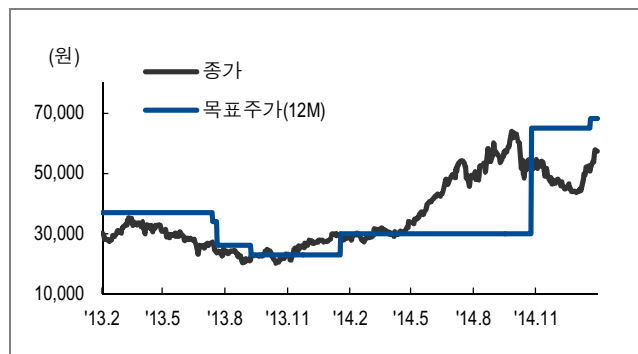
종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
아모레 G	002790.KS	2015.02.04	Buy	1,520,000원(12개월)
		2014.11.11	Buy	1,400,000 원(12 개월)
		2014.10.16	Buy	1,100,000 원(12 개월)
		2014.08.13	Buy	1,100,000 원(12 개월)
		2014.07.09	Buy	920,000 원(12 개월)
		2014.06.03	Buy	750,000 원(12 개월)
		2014.02.10	Buy	540,000 원(12 개월)
		2014.01.10	Hold	450,000 원(12 개월)
		2013.09.12	Hold	390,000 원(12 개월)
		2013.07.23	Hold	410,000 원(12 개월)



종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
아모레퍼시픽	090430.KS	2015.02.04	Hold	2,740,000원 (12개월)
		2014.10.16	Hold	2,400,000원 (12개월)
		2014.08.13	Hold	2,100,000원 (12개월)
		2014.07.09	Hold	1,700,000원 (12개월)
		2014.06.03	Hold	1,580,000원 (12개월)
		2014.02.10	Hold	1,220,000원 (12개월)
		2013.10.15	Hold	1,140,000원 (12개월)
		2013.09.12	Buy	1,080,000원 (12개월)
		2013.07.23	Buy	1,140,000원 (12개월)
		2013.04.04	Hold	1,000,000원 (12개월)

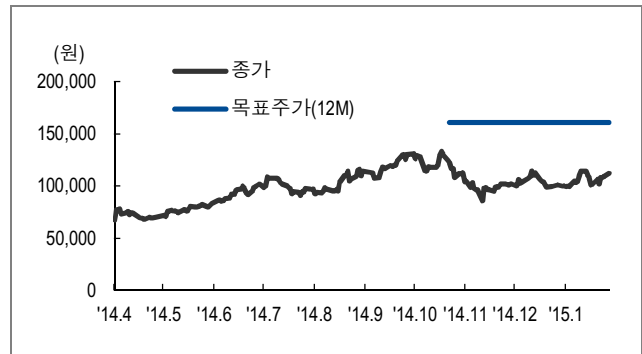


종목명	코드	제시일자	투자이전	목표가
한국콜마	161890.KS	2015.02.04	Buy	68,000원(12개월)
		2014.10.28	Buy	65,000원 (12개월)
		담당 Analyst 변경		
		2014.01.21	Hold	30,000원 (12개월)
		2013.09.12	Hold	23,000원 (12개월)
		2013.07.23	Hold	26,000원 (12개월)
		2013.07.16	Buy	34,000원 (12개월)



투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
코스맥스	192820.KS	2014.10.28	Buy	160,500원(12개월)
			담당 Analyst 변경	
		2014.02.10	Buy	70,000원(12개월)
		2014.01.21	Buy	65,000 원 (12 개월)
		2013.09.12	Hold	49,000 원 (12 개월)
		2013.04.04	Buy	58,000 원 (12 개월)
		2013.02.19	Buy	53,000 원 (12 개월)



종목 투자등급(Stock Ratings)

2015년 1월 20일부터 당사 종목 투자등급(Stock Ratings)을 종전 4단계(Strong Buy/Buy/Hold/Reduce)에서 'Strong Buy' 등급을 제외한 3단계(Buy/Hold/Sell)로 조정하고 Reduce를 Sell로 변경하니 투자판단에 참고하시기 바랍니다. 금번 Rating System 변경은 종목별 투자의견을 3단계로 단순화하여 투자자들에게 분명한 메시지를 전달하기 위한 목적입니다.

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 "아모레퍼시픽, LG생활건강"을 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.