

SECTOR REPORT

화장품



비중확대 (신규)

[Analyst]

박상연 ☎ 02-3772-1592
 책임연구원 syark03@shinhan.com

황어연 ☎ 02-3772-3813
 연구원 eoyeon.hwang@shinhan.com

*ODM: 개발력을 갖춘 제조업체가 판매
 망을 갖춘 유통업체에 상품 또는 재화를
 제공하는 생산방식

중국, 이제 시작일 뿐

투자의견 '비중확대', Top-picks: 코스맥스, 아모레퍼시픽

투자의견 '비중확대'로 신규 커버리지를 개시한다. 브랜드 글로벌화 진행 중으로 중국인 인바운드 수요 증가세는 유효하다. 품질과 가격 경쟁력을 갖춘 한국 화장품 업체는 실적 호조세가 지속될 전망이다. 성장률이 높은 중국 시장을 비롯해 동남아, 유럽으로 시장 다변화가 이뤄지고 있다. 커버리지 합산 해외 매출액은 2.7조원(+37% YoY)이 예상된다.

Top-picks는 중국 선투자와 글로벌 업체 주문 증대로 실적 증가가 기대되는 코스맥스(192820)와 성장 채널(면세점, 온라인) 확장 지속과 중국인 인바운드 수혜가 예상되는 아모레퍼시픽(090430)을 제시한다.

2015년 전망: 전방위 Value Chain(ODM·브랜드)이 다 좋다

2015년 국내 화장품 시장은 12.6조원(+7% YoY)이 예상된다. 면세점과 중국이 핵심이다. 브랜드업체(아모레퍼시픽, LG생활건강)는 면세점(합산 면세점 매출증가율 62%) 판매 증가세 지속, ODM(코스맥스, 한국콜마)은 글로벌 업체(중국로컬, 유럽) 주문 증가(합산 해외매출 증가율 +59% YoY)로 실적 고성장세가 지속될 전망이다. 원브랜드샵은 2개의 업체(토니모리, 네이처리퍼블릭)가 IPO(신규상장)예정이다. 유입 자금을 바탕으로 국내 시장에서 고성장이 기대되는 해외 시장으로 사업 영역을 확대할 전망이다.

중국 화장품 전망: 1) 온라인, 2) 중국 로컬업체 성장 예상

2015년 중국 화장품 시장은 56.2조원(+12% YoY)이 예상된다. 고정자산 투자 증가 이후 소비 성장기에 진입했다. 2018년까지 연평균 12%의 성장이 예상된다. 높은 온라인 유통 비중을 바탕으로 중국인 직접구매가 확대 되고 있는 브랜드 업체와 중국 로컬업체로의 고객 다변화가 가시화 중인 ODM (제조업자 개발생산) 업체의 수혜가 기대된다.

커버리지 중목

종목명	투자의견	현재주가 (3월 30일, 원)	목표주가 (원)	상승여력 (%)
코스맥스 (192820)	매수	132,500	170,000	28.3
아모레퍼시픽 (090430)	매수	3,241,000	4,100,000	26.5
한국콜마 (161890)	매수	66,300	83,000	25.2
LG생활건강 (051900)	매수	799,000	930,000	16.4
아모레G (002790)	Trading BUY	1,419,000	1,500,000	5.7

Contents

03 Investment Summary

투자의견 '비중확대' 제시, 1) 중국 수요 증가세 유효, 2) 브랜드 글로벌화 진행 중
Top Picks: 코스맥스(192820), 아모레퍼시픽(090430)

10 2015년 전망: 전방위 Value Chain이 다 좋다

1. 국내 화장품 산업: 2015년 시장 12.6조원 예상(+7.0% YoY)
2. 브랜드: 한국 소비재 內 글로벌 스타 탄생
3. ODM: 아모레에서 로레알까지
4. 원브랜드샵: 저점은 지났다

19 이슈분석: 중국 화장품 시장

1. 중국 화장품 산업: 2015~2018년 연평균(CAGR) 12.1% 성장 예상
2. 성장의 기회: 1) 온라인 채널, 2) 중국 로컬업체
3. 국내 화장품 업체별 대응 전략

25 후방통 분석: 상해가화(600315)

1. 기업 개요: 중국 제 1의 로컬 화장품 업체
2. 중국 화장품 시장 성장 수혜 전망
3. Global peer의 재무 분석

29 Company analysis

코스맥스 (192820) - 매수 (신규), 목표주가 170,000원 (신규)
아모레퍼시픽 (090430) - 매수 (신규), 목표주가 4,100,000원 (신규)
한국콜마 (161890) - 매수 (신규), 목표주가 83,000원 (신규)
LG생활건강 (051900) - 매수 (신규), 목표주가 930,000원 (신규)
아모레G (002790) - Trading BUY (신규), 목표주가 1,500,000원 (신규)

Investment summary

- 투자의견 '비중확대' 제시, 1) 중국 수요 증가세 유효, 2) 브랜드 글로벌화 진행 중
- Top Picks: 코스맥스(192820) 아모레퍼시픽(090430),

투자의견 '비중확대' 제시, 1) 중국 수요 증가세 유효, 2) 브랜드 글로벌화 진행 중

2015년 커버리지 기업 합산

매출액 +18.1% YoY

영업이익 +32.5% YoY

투자의견 '비중확대'로 커버리지를 개시한다. 품질과 가격 경쟁력을 갖춘 한국 화장품 업체는 중국 인바운드 수요 증가로 실적 호조세가 지속될 전망이다. 성장률이 높은 중국 시장을 비롯하여 동남아·유럽으로 시장 다변화가 이루어지고 있다. 커버리지 합산 해외 매출액은 2.7조원(+36.5% YoY)이 예상된다.

2014년은 중국이라는 외부 수요가 급격히 증가하며 면세점 채널 성장률이 높았다. 온라인 유통 채널 증가로 전통채널인 백화점은 위축되었으나 디지털 채널의 성장은 양호했다. 한국 화장품 브랜드의 글로벌화 진행으로 2015년에도 면세점 채널의 성장세는 유효하다. 부진했던 백화점/방판도 저점을 확인했다. 2015년 합산 매출액 증가율은 18.1%, 영업이익 증가율은 32.5%로 예상된다. 전년에 이어 중국발 고성장은 지속될 전망이다. 5개사 합산 밸류에이션은 2015년 PER 25.9배, 2016년 21.8배이다.

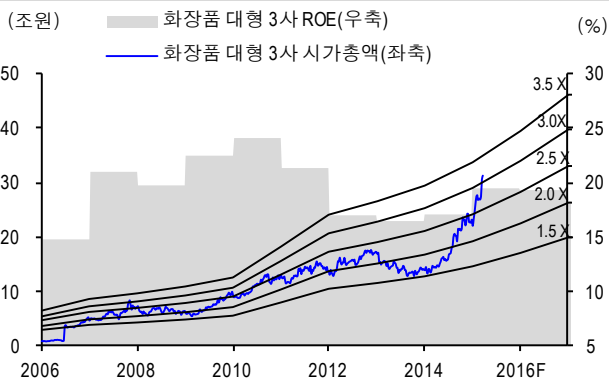
화장품 커버리지 5개사의 합산 시가총액 상대지수, 영업이익 추이 및 전망



자료: Quantiwise, 신한금융투자 추정

주: 커버리지 5개사-아모레퍼시픽/아모레G/LG생활건강/코스맥스/한국콜마, 시가총액은-아모레퍼시픽/아모레G/LG생활건강/코스맥스/한국콜마/코스맥스비티아로 합산

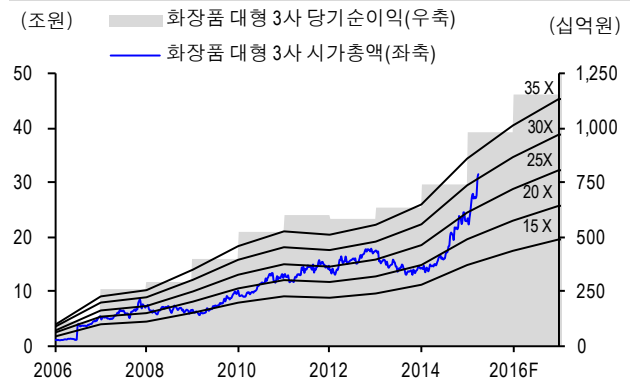
화장품 대형 2개사 합산 12개월 선행 PBR, ROE 추이 및 전망



자료: Quantiwise, 신한금융투자 추정

주: 대형2사-아모레퍼시픽, LG생활건강

화장품 대형 2개사 합산 12개월 선행 PER, 순이익 추이 및 전망



자료: Quantiwise, 신한금융투자 추정

주: 대형2사-아모레퍼시픽, LG생활건강

(1) 2015년 전망: 전방위 Value Chain(ODM·브랜드)이 다 좋다

2015년도 중국이 핵심

→ 면세점, 로컬업체 호조세

ODM: 개발력을 갖춘 제조업체가 판매망
을 갖춘 유통업체에 상품 또는 재화를
제공하는 생산방식

2015년 국내 화장품 시장은 12.6조원(+7.0% YoY)을 예상한다. 2014년과 마찬가지로 면세점과 중국이 핵심이다. 브랜드업체(아모레퍼시픽, LG생활건강)는 면세점(합산 면세점 매출증가율 +61.8% YoY) 판매 증가세 지속, ODM(코스맥스, 한국콜마)은 글로벌 업체(중국 로컬, 유럽) 주문 증가(합산 해외 매출 증가율 +45.2%YoY)로 실적 고성장세가 지속될 전망이다.

중국에 진입한 글로벌 화장품·생활용품 회사들(1위 P&G 14%, 로레알 9%, 유니레버 4%)은 상위 10위를 차지하고 있다. 합산 점유율은 2004년 38%에서 2014년 45%로 꾸준히 상승하고 있다. 그럼에도 글로벌 브랜드의 무조건적인 프리미엄은 사라졌다. 일부 글로벌 회사(로레알 계열 가르니에, 레블론)는 최근 1~2년간 중국 시장에서 철수했다. 그 틈새로 한국 화장품이 부각되고 있다. 가격 경쟁력 이외에도 코리안 프리미엄, 품질 경쟁력을 보유하고 있다.

2013년: 합리적 소비

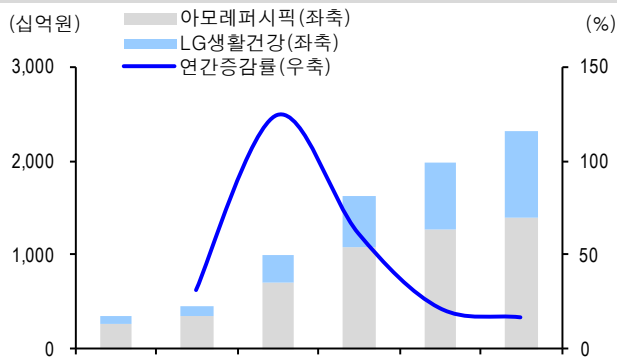
2014년: 면세점+중국

2015년: 글로벌화

2011년 하반기 이후 경기침체로 2013년까지 국내 시장의 성장은 둔화되었다. 합리적 소비가 화두로 부각되면서 저가 화장품 시장이 선전, 채널 및 브랜드의 트레이딩 다운 소비가 확산됐다. 고객 니즈 다양화로 소비밀착형 유통(원브랜드샵, 인터넷, 면세점, 홈쇼핑)이 확장됐다. 고가 유통채널인 백화점/방판 위축으로 대형업체(아모레퍼시픽 시장점유율 40%)는 부진했다.

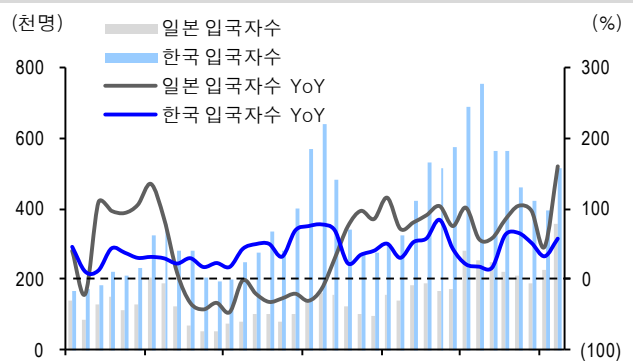
2014년은 중국이라는 외부 수요가 급격히 증가하며 면세점 채널 성장률이 상승했다. 온라인 유통채널 증가로 전통채널인 백화점은 위축되었으나 디지털 채널의 성장은 양호했다. 2015년에도 한국 화장품 브랜드의 글로벌화 진행으로 면세점 채널의 성장세는 유효하다. 부진했던 백화점/방판도 저점을 확인했다.

아모레퍼시픽·LG생활건강의 합산 면세점 매출액 추이 및 전망



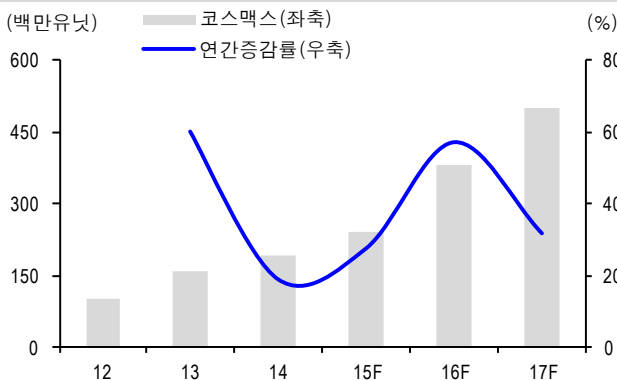
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정
주: 브랜드사-아모레퍼시픽 LG생활건강

중국인의 한국·일본 입국자 수 추이



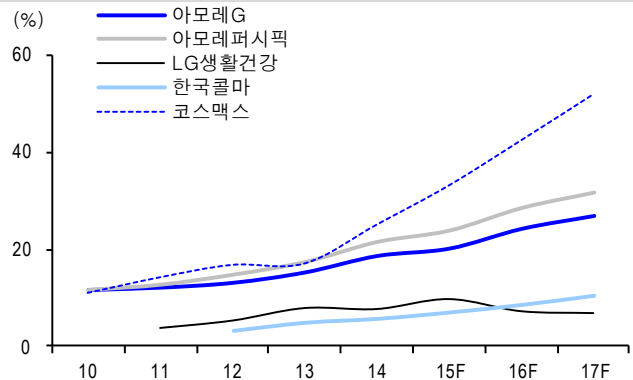
자료: 한국관광공사, 일본관광공사, 신한금융투자

코스맥스의 중국 생산설비 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

커버리지 5개사의 해외 매출 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

면세점 매출액 성장률 10%
증가 시, 영업이익 성장률
아모레 3.8%p ↑, LG 1.9%p ↑

(2) 2015년~2016년 면세점 호조세 기대 유효

중국인 입국자 수 증가(2013년 +52.5% YoY, 2014년 +41.6% YoY)로 2014년 브랜드 화장품 회사는 고성장했다. 2015년은 중국인 입국자 수 +23.0%, 합산 면세점 매출액 +61.8%의 성장을 예상된다. 중국인 관광객의 면세점 유입이 2015년 이익 성장의 핵심이다. 면세점 매출액 성장률 10% 증가 시 영업이익 성장률은 아모레퍼시픽 +3.8%p, LG생활건강 +1.9%p 효과가 있다.

면세점의 국내 현황, 대형 유통업체의 현황 및 계획

(단위: 개, m2)		2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
국내	개수	32	40	41	45	45	45
롯데	개수	7	7	8	8	8	8
	면적	28,388	28,388	41,995	48,562	48,562	48,562
신세계	개수	1	1	2	3	3	3
	면적	6,921	6,921	7,572	10,428	10,428	10,428
신라	개수	6	6	6	6	6	6
	면적	17,731	17,731	17,731	14,253	14,253	14,253
해외	개수	3	5	7	8	8	8
롯데	개수	3	5	5	5	5	5
신라	개수	-	-	2	3	3	3

자료: 관세청, 신한금융투자 추정 / 주: 2015년 롯데 인도네시아 1점포, 싱가포르 2점포 총 3점포 계약 만료 예정. 재계약 여부 미정

아모레퍼시픽, LG생활건강의 면세부문 성장률 시나리오별 실적 추이 및 전망

(단위: 천명, %, 십억원.)		2012	2013	2014	2015F			
Macro	중국인입국자수	2,837	4,327	6,127	7,536			
	성장률	27.8	52.5	41.6	23.0			
아모레퍼시픽					1)면세 성장률 25% (bear case: 가이던스)	2)면세 성장률 55% (base case: 추정치)	3)면세 성장률 80% (bull case)	컨센서스
실적 전망	총 매출액	2,850	3,100	3,874	4,544	4,756	4,930	4,571
	국내 화장품	1,989	2,088	2,579	2,922	3,134	3,308	
	면세점	265	348	703	879	1,091	1,265	
	(국내內 면세 비중)	13.3	16.7	27.3	30.1	34.8	38.2	
	영업이익	365	370	564	714	781	833	702
증감률	총 매출액	11.5	8.8	25.0	17.3	22.8	27.3	18.0
	국내 화장품	9.0	5.0	23.5	13.3	21.5	28.3	
	면세점		31.5	102.1	25.0	55.2	80.0	
	(국내內 면세 비중)		+3.4%p	+10.6%p	+2.8%p	+7.6%p	+11.0%p	
	영업이익	(2.0)	1.2	52.5	26.7	38.6	47.7	24.4
면세점 매장 수	국내(카운터)	75	89	106				
	해외(선반)	55	99	139				
LG생활건강					1)면세 성장률 25% (bear case)	2)면세 성장률 77% (base case: 추정치)	3)면세 성장률 100% (bull case)	consensus
실적 전망	총 매출액	3,896	4,326	4,677	5,019	5,175	5,244	5,125
	화장품	1,479	1,662	1,956	2,176	2,332	2,401	
	면세점	74	98	299	375	531	600	
	(화장품內 면세 비중)	5.0	5.9	15.3	17.2	22.8	25.0	
	영업이익	446	497	512	568	618	640	591
증감률	총 매출액	12.7	11.0	8.1	7.3	10.7	12.1	9.6
	화장품	20.5	12.4	17.7	11.2	19.2	22.7	
	면세점	16.8	31.9	205.2	25.0	77.4	100.0	
	(화장품內 면세 비중)		+0.9%p	+9.4%p	+1.9%p	+7.5%p	+9.7%p	
	영업이익	20.4	11.4	3.1	10.9	20.7	25.0	15.5
면세점 매장 수	국내(카운터)	49	74	92				
	해외(선반)			18				

자료: Fnguide, 신한금융투자 추정

2015년 예상 실적 대비
P/E 37배

(3) Valuation- 2015년 예상 실적 대비 P/E 25.9배

5개사 합산 PER은 2015년 25.9배, 2016년 21.8배 수준으로 2015년 글로벌 피어 PER 28배 대비 36% 할증된 수준이다. 2004년 이후 화장품 업종지수는 고성장세 지속으로 코스피 대비 할증을 받아왔다. 2015년 합산 매출액은 16.6조원(+18.1% YoY), 영업이익 2.4조원(+32.5% YoY)으로 고성장세를 지속할 전망이다. 글로벌 피어의 2015년 매출액 성장률은 10.4% 수준이다. 커버리지 업체들의 합산 매출액 성장률은 2016년 +18.2%, 2017년 +14.0%로 할증을 정당화할 전망이다.

화장품 대형 2개사 PER Valuation

(배)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
PER	23.4	25.2	24.5	23.0	29.9	22.8	30.7	31.2	26.5	22.9
PER 최고	25.9	25.2	25.9	26.5	31.0	28.2	33.3	32.0	27.2	23.5
PER 최저	18.8	13.9	17.0	19.0	22.1	20.2	17.7	21.8	18.5	16.0
PER 평균	22.4	18.5	21.1	22.8	27.0	22.9	24.2	26.4	22.4	19.4

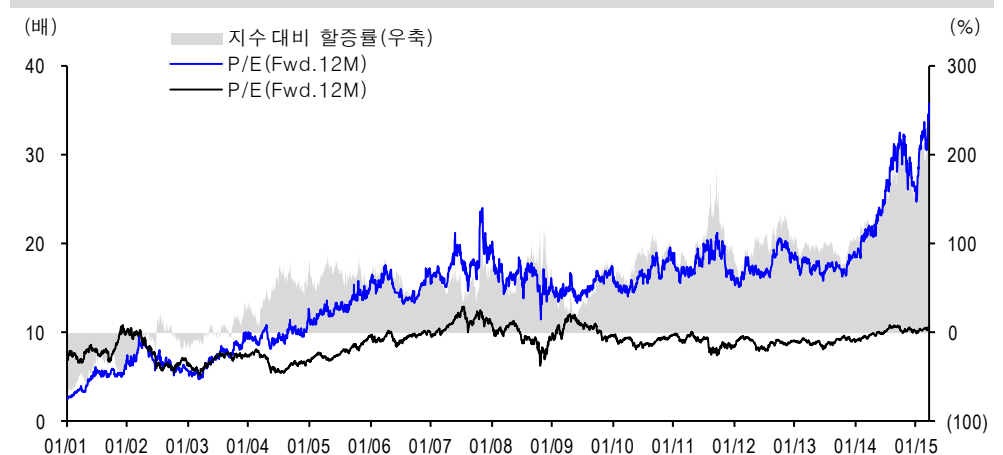
자료: 회사 자료, Quantiwise 신한금융투자 추정/주: 대형2사-아모레퍼시픽/LG생활건강

Global 화장품업체 PER Valuation

(배)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
아모레퍼시픽	27.4	29.3	28.3	22.7	31.9	26.5	40.8	39.9	33.4	28.7
LG생활건강	28.3	31.8	29.9	32.7	38.3	27.1	31.9	33.3	28.7	24.9
아모레G	5.0	5.9	6.8	6.1	12.1	11.7	17.9	18.8	15.8	14.3
한국콜마	-	-	-	-	27.1	37.8	23.0	31.7	27.0	-
코스맥스	-	-	-	-	-	-	47.1	44.5	28.0	20.6
Procter & Gamble	17.1	14.7	16.3	16.4	15.9	19.1	20.7	19.2	17.8	17.0
Estée Lauder	19.4	20.2	19.2	27.6	23.6	24.6	30.1	25.6	22.5	20.2
Johnson & Johnson	12.9	14.2	13.0	13.1	13.6	16.8	17.0	16.4	15.6	14.6
Rohto Pharmaceutical	19.2	17.0	15.5	13.2	14.8	18.7	20.8	19.1	18.2	17.1
Fancl	23.5	25.7	26.0	26.5	29.5	적자	42.3	32.5	25.1	-
Kao	23.1	16.0	31.4	23.7	21.6	26.3	42.9	33.3	28.1	25.3
Shiseido	30.6	29.9	24.0	44.8	39.2	적자	28.2	38.0	32.9	19.7
Shanghai Jahwa	32.6	45.7	57.1	40.1	35.8	35.5	30.2	23.1	21.8	18.5
L'Oréal	17.8	22.8	21.7	19.6	21.9	26.6	27.9	28.0	26.0	23.9
Beiersdorf	16.9	27.8	29.7	39.8	31.6	31.3	32.5	29.5	27.2	24.5
LVMH	11.2	21.1	19.4	17.4	20.2	19.3	24.1	20.9	19.0	17.4
Unilever	9.2	18.6	15.2	17.1	18.9	17.4	24.7	22.2	20.7	19.2
평균	19.6	22.7	23.6	24.1	24.7	24.2	29.6	28.0	24.0	20.4

자료: 회사 자료, Quantiwise 신한금융투자 추정

화장품업종 시장대비 할증률 추이



자료: Quantiwise, 신한금융투자

시세이도의 사례

→ 중국 시장 점유율 확대

2011년 PER 45배

시세이도는 2013년 기준 중국 스킨케어 시장 점유율 3위(5.6%), 색조 시장 점유율 4위(4.8%)를 기록 했다. 스킨케어 기준 시세이도는 2004년 점유율 4.7%에서 2011년 6.7%까지 매년 점유율을 증가시키며 중국 시장에서의 영향력을 확대해왔다. 2011년 매출액은 6,707억엔(+4.1% YoY)을 기록하며 외형 역성장 기조에서 성장 기조로 전환했다. 이 시기 시세이도는 최고 PER인 44.8배를 적용받은 바 있다. 아모레퍼시픽의 PER는 현재 2015년 39.9배, 2016년 33.4배 수준이다. 2017년까지 연평균 15.6%의 매출액 성장을 예상하여 추가 상승 여력은 충분하다.

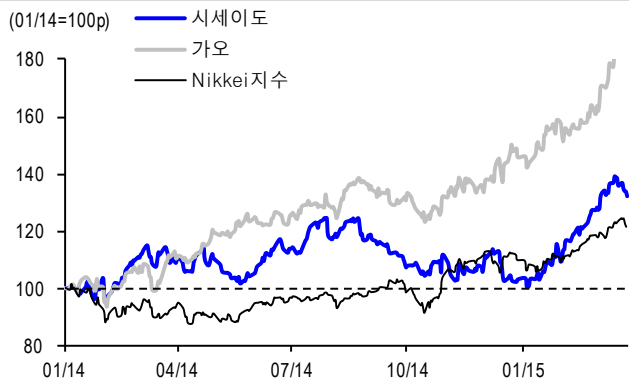
시세이도는 브랜드 고루화와 전략 부재로 2012년 이후 중국 화장품 시장 내 점유율이 하락하고 있다. 성장과 이익률도 동반 하락하고 있다. 시세이도의 전략은 아모레퍼시픽 설화수의 중국 전략과 상이하다. 설화수는 아시아, 원료를 강조하는 반면 시세이도는 아시아를 배제하고 서구의 느낌을 표방했다. 시세이도의 점유율은 2012년 6.2%, 2013년 5.7%로 하락세이다.

일본과 한국 화장품업체 PER Valuation

(배)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
아모레퍼시픽	27.4	29.3	28.3	22.7	31.9	26.5	40.8	39.9	33.4	28.7
LG생활건강	28.3	31.8	29.9	32.7	38.3	27.1	31.9	33.3	28.7	24.9
Kao	23.1	16.0	31.4	23.7	21.6	26.3	42.9	33.3	28.1	25.3
Shiseido	30.6	29.9	24.0	44.8	39.2	적자	28.2	38.0	32.9	19.7
평균	19.6	22.7	23.6	24.1	24.7	24.2	29.6	28.0	24.0	20.4

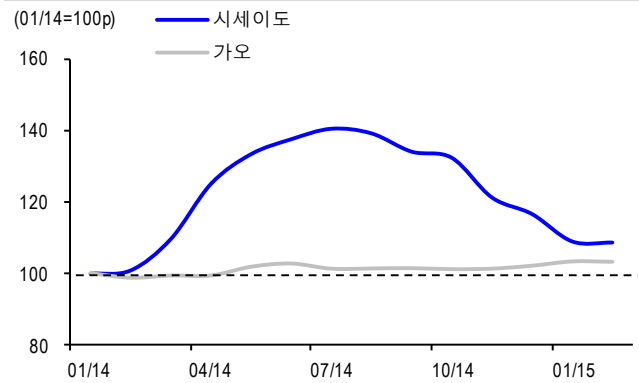
자료: 회사 자료, Quantiwise 신한금융투자 추정

일본 화장품 업체(시세이도·가오) 주가 추이



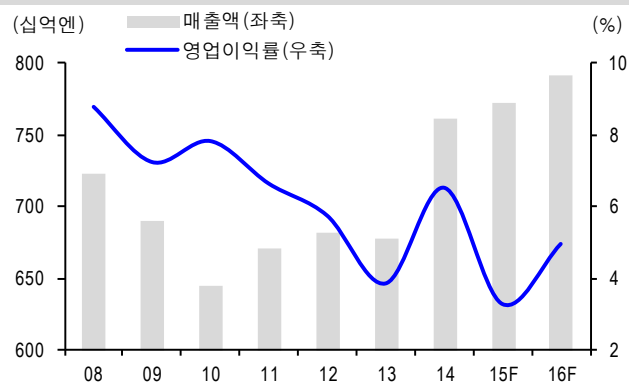
자료: Bloomberg, 신한금융투자

일본 화장품 업체(시세이도·가오)의 2015년 예상 EPS 변화 추이



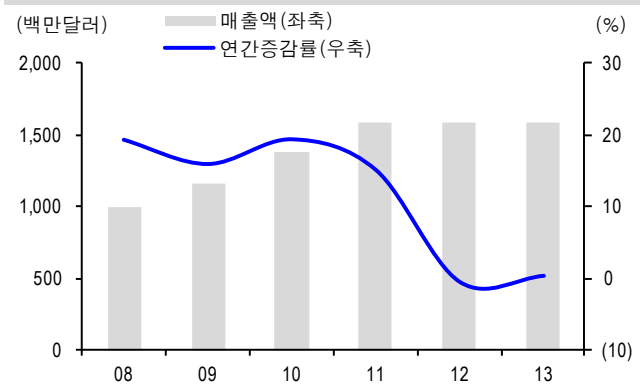
자료: Bloomberg, 신한금융투자 / 주: 일본결산일 3월 15=2015.03.31

시세이도 실적 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한금융투자 / 주: 일본결산일 3월 14=2014.03.31

시세이도 중국 매출 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

Top Picks: 코스맥스(192820), 아모레퍼시픽(090430)

최선호주로 코스맥스와 아모레퍼시픽을 제시한다. 코스맥스는 중국 로컬 화장품 고객사 확대에 따른 수혜를 전망한다. 상하이/광저우의 공격적인 Capa 증설을 통해 중국 내 매출액은 2017년 까지 연평균 40% 성장이 기대된다. 중국 노출도가 가장 높은 회사이다. 아모레퍼시픽은 중국인의 K-뷰티 선호의 수혜주다. 생활용품, 음료를 보유한 글로벌 피어와 달리 성장세가 높은 화장품 사업부만 보유하고 있다. 면세점 성장과 함께 2014년 턴어라운드한 중국시장에서도 고성장이 지속될 예정이다.

커버리지 화장품 업체 밸류에이션 요약

	코스맥스	아모레퍼시픽	한국콜마	LG생활건강	아모레G
1. 투자의견	매수	매수	매수	매수	Trading buy
a. 목표주가(원)	170,000	4,100,000	83,000	930,000	1,500,000
EPS	4,712	170,938	2,335	25,894	36,750
Target multiple	36	45	33	36	41
b. 전일증가(원)	132,500	3,241,000	66,300	799,000	1,419,000
c. 상승여력(%)	28.3	26.5	25.2	16.4	5.7

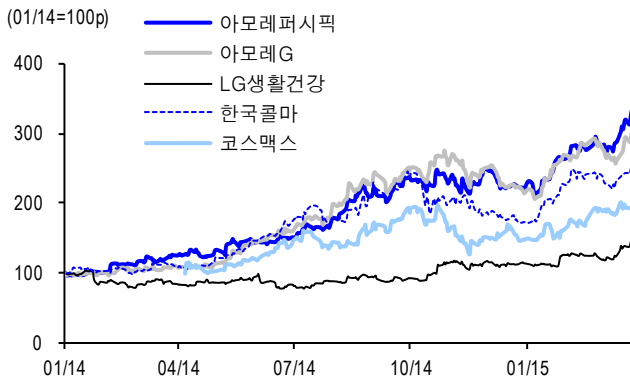
자료: 신한금융투자 주: 1) 코스맥스-2015~2017년 평균 EPS, 2) 아모레퍼시픽-2015~2016년 평균 EPS, 한국콜마-2015~2017년 평균 EPS, LG생활건강-2015~2016년 평균 EPS, 아모레G-2015~2016년 평균 EPS,

한국 화장품 업체 Valuation 요약

(조원, %, 배)	회사 이름	시가총액	주가상승률		PER		PBR		EV/EBITDA		ROE	
			1M	YTD	2014P	2015F	2014P	2015F	2014P	2015F	2014P	2015F
브랜드	아모레퍼시픽	19.6	17.4	50.9	40.8	39.7	5.3	6.6	19.5	20.7	14.1	18.3
	LG생활건강	12.9	23.7	33.1	31.9	33.3	6.5	6.8	17.8	18.0	22.3	22.9
	아모레G	12.0	12.3	50.3	17.9	18.8	2.1	2.5	11.1	11.3	12.1	14.5
ODM	한국콜마	1.4	10.4	53.9	23.0	31.7	6.2	7.3	17.8	23.7	29.0	25.8
	코스맥스	1.2	4.6	35.9	47.1	44.5	11.1	11.6	33.2	28.5	17.2	29.2
	한국콜마홀딩스	0.9	5.5	24.5	-	-	-	-	-	-	-	-
	코스맥스비티아이	0.5	12.1	24.9	43.4	30.7	10.0	7.8	-	-	28.7	28.0
	코스온	0.4	39.1	112.6	285.8	53.8	35.7	8.6	58.6	32.9	12.3	21.9
원브랜드샵	에이블씨엔씨	0.4	7.5	36.1	593.9	20.4	2.6	2.3	93.1	14.1	0.4	11.3
원료	바이오랜드	0.4	19.2	33.0	26.2	24.3	2.6	2.6	13.2	12.6	10.4	11.2
	대봉엘에스	0.2	23.7	67.2	28.5	20.9	3.5	3.1	16.8	15.8	13.4	15.9
	KCI	0.2	23.7	107.1	42.9	26.9	3.6	3.2	24.1	16.7	8.6	12.6
	에이씨티	0.2	28.9	140.2	17.7	23.8	2.0	3.2	13.5	18.4	11.6	14.1
마스크팩	삼성엘엔에스	1.2	63.2	184.7	73.8	35.3	6.6	7.8	13.2	13.9	36.4	45.2
	제닉	0.2	7.6	50.2	83.2	21.5	3.0	2.8	20.1	12.1	5.5	9.8

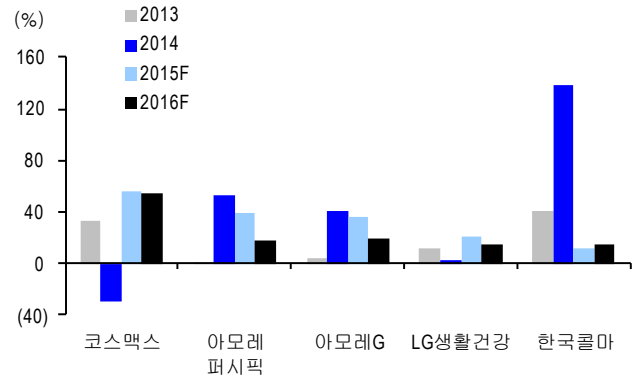
자료: Fnguide, Quantiwise, Bloomberg Consensus, 신한금융투자 추정 / 주: 신한커버리지는 신한 추정치 기준

커버리지 5개 화장품 업체 주가 추이



자료: Quantiwise, 신한금융투자

커버리지 5개 화장품 업체 영업이익 성장률 전망



자료: Quantiwise, 신한금융투자 추정

화장품 대형 2개사 역사적 PBR Valuation

(배)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
PBR	4.2	5.2	5.3	4.3	4.8	3.6	5.0	5.8	4.8	4.0
PBR 최고	4.7	5.2	5.6	5.0	5.0	4.4	5.4	5.9	4.9	4.2
PBR 최저	3.4	2.9	3.7	3.6	3.6	3.2	2.9	4.0	3.4	2.8
PBR 평균	4.1	3.8	4.6	4.3	4.3	3.6	3.9	4.9	4.1	3.4

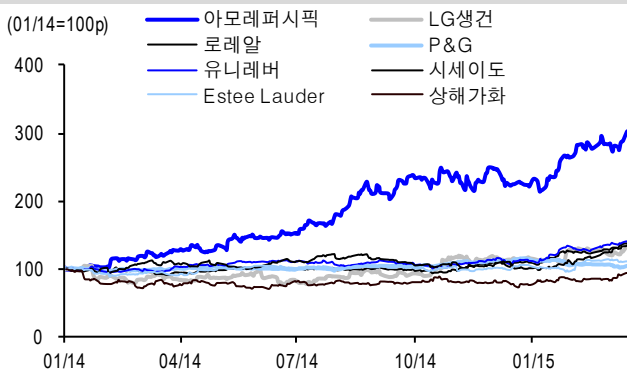
자료: 회사 자료, Quantiwise 신한금융투자 추정/주: 대형2사-아모레퍼시픽/LG생활건강

Global 화장품 업체 valuation 요약 비교

(종원, %, 배)	회사 이름	시가총액	주가상승률		PER		PBR		EV/EBITDA		ROE	
			1M	YTD	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F	2014F	2015F
한국	아모레퍼시픽	19.6	17.4	50.9	40.8	39.7	5.3	6.6	19.5	20.7	14.1	18.3
	LG생활건강	12.9	23.7	33.1	31.9	33.3	6.5	6.8	17.8	18.0	22.3	22.9
	아모레G	12.0	12.3	50.3	17.9	18.8	2.1	2.5	11.1	11.3	12.1	14.5
	한국콜마	1.4	10.4	53.9	23.0	31.7	6.2	7.3	17.8	23.7	29.0	25.8
	코스맥스	1.2	4.6	35.9	47.1	44.5	11.1	11.6	33.2	28.5	17.2	29.2
미국	Johnson & Johnson	313.4	(0.9)	(2.9)	17.0	16.4	3.7	3.5	10.4	10.9	22.4	22.8
	Procter & Gamble	248.0	(2.8)	(9.2)	20.7	19.2	3.5	3.6	13.6	13.0	16.9	18.8
	Estée Lauder	35.3	1.7	10.3	30.2	25.6	7.8	7.0	15.8	14.0	28.4	31.5
	Nu Skin	4.0	11.6	38.4	14.7	15.3	3.8	3.4	8.0	8.1	27.3	23.5
일본	Kao	28.2	13.1	27.2	42.7	33.2	4.8	4.3	-	-	10.7	13.6
	Shiseido	7.9	2.4	26.6	28.0	37.8	2.4	2.2	-	-	8.7	5.7
	Rohito Pharmaceutical	1.9	15.3	14.0	20.8	19.1	1.9	1.8	-	-	9.1	9.4
	Fancl	0.9	(11.4)	(10.5)	41.9	32.2	1.4	1.3	-	-	3.2	3.9
중국	Shanghai Jahwa	5.2	13.8	26.3	30.1	23.1	7.4	5.8	25.6	22.5	24.8	26.5
유럽	Unilever	142.1	0.7	9.9	24.7	22.2	7.1	7.5	15.8	14.3	31.8	33.5
	L'Oréal	115.8	6.6	23.6	32.5	28.0	5.0	4.4	20.6	18.5	14.7	16.2
	LVMH	99.9	0.4	24.4	24.1	20.9	3.2	3.2	12.5	10.9	12.1	15.6
	Beiersdorf	24.8	6.2	21.9	32.5	29.5	5.0	4.6	20.0	17.7	15.5	15.9

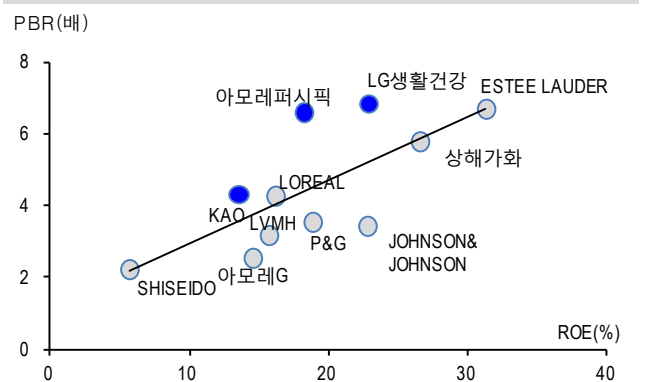
자료: Bloomberg Consensus, 신한금융투자 추정

해외 화장품 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

2015년 글로벌 화장품 업체의 PBR과 ROE 비교



자료: Bloomberg Consensus, 신한금융투자 추정

2015년 전망: 전방위 Value Chain이 다 좋다

- 국내 화장품 산업: 2015년 시장 12.6조원 예상(+7.0% YoY)
- 브랜드: 한국 소비재 내 글로벌 스타 탄생
- ODM: 아모레에서 로레알까지
- 원브랜드샵: 저점은 지났다

1. 국내 화장품 산업: 2015년 시장 12.6조원 예상(+7.0% YoY)

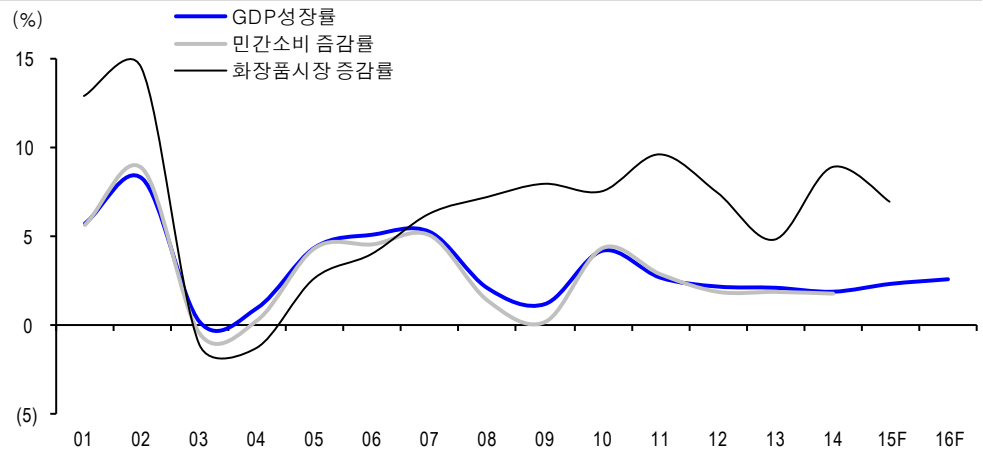
한국 화장품 글로벌화 초기 단계 → 프리미엄화 진행 중

2000년 이후 전통적인 국내 화장품 시장 채널은 백화점과 방문판매, 전문점이었다. 백화점은 해외 럭셔리 브랜드 위주로, 방문판매는 국내 대형업체의 프리미엄 화장품 판매 채널로 활용되어 왔다. 전문점은 다양한 브랜드 제품을 판매하는 종합전문점에서 원브랜드샵으로 변화했다. 2003년 에이블씨엔씨(미샤)의 원브랜드샵(하나의 브랜드만 판매하는 화장품 매장) 등장으로 저가 화장품 시장이 개화되었다. 2009년~2011년은 소비의 양극화가 화두였다. 채널 장악력이 높은 대형업체와 원브랜드샵이 동반 성장했다.

2011년 하반기 이후 2013년까지 국내 시장의 성장은 경기침체로 둔화되었다. 합리적 소비가 화두로 부각되면서 저가 화장품 시장이 선전, 채널 및 브랜드의 트레이딩 다운 소비가 확산됐다. 고객 니즈 다양화로 소비밀착형 유통(원브랜드샵, 인터넷, 면세점, 홈쇼핑)이 확장됐다. 고가 유통채널인 백화점/방판 위축으로 대형업체(아모레퍼시픽 시장점유율 40%)는 부진했다.

2014년은 중국이라는 외부 수요가 급격히 증가하며 면세점 채널 성장률이 높았다. 온라인 유통 채널 증가로 전통채널인 백화점은 위축되었으나 디지털 채널의 성장은 양호했다. 한국 화장품 브랜드의 글로벌화가 진행됨에 따라 2015년에도 면세점 채널의 성장세는 유효하다. 부진했던 백화점/방판도 저점을 확인했다.

국내 GDP, 민간소비, 화장품 시장 성장률 추이 및 전망



자료: 한국은행, 통계청, 신한금융투자 추정

화장품시장 성장률, 화장품 업종별 주가 수익률 추이

	키워드	시장 성장률	화장품지수	브랜드	원브랜드	ODM	원료
2010	소비 양극화	7.6	28.6	28.8	70.7	143.6	33.5
2011		9.7	(0.2)	8.9	13.9	16.8	23.6
2012	합리적 소비	7.5	44.2	33.5	224.3	70.0	16.1
2013	저가 화장품	4.9	(12.7)	(14.1)	(56.9)	11.0	8.1
2014	면세점, 중국	8.9	112.1	69.3	(15.6)	50.9	56.2
2015	글로벌화	7.0	51.6	41.7	41.6	39.2	62.4

자료: Quantilise, 통계청, Euromonitor, 신한금융투자 /주: 브랜드-아모레퍼시픽/아모레G/LG생활건강, 원브랜드-에이블씨엔씨, ODM-한국콜마/한국콜마홀딩스/코스맥스/코스맥스BTI/코스온, 원료-대봉엘에스/바이오앤/ACT/KCI

채널: 온라인, 품목: 기초(선풍수·후)에서 파운데이션(쿠션) 주목

시장의 축은 오프라인에서 온라인으로 → 판매 수수료 ↓

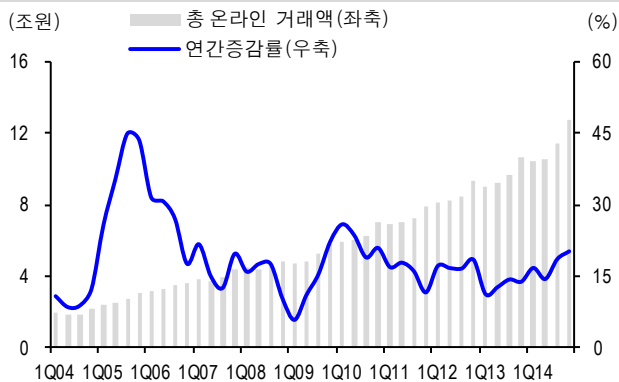
국내 화장품 시장 성장의 축은 방문판매, 백화점, 전문점으로 오프라인 채널의 성장과 궤를 같이 해왔다. 고가 채널인 백화점은 높은 제품 교섭력을 바탕으로 브랜드업체에게 타 채널 대비 높은 유통수수료를 수취했다. 2012년 이후 합리적 소비가 트렌드가 되면서 가격 경쟁력과 편리성을 무기로 온라인 채널의 성장은 꾸준히 성장 중이다.

화장품의 온라인 성장세는 더 높다. 2014년 화장품 온라인 거래 성장률은 26.8%로 총 온라인 거래액 성장률 17.5%를 큰 폭으로 상회한다. 이는 1) 화장품 업체의 온라인 채널 강화, 2) 수요층의 무차별화 때문이다. 화장품은 상품 특성상 개개인의 소비 취향이 중요한 의류와는 달리 타겟 수요층이 넓다. 오프라인에서 상품을 체험하고 구매할 이유가 일반 소비재 대비 크지 않다. 또한 동일 상품 재구매시 온라인이 가격과 편리성 측면에서 우위에 있다.

아모레퍼시픽의 주요 매출 채널은 2010년 방판(매출비중 37%), 백화점(26%), 전문점(16%)에서 2014년 면세점(27%), 방판(21%), 디지털(15%)로 온라인 채널이 급부상했다. 신성장 채널 성장과 브랜드 파워 보유로 과거보다 유통업체 의존도는 하락하고 있다. 아모레퍼시픽은 매출액 내 원가비중이 27%, 판관비 비중이 59%이다. 판관비 중 유통업체에 지불하는 판매 수수료가 매출액 대비 15%로 판관비 내 차지하는 비중이 높다. 유통 수수료가 저렴한 온라인 채널 성장이 가속화되면서 구조적인 마진 개선세도 이어질 전망이다.

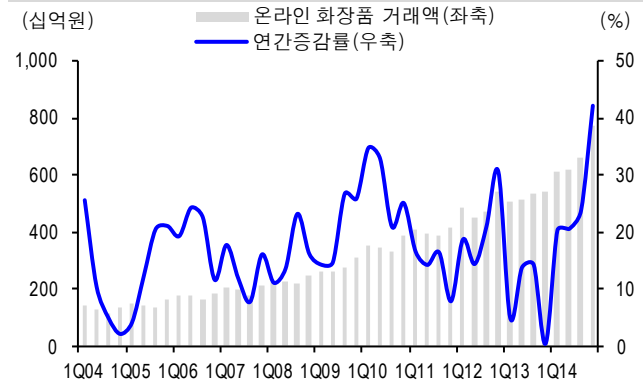
품목은 선풍수 및 후에서 강한 기초 라인 외에 파운데이션이 주목받을 전망이다. 파운데이션의 대표 상품으로 아모레퍼시픽의 쿠션 상품이 있다. 쿠션은 2008년 출시 이후 지속적인 인기를 끌고 있으며 2014년 국내 매출의 10%를 차지했다. 글로벌 업체의 유럽 및 국내 미투제품 출시로 일부 우려는 있으나, 지역 및 브랜드 확장(기존 아이오페·헤라 외 선풍수 업그레йд 신제품, 마몽드 신규제품 출시) 전략으로 매출 저변을 확대할 계획이다.

국내 온라인 거래액 추이



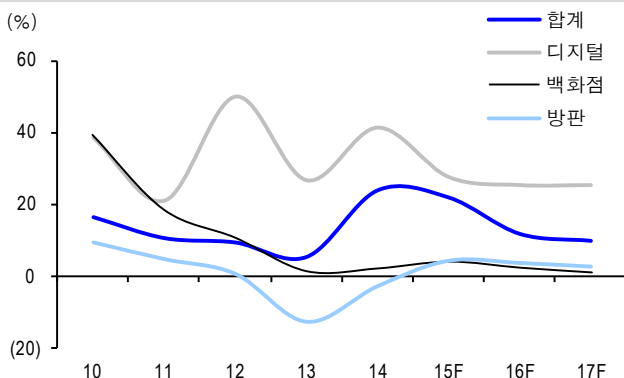
자료: 통계청, 신한금융투자

국내 온라인 화장품 거래액 추이



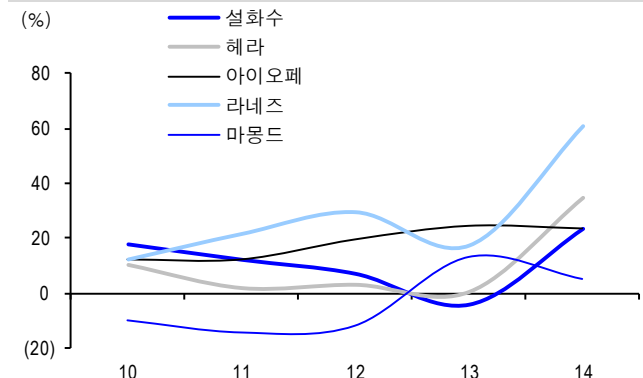
자료: 통계청, 신한금융투자

아모레퍼시픽의 채널별 매출 성장률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아모레퍼시픽의 브랜드별 매출 성장률 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

2. 브랜드: 한국 소비재 內 글로벌 스타 탄생

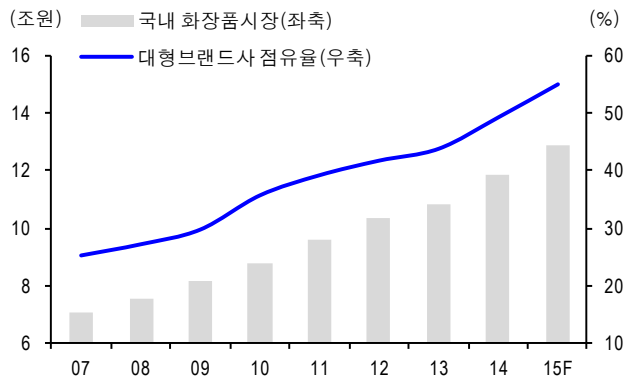
(1) 2015년 매출액 +21.6%, 영업이익 +30.1% YoY 전망

2015~2017년 합산 매출액
연평균 성장률 +14.6%

국내 대표 브랜드 업체는 아모레퍼시픽과 LG생활건강이다. 2014년 국내 화장품 시장 규모는 11.8조원으로 추산되며, 두 업체의 합산 점유율은 49%(아모레퍼시픽 33%, LG생활건강 17%)로 과점화된 상태이다. 합산 점유율은 대형업체의 브랜드력 강화, 전방위 유통채널 점유 효과로 매년 상승하는 추세이다(2007년 25%→2010년 36%→2013년 44%). 이전 강자인 코리아나 화장품은 2003년 카드사태로 전통 유통채널인 직판이 무너지면서 신채널 발굴에 실패한 바 있다.

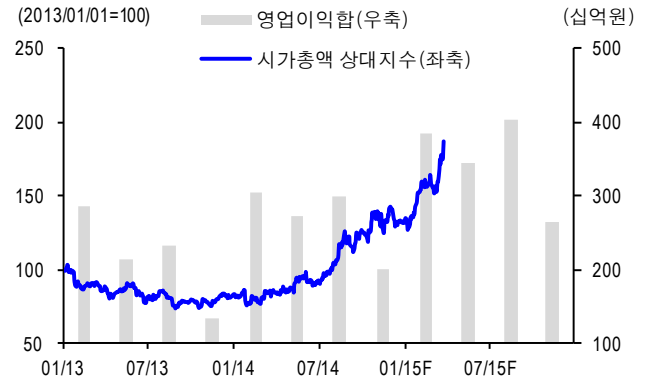
브랜드 업체는 2014년 면세점과 해외부문 성장으로 전년대비 22.4%의 매출액 성장을 기록하며 2013년 10.0% 성장 대비 큰 폭의 레벨업을 경험했다. 2015년에 국내외 면세점 성장과 K-뷰티로 표방되는 브랜드력을 바탕으로 21.6%의 매출액 성장률을 예상한다.

국내 화장품 시장 내 브랜드 업체 점유율 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정
주: LG생활건강은 화장품사업부문 매출액

브랜드업체의 시가총액, 영업이익 추이 및 전망



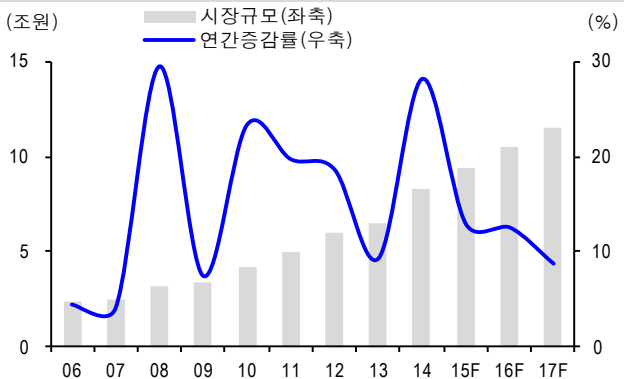
자료: Quantiwise, 신한금융투자 추정
주: 브랜드업체 - 아모레퍼시픽과 LG생활건강 합산

(2) 면세점 성장 지속 예상

2015년 전년대비 성장률
중국인 입국자수 +31%, 면세점
+22% → 화장품 수혜 지속

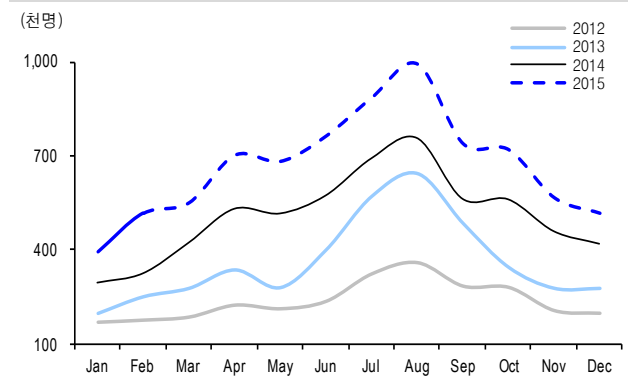
중국인 입국자 수는 2014년 613만(+41.6% YoY)으로 2013년(+52.5% YoY)에 이어 고성장을 지속했다. 2015년 2월은 춘절효과로 516,787명(+58.4% YoY)을 기록했다. 중국인 면세점 성장세도 눈부시다. 당사의 2015년 중국인 입국자 수 추정치는 803만명(+31.1% YoY), 국내 면세점 시장은 9.4조원(+13.3% YoY)으로 2017년까지 지속적인 성장을 전망한다. 엔저에 힘입은 일본 관광산업 호황으로 한국의 중국인 관광객의 증가세 지속 여부를 우려하는 시각이 있다. 실제로 2월 중국인의 일본 입국자는 139만명(+57.6% YoY)로 급증세이다. 그러나 2014년 중국인 출국자의 국가별 비중을 분석하면 홍콩 44%, 한국 6%, 일본 2%로 성장세에도 불구하고 여전히 한자릿수에 머물러 있다. 면세점 성장 지속을 전망하는 이유이다.

국내 면세점시장 규모 추이 및 전망



자료: 관세청, 신한금융투자 추정

국내 중국인 입국자 수 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

2015년 국내 면세점 +13.3%

- 1) 중국인 입국자 수 증가
- 2) 신규 면세점 사업자 선정

화장품의 2015년 면세점부문 국내 업사이드 요인은 출점을 완료한 인프라의 Q(물량) 증가 여부이다. 2015년 9월 시내 면세점 4개소의 사업자가 결정될 예정이나 당해 실적에 미치는 영향은 제한적일 전망이다. 추가 유통채널 증가로 인한 효과보다 중국인 입국자 수 증가와 같은 macro 의존도가 높다. 기업 측면에서는 품목 확대, 중국인 타겟 마케팅 증가가 계속될 전망이다.

국내 면세점 시장은 2014년 8.3조원(+21.6% YoY)을 기록했다. 2015년에도 9.4조원(+13.3% YoY)으로 고성장세 지속을 전망한다. 화장품은 국내 면세 시장의 55% 비중을 차지한다. 면세점 성장세가 화장품 수혜로 직결되는 이유이다. 실제로 아모레퍼시픽의 2014년 총매출 성장률은 +25.0%를 기록했으나 면세 채널은 +102.1%를 기록했다. LG생활건강의 총매출 성장률은 +8.1%, 면세채널은 +205.2%를 기록했다.

2015년 해외 면세점 upside

- 1) 現 점포 효율화
- 2) 대형 유통사 해외 진출

해외는 現 보유 점포 효율화가 최우선이나 국내 대형 유통사(롯데, 호텔신라)의 해외 면세 사업 진출 시 추가 출점도 가능하다. 롯데는 세계 6위 면세사업자 WDF 인수를 고려 중이다. 호텔신라는 2014년 10월 세계 4위 공항인 싱가포르 창이국제공항과 11월 50위권 공항인 마카오 공항 면세점에 진출했다. 2015년 하반기에는 태국 면세점에 진출할 전망이다. 2015년 3월 세계 기내 면세점 1위 디페스(미국)를 인수하는 등 해외 면세 사업 확대 전략을 추진 중이다.

호텔신라는 싱가포르 창이공항 면세점(화장품)을 2014년 10월 11개, 2015년 2월 19개 매장으로 오픈했다. 공항 내 4개 터미널에 2,000평 규모이다. 한국 화장품은 아모레퍼시픽의 라네즈·설화수·이니스프리, LG생활건강의 후가 입점되어 있다. 창이공항점 매출액의 10%가 아모레퍼시픽 매출액이라고 가정하면 2015년 1개소에서 171억원의 매출액(2015년 면세점 매출액 1.1조원 예상)이 가능하다. 아모레퍼시픽의 2015년 해외 면세점 전략은 기존점 효율화이다. 창이공항과 같은 해외점 매출 안정화 시 추가 업사이드 요인으로 작용할 전망이다.

창이공항의 신라면세점 및 한국 화장품 매출액 전망

(십억원, 개)	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	1Q16F	2Q16F	3Q16F	4Q16F	2015F	2016F	2017F
창이공항 이용자수(천명)-A	13,999	13,358	13,690	13,986	14,489	13,906	14,197	14,433	14,938	55,523	57,474	59,487
창이공항 신라 향수 매장수	11	11->19	19	19	19	19	19	19	19	19	19	19
신라 매장 1개당 월평균 매출액	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.2	2.2
공항 1인당 소비금액(원)-B	8,400	8,700	8,700	8,700	8,700	8,800	8,800	8,800	8,800	8,700	8,800	8,900
매출액((AxB)/(1,000,000))	68.0	99.0	119.1	121.7	126.1	122.4	124.9	127.0	131.5	465.8	505.8	529.4
매출원가(원가율 37% 가정)	25.2	34.8	44.1	45.0	46.6	45.3	46.2	47.0	48.6	170.5	187.1	195.9
한국 화장품 매출액 추정(10% 가정)	2.5	3.5	4.4	4.5	4.7	4.5	4.6	4.7	4.9	17.1	18.7	19.6

자료: 신한금융투자 추정, 창이공항 신라면세점 흑자전환은 언제?(성준원, 2015.03.11 발간) 인용.

호텔신라 창이 공항점의 라네즈·설화수 매장



자료: 신한금융투자

호텔신라 창이 공항점의 이니스프리 매장



자료: 신한금융투자

2016년 면세점 upside

국내: 신규 면세점 매출화

해외: 효율화 + 출점 확대

2015년 1월 정부는 '관광인프라 및 기업혁신투자 중심의 투자활성화 대책'의 일환으로 시내면세점 확대를 발표했다. 서울 3개소(대규모 2개, 중견 1개)와 제주 1개소를 추가하고 추가 특허 여부를 2년마다 검토한다. 신라, 신세계, 현대, 갤러리아, 현대산업개발, SK네트웍스가 참여할 예정이다. 2015년 6월 기업 신청, 6~7월 중 신규 사업장 선정이 예정되어 있다. 신규 점포 개설 시 까지 약 3개월간의 시간이 소요되므로 직접적인 매출 증대 효과는 2016년에 가능하다. 현재 시내 면세점은 신라 2개, 제주 2개 등 17개소가 존재한다. 2015년 2월 기준 형태별 면세점 매출액은 시내 4.3억불(16개소), 출국장 1.9억불(19개소), 지정 0.4억불(5개소)으로 시내 비중이 65%이다. 4개소 추가 시 1개소 당 매출이 기존점 매출과 동일하다고 가정하면 추가 허가 전 대비 시내 면세점 매출액은 25%, 총 면세점 매출액은 16% 증가한다.

면세점의 국내 현황, 대형유통업체의 현황 및 계획

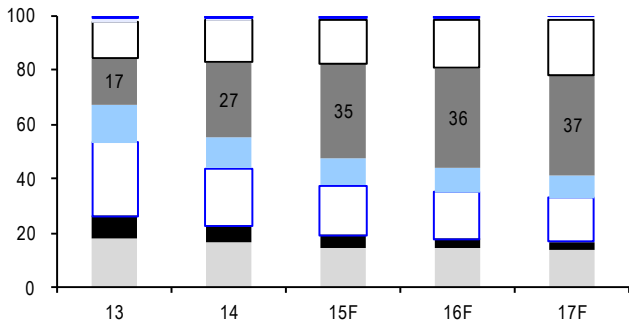
(단위: 개, m2)		2012	2013	2014	2015F	2016F	2017F
국내	개수	32	40	41	45	45	45
롯데	개수	7	7	8	8	8	8
	면적	28,388	28,388	41,995	48,562	48,562	48,562
신세계	개수	1	1	2	3	3	3
	면적	6,921	6,921	7,572	10,428	10,428	10,428
신라	개수	6	6	6	6	6	6
	면적	17,731	17,731	17,731	14,253	14,253	14,253
해외	개수	3	5	7	8	8	8
롯데	개수	3	5	5	5	5	5
신라	개수	-	-	2	3	3	3

자료: 관세청, 신한금융투자 추정

주: 2015년 롯데 인도네시아 1점포/싱가포르 2점포 총 3점포 계약 만료 예정. 재계약 여부 미정

아모레퍼시픽의 채널별 매출 비중 추이 및 전망

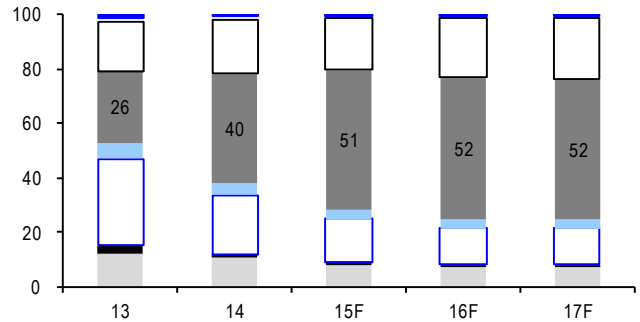
(%) ■전문점 ■할인점 □방판 ■백화점 ■면세점 □디지털 ■직판 ■기타



자료: 회사자료, 신한금융투자 추정

아모레퍼시픽의 채널별 영업이익 비중 전망

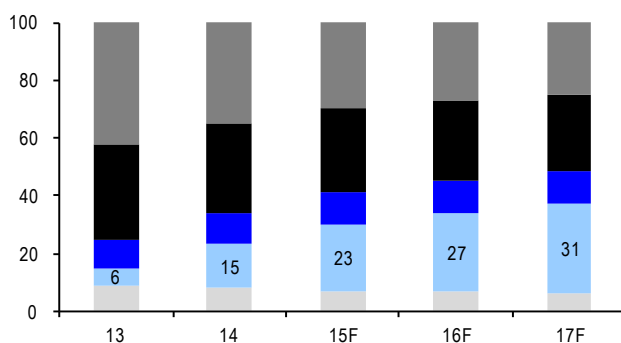
(%) ■전문점 ■할인점 □방판 ■백화점 ■면세점 □디지털 ■직판 ■기타



자료: 회사자료, 신한금융투자 추정, 주: 과거 수치도 당사 예측치

LG생활건강의 채널별 매출 비중 추이 및 전망

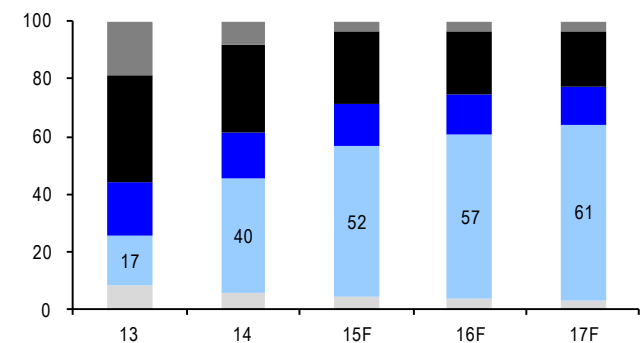
(%) ■백화점 ■면세점 ■방판 ■매스 ■기타



자료: 회사자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 채널별 영업이익 비중 추이 및 전망

(%) ■백화점 ■면세점 ■방판 ■매스 ■기타



자료: 회사자료, 신한금융투자 추정, 주: 과거 수치는 당사 추정치

면세점 성장률 10% 증가 시
영업이익 성장률
아모레 3.8%p ↑, LG 1.9%p ↑

중국인 입국 증가자 수 확대 (2013년 +52.5% YoY→2014년 +41.6% YoY)로 2014년 브랜드 화장품사는 고성장했다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 면세점 합산 매출 증가율은 2014년 +124.8%를 기록했다. 2015년은 중국인 입국자 수 +23.0%, 합산 면세점 +61.8%의 성장을 예상한다. 중국인 관광객의 면세점 유입이 2015년 이익 성장의 핵심이다. 면세점 성장률 10% 증가 시 영업이익 성장률은 아모레퍼시픽 +3.8%p, LG생활건강 +1.9%p 개선 효과가 있다.

2014년 아모레퍼시픽의 매출액은 면세점 채널 매출(7,029억원, +102.1% YoY) 호조로 3.9조원(+25.0% YoY)을 기록했다. 면세점 매출 비중은 총 매출액의 18%, 국내 화장품 매출액의 27%이다. 면세점은 유통 채널 중 가장 마진이 좋은 채널로 국내 화장품 영업이익의 40% 비중을 차지한 것으로 추정된다. 2014년 영업이익 5,638억(+52.5% YoY)을 기록하며 고성장을 기록한 이유이다. 2015년은 면세점 성장률 +55%를 가정, 매출액 4.8조원(+22.8% YoY), 영업이익 7,814억원(+38.6% YoY)을 예상한다. 영업이익의 면세점 비중은 2015년 51%, 2016년 52%로 증가할 전망이다. 1분기 면세점 성장률은 +120%을 예상한다. 사측 보수적 연간 예상치인 25%를 큰 폭으로 상회할 전망이다.

2014년 LG생활건강의 매출액은 면세점 매출(2,993억원, +205.2% YoY) 급증으로 4.7조원(+8.1% YoY)을 기록했다. 면세점 매출 비중은 총 매출액의 6%, 화장품 매출액의 15%이다. 면세점 영업이익률은 30%이상으로 유통 채널 중 마진이 가장 높다. 화장품 영업이익 30% 이상은 면세점을 통해 발생했다. 2015년은 면세점 성장률 +77%를 가정, 매출액 5.2조원(+10.7% YoY), 영업이익 6,177억원(+20.7% YoY)을 예상한다. 영업이익의 면세점 비중은 2015년 48%, 2016년 53%로 증가할 전망이다.

아모레퍼시픽, LG생활건강의 면세부문 성장률 시나리오별 실적 추이 및 전망

(단위: 명, %, 십억원)		2012	2013	2014	2015F			
Macro	중국인입국자수	2,837	4,327	6,127	7,536			
	성장률	27.8	52.5	41.6	23.0			
아모레퍼시픽					1)면세 성장률 25% (bear case: 가이던스)	2)면세 성장률 55% (base case: 추정치)	3)면세 성장률 80% (bull case)	컨센서스
실적 전망	총 매출액	2,850	3,100	3,874	4,544	4,756	4,930	4,571
	국내 화장품	1,989	2,088	2,579	2,922	3,134	3,308	
	면세점	265	348	703	879	1,091	1,265	
	(국내내 면세 비중)	13.3	16.7	27.3	30.1	34.8	38.2	
	영업이익	365	370	564	714	781	833	702
증감률	총 매출액	11.5	8.8	25.0	17.3	22.8	27.3	18.0
	국내 화장품	9.0	5.0	23.5	13.3	21.5	28.3	
	면세점		31.5	102.1	25.0	55.2	80.0	
	(국내내 면세 비중)		+3.4%p	+10.6%p	+2.8%p	+7.6%p	+11.0%p	
	영업이익	(2.0)	1.2	52.5	26.7	38.6	47.7	24.4
면세점 매장 수	국내(카운터)	75	89	106				
	해외(선반)	55	99	139				
LG생활건강					1)면세 성장률 25% (bear case)	2)면세 성장률 77% (base case: 추정치)	3)면세 성장률 100% (bull case)	컨센서스
실적 전망	총 매출액	3,896	4,326	4,677	5,019	5,175	5,244	5,125
	화장품	1,479	1,662	1,956	2,176	2,332	2,401	
	면세점	74	98	299	375	531	600	
	(화장품내 면세 비중)	5.0	5.9	15.3	17.2	22.8	25.0	
	영업이익	446	497	512	568	618	640	591
증감률	총 매출액	12.7	11.0	8.1	7.3	10.7	12.1	9.6
	화장품	20.5	12.4	17.7	11.2	19.2	22.7	
	면세점	16.8	31.9	205.2	25.0	77.4	100.0	
	(화장품내 면세 비중)		+0.9%p	+9.4%p	+1.9%p	+7.5%p	+9.7%p	
	영업이익	20.4	11.4	3.1	10.9	20.7	25.0	15.5
면세점 매장 수	국내(카운터)	49	74	92				
	해외(선반)			18				

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

3. ODM: 아모레에서 로레알까지

(1) 2015년 ODM 업체 합산 매출액 +17.5% , 영업이익 +19.7% YoY 전망

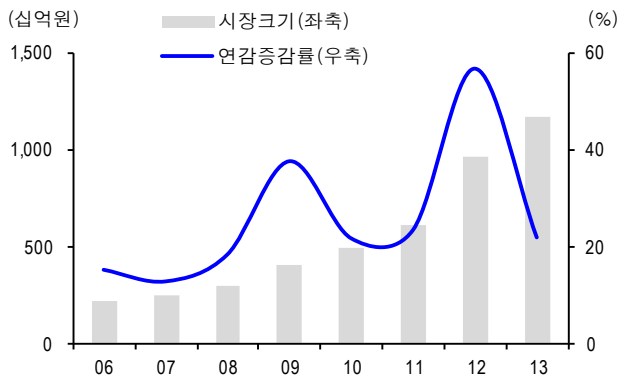
K뷰티로 글로벌업체 주문 증가
2015~2017년 합산 매출액
연평균성장률 +21.6%

*ODM(Original Design Manufacturing):
개발력을 갖춘 제조업체가 판매망을 갖
춘 유통업체에 상품 또는 재화를 제공하
는 생산방식

국내 ODM 시장규모는 2014년 1.3조원 규모로 추산된다(ODM회사 상위 11개 업체의 점유율은 90%임을 가정). 200개 이상의 업체가 존재하나 상위 2개 업체의 합산 점유율은 56%(한국콜마 33%, 코스맥스 22%)로 브랜드 업체와 마찬가지로 과점화된 시장이다. 합산 점유율은 대형업체의 R&D 우위, 생산 설비 보유, 품질관리 능력으로 매년 상승하는 추세이다(2012년 43%→2013년 52%). 3위권은 코스메카코리아, 코스온이다. 진입장벽은 낮지만 성장성은 높은 산업이다.

브랜드사 대비 ODM사의 장점은 안정성이다. 직접 유통을 하지 않아 빠른 유통채널의 변화에 대응할 필요가 적다. 단점은 큰 폭의 성장은 어렵고 투자가 선행되어야 한다. 핵심은 신규 고객사 확보이다. 국내 ODM업체는 브랜드사의 성장과 함께 화장품 시장의 성장률을 상회하는 20% 이상의 성장세를 보여왔다. 브랜드사 시장 정체와 K뷰티로 중국의 한국화장품 선호 트렌드에 맞추어 향후 신규 고객사 타겟을 해외로 돌리고 있다.

국내 ODM시장과 한국콜마, 코스맥스 합산 점유율 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

주: 시장 크기-상위 11개사(아이피어리스/에버코스/코스메카코리아/코스비전/엘시시/유씨엘/한국콜마/코스맥스/한국화장품/코스온) 합산 매출액*1.1

한국콜마, 코스맥스의 합산 영업이익, 시가총액지수 추이 및 전망



자료: Quantiwsie, 신한금융투자 추정

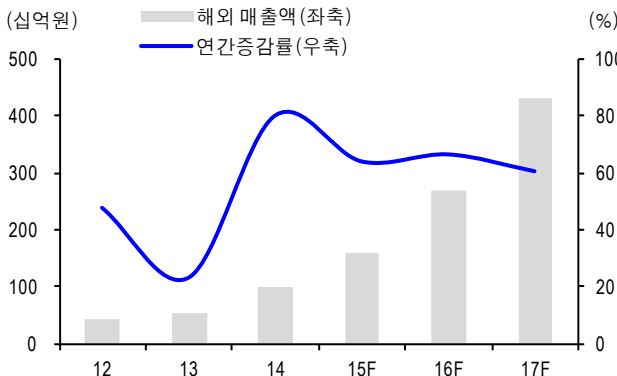
주: 시가총액은 2014.04 분할상장으로 코스맥스/코스맥스BTI/한국콜마 합산 시가총액 지수 사용

(2) 중장기 전략은 글로벌 고객사 확보

중국업체: 로컬 증가
유럽업체: 품목 증가

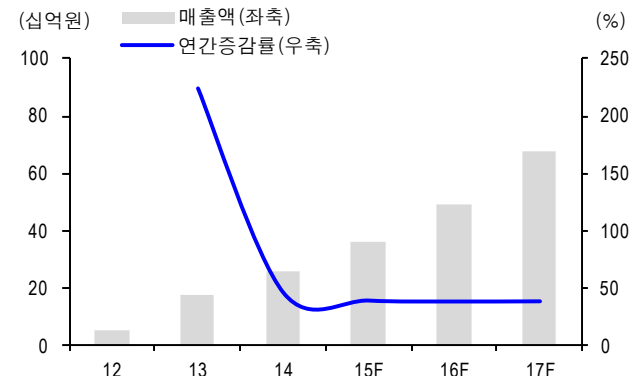
코스맥스와 한국콜마를 필두로 하는 한국 ODM의 특징은 트렌드 변화에 민감하고 품질이 우수하다는 점이다. 창의성, 신속성을 바탕으로 메이드인코리아 화장품이 프리미엄을 부여받기 시작하면서 중국 로컬 화장품 업체와 글로벌 업체는 한국 ODM업체를 선호하기 시작했다. 코스맥스와 콜마는 이미 로레알, 메리케이, 에스티로더와 같은 글로벌 업체와 협력관계에 있다. 코스맥스는 지난 4분기 실적에서 기존 글로벌 고객사로부터의 주문 증가세가 확인됐다.

코스맥스의 해외 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국콜마의 해외 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

4. 원브랜드샵: 저점은 지났다

(1) 2015년 매출액 +11.6%, 영업이익 +30.0% YoY 전망

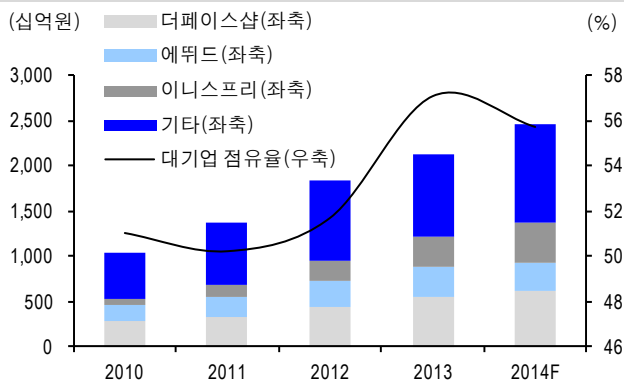
2015~2017년 합산 매출액
연평균성장률 +11.9%

원브랜드샵은 2003년 에이블씨엔씨 출현 이후 2009년 금융위기에도 급성장했다. 당시 중고가 위주의 시장에 중저가 제품을 최초로 제시했기 때문이다. 초기엔 인하우스 생산을 배제하여 ODM업체 성장의 계기가 됐다. 판매 집중 구조로 신규로 진출하는 회사(코웨이, KT&G)가 증가했고 2013년 극심한 경쟁으로 수익성 악화를 경험했다. 2014년은 할인 일수 감소, 중국인 증가로 회복의 시그널을 찾는 모습이었다. 아모레 계열의 이니스프리, 에뛰드하우스와 LG생활건강의 더페이스샵, 에이블씨엔씨, 스킨푸드, 네이처리퍼블릭, 토니모리가 대표 7개 브랜드다.

*원브랜드샵: 하나의 브랜드만 판매하는
화장품 매장

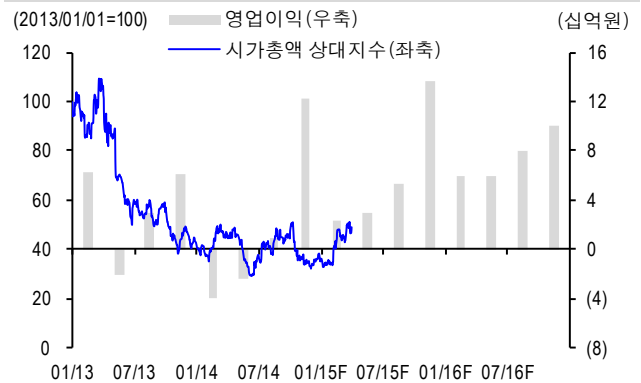
2014년 국내 원브랜드샵 시장규모는 2.6조원 규모로 추산된다(상위 7개 업체의 매출액 합산). 원브랜드샵도 대형 회사가 자금력을 바탕으로 마케팅, 매장 증설에 유리한 위치를 점하며 강세를 보이고 있다. 상위 2개 업체(더페이스샵, 이니스프리)의 합산 점유율은 43.2%이며 에뛰드하우스까지 합산할 경우 55.7%에 달한다.

메이저 7개 원브랜드 업체 매출액, 대기업 계열사 점유율 추이



자료: Quantiwise, 언론 취합, 회사 자료, 신한금융투자

에이블씨엔씨의 영업이익, 시가총액 지수 추이 및 전망



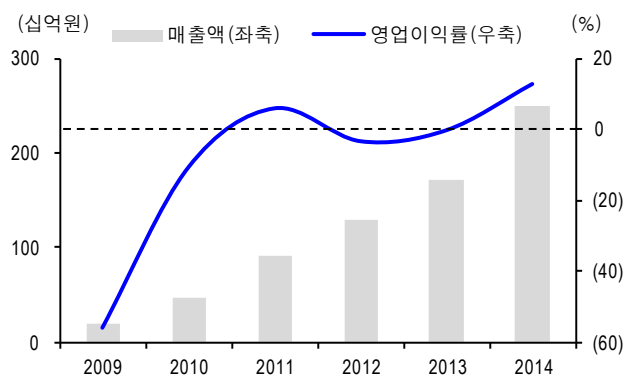
자료: Quantiwise, 신한금융투자 추정/주: 실적은 블룸버그 컨센서스 기준

(2) 원브랜드샵의 방향성도 글로벌화 → ODM업체 유리

매출 6·7위 업체 IPO 추진 중,
목표는 글로벌 진출 활성화

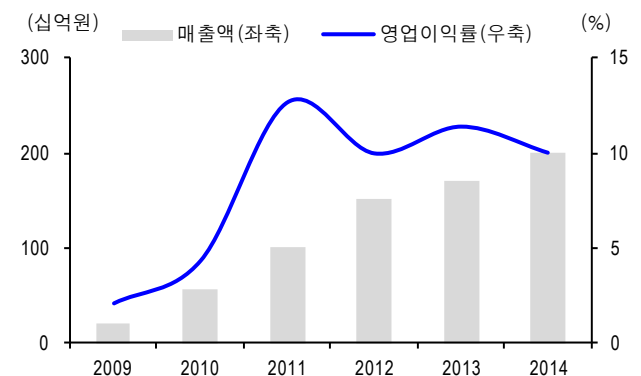
2014년 원브랜드샵 7개사 합산 매출액 성장률은 16.7%를 기록하여 2013년 12.1% 대비 저점은 지난 모습이다. 수익성 개선은 여전히 어렵다. 국내 성장은 한계에 봉착한 모습이다. 중국 인종 히트상품 잭팟을 터트렸던 일부 업체들은 향후 성장 동력을 해외 시장에서 모색하려 한다. 매출 6, 7위 업체인 네이처리퍼블릭과 토니모리는 2015년 상장을 준비 중이다. 토니모리는 3월 말 상장예심을 청구할 계획이며, 네이처리퍼블릭은 오는 8월 초 청구서를 제출할 예정이다. IPO 유입 자금으로 해외 진출을 가속화할 전망이다. ODM업체의 신규 물량 증가세는 원브랜드샵의 해외진출에서도 모색할 수 있어 손해가 기대된다.

네이처리퍼블릭의 영업실적 추이



자료: Quantiwise, 신한금융투자

토니모리의 영업실적 추이



자료: 언론 자료, Quantiwise, 신한금융투자

할인 일수 감소, 중국인 효과 → 2015년 회복세 전망

2014년 로드샵의 할인 마케팅은 전년대비 감소했다. 브랜드 이미지 하락 우려와 중국인 특수 효과가 원브랜드샵까지 나타났기 때문이다. 2014년 이후 원브랜드샵 업체의 전략 선회가 감지되고 있다. 미샤를 비롯하여 메이저업체는 공격적인 매장 개설보다 해외 진출 확대를 택했다.

토니모리와 네이처리퍼블릭은 기업공개를 앞두고 신제품 출시와 해외진출을 확대하고 있다. 자금 마련 후 미국, 중국, 유럽 등 해외시장에 공격적으로 진출한다는 계획이다. 네이처리퍼블릭은 2012년을 기점으로 영업손실이 지속되었으나 2014년에 영업이익 300억대로 흑자전환에 성공했다. 해외 14개국 100개 매장을 운영하여 해외 시장에서 적극적인 성장을 모색 중이다.

브랜드샵 매장 수 추이 및 증감 수

(단위: %)	창립일 매장	2010	2011	2012	2013	2014
더페이스샵	2003.12 개수	880	968	1,024	1,079	1,185
	증감 수	159	88	56	55	106
미샤	2002.04 개수	441	488	603	713	739
	증감 수	68	47	115	110	26
이니스프리	2006.01 개수	323	458	616	749	896
	증감 수	53	135	158	133	147
에뛰드	2005.08 개수	281	357	459	589	606
	증감 수	52	76	102	130	17
네이처리퍼블릭	2009.03 개수	142	201	354	518	730
	증감 수	58	59	153	164	212
스킨푸드	2004.12 개수	435	454	500	539	509
	증감 수	37	19	46	39	(30)
토니모리	2007.04 개수	240	309	424	499	570
	증감 수	141	69	115	75	71

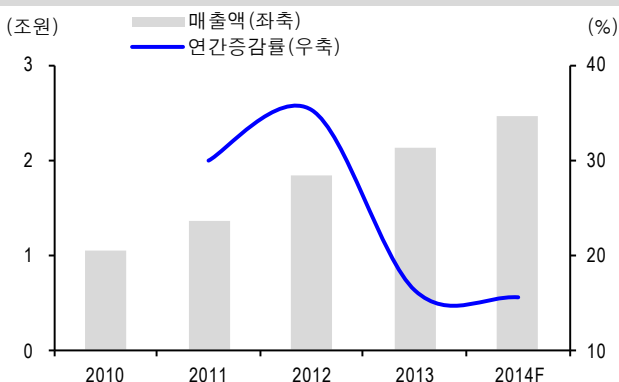
자료: 각 사, 언론인용, 신한금융투자

원브랜드샵 할인 일수 비교

	2013년	2014년	증감폭
더페이스샵	126	100	-26
이니스프리	31	21	-10
미샤	71	52	-19
에뛰드하우스	56	33	-23
스킨푸드	0	특가전 2회	
토니모리	55	55	0
네이처리퍼블릭	92	79	-13
잇츠스킨	11	4	-7

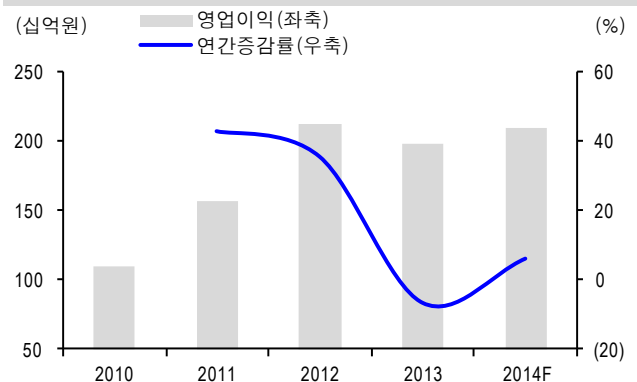
자료: 데일리코스메틱 인용, 신한금융투자

메이저 7개 브랜드샵의 합산 매출액 추이



자료: Quantiwise, 신한금융투자 주: 메이저 7개 브랜드샵-더페이스샵/미샤/이니스프리/에뛰드/네이처리퍼블릭/스킨푸드/토니모리

메이저 7개 브랜드샵의 합산 영업이익 추이



자료: Quantiwise, 신한금융투자 주: 메이저 7개 브랜드샵-더페이스샵/미샤/이니스프리/에뛰드/네이처리퍼블릭/스킨푸드/토니모리

이슈분석: 중국 화장품 시장

- 중국 화장품 산업: 2015~2018년 연평균 12.1% 성장 예상
- 성장의 기회: 1) 온라인 채널, 2) 중국 로컬업체
- 국내 화장품 업체별 대응 전략

1. 중국 화장품 산업: 2015~2018년 연평균 12.1% 성장 예상

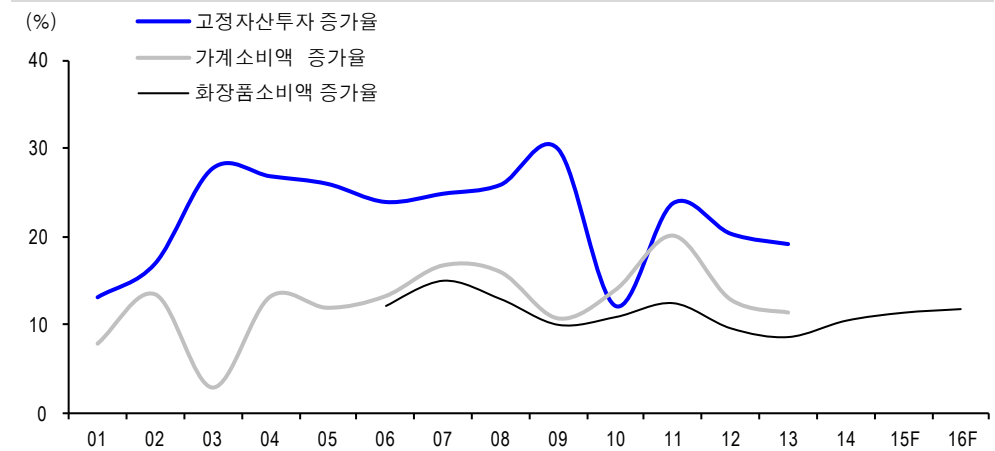
(1) 2015년 중국 화장품 시장 +11.5% 성장 전망

고도의 고정자산투자 증가 이후
본격적인 소비 성장기 진입

2006년 이후 중국 화장품 시장은 연평균 11%의 고성장을 기록했다. 향후 전망도 밝다. 2015년~18년 연평균 화장품 시장 성장률은 12.1%로 GDP 성장률 7.2%를 상회할 전망이다. 2001년 이후 2009년까지 20%를 웃도는 고정자산 투자 성장을 보여왔던 중국은 2003년부터 소비 증가 추세이다.

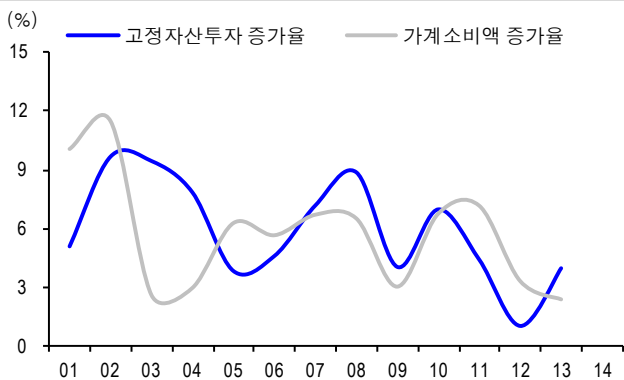
중국에 진입한 글로벌 화장품·생활용품 회사들(1위 P&G 14%, 로레알 9%, 유니레버 4%)은 중국 시장의 상위 10위를 차지하고 있으며, 증가율은 45%이다. 2004년 38%의 점유율에서 영향력을 확대 중이다. 그럼에도 글로벌 브랜드의 무조건적인 프리미엄은 사라졌다. 일부 글로벌 회사(로레알 게열 가르니에, 레블론)는 최근 1~2년간 중국 시장에서 철수했다. 그 틈새로 한국 화장품이 부각되고 있다. 경쟁력 있는 가격에 코리안프리미엄, 품질 경쟁력을 보유하고 있다.

중국의 고정자산·가계소비액·화장품소비증가율 추이 및 전망



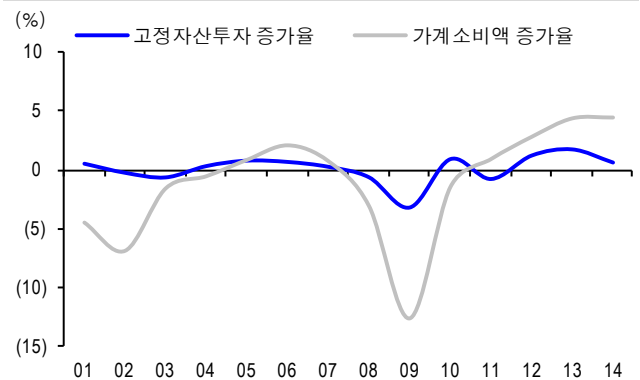
자료: CEIC, Euromonitor, 신한금융투자 추정

한국의 고정자산투자 및 가계소비 증가율



자료: 통계청, 신한금융투자

일본의 고정자산투자 및 가계소비 증가율



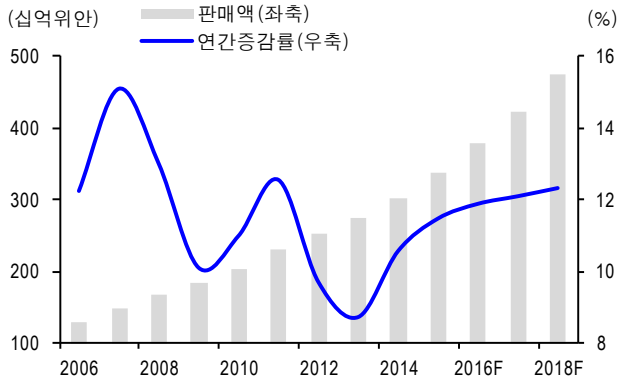
자료: CEIC, 신한금융투자

(2) 중국인은 왜 한국 화장품을 좋아할까?

- 1) 브랜드: 품질/가격 경쟁력 ↑
- 2) 원브랜드샵: 아이디어/창의성

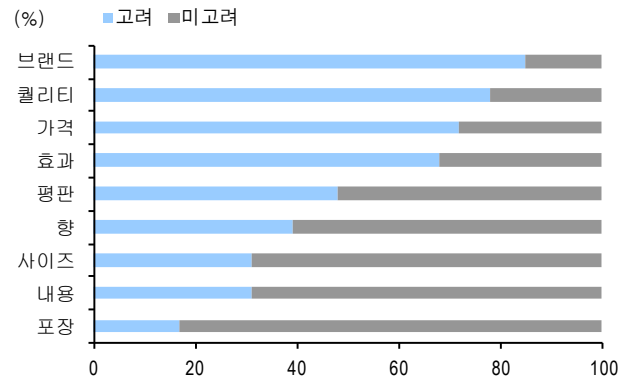
한국 화장품 시장은 고가의 백화점 채널 수입 화장품들이 한국 화장품으로 대체되면서 브랜드 가치 상승을 경험 중이다. 국내 소비자들에게 먼저 인정받기 시작한 한국 화장품은 혁신성, 가격, 한류붐과 맞물려 아시아 내에서 부각받기 시작했다. 중국인이 화장품 구매시 고려하는 요소는 1위 브랜드, 2위 퀄리티, 3위 가격이다. 한국 브랜드는 코리아 프리미엄이 생성된 상태이고 퀄리티와 가격은 유럽, 일본 화장품 대비 경쟁력 있다. 모든 제품이 다 무조건적인 프리미엄을 부여받는 것은 아니다. 중국에서 히트하는 화장품의 특징은 이미 한국에서 성공했던 제품인 경우가 많다. 아모레퍼시픽의 설화수, 네이처리퍼블릭의 알로에 수딩 젤이 그 사례이다. 국내 품질 확인 → 지인추천/한류 → 구매 → 만족 → 재구매의 소비 패턴을 보인다.

중국 화장품 판매액 추이 및 전망



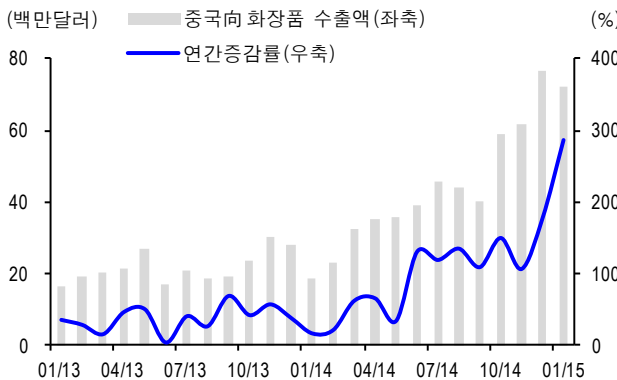
자료: euromonitors, 신한금융투자 추정

중국인의 화장품 구매시 고려 요소



자료: 网络数据资料中心, 신한금융투자

한국의 중국향 화장품 수출액 추이



2. 성장의 기회: 1) 온라인 채널, 2) 중국 로컬업체

(1) 온라인 성장세 폭발

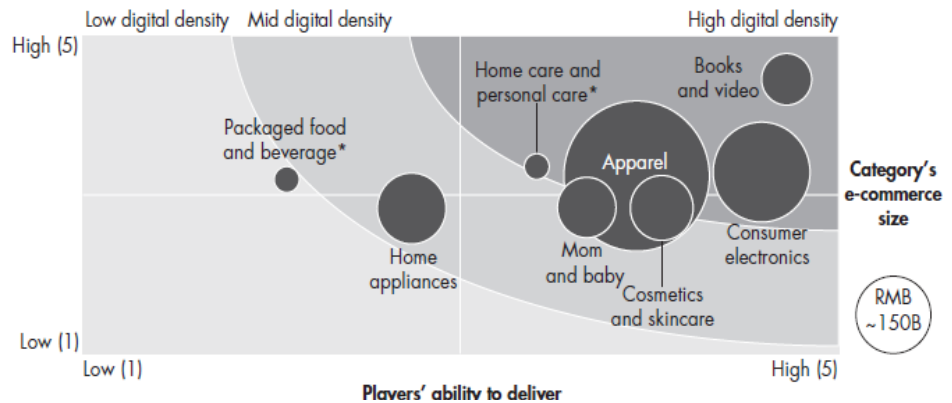
화장품 온라인거래 급증세
→ 지난 5년간 68.2%씩 증가

중국의 화장품 온라인 거래는 빠르게 증가하고 있다. 지난 5년간 매년 68.2%씩 증가했으며 2015년에는 17.8%의 성장이 예상된다. 중국의 이전 주요 유통 채널은 1995년 이전 1선 대도시 백화점, 1995~2000년 1선 대도시 대형마트, 2000년 이후 화장품 전문점으로 변화해왔다. 여전히 대형마트(채널 점유율 23.9%)와 백화점(22.2%)이 상위 유통채널이지만 온라인(13.5%)도 큰 폭으로 점유율을 따라잡으면 급성장하고 있다. 화장품은 특히 소매 품목 가운데에서도 온라인 구매 선호도가 높은 소매군이다.

온라인 채널은 2006년 유통 채널 점유율 0.6%에서 2010년 2.6%, 2013년 12.4%로 급성장 중이다. 타 국가(2013년 기준 한국 8.3%, 일본 7.4%, 미국 6.1%, 홍콩 0.4%) 대비 높은 점유율을 보이는 이유는 1) 가격, 2) 유통채널 미비 때문이다. 중국 소비자가 온라인 거래 제1의 이유로 뽑는 것은 가격이다. 한국 화장품의 경우 인터넷을 통한 직접구매시 60~70% 가격수준에서 구매 가능하다. 도시 규모별로는 1선 대도시보다 2·3선 도시의 판매량이 활발하다. 백화점 등의 유통인프라가 상대적으로 부족하기 때문이다. 중국의 유통시장은 성장세에 진입, 상대적으로 인프라가 미비한 지역은 온라인이 간극을 메워주고 있다.

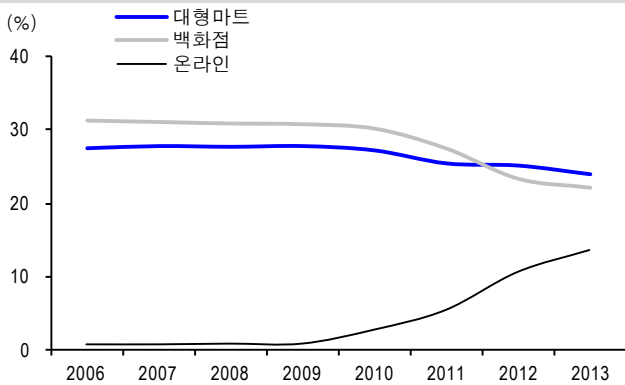
중국인의 해외사이트 방문을 통한 해외직구도 급증하고 있다. 2014년 록시땅, 에스티로더, 버버리와 같은 글로벌 화장품업체도 티몰(통합 온라인 소매플랫폼 형태)에 공식 입점한 바 있다. 아모레퍼시픽, LG생활건강도 티몰에 입점되어 있고 삼성엘엔에스와 같은 중견업체도 주메이와 같은 3자 코스메틱 온라인 플랫폼을 이용하고 있다.

중국의 온라인 구매시 제품 선호도



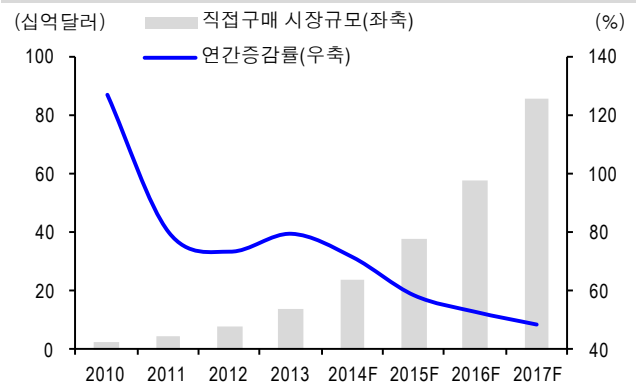
자료: BAIN&Co, 신한금융투자

중국의 화장품 구매 채널별 비중 추이



자료: Euromonitor, 신한금융투자

중국의 온라인 직접구매시장 추이 및 전망



자료: 후이보컨설팅, 신한금융투자 추정

(2) 로컬시장 대두

절대적인 시장 규모 보유로
글로벌/로컬 업체 동반 성장 중

중국 화장품 시장의 특징은 글로벌 상위 10개사가 시장의 50%를 점유하고 있고, 나머지 50%의 시장을 다양한 업체가 나누어 점유하고 있다는 점이다. 중국 화장품 시장 내 로컬 브랜드의 약진이 기대되는 이유이다. 로컬 기업은 해외 유명 화장품 그룹 대비 브랜드 및 품질 경쟁력 부족으로 인하여 시장 점유율이 크게 낮은 수준이었다. 상해화화를 비롯한 대형 회사들이 국영 체제로 운영되면서 성장 전략에 보수적이었다. 그러나 최근 중국 로컬 기업들은 해외 브랜드와의 차별화 전략을 표방하며 브랜드 확대를 꾀하고 있다.

중국의 스킨케어 시장 회사별 점유율 : 특징 로컬·브랜드사 혼재

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
중국업체 점유율(상위 25개 업체 내)	3.7	4.1	4.6	5.2	6.7	7.8	9.1	10.7	12.0	12.9
Jala (7위)	0.2	0.4	0.6	0.8	1.3	1.9	2.1	2.4	2.6	2.9
외국업체 점유율(상위 25개 업체 내)	37.3	39.1	40.3	42.6	45.9	46.4	48.0	48.9	49.4	51.0
로레알 (1위)	6.1	6.8	7.1	8.3	9.5	9.9	10.6	10.9	11.2	11.4
LVMH (2위)	10.1	10.4	10.2	9.6	8.2	7.5	7.2	6.8	6.6	6.2
시세이도 (3위)	4.7	4.6	5.7	6.1	6.2	6.4	6.7	6.7	6.2	5.7
아모레퍼시픽 (12위)	0.3	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0	1.3	1.4	1.8	2.1
기타 업체	59.0	56.8	55.1	52.2	47.4	45.8	42.9	40.4	38.6	36.1

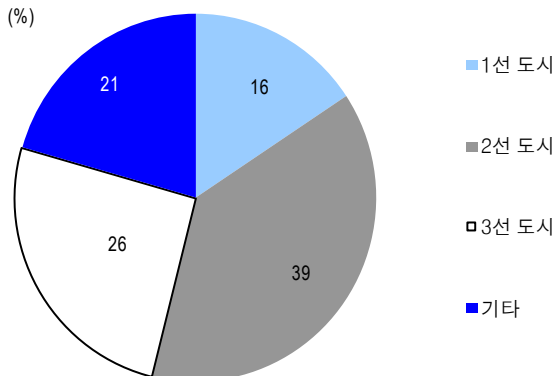
자료: Euromonitor, 신한금융투자

중국의 주요 로컬 기업 현황

회사명	매출액 (백만원)	점유율 (%)	코스맥스 고객사	지역	주요 카테고리	브랜드
Shanghai Jahwa(上海家化)	796	1.8	O	상해	스킨케어, 바디워시	Liushen(六神), HERBORIST(佰草集), maxam(美加净), VIVE
Jala Group(伽藍集團)	633	1.5		상해	스킨케어	CHANDO(自然堂), MAYSU(美素), insea(醫婷), AGLALIA
INOHERB(相宜本草)	486	1.1		상해	한방화장품	Inoherb
Proya(珀萊雅)	265	0.6	O	항저우	스킨케어	PROYA, UZRO(優資萊), ANYA, YOYA(悠雅)
Huanya Group(廣州環亞集團)	15	0.5		광저우	한방화장품	Maifubao(美膚寶), FRANIC(法蘭琳卡), LEILA(蕾拉)
Pechoin(百雀羚)	-	-		상해	한방화장품	Pechoin, Flavor
Wanmei(丸美)	-	-		광둥	고가 화장품	MARUBI(丸美)

자료: Euromonitor 신한금융투자, /주: 중국부문의 매출액 기준, Huanya Group은 색조화장 부문 매출액 및 점유율,

중국의 도시별 온라인쇼핑 이용 비중 현황



자료: Feng Guoqiang, 신한금융투자

중국 1~4선 도시 구분

구분	도시
1선	베이징, 상해, 광저우, 선전, 청두, 항저우, 난징, 우한, 톈진, 시안
2선	닝보, 쿤밍, 정저우, 장춘, 허페이, 난창, 하얼빈, 옌타이, 윈저우, 스자좡
3선	바오딩, 단둥, 샤오싱, 탕산, 잉커우, 다둥, 안산, 우루무치, 친황다오, 렌원강
4선	1~3선 도시 외

자료: 신한금융투자

3. 국내 화장품 업체별 대응 전략

글로벌 상위 10개사의 중국 점유율은 45%

중국에 진입한 글로벌 화장품·생활용품 회사들(1위 P&G 14%, 로레알 9%, 유니레버 34%)은 중국시장의 상위 10개 매출처이며 45%의 시장 점유율을 보이고 있다. 2004년 38%의 점유율에서 꾸준히 영향력을 확대 중이다. 그럼에도 글로벌 브랜드의 무조건적인 프리미엄은 사라졌다. 일부 글로벌 회사(로레알 계열 가르니에, 레블론)는 최근 1~2년간 철수했다. 그 틈새로 한국 화장품이 부각되고 있다. 경쟁력 있는 가격에 코리안프리미엄, 품질 경쟁력을 보유하고 있다.

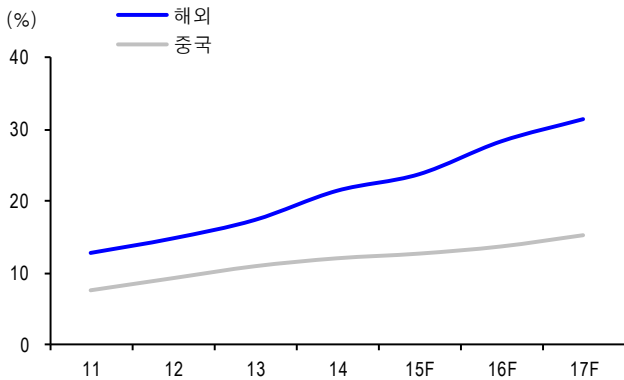
(1) 브랜드업체 업체: 수출·로컬 모두 공략

아모레퍼시픽 중국 매출비중 15F 13%, 16F 14%, 17F 15%

아모레퍼시픽은 중국 사업이 그룹 전체 매출(2014년 4.7조원)의 약 12%를 차지한다. 고성장 분야인 면세점 성장은 국내 유입 중국인 관광객의 효과로 본토에서의 매출 비중은 미비하다. 성장률은 2012년 이후 연간 30%대(2014년 38%, 2013년 29%, 2012년 37%)를 기록 중이다. 미래 성장 가능성이 그만큼 크다는 반증이다. 홍콩을 포함한 중국 고객 기준에서 면세점 매출(7,000억원)을 합치면 전체 매출의 28%에 달한다.

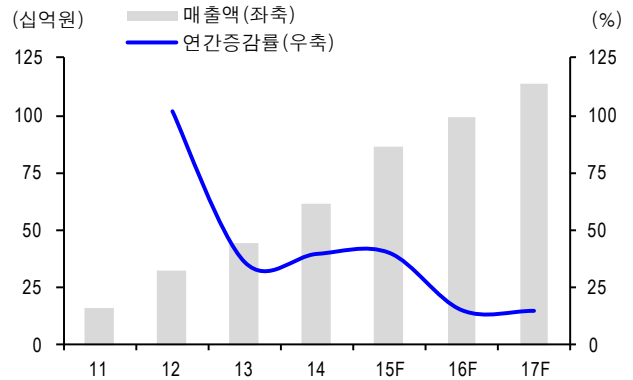
아모레퍼시픽의 현재 중국 시장점유율은 1~2% 수준이다. 중국 사업은 이제 시작에 불과하다. 세계 최대 시장인 중국에서의 브랜드업체 성장 잠재력은 이제 시작이다. 브랜드 업체는 수출을 비롯하여 로컬로의 매출도 확대하는 전략이다. 점포 확대를 통해 직유통도 증가하는 추세다. 중국의 브랜드에 대한 충성도는 절대적이지 않다. 브랜드에 대한 충성도는 50%에 불과하다. 중국 화장품/생활용품 시장 점유율은 P&G 13.5%, 로레알 14.3%, 유니레버 3.7%, 시세이도 3.6% 순이다. 아모레퍼시픽의 점유율은 2004년 이후 꾸준한 증가 추세로 향후 성장세가 전망된다. 시세이도는 2011년 이후 점유율이 하락하고 있다.

아모레 해외·중국 매출 비중 추이 및 전망



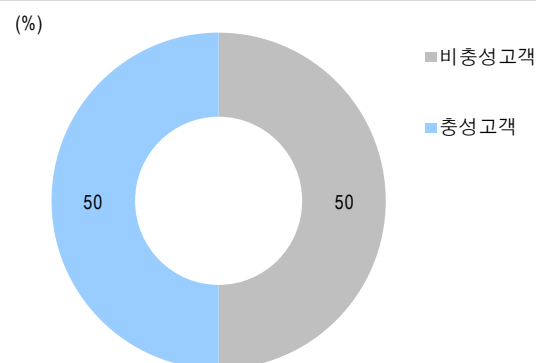
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

더페이스샵 중국 매출액 추이 및 전망



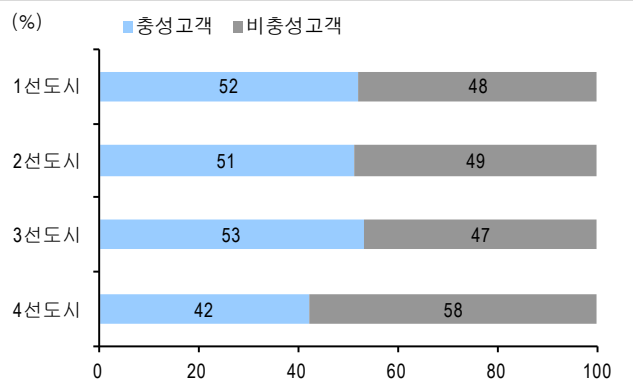
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

중국 소비자 브랜드 충성도



자료: Accenture, 신한금융투자 추정

중국 1~4선 도시 브랜드 충성도



자료: Accenture, 신한금융투자

(2) ODM업체: Capa 증설로 적극적 대응

코스맥스 중국 매출비중

15F 35%, 16F 45%, 17F 47%

창의성·신속성을 바탕으로 메이드인코리아 화장품이 프리미엄을 부여받기 시작하면서 중국 로컬 화장품 업체와 글로벌 업체는 한국 ODM업체를 선호하기 시작했다. 코스맥스와 콜마는 이미 로레알, 메리케이, 에스티로더 등 글로벌 브랜드 업체를 고객으로 확보하고 있다. 코스맥스는 지난 4분기 실적에서 기존 글로벌 고객사와의 주문 증가세가 확인됐다.

코스맥스는 2014년 국내와 해외 매출 비중이 7:3을 기록하고 있으며 5년 후 5:5를 목표로 하고 있다. 중국, 인도네시아, 미국에 공격적인 Capa 증설을 지속하고 있다. 중국 상해법인의 생산능력을 2013년 1.5억 유닛에서 2014년 2억 유닛으로 증설을 완료했고, 올해 제2공장 증설로 2015년 중반 3억, 향후 4억의 유닛 Capa를 보유하게 될 예정이다. 광저우 공장은 2013년 하반기에 가동을 시작하여 2014년 매출액 목표였던 100억을 초과하는 160억의 매출을 달성했다. 수익률이 높은 벌크 매출 증가로 BEP 목표에서 순이익 15%를 기록한 바 있다. 2014년 중국법인의 매출액 성장률은 60%를 기록했으며 2015년에는 55%의 고성장이 예상된다.

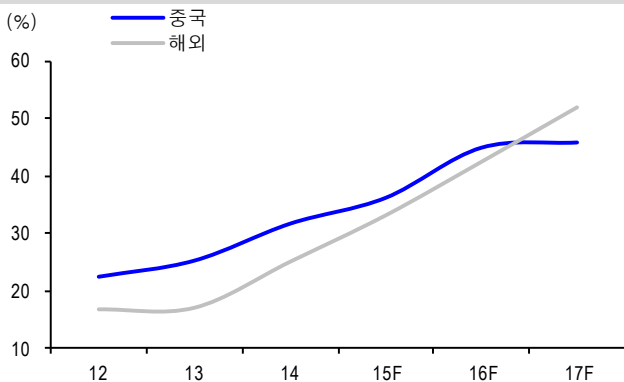
한국콜마 중국 매출비중

15F 7%, 16F 9%, 17F 11%

한국 콜마도 Capa 증설을 지속하고 있다. 베이징 공장은 2014년 완공 예정에서 1년 지연된 뒤 2015년 완공을 목표로 하고 있다. 매출액은 2014년 300억원, 2015년 460억원으로 50%의 매출 성장률이 예상된다. 1,000억원의 capa에서 안정성을 우선으로 성장세를 넓히는 전략을 택할 전망이다. 현 주문량을 감안하면 목표 달성 가능성은 매우 높다. 광저우 공장은 2016년 1,000억원 규모로 완공될 예정이며 2015년 180~200억원이 투자될 예정이다. 본격적인 공장 가동은 1.5년 이후이다. 최종적으로 중국 전역에 9개 공장을 건설할 예정이다.

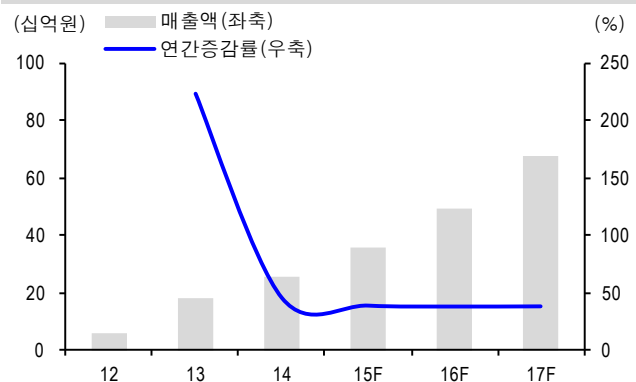
향후 중국 시장에서 증가 이상 프리미엄 제품을 타겟으로 15%대의 영업이익률을 유지하는 전략이다. 현재 고객사는 중국 로컬 80%, 중국 진출 국내사 10%, 글로벌 브랜드 업체 10%이다. 글로벌 브랜드향 매출 비중 확대는 수익성 개선으로 이어질 전망이다. 글로벌 고객사를 향후 40%까지 확대할 전망이다.

코스맥스의 해외, 중국 매출 비중 추이 및 전망



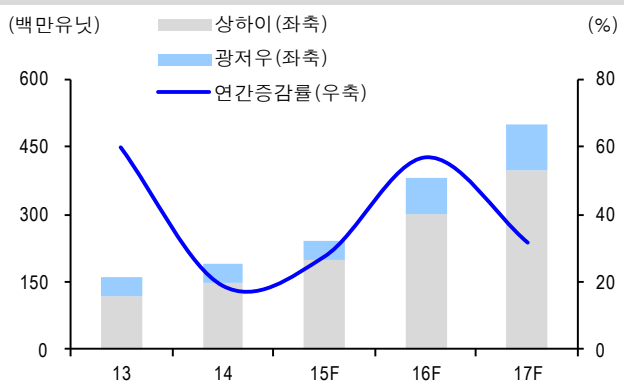
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국콜마의 중국 매출 비중 추이 및 전망



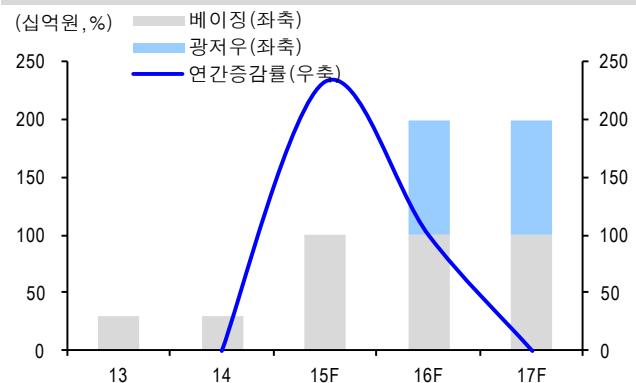
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

코스맥스의 중국 생산설비 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국콜마의 중국 생산설비 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

후강통 분석: 상해가화(600315)

중국 화장품 시장 성장률
글로벌 1위

2013년 상해가화의 중국 점유율 1.8%

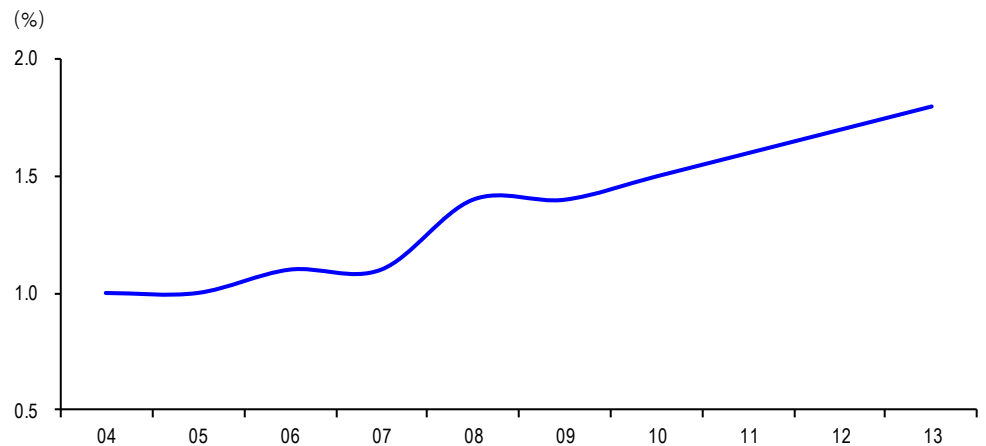
1. 기업 개요: 중국 제 1의 로컬 화장품 업체

중국의 화장품 시장은 2013년 57조원 규모이다. 미국 73조원, 일본 39조원에 이어 글로벌 3위 규모를 형성하고 있었으나 2014년 기준 글로벌 2위로 급부상했다. 2018년까지 연평균 성장률은 12%를 기록할 전망이다. 세계 지역별 화장품 시장 성장률은 글로벌 시장 5%, 아시아 시장 6%, 한국 시장 7%, 북미 1%, 일본 0% 수준이다. 중국은 가장 높은 성장률을 보이고 있다. 2025년에는 글로벌 1위 시장으로 성장이 예상된다.

중국 화장품 시장은 글로벌 상위 10개사가 시장의 50%를 점유하고 있고, 나머지 50%의 시장을 다양한 업체가 나누어 점유하고 있다. 중국 화장품 시장 내 로컬 브랜드의 약진이 기대되는 이유이다. 로컬 기업은 해외 유명 화장품 그룹 대비 브랜드 및 품질 경쟁력 부족으로 인하여 시장 점유율이 크게 낮은 수준이었다. 상해가화를 비롯한 대형 회사들이 국영 체제로 운영되면서 성장 전략에 보수적이었다. 그러나 최근 중국 로컬 기업들은 해외 브랜드와의 차별화 전략을 표방하며 브랜드 인지도 향상을 꾀하고 있다.

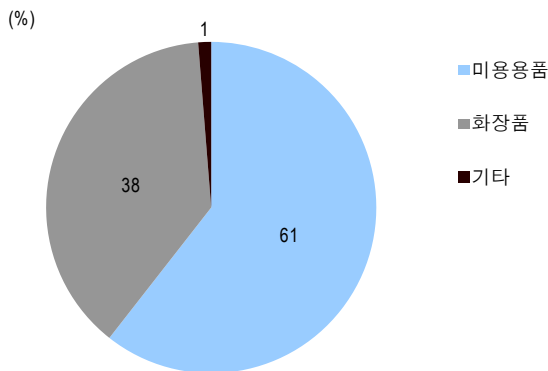
상해가화의 중국시장 점유율은 1.8%로 중국 로컬 화장품 업체 중 1위다. 약 20여개의 다양한 브랜드를 보유하고 있으며 대표 브랜드인 한방화장품 라인인 바이차오지와 생활용품 라인이 그룹 내 매출 비중이 높다.

상해가화의 중국 내 점유율 추이



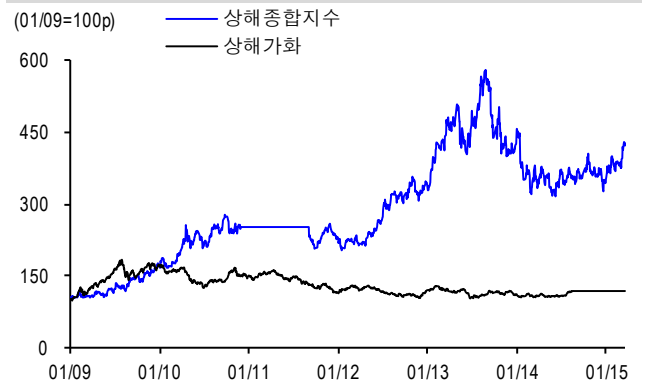
자료: Euromonitor, 신한금융투자

2014년 상해가화의 사업부문별 매출 비중



자료: Bloomberg, 신한금융투자

상해가화의 주가 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자

2020년 중국 내 시장 점유율
5위권 목표 → 연 15% 성장

중국: 중저가 포지셔닝
한국: 중고가 포지셔닝
→ 동반 성장 가능

2. 중국 화장품 시장 성장 수혜 전망

상해가화는 1999년에 국영기업으로 설립되었으나 2011년 평안신탁에서 지분을 인수하며 민영화되었다. 2013년 초부터 대주주와 기존 경영진간의 경영권 분쟁이 불거졌고 기존 대표 이사인 거원야오가 2013년 9월 사퇴했다. 거원야오는 실질적으로 회사 성장을 이끌었던 대표적인 인물이다. 2013년 말 주가가 성장 전략 의구심과 불성실 공시 적발 이슈도 급락한 바 있다. 주가도 2014년 이후 경영진 교체와 성장 전략 발표로 상승하고 있다.

2006년 이후 브랜드 다각화 전략을 채택하고 있다. 생활용품, 남성용 브랜드, 영유아용품, 한방 화장품 등 다양한 품목을 취급하고 있으며 가격대도 다양하다. 성장세는 한방브랜드인 바이차오지가 높으나 타 브랜드도 주요 브랜드로 육성할 계획이다. 새로 교체된 경영진은 중국 시장 점유율 5위 진입 목표로 제시하고 있다. 성장에 대한 기대감이 높은 상황이다.

중국의 시장 지배력 측면에서는 글로벌 업체가 중국 로컬 업체 대비 우위에 있는 것은 사실이다. 그러나 화장품 시장의 폭발적인 성장의 간극을 로컬업체가 메우고 있는 상황이다. 성장이 가시화 될수록 화장품의 포지셔닝도 디테일해진다. 한국도 중고가 위주의 시장이 절대적이었던 2003년에 중저가 라인업을 내세운 원브랜드샵이 탄생했던 사례가 있다.

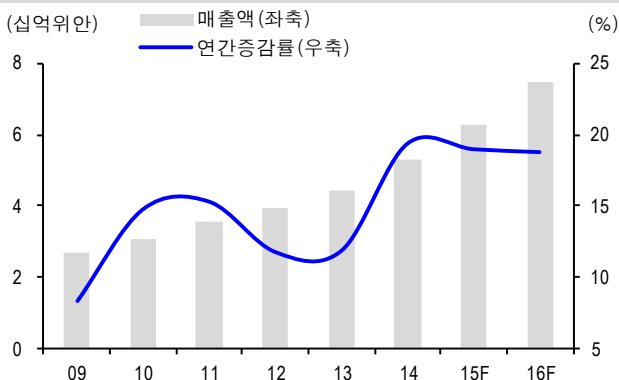
2003년 이후 원브랜드샵은 폭발적인 성장을 하며 현재는 대형 화장품 회사도 중저가 타겟의 원브랜드샵이 존재한다. 아모레퍼시픽의 한방 고가라인인 설화수와 상해가화의 한방 라인인 바이차오지의 가격을 비교하면 아모레퍼시픽이 소폭 높다. 한국이 중고가 포지셔닝, 중국 로컬은 중저가 포지셔닝 전략을 보유하고 있다. 경쟁 심화 가능성보다 시장 성장에 따른 동반 성장 가능성에 무게를 두어야 한다

상해가화와 국내 화장품 업체 제품 및 가격 비교

회사	브랜드	제품군	베스트셀러	위안
상해가화	Liushen(루이신)	생활용품 및 스킨케어	샤워크림	33
	Herborist(바이차오지)	한방화장품	화이트닝 마스크팩	218
	Gf(가오프)	남성화장품	남성용 보습로션	75
	MAXAM(메치시아징)	보급형 화장품	핸드크림	64
아모레퍼시픽	이니스프리	보급형 화장품	그린티 씨드 에센스	210
	설화수	한방화장품	상백크림	396
			자정스팟에센스	889
LG생활건강	더페이스샵	보급형 화장품	라이스 & 세라메이드 토너	41

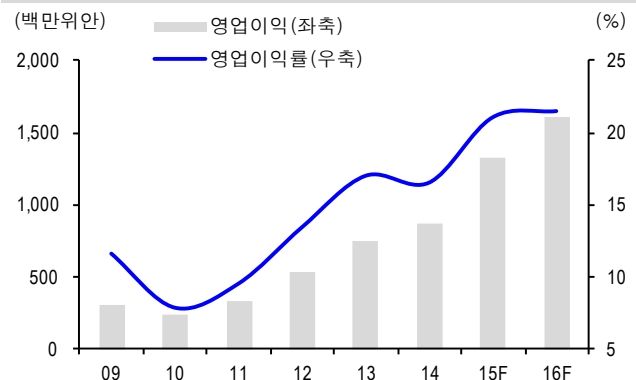
자료: 신한금융투자

상해가화의 매출액 추이 및 전망



자료: Bloomberg Consensus, 신한금융투자

상해가화의 영업이익 추이 및 전망



자료: Bloomberg Consensus, 신한금융투자

글로벌 피어의 재무 분석

1. 글로벌 화장품 업체 성장성 비교

2015년 매출액 성장률

한국 13.4%, 글로벌피어 6.5%

2016년 매출액 성장률

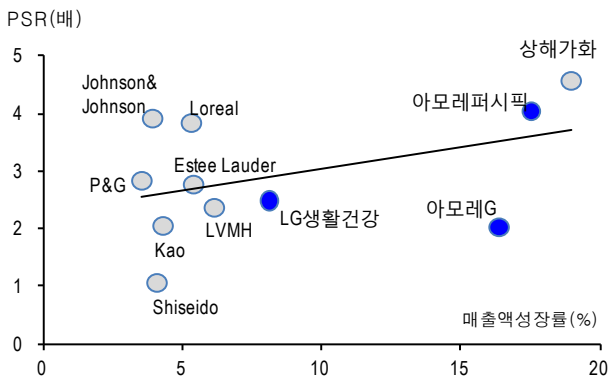
한국 15.7%, 글로벌피어 7.1%

화장품 산업에 대한 시장의 관심은 향후 성장성 지속 여부에 있다. 산업 특성상 설비 투자 비용이 비교적 크지 않기 때문에 매출액 성장은 이익 성장을 담보한다. 중국 공장 설비의 경우 1,000억원 매출규모의 설비를 증설하는데 투입 비용은 110억 내외이다. 한국 화장품의 주요 수요처가 국내에서 해외(중국)로 확장되는 시점이다. 2014년 대규모 성장 부담에 따른 기고효과에도 불구하고 수요처 확대로 성장 여력은 높다.

글로벌 피어의 2015년 평균 매출액 성장률은 6.5%, EPS 성장률은 10.4%, ROE는 18.2% 수준이다. PSR 3.0배, PER 25.5배로 전망된다. 한국 업체 평균 매출액 성장률은 13.4%, EPS 성장률 27.7%, ROE는 20.6배이다. PSR 2.7배, PER은 30.3배이다. 2015년 매출액 성장률을 비교하면 한국업체의 성장률(13.4%)이 글로벌피어의 성장률(6.5%)을 상회한다. PSR은 한국업체(2.7배)가 글로벌피어(3.0배) 대비 저평가 상태이나 PER은 한국업체(30.3배)가 글로벌피어(25.5배)보다 높다.

2016년은 그 간극이 더욱 확대된다. 2016년 매출액 성장률은 한국업체 16.9%, 글로벌 피어 7.1% 이다. 한국업체의 PSR은 2.4배, PER은 26.1배로 예상되며 글로벌 피어의 PSR은 2.8배, PER은 22.9이다. 향후 성장성 기준으로 판단하면 한국 업체가 글로벌 피어 대비 매력적이다.

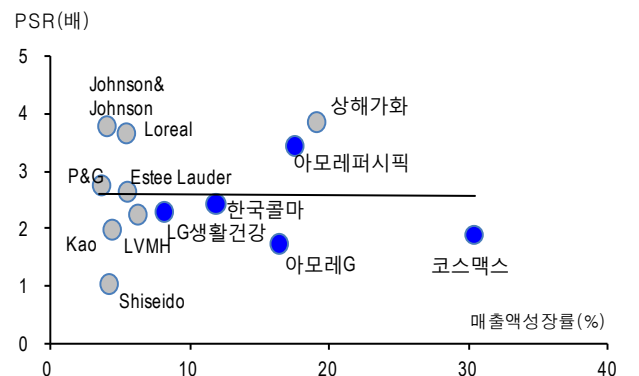
글로벌 화장품 업체 2015년 예상 매출액성장률, PSR



자료: Bloomberg Consensus, 신한금융투자 추정

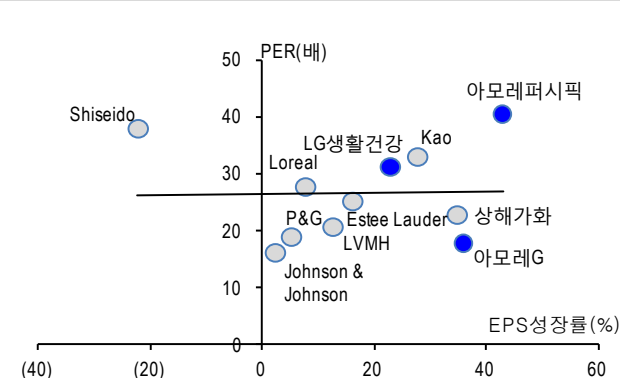
주: 코스맥스는 2014년 분할로 제외

글로벌 화장품 업체 2016년 예상 매출액성장률, PSR



자료: Bloomberg Consensus, 신한금융투자 추정

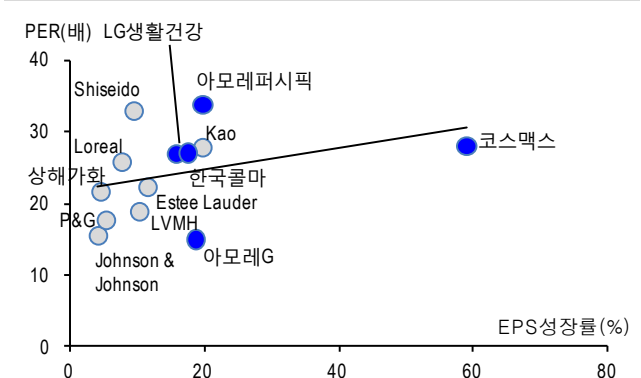
글로벌 화장품 업체 2015년 예상 EPS 성장률, PER



자료: Bloomberg Consensus, 신한금융투자 추정

주: 코스맥스는 2014년 분할로 제외

글로벌 화장품 업체 2016년 예상 EPS 성장률, PER



자료: Bloomberg Consensus, 신한금융투자 추정

2. 한국 화장품 업체의 재무 안정성 비교

브랜드: 산업 변동 위험에 노출
→ 영업활동 재무 부담

브랜드는 산업의 업황 변동에 영향을 받는 경향이 있으나 투자금액이 적고 브랜드가치를 인정 받는 장점이 있다. 브랜드 업체는 생산방식에 있어 자체생산과 외주 모두를 가져간다. 원브랜드 샵은 생산 역할은 담당하지 않는 반면 대형 브랜드 회사인 아모레퍼시픽과 LG생활건강은 일부 생산설비를 보유하여 고가라인은 직접 제조한다.

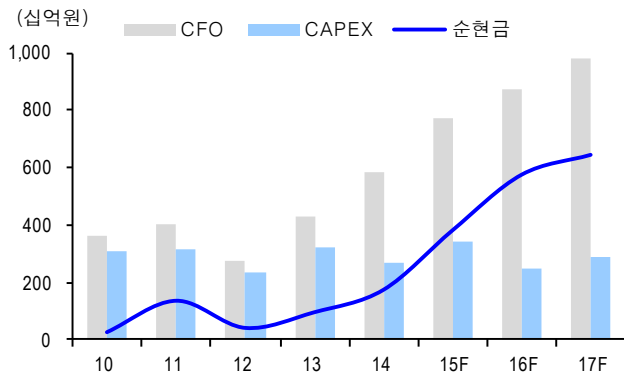
아모레퍼시픽은 충분한 설비를 보유중으로 2014년 중국 설비 증설(마몽드만 생산)을 완료했기 때문에 2020년까지 추가 설비 증설 계획은 없다. 2010년 이후 영업현금흐름을 넘지 않는 범위 내에서 설비 증설을 진행해왔다. 국내외 투자 마무리, 현금 증가로 순현금 기조를 유지할 전망이다. 4,000억원 내외의 사옥 건축을 진행 중이나 2015년 기준 EBITDA는 1.1조원(2014년 8,330억원), 부채비율은 30%(2014년 %)를 전망되어 재무구조는 안정적이다. LG생활건강은 M&A로 사업을 확장해왔음에도 순현금이 4,000억원으로 안정적인 재무구조를 보유 중이다. 부채비율은 2013년 이후 감소기조로 추가 M&A 여력도 충분하다.

ODM: CAPEX 선투자 필요
→ 투자활동 재무 부담

ODM은 산업의 특성상 CAPEX 선투자가 필요하다. 중국사업을 확장하고 있는 코스맥스는 대규모 CAPEX 투자로 순현금이 2015년까지 마이너스를 기록했다. 올해도 국내외 350억원 규모의 비용을 지출할 예정이다. CAPEX 투자가 감소하는 2017년부터 큰폭의 순현금 기조로 재무 구조가 변모하고 레버리지 효과로 이익 성장도 증가할 전망이다. 한국콜마도 중국의 대규모 설비를 증설로 2015년 순현금 증가폭은 감소하나 2016년 이후 꾸준한 순현금 성장을 보유허게 된다.

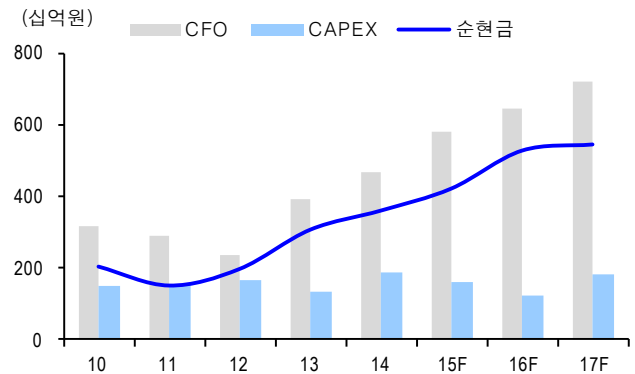
2015년 부채비율은 아모레퍼시픽 34%, LG생활건강 95%, 한국콜마 117%, 코스맥스 295%를 전망한다. 브랜드보다 ODM의 부채비율이 높다. 중국 수요 증가로 인한 중국 내 생산설비 확충은 2016년까지 이어질 전망이다.

아모레퍼시픽의 영업현금흐름, CAPEX, 순현금 추이 및 전망



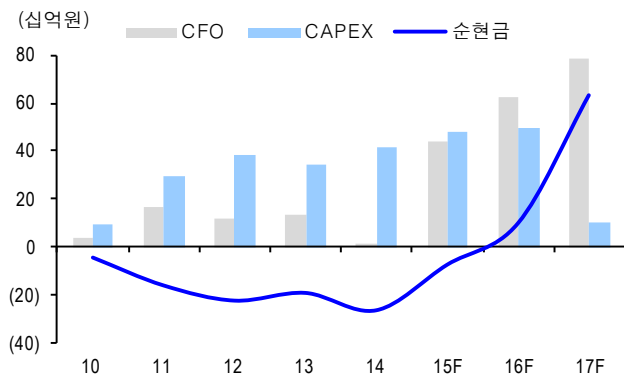
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 영업현금흐름, CAPEX, 순현금 추이 및 전망



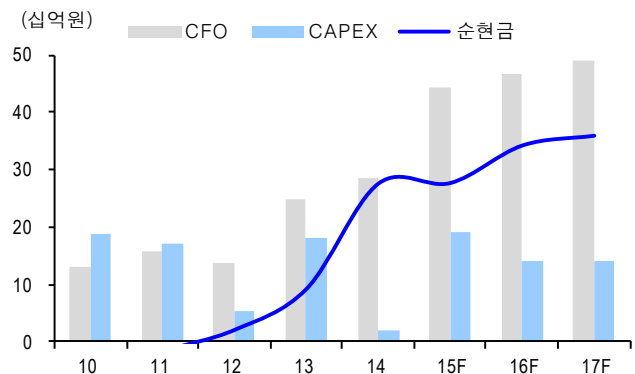
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

코스맥스의 영업현금흐름, CAPEX, 순현금 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국콜마의 영업현금흐름, CAPEX, 순현금 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

코스맥스 (192820)

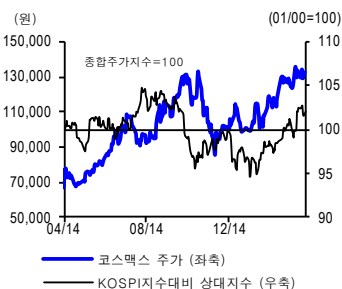
매수 (신규)

현재주가 (3월 30일) **132,500 원**
 목표주가 **170,000 원 (신규)**
 상승여력 **28.3%**

박상연 황어연
 (02) 3772-1592 (02) 3772-3813
 sypark03@shinhan.com

KOSPI	2,030.04p
KOSDAQ	646.74p
시가총액	1,192.4 십억원
액면가	500 원
발행주식수	9.0 백만주
유통주식수	6.6 백만주(72.9%)
52 주 최고가/최저가	135,500 원/67,200 원
일평균 거래량 (60 일)	82,282 주
일평균 거래액 (60 일)	9,700 백만원
외국인 지분율	34.64%
주요주주	코스맥스비티아이 외 3 인 25.98%
	국민연금 7.16%
절대수익률	3개월 32.9%
	6개월 1.9%
	12개월 0.0%
KOSPI 대비	3개월 25.4%
상대수익률	6개월 1.4%
	12개월 0.0%

주가차트



글로벌 1등 ODM업체를 향해

2015년 1분기 매출액 1,106억원(+29.7% YoY), 영업이익 86억원(+117.4% YoY) 전망
 1분기 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 +29.7%, +117.4% 증가한 1,106억원, 86억원이 예상된다. 2014년 4분기에 이은 글로벌 고객사의 물량 증대로 외형성장을 이어갈 전망이다. 기업 분할 비용 반영이 예상된다. 상해법인의 마스크팩 기계는 1월, 3월에 수급 예정으로 물량 증대는 이어질 전망이다. 본격적인 효과는 2분기 이후 가시화될 전망이다.

2015년 매출액 4,836억원(+24.5% YoY), 영업이익 381억원(+32.9% YoY) 전망

2015년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 +24.5%, +32.9% 증가한 4,836억원, 381억원을 예상한다. 영업이익은 글로벌 고객사 주문 증대, 중국 capa 증설 효과로 실적 고성장세가 지속될 전망이다. 사측은 가이드선으로 총 매출 증가율 10~20%, 영업이익률 7~8%와 중국 매출 증가율 30~40%를 제시했다. 실제 영업실적은 경영 계획을 상회할 가능성이 높다. 중국부문 성장률은 55%를 예상한다.

중국의 Capa 투자는 계속될 전망이다. 전년에 이어 2015년도 상해 capa 확장 계획이며 광저우 법인도 이익률이 양호한 벌크부문의 라인을 전년대비 2배로 증설할 예정이다. 투자비 집행으로 이익개선폭은 높지 않으나 증설이 완료되는 2017년 이후부터 외형과 이익의 동반 성장이 가능하다는 판단이다. 중국부문의 매출 비중은 2015년 35%, 2016년 45%, 2017년 47%로 매년 증가를 예상한다.

투자의견 매수, 목표주가 170,000원으로 신규 커버리지 개시

투자의견 매수와 목표주가 170,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015~17년 예상 EPS 4,712원에 Target P/E로 35.8배(화장품 기업 밸류에이션 평균 32.5배에 10% 할증)를 적용하여 산출했다. 실비 투자가 완료되는 2017년부터는 레버리지 효과로 외형 성장세와 함께 이익 성장세도 가시화 될 전망이다. 아세아-중국-미국을 넘어 유럽시장까지 글로벌 ODM업체로 순항 중이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2013	379.0	34.8	30.3	21.9	N/A	N/A	N/A	N/A	2.5	N/A	25.5	96.6
2014	336.2	24.3	22.0	16.6	2,230	N/A	8,977	44.7	33.2	11.1	18.9	161.6
2015F	483.6	38.1	35.2	28.2	3,134	40.6	11,616	42.3	28.5	11.4	30.4	134.8
2016F	630.7	59.0	56.0	44.8	4,983	59.0	16,104	26.6	18.9	8.2	36.0	95.4
2017F	830.0	77.8	76.2	61.0	6,778	36.0	22,387	19.5	14.2	5.9	35.2	37.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자

코스맥스의 연결 순이익 PER Valuation

(십억원, 원, 배)	Value	비고
2015~17년 순이익 평균	42	
2015~17년 EPS 평균	4,712	
Target PER	35.8	화장품 기업 밸류에이션 평균 32.5배에 10%할증
목표주가	170,000	

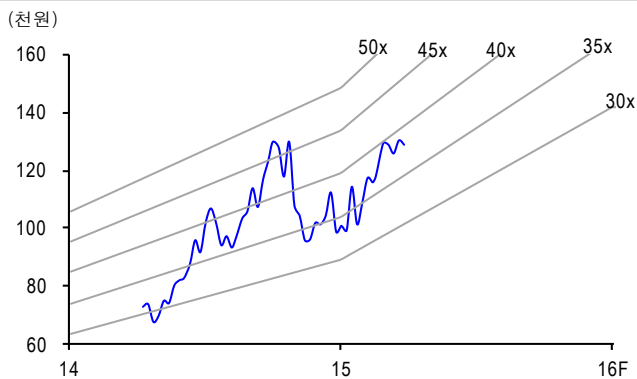
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

코스맥스의 사업 부문별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	전체	85	103	91	109	111	125	119	129	388	484	631	830
	국내	67	78	67	79	78	84	77	84	290	323	362	398
	중국	24	32	30	37	34	46	46	49	123	175	283	380
	상하이	23	29	27	33	30	39	40	44	113	152	243	323
	광저우	2	3	5	6	7	9	9	8	16	32	54	76
	인도네시아	0	0	0	1	1	1	1	1	1	3	5	8
	미국	-	-	-	-	5	5	5	5	0	18	26	44
영업이익	전체	4	11	5	4	9	12	10	7	24	38	59	78
세전이익	전체	4	9	5	4	8	11	10	6	22	35	56	76
순이익	전체	3	7	3	2	6	9	8	4	16	27	43	58
매출액 증가율 (%)	YoY	(64.3)	209.8	(11.0)	19.7	1.2	13.2	(5.0)	8.3	(11.3)	43.8	30.4	31.6
	전체	-	-	-	-	29.7	22.0	30.3	17.9	23.3	24.5	30.4	31.6
	국내	-	-	-	-	17.5	7.6	14.3	6.5	11.4	11.1	12.3	9.9
	중국	-	-	-	-	44.7	45.0	50.6	31.0	54.4	42.1	61.6	34.3
	상하이	-	-	-	-	29.6	31.9	45.7	30.5	42.2	34.4	60.3	32.8
	광저우	-	-	-	-	202.2	163.2	78.3	33.8	501.5	95.0	68.2	41.1
	인도네시아	-	-	-	-	1,076.5	98.0	402.8	76.1	2,576.9	187.4	56.0	73.3
	미국	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	46.7	65.0
	QoQ	20.2	20.3	(11.0)	19.7	1.2	13.2	(5.0)	8.3	-	-	-	-
영업이익 증가율 (%)	YoY	(44.0)	(3.4)	(38.9)	(47.4)	117.4	8.3	112.4	62.4	(30.1)	56.4	54.9	32.0
	QoQ	(51.3)	182.6	(56.6)	(12.2)	101.6	40.8	(14.8)	(32.8)	-	-	-	-
영업이익률 (%)	전체	4.7	10.9	5.3	3.9	7.8	9.7	8.7	5.4	6.3	7.9	9.4	9.4
세전이익률 (%)	전체	4.6	9.1	5.0	3.9	7.2	9.1	8.1	4.8	5.7	7.3	8.9	9.2
순이익률 (%)	전체	3.7	7.0	3.8	1.8	5.2	7.4	6.3	3.2	4.1	5.5	6.7	7.0

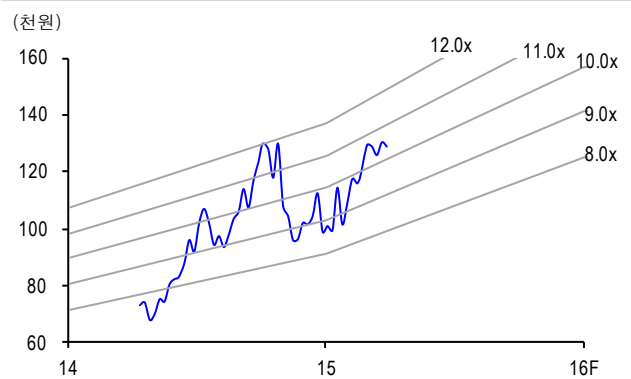
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

코스맥스의 12개월 선행 PER 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

코스맥스의 12개월 선행 PBR 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
자산총계	307.9	325.7	408.6	482.9	555.1
유동자산	159.2	178.0	219.8	253.7	324.7
현금및현금성자산	15.5	10.5	14.8	12.1	31.1
매출채권	76.6	92.9	111.5	133.8	160.5
재고자산	53.5	57.7	69.2	76.2	91.4
비유동자산	148.8	147.7	188.7	229.2	230.3
유형자산	127.4	132.4	172.1	211.3	210.5
무형자산	9.1	3.3	3.0	2.8	2.5
투자자산	6.0	3.6	5.2	6.7	8.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	205.6	245.2	303.8	342.6	361.9
유동부채	126.7	199.3	247.7	281.4	293.7
단기차입금	48.3	65.7	65.7	70.7	60.7
매입채무	44.9	50.0	71.9	93.8	123.4
유동성장기부채	6.8	45.3	55.0	45.0	15.0
비유동부채	79.0	45.9	56.1	61.2	68.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	65.3	34.0	39.0	39.0	39.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	102.3	80.5	102.8	140.9	194.4
자본금	6.8	4.5	4.5	4.5	4.5
자본잉여금	17.5	59.8	59.8	59.8	59.8
기타자본	(4.7)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
이익잉여금	74.3	15.7	39.5	79.9	136.4
지배주주지분	94.9	80.8	104.5	144.9	201.5
비지배주주지분	7.4	(0.3)	(1.7)	(4.0)	(7.1)
*총차입금	120.4	145.0	159.8	154.8	114.8
*순차입금(순현금)	98.8	130.2	138.7	134.5	72.9

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	13.5	1.2	43.6	62.7	78.8
당기순이익	24.4	15.8	26.8	42.6	57.9
유형자산상각비	7.6	6.3	8.3	10.8	10.8
무형자산상각비	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
외화환산손실(이익)	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.6	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(30.5)	(28.9)	8.3	9.1	9.9
(법인세납부)	(3.4)	(2.3)	(8.5)	(13.4)	(18.3)
기타	13.6	10.0	8.4	13.3	18.3
투자활동으로인한현금흐름	(28.4)	(45.6)	(51.5)	(53.5)	(14.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(34.0)	(41.5)	(48.0)	(50.0)	(10.0)
유형자산의감소	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(0.6)	(1.2)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	2.2	(0.3)	(1.6)	(1.6)	(2.1)
기타	3.9	(2.7)	(1.9)	(1.9)	(2.6)
FCF	(19.1)	(26.4)	(7.4)	9.8	63.1
재무활동으로인한현금흐름	20.9	43.5	10.2	(9.5)	(44.5)
차입금의증가(감소)	24.2	43.8	14.7	(5.0)	(40.0)
자기주식의처분(취득)	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
배당금	(3.6)	0.0	(4.5)	(4.5)	(4.5)
기타	0.1	(0.5)	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.1)	0.0	(0.0)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	6.1	(0.9)	2.3	(0.2)	19.6
기초현금	9.4	11.5	10.7	13.0	12.8
기말현금	15.5	10.7	13.0	12.8	32.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	379.0	336.2	483.6	630.7	830.0
증가율 (%)	21.3	(11.3)	43.8	30.4	31.6
매출원가	313.0	279.8	402.8	520.3	684.6
매출총이익	66.0	56.4	80.8	110.4	145.5
매출총이익률 (%)	17.4	16.8	16.7	17.5	17.5
판매관리비	31.2	32.1	42.7	51.4	67.6
영업이익	34.8	24.3	38.1	59.0	77.8
증가율 (%)	33.3	(30.1)	56.4	54.9	32.0
영업이익률 (%)	9.2	7.2	7.9	9.4	9.4
영업외손익	(4.5)	(2.3)	(2.9)	(3.0)	(1.7)
금융손익	(4.4)	(3.9)	(4.5)	(4.7)	(3.9)
기타영업외손익	(0.2)	1.6	1.7	1.7	2.2
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	30.3	22.0	35.2	56.0	76.2
법인세비용	5.9	6.3	8.5	13.4	18.3
계속사업이익	24.4	15.8	26.8	42.6	57.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	24.4	15.8	26.8	42.6	57.9
증가율 (%)	9.0	(35.3)	69.9	59.0	36.0
순이익률 (%)	6.4	4.7	5.5	6.7	7.0
(지배주주)당기순이익	21.9	16.6	28.2	44.8	61.0
(비지배주주)당기순이익	2.4	(0.8)	(1.4)	(2.3)	(3.1)
총포괄이익	23.7	15.9	26.8	42.6	57.9
(지배주주)총포괄이익	21.4	16.7	28.2	44.8	61.0
(비지배주주)총포괄이익	2.4	(0.9)	(1.4)	(2.3)	(3.1)
EBITDA	42.9	30.9	46.6	70.1	88.9
증가율 (%)	34.2	(27.9)	50.8	50.2	26.8
EBITDA 이익률 (%)	11.3	9.2	9.6	11.1	10.7

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS (당기순이익, 원)	N/A	2,116	2,974	4,729	6,432
EPS (지배순이익, 원)	N/A	2,230	3,134	4,983	6,778
BPS (자본총계, 원)	N/A	8,949	11,428	15,661	21,597
BPS (지배지분, 원)	N/A	8,977	11,616	16,104	22,387
DPS (원)	0	500	500	500	500
PER (당기순이익, 배)	N/A	47.1	44.5	28.0	20.6
PER (지배순이익, 배)	N/A	44.7	42.3	26.6	19.5
PBR (자본총계, 배)	N/A	11.1	11.6	8.5	6.1
PBR (지배지분, 배)	N/A	11.1	11.4	8.2	5.9
EV/EBITDA (배)	2.5	33.2	28.5	18.9	14.2
배당성향 (%)	0.0	27.0	15.8	9.9	7.3
배당수익률 (%)	N/A	0.5	0.4	0.4	0.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	11.3	9.2	9.6	11.1	10.7
영업이익률 (%)	9.2	7.2	7.9	9.4	9.4
순이익률 (%)	6.4	4.7	5.5	6.7	7.0
ROA (%)	8.9	5.0	7.3	9.5	11.2
ROE (지배순이익, %)	25.5	18.9	30.4	36.0	35.2
ROIC (%)	16.1	8.5	13.1	17.4	21.7
안정성					
부채비율 (%)	201.0	304.4	295.4	243.1	186.2
순차입금비율 (%)	96.6	161.6	134.8	95.4	37.5
현금비율 (%)	12.2	5.3	6.0	4.3	10.6
이자보상배율 (배)	7.3	6.0	8.1	12.2	18.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	6.8	4.8	6.6	9.0	12.5
재고자산회수기간 (일)	46.1	60.4	47.9	42.1	36.8
매출채권회수기간 (일)	62.7	92.0	77.1	71.0	64.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

아모레퍼시픽 (090430)

매수 (신규)

현재주가 (3월 30일) **3,241,000 원**
 목표주가 **4,100,000 원 (신규)**
 상승여력 **26.5%**

박상연 황어연
 (02) 3772-1592 (02) 3772-3813
 sympark03@shinhan.com

KOSPI	2,030.04p
KOSDAQ	646.74p
시가총액	18,946.4 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	5.8 백만주
유동주식수	3.0 백만주(50.6%)
52 주 최고가/최저가	3,374,000 원/1,235,000 원
일평균 거래량 (60 일)	17,302 주
일평균 거래액 (60 일)	47,238 백만원
외국인 지분율	29.30%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 7 인 49.33%
	국민연금 8.10%
절대수익률	3 개월 46.0%
	6 개월 35.5%
	12 개월 156.0%
KOSPI 대비	3 개월 37.8%
상대수익률	6 개월 34.8%
	12 개월 149.8%

주가차트



Asian Beauty Creator

2015년 1분기 매출액 1.2조원(+29.4% YoY), 영업이익 2,332억원(+32.7% YoY) 전망
 1분기 실적은 면세점 호조로 시장 기대치를 상회할 전망이다. 1분기 면세점 매출 성장률은 +120.0%를 전망한다. 춘절효과로 2월 중국인 입국자 수는 52만명(+58.4% YoY)를 기록했다. 1월말부터 시행되었던 1인당 매입 개수 제한 해제 정책은 3월까지 지속됐다. P(1인당 구매가격)와 Q(물량)이 동시에 증가했을 전망이다.

기초 라인 외 파운데이션 매출 성장도 전망된다. 쿠션은 2008년 출시 이후 지속적인 인기를 끌고 있으며 2014년 국내 매출의 10%를 기록했다. 글로벌 업체의 미투제품 유럽 및 국내 출시로 일부 우려는 있으나, 지역 및 브랜드 확장(기존 아이오펜,헤라 외 설화수 업그레이드 신제품, 마몽드 신규제품 출시)전략으로 매출 저변을 확대할 계획이다.

2015년 매출액 4.8조원(+22.8% YoY), 영업이익 7,815억원(+38.6% YoY) 전망

2015년은 면세점 호조세 지속과 해외 실적 성장이 핵심이 될 전망이다. 면세점은 국내 뿐만 아니라 매출비중 5%를 차지하는 해외 면세점도 기존점 효율화 작업으로 40~50% 성장할 전망이다. 대형 유통사(롯데, 신세계)의 면세점 사업 글로벌 확장 수혜도 가능할 전망이다.

해외 화장품은 매출액 성장률 36%와 전년 수준의 영업이익률 7.4% 유지를 전망한다. 중국 마몽드의 구조조정 효과 가시화, 아이오펜 백화점 입점, 이니스프리 확대 등으로 성장성과 수익성 확보가 모두 가능할 전망이다. 현재 해외 매출은 전체의 21%를 차지하고 있으나 중장기적으로 50%까지 확대될 전망이다.

투자의견 매수, 목표주가 4,100,000원으로 신규 커버리지 개시

투자의견 매수와 목표주가 4,100,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015~16년 예상 EPS 170,938원에 Target P/E 45배(Global peer 아시아 시장 확대기 최고 밸류에이션)를 적용하여 산출했다. 마진이 양호한 양대 사업부인 디지털과 면세점의 성장 확대로 구조적인 마진 개선 또한 이어질 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2013	3,100.4	369.8	363.5	268.0	37,826	(0.9)	370,116	26.4	12.2	2.7	11.0	(10.7)
2014	3,874.0	563.8	530.2	379.1	53,546	41.6	414,209	41.5	19.5	5.4	14.0	(15.9)
2015F	4,756.2	781.5	789.3	564.3	80,386	50.1	486,977	40.3	20.7	6.7	18.1	(24.0)
2016F	5,589.6	923.5	940.2	672.2	96,018	19.4	575,376	33.8	17.6	5.6	18.3	(34.1)
2017F	6,350.9	1,069.0	1,094.2	782.4	111,977	16.6	679,734	28.9	15.0	4.8	18.1	(42.1)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

아모레퍼시픽 사업 부문별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	전체	932	967	997	979	1,206	1,170	1,209	1,171	3,874	4,756	5,590	6,351
	국내화장품	608	675	665	631	802	804	796	732	2,579	3,134	3,491	3,821
	해외화장품	192	190	196	254	257	258	266	351	832	1,132	1,587	2,000
	중국	112	107	109	140	145	139	141	181	467	606	769	977
	프랑스	23	18	19	22	24	18	20	23	81	85	89	93
	미국	8	9	8	10	9	11	10	12	35	42	52	57
	일본	12	13	11	11	12	13	11	11	46	47	47	48
	기타아시아	48	56	57	80	82	95	97	136	242	411	699	908
	매스&녹차	132	102	136	93	147	108	147	88	463	491	512	530
영업이익	전체	176	151	148	89	233	196	195	157	563	781	924	1,069
	국내화장품	145	131	119	75	198	168	161	128	470	655	740	831
	해외화장품	14	11	15	21	18	19	18	28	61	84	138	188
	중국	13	11	11	17	19	15	15	24	52	73	111	146
	프랑스	1	(4)	2	0	0	0	0	0	(1)	1	2	2
	미국	1	1	1	0	1	1	1	0	2	2	3	4
	일본	(1)	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(4)	(4)	(4)	(2)
	기타아시아	3	6	5	6	3	6	5	6	20	21	38	54
	매스&녹차	17	9	14	(7)	17	9	17	0	32	43	46	49
세전이익	전체	163	146	143	78	235	198	197	159	530	789	939	1,092
순이익	전체	123	113	105	44	181	144	143	105	385	573	682	793
매출액 증가율(%) YoY													
	전체	15.9	21.0	25.7	38.9	29.4	21.0	21.3	19.7	24.9	22.8	17.5	13.6
	국내화장품	12.3	22.9	30.2	29.7	32.0	19.2	19.6	16.0	23.5	21.5	11.4	9.5
	해외화장품	51.5	29.4	42.4	98.0	33.6	35.6	36.1	38.0	54.2	36.0	40.2	26.1
	중국	33.3	18.3	37.8	63.3	29.6	29.6	29.6	29.6	38.0	29.6	27.0	27.0
	프랑스	20.9	(18.9)	(18.8)	(16.9)	4.0	4.0	4.0	4.0	(10.1)	4.0	5.0	5.0
	미국	41.1	45.9	42.4	64.4	20.0	20.0	20.0	20.0	48.5	20.0	24.0	10.0
	일본	0.9	(9.4)	(10.1)	3.8	2.0	2.0	2.0	2.0	(4.2)	2.0	2.0	2.0
	기타아시아	287.9	192.2	170.3	207.3	70.0	70.0	70.0	70.0	206.3	70.0	70.0	30.0
	매스&녹차	(2.9)	(1.1)	(6.0)	4.0	11.6	6.0	8.5	(5.4)	(2.1)	6.0	4.4	3.4
QoQ													
	전체	32.2	3.7	3.1	(1.8)	23.2	(3.0)	3.4	(3.2)	-	-	-	-
	YoY	25.3	59.6	72.5	80.8	32.7	29.6	32.3	75.7	52.5	38.7	18.2	15.8
	QoQ	255.7	(14.0)	(2.3)	(39.6)	161.5	(16.0)	(0.2)	(19.7)	-	-	-	-
영업이익률 (%)													
	전체	18.8	15.6	14.8	9.1	19.3	16.7	16.2	13.4	14.5	16.4	16.5	16.8
	국내화장품	23.8	19.5	17.9	11.9	24.6	20.9	20.2	17.5	18.2	20.9	21.2	21.8
	해외화장품	7.4	5.8	7.6	8.4	7.1	7.5	6.6	8.1	7.4	7.4	8.7	9.4
	매스&녹차	12.7	8.5	10.3	(7.8)	11.7	8.0	11.7	0.0	6.9	8.8	9.0	9.3
세전이익률 (%)	전체	17.5	15.1	14.3	8.0	19.5	16.9	16.3	13.6	13.7	16.6	16.8	17.2
순이익률 (%)	전체	13.2	11.7	10.6	4.5	15.0	12.3	11.9	8.9	9.9	12.0	12.2	12.5

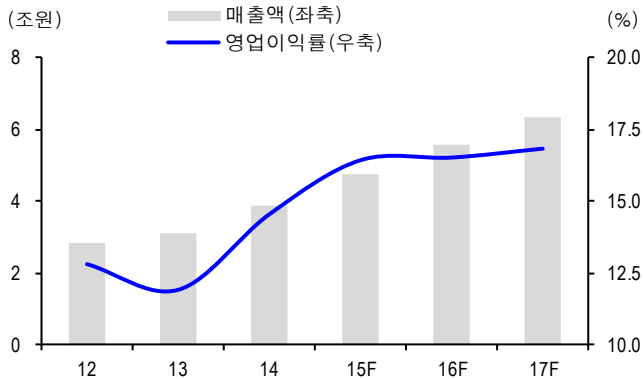
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아모레퍼시픽의 연결 순이익 PER Valuation

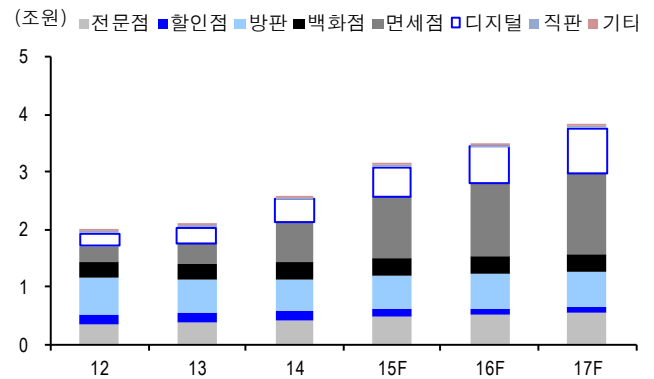
(십억원, 원, 배)	Value	비고
2015~16년 순이익 평균	628	
2015~16년 EPS 평균	170,938	
Target PER	45	Global peer 아시아 시장 확대기 최고 밸류에이션
목표주가	4,100,000	

자료: 신한금융투자

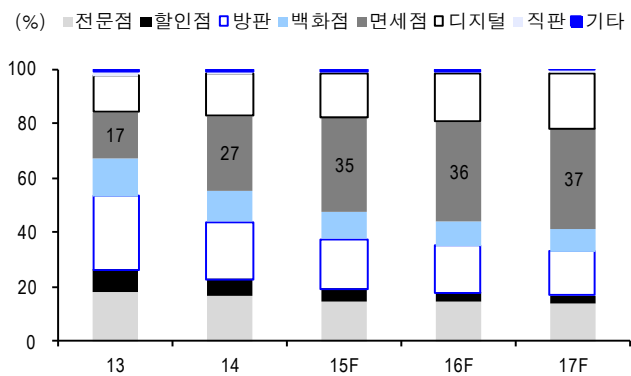
아모레퍼시픽의 실적 추이 및 전망



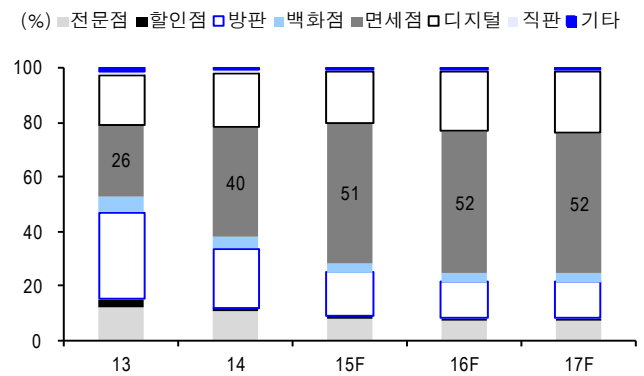
아모레퍼시픽의 채널별 매출 추이 및 전망



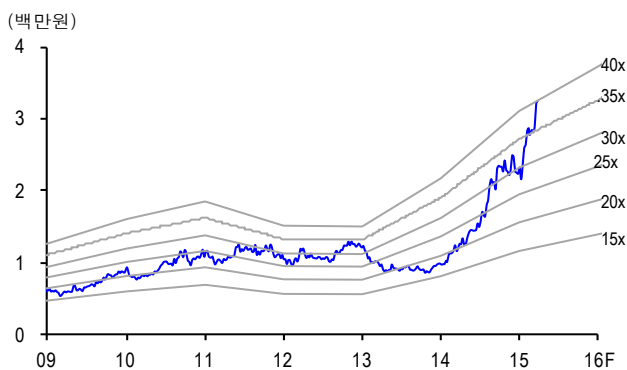
아모레퍼시픽의 채널별 매출 비중 추이 및 전망



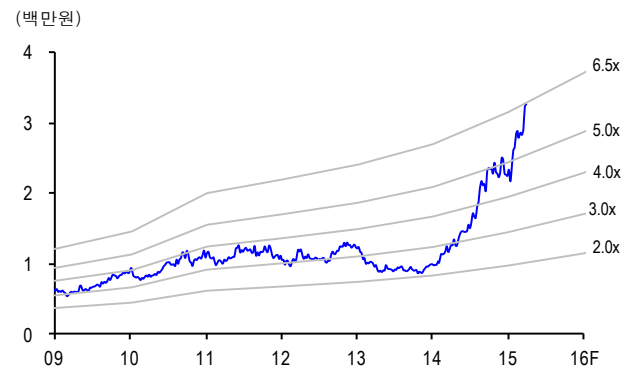
아모레퍼시픽의 채널별 영업이익 비중 전망



아모레퍼시픽의 12개월 선행 PER 추이



아모레퍼시픽의 12개월 선행 PBR 추이



부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
자산총계	3,401.8	3,854.6	4,537.1	5,304.2	6,143.4
유동자산	967.6	1,427.3	1,939.2	2,621.5	3,340.7
현금및현금성자산	294.0	342.6	660.3	1,254.5	1,883.4
매출채권	197.4	196.7	226.2	251.1	276.2
재고자산	282.8	304.9	374.3	439.9	499.8
비유동자산	2,434.3	2,427.3	2,597.9	2,682.7	2,802.7
유형자산	1,936.0	1,743.6	1,903.4	1,977.9	2,088.6
무형자산	132.6	174.2	174.2	174.2	174.2
투자자산	49.8	47.5	58.4	68.6	77.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	833.7	976.3	1,147.6	1,293.9	1,400.4
유동부채	542.7	651.1	781.7	909.5	1,030.8
단기차입금	40.2	33.8	23.8	18.8	18.8
매입채무	115.3	156.5	192.2	225.9	256.6
유동성장기부채	42.2	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	291.0	325.1	365.9	384.4	369.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	77.4	146.1	146.1	126.1	76.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,568.1	2,878.3	3,389.5	4,010.3	4,743.0
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	720.5	720.5	720.5	720.5
기타자본	(1.8)	(19.5)	(19.5)	(19.5)	(19.5)
기타포괄이익누계액	(14.0)	(13.1)	(13.1)	(13.1)	(13.1)
이익잉여금	1,815.3	2,136.4	2,638.6	3,248.7	3,968.9
지배주주지분	2,554.4	2,858.7	3,360.9	3,971.0	4,691.3
비지배주주지분	13.7	19.6	28.6	39.3	51.7
*총차입금	159.8	179.9	169.9	144.9	94.9
*순차입금(순현금)	(274.4)	(456.3)	(813.4)	(1,368.0)	(1,995.2)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	426.7	586.1	769.1	871.0	982.8
당기순이익	267.4	385.1	573.3	682.9	794.8
유형자산상각비	123.6	136.1	180.2	175.4	179.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	0.8	(0.8)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(1.4)	14.5	3.4	(1.6)	(1.6)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(3.2)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(18.4)	(0.3)	16.5	18.6	14.6
(법인세납부)	(77.9)	(122.6)	(216.0)	(257.3)	(299.4)
기타	135.8	174.3	211.7	253.0	295.1
투자활동으로인한현금흐름	(348.8)	(490.7)	(375.9)	(191.3)	(243.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(323.5)	(267.2)	(340.0)	(250.0)	(290.0)
유형자산의감소	16.6	4.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(17.6)	(54.6)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(0.9)	1.3	(6.5)	(5.9)	(5.0)
기타	(23.4)	(174.4)	(29.4)	64.6	51.7
FCF	98.4	176.0	382.4	575.2	644.2
재무활동으로인한현금흐름	49.2	(46.3)	(72.1)	(87.1)	(112.1)
차입금의증가(감소)	89.6	(2.8)	(10.0)	(25.0)	(50.0)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(44.9)	(45.5)	(62.1)	(62.1)	(62.1)
기타	4.5	2.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(3.4)	1.6	1.6
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(3.7)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	123.3	48.5	317.8	594.1	628.9
기초현금	170.7	294.0	342.6	660.3	1,254.5
기말현금	294.0	342.6	660.3	1,254.5	1,883.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	3,100.4	3,874.0	4,756.2	5,589.6	6,350.9
증가율 (%)	8.8	25.0	22.8	17.5	13.6
매출원가	911.8	1,028.2	1,177.9	1,378.1	1,545.0
매출총이익	2,188.6	2,845.8	3,578.3	4,211.5	4,805.9
매출총이익률 (%)	70.6	73.5	75.2	75.3	75.7
판매관리비	1,818.8	2,282.1	2,796.9	3,288.0	3,736.9
영업이익	369.8	563.8	781.5	923.5	1,069.0
증가율 (%)	1.2	52.4	38.6	18.2	15.8
영업이익률 (%)	11.9	14.6	16.4	16.5	16.8
영업외손익	(6.3)	(33.5)	7.8	16.7	25.3
금융손익	8.7	11.1	16.0	13.8	13.4
기타영업외손익	(18.1)	(44.8)	(8.3)	2.7	11.7
종속 및 관계기업관련손익	3.2	0.2	0.2	0.2	0.2
세전계속사업이익	363.5	530.2	789.3	940.2	1,094.2
법인세비용	96.2	145.1	216.0	257.3	299.4
계속사업이익	267.4	385.1	573.3	682.9	794.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	267.4	385.1	573.3	682.9	794.8
증가율 (%)	(0.7)	44.1	48.9	19.1	16.4
순이익률 (%)	8.6	9.9	12.1	12.2	12.5
(지배주주)당기순이익	268.0	379.1	564.3	672.2	782.4
(비지배주주)당기순이익	(0.6)	6.0	9.0	10.7	12.4
총포괄이익	264.8	373.3	573.3	682.9	794.8
(지배주주)총포괄이익	265.7	366.9	563.4	671.1	781.1
(비지배주주)총포괄이익	(0.9)	6.5	9.9	11.8	13.7
EBITDA	493.4	699.8	961.7	1,099.0	1,248.3
증가율 (%)	5.7	41.8	37.4	14.3	13.6
EBITDA 이익률 (%)	15.9	18.1	20.2	19.7	19.7

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS (당기순이익, 원)	37,737	54,420	81,687	97,568	113,780
EPS (지배순이익, 원)	37,826	53,546	80,386	96,018	111,977
BPS (자본총계, 원)	372,105	417,050	491,117	581,066	687,226
BPS (지배지분, 원)	370,116	414,209	486,977	575,376	679,734
DPS (원)	6,500	9,000	9,000	9,000	9,000
PER (당기순이익, 배)	26.5	40.8	39.7	33.2	28.5
PER (지배순이익, 배)	26.4	41.5	40.3	33.8	28.9
PBR (자본총계, 배)	2.7	5.3	6.6	5.6	4.7
PBR (지배지분, 배)	2.7	5.4	6.7	5.6	4.8
EV/EBITDA (배)	12.2	19.5	20.7	17.6	15.0
배당성향 (%)	16.8	16.4	11.0	9.2	7.9
배당수익률 (%)	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	15.9	18.1	20.2	19.7	19.7
영업이익률 (%)	11.9	14.6	16.4	16.5	16.8
순이익률 (%)	8.6	9.9	12.1	12.2	12.5
ROA (%)	8.3	10.6	13.7	13.9	13.9
ROE (지배순이익, %)	11.0	14.0	18.1	18.3	18.1
ROIC (%)	13.3	18.4	27.3	30.0	32.8
안정성					
부채비율 (%)	32.5	33.9	33.9	32.3	29.5
순차입금비율 (%)	(10.7)	(15.9)	(24.0)	(34.1)	(42.1)
현금비율 (%)	54.2	52.6	84.5	137.9	182.7
이자보상배율 (배)	149.2	217.5	300.6	355.2	411.2
활동성					
순운전자본회전율 (회)	34.5	30.3	24.8	26.0	26.9
재고자산회수기간 (일)	32.4	27.7	26.1	26.6	27.0
매출채권회수기간 (일)	21.6	18.6	16.2	15.6	15.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자

한국콜마 (161890)

매수 (신규)

현재주가 (3월 30일) **66,300 원**
 목표주가 **83,000 원 (신규)**
 상승여력 **25.2%**

박상연 황어연
 (02) 3772-1592 (02) 3772-3813
 spypark03@shinhan.com

KOSPI	2,030.04p
KOSDAQ	646.74p
시가총액	1,398.9 십억원
액면가	500 원
발행주식수	21.1 백만주
유통주식수	16.4 백만주(77.5%)
52 주 최고가/최저가	66,300 원/29,000 원
일평균 거래량 (60 일)	189,132 주
일평균 거래액 (60 일)	10,566 백만원
외국인 지분율	45.62%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 27 인 21.84%
	일본콜마 13.16%
절대수익률	3 개월 50.5%
	6 개월 6.1%
	12 개월 116.0%
KOSPI 대비	3 개월 42.0%
상대수익률	6 개월 5.6%
	12 개월 110.7%

주가차트



북경의 힘은 지금부터

2015년 1분기 매출액 1,106억원(+29.7% YoY), 영업이익 86억원 전망

1분기 마진이 양호한 홈쇼핑부문 매출 호조세에 따른 실적 개선세가 지속될 전망이다. 영업이익률은 강점을 가지고 있는 기초부문 물량 증가세도 전년에 이어 지속적으로 9.1%(+0.8%p)를 예상한다.

2015년 매출액 4,836억원(+24.5% YoY), 영업이익 381억원(+32.9% YoY) 전망

2015년은 글로벌 고객사 주문 증대, 중국부문 capa 증설 효과 증가로 고성장세가 지속될 전망이다. 수출비중은 현재 7~8% 수준이며 5년 내 40% 증가를 목표로 하고 있다. 에스 티로더와 P&G, 로레알 등 글로벌 고객사의 주문 증대가 기대된다. 해외의 영업이익률은 20%수준으로 국내보다 높다. 향후 해외 매출 확대에 점진적인 수익성 개선세가 예상된다.

중국 Capa 투자는 계속될 전망이다. 북경 증설분은 약 1,000억원 규모이고, 광저우는 2016년 중반 가동을 목표로 북경과 동일한 규모인 1,000억원 규모를 증설할 계획이다. 북경매출은 2014년 250억원을 기록했다. 2015년은 38.4% 증가한 357억원이 예상된다. 총 capa 대비 가동률은 낮은 수준이나 수익성이 확보된 고객 위주로 사업을 확대할 계획이다. 2017년까지 연간 30% 후반의 매출 성장이 가능할 전망이다. 북경콜마의 매출비중은 2015년 7%에서 2017년 10%로 증가할 전망이다.

투자이건 매수, 목표주가 83,000원으로 신규 커버리지 개시

투자이건 매수와 목표주가 83,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015~17년 예상 EPS 2,335원에 Target P/E 32.5배(화장품 기업 PER 평균)를 적용하여 산출했다. 글로벌 고객처 확대에 내수 ODM 강자에서 글로벌 강자로 거듭날 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2012	177.8	14.0	13.2	12.0	1,237	N/A	5,020	27.1	40.5	6.7	10.4	27.3
2013	282.2	19.7	16.5	14.1	722	(41.7)	5,846	37.8	22.8	4.7	13.3	16.7
2014F	461.3	46.8	43.5	38.3	1,913	165.1	7,106	23.0	17.8	6.2	29.0	(3.8)
2015F	514.6	52.3	49.4	44.1	2,089	9.2	9,090	31.7	23.7	7.3	25.8	(15.3)
2016F	575.6	60.2	58.0	51.9	2,458	17.6	11,443	27.0	20.4	5.8	23.9	(24.9)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

한국콜마의 연결 순이익 PER Valuation

(십억원, 원, 배)	Value	비고
2015~17년 순이익 평균	41	
2015~17년 EPS 평균	2,335	
Target PER	32.5	화장품 기업 밸류에이션 평균 32.5배 적용
목표주가	76,000	

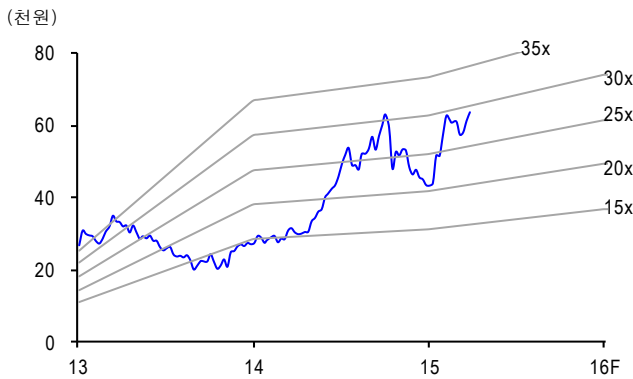
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국콜마의 사업 부문별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F
매출액	연결 매출	107	122	112	120	119	137	124	135	461	515	576
	별도 매출	103	118	107	112	115	130	117	124	441	485	533
	화장품	77	89	78	80	87	98	84	89	324	358	395
	제약	27	29	30	32	28	32	32	35	117	127	138
	기타	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
	북경콜마	4	6	6	10	5	9	8	14	26	36	49
영업이익		9	14	10	14	11	14	13	15	47	52	60
세전이익		8	13	10	13	10	13	12	14	43	49	58
순이익		6	10	9	14	9	12	11	13	38	44	52
매출액 비중(%)	연결 매출	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
	별도 매출	96.9	96.2	95.9	93.5	96.3	94.7	94.4	91.8	95.6	94.2	92.6
	화장품	71.9	72.6	69.2	67.0	72.7	71.4	68.2	65.8	70.1	69.5	68.6
	제약	24.9	23.5	26.5	26.4	23.4	23.1	26.0	25.8	25.3	24.6	23.9
	기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1
	북경콜마	3.6	4.8	5.3	8.5	4.2	6.4	6.7	10.1	5.6	6.9	8.5
매출액 증가율 (%)	YoY	17.6	19.9	31.3	26.5	11.6	11.8	10.3	12.5	23.7	11.6	11.8
	QoQ	12.8	14.7	(8.4)	6.9	(0.6)	14.9	(9.7)	9.0	-	-	-
영업이익 증가율 (%)	YoY	64.7	93.0	69.6	115.0	21.9	0.3	21.0	9.3	86.8	11.7	15.2
	QoQ	38.3	53.7	(23.5)	32.2	(21.6)	26.4	(7.7)	19.4	-	-	-
영업이익률 (%)	전체	8.3	11.2	9.3	11.5	9.1	10.0	10.2	11.2	10.2	10.2	10.5
세전이익률 (%)		7.0	10.2	9.2	10.9	8.5	9.5	9.6	10.7	9.4	9.6	10.1
순이익률 (%)		5.6	7.9	7.7	11.6	7.4	8.5	8.6	9.7	8.3	8.6	9.0

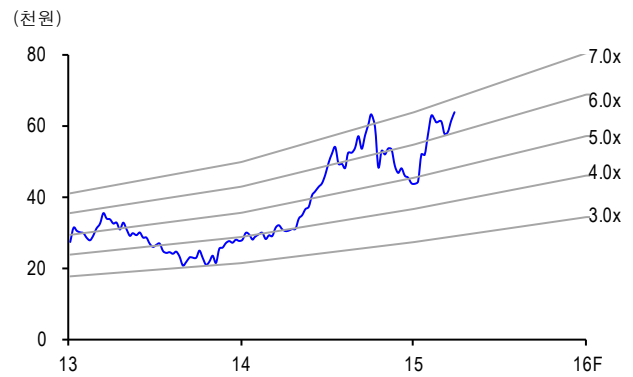
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국콜마의 12개월 선행 PER 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국콜마의 12개월 선행 PER 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
자산총계	230.0	294.9	381.0	416.1	461.3
유동자산	148.3	198.8	287.8	309.4	345.9
현금및현금성자산	6.8	14.7	46.7	47.8	59.8
매출채권	72.6	67.6	94.6	104.1	116.4
재고자산	35.7	32.3	52.7	58.8	65.8
비유동자산	81.8	96.1	93.1	106.7	115.4
유형자산	76.2	90.1	87.6	101.7	110.7
무형자산	3.5	3.9	3.4	2.9	2.5
투자자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	132.2	181.1	231.0	224.2	219.8
유동부채	112.7	126.2	173.8	166.4	161.2
단기차입금	39.2	47.3	62.3	57.3	48.3
매입채무	50.5	45.6	74.6	83.2	93.1
유동성장기부채	8.7	17.4	18.0	5.0	0.0
비유동부채	19.5	54.9	57.2	57.9	58.7
사채	0.0	38.6	38.6	38.6	38.6
장기차입금(장기금융부채 포함)	15.9	12.7	12.7	12.7	12.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	97.8	113.9	149.9	191.8	241.4
자본금	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
자본잉여금	76.9	81.0	81.0	81.0	81.0
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	11.3	23.4	59.4	101.3	150.9
지배주주지분	97.8	113.9	149.9	191.8	241.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	63.8	116.0	131.6	113.6	99.6
*순차입금(순현금)	26.7	19.0	(5.7)	(29.3)	(60.0)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동으로인한현금흐름	13.6	24.9	28.5	44.5	46.8
당기순이익	12.0	14.1	38.3	44.1	51.9
유형자산상각비	2.4	4.1	4.5	4.9	5.0
무형자산상각비	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4
외화환산손실(이익)	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(4.2)	1.3	(14.5)	(4.7)	(10.1)
(법인세납부)	(0.1)	(2.0)	(5.2)	(5.3)	(6.2)
기타	3.1	6.7	4.9	5.1	5.8
투자활동으로인한현금흐름	(21.9)	(71.5)	(10.0)	(23.3)	(18.5)
유형자산의 증가(CAPEX)	(5.3)	(18.1)	(2.0)	(19.0)	(14.0)
유형자산의 감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 감소(증가)	(0.2)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	0.9	1.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타	(17.4)	(53.7)	(8.0)	(4.3)	(4.5)
FCF	2.0	9.2	27.6	27.7	34.2
재무활동으로인한현금흐름	8.5	54.4	13.5	(20.2)	(16.2)
차입금의 증가(감소)	8.5	56.4	15.6	(18.0)	(14.0)
자기주식의 처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	(2.0)	(2.0)	(2.2)	(2.2)
기타	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
연결법위변동으로인한현금의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	0.1	7.8	32.0	1.1	12.1
기초현금	6.7	6.8	14.7	46.7	47.8
기말현금	6.8	14.7	46.7	47.8	59.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	177.8	282.2	461.3	514.6	575.6
증가율 (%)	(45.2)	58.8	63.4	11.6	11.8
매출원가	142.3	225.6	357.0	398.3	443.7
매출총이익	35.4	56.7	104.2	116.3	131.8
매출총이익률 (%)	19.9	20.1	22.6	22.6	22.9
판매관리비	21.4	37.0	57.4	64.0	71.6
영업이익	14.0	19.7	46.8	52.3	60.2
증가율 (%)	(33.8)	40.1	138.0	11.7	15.2
영업이익률 (%)	7.9	7.0	10.2	10.2	10.5
영업외손익	(0.8)	(3.2)	(3.3)	(2.9)	(2.2)
금융손익	(1.0)	(2.0)	(2.1)	(1.7)	(0.9)
기타영업외손익	0.2	(1.3)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	13.2	16.5	43.5	49.4	58.0
법인세비용	1.3	2.4	5.2	5.3	6.2
계속사업이익	12.0	14.1	38.3	44.1	51.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	12.0	14.1	38.3	44.1	51.9
증가율 (%)	(41.1)	17.6	172.1	15.2	17.6
순이익률 (%)	6.7	5.0	8.3	8.6	9.0
(지배주주)당기순이익	12.0	14.1	38.3	44.1	51.9
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	11.1	14.1	38.3	44.1	51.9
(지배주주)총포괄이익	11.1	14.1	38.3	44.1	51.9
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	16.8	24.2	51.9	57.7	65.6
증가율 (%)	(39.1)	43.9	114.4	11.2	13.6
EBITDA 이익률 (%)	9.5	8.6	11.3	11.2	11.4

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2012	2013	2014F	2015F	2016F
EPS (당기순이익, 원)	1,237	722	1,913	2,089	2,458
EPS (지배순이익, 원)	1,237	722	1,913	2,089	2,458
BPS (자본총계, 원)	5,020	5,846	7,106	9,090	11,443
BPS (지배지분, 원)	5,020	5,846	7,106	9,090	11,443
DPS (원)	105	105	105	105	105
PER (당기순이익, 배)	27.1	37.8	23.0	31.7	27.0
PER (지배순이익, 배)	27.1	37.8	23.0	31.7	27.0
PBR (자본총계, 배)	6.7	4.7	6.2	7.3	5.8
PBR (지배지분, 배)	6.7	4.7	6.2	7.3	5.8
EV/EBITDA (배)	40.5	22.8	17.8	23.7	20.4
배당성향 (%)	17.1	14.6	5.8	5.0	4.3
배당수익률 (%)	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.5	8.6	11.3	11.2	11.4
영업이익률 (%)	7.9	7.0	10.2	10.2	10.5
순이익률 (%)	6.7	5.0	8.3	8.6	9.0
ROA (%)	4.5	5.4	11.3	11.1	11.8
ROE (지배순이익, %)	10.4	13.3	29.0	25.8	23.9
ROIC (%)	7.8	13.5	29.9	29.8	30.6
안정성					
부채비율 (%)	135.2	159.0	154.1	116.9	91.1
순차입금비율 (%)	27.3	16.7	(3.8)	(15.3)	(24.9)
현금비율 (%)	6.1	11.6	26.9	28.7	37.1
이자보상배율 (배)	9.8	6.3	10.9	12.3	16.3
활동성					
순운전자본회전율 (회)	4.2	6.5	9.5	8.6	8.5
재고자산회수기간 (일)	78.7	43.9	33.6	39.6	39.5
매출채권회수기간 (일)	130.7	90.6	64.2	70.5	69.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

LG 생활건강 (051900)

매수 (신규)

현재주가 (3월 30일) **799,000 원**
 목표주가 **930,000 원 (신규)**
 상승여력 **16.4%**

박상연 황어연
 (02) 3772-1592 (02) 3772-3813
 sypark03@shinhan.com

KOSPI	2,030.04p
KOSDAQ	646.74p
시가총액	12,478.9 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	15.6 백만주
유동주식수	9.3 백만주(59.8%)
52 주 최고가/최저가	800,000 원/424,000 원
일평균 거래량 (60 일)	43,843 주
일평균 거래액 (60 일)	29,707 백만원
외국인 지분율	38.53%
주요주주	LG 외 1 인 34.03%
	국민연금 9.23%
절대수익률	3개월 28.3%
	6개월 57.6%
	12개월 72.8%
KOSPI 대비	3개월 21.0%
상대수익률	6개월 56.8%
	12개월 68.6%

주가차트



The history of china

2015년 1분기 매출액 1.3조원(+16.1% YoY), 영업이익 1,508억원(+17.7% YoY) 전망
 1분기 실적은 면세점 호조로 시장 기대치를 상회할 전망이다. 1분기 면세점 매출은 성장률은 +176.0%를 전망한다. 춘절 효과로 2월 중국인 입국자 수는 52만명(+58.4% YoY)을 기록했다. 연간 400억원 수준의 음료부문 통상임금 반영 이슈는 지속될 예정이나 원가 절감으로 영향은 전년대비 완화될 전망이다.

2015년 매출액 5.2조원(+10.7% YoY), 영업이익 6,177억원(+20.7% YoY) 전망

2014년 면세점 매출(2,993억원, +205.2% YoY) 급증으로 매출액 4.7조원(+8.1% YoY)을 기록했다. 면세점의 매출 비중은 총 매출액의 6%, 화장품 매출액의 15%이다. 면세점은 영업이익률 30%이상을 기록하는 사업부로 채널 마진이 가장 양호하다. 2014년 화장품 영업이익의 35% 비중을 차지한 것으로 추정된다.

2015년 성장도 면세점이 이끌 전망이다. 2015년은 면세점 성장률 +77%를 가정, 매출액 5.2조원(+10.7% YoY), 영업이익 6,177억원(+20.7% YoY)을 예상한다. 영업이익의 면세점 비중은 2015년 48%, 2016년 53%로 증가할 전망이다

투자의견 매수, 목표주가 930,000원으로 신규 커버리지 개시

투자의견 매수와 목표주가 930,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015~16년 예상 EPS 13,537원에 Target P/E 35.8배(화장품 기업 밸류에이션 평균 32.5배에 10% 할증)를 적용하여 산출했다. 2015년에는 화장품 사업부의 고성장세와 더불어 생활용품과 음료도 부진했던 2014년 대비 업황 개선이 가능할 전망이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2013	4,326.3	496.4	473.5	357.3	19,717	18.0	79,516	27.8	16.6	6.9	27.4	66.2
2014	4,677.0	511.0	480.2	349.4	19,243	(2.4)	92,417	32.4	17.8	6.7	22.9	49.9
2015F	5,175.2	617.7	587.3	427.3	23,640	22.8	112,747	33.8	18.0	7.1	23.5	24.0
2016F	5,595.3	710.6	678.5	493.7	27,385	15.8	136,822	29.2	15.6	5.8	22.3	1.7
2017F	6,079.3	814.9	780.2	567.7	31,563	15.3	165,075	25.3	13.4	4.8	21.2	(14.3)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

LG생활건강의 사업 부문별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	전체	1,098	1,115	1,146	1,094	1,275	1,274	1,350	1,276	4,677	5,175	5,595	6,079
	화장품	454	465	480	559	569	566	566	630	1,956	2,332	2,620	2,960
	백화점	42	41	35	41	45	44	37	43	158	169	178	190
	면세점	38	58	83	121	104	115	149	164	299	531	708	913
	방판	44	51	52	55	66	65	64	62	201	257	295	327
	매스	146	151	150	163	168	177	160	182	610	687	732	789
	기타	184	163	160	180	187	165	157	179	687	688	707	740
	생활용품	402	340	409	351	422	358	430	369	1,502	1,579	1,666	1,761
	음료	242	310	257	184	283	351	354	277	1,219	1,264	1,310	1,359
영업이익	전체	128	121	150	112	151	153	178	136	512	618	711	815
	화장품	66	63	64	79	87	82	89	99	272	357	431	513
	백화점	-	-	-	-	4	4	3	4	14	16	16	17
	면세점	-	-	-	-	33	37	48	52	96	170	226	292
	방판	-	-	-	-	13	12	11	12	38	48	55	61
	매스	-	-	-	-	20	21	19	22	73	82	88	95
	기타	-	-	-	-	16	8	8	9	19	12	14	15
	생활용품	45	30	58	27	49	38	58	29	161	174	187	204
	음료	17	28	28	6	14	34	31	8	79	87	93	98
세전이익	전체	122	112	142	103	145	142	199	100	480	587	678	780
순이익	전체	90	83	105	76	107	104	161	62	355	434	501	576
매출액 증가율 (%)	YoY												
	전체	3.8	5.5	1.2	8.3	16.1	14.3	17.8	16.6	8.1	10.7	8.1	8.7
	화장품	5.0	11.9	22.5	32.5	25.4	21.9	17.9	12.7	17.7	19.2	12.3	13.0
	백화점	1.5	3.6	2.7	8.4	6.6	7.1	6.6	6.1	3.6	6.5	5.5	6.9
	면세점	77.6	142.8	214.8	341.4	176.0	96.0	80.0	35.1	205.2	77.4	33.3	29.0
	방판	(5.7)	23.0	37.8	60.0	49.4	28.3	22.2	13.5	25.0	27.7	14.8	10.7
	매스	18.9	15.7	10.9	3.2	14.9	17.0	6.2	12.0	11.6	12.6	6.5	7.9
	기타	(7.9)	(9.2)	1.1	8.9	1.4	1.5	(2.1)	(0.4)	(2.3)	0.2	2.8	4.7
	생활용품	6.9	2.7	(1.3)	9.3	5.1	5.1	5.1	5.1	4.1	5.1	5.5	5.7
영업이익 증가율 (%)	QoQ												
	전체	8.8	2.3	3.3	16.4	1.9	(0.6)	(0.0)	11.3	-	-	-	-
	YoY	(12.1)	1.1	3.2	32.3	17.7	26.0	18.4	20.9	3.1	20.7	15.0	14.7
	QoQ	51.0	(5.3)	23.7	(25.2)	34.3	1.5	16.2	(23.7)	-	-	-	-
	전체	11.7	10.9	13.1	10.3	11.8	12.0	13.2	10.6	10.9	11.9	12.7	13.4
	화장품	14.6	13.6	13.3	14.2	15.3	14.5	15.7	15.7	13.9	15.3	16.5	17.3
	생활용품	11.2	8.9	14.2	7.8	11.7	10.5	13.5	7.8	10.7	11.0	11.2	11.6
	음료	7.0	9.0	11.0	3.0	5.0	9.6	8.8	3.0	6.5	6.9	7.1	7.2
	전체	11.2	10.1	12.4	9.5	11.4	11.2	14.8	7.8	10.3	11.3	12.1	12.8
세전이익률 (%)	전체	8.2	7.4	9.1	7.0	8.4	8.2	11.9	4.8	7.6	8.4	9.0	9.5
순이익률 (%)	전체												

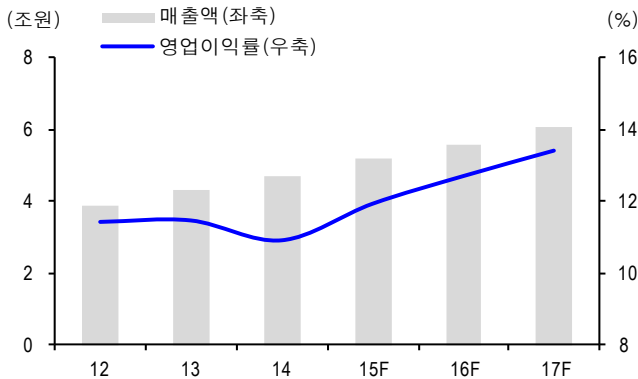
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 연결 순이익 PER Valuation

(십억원, 원, 배)	Value	비고
2015~16년 순이익 평균	467	
2015~16년 EPS 평균	25,894	
Target PER	35.8	화장품 기업 밸류에이션 평균 32.5배에 10%할증
목표주가	930,000	

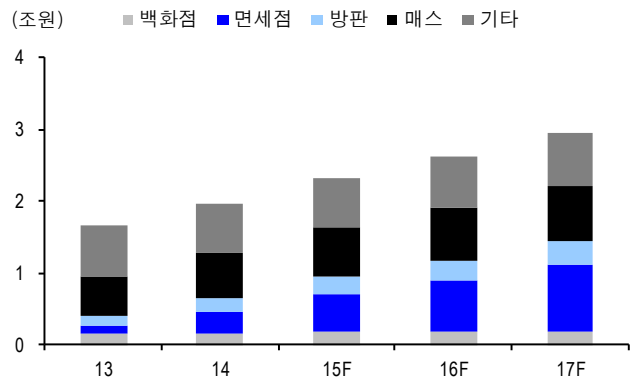
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 영업실적 추이 및 전망



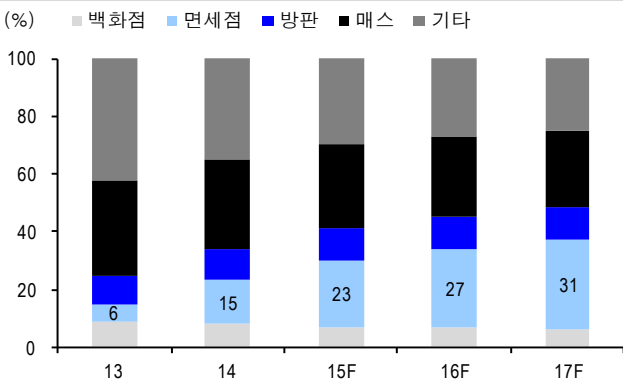
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 채널별 매출 추이 및 전망



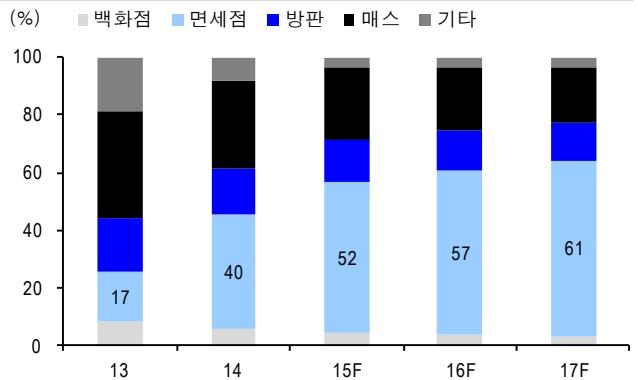
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 채널별 매출 비중 추이 및 전망



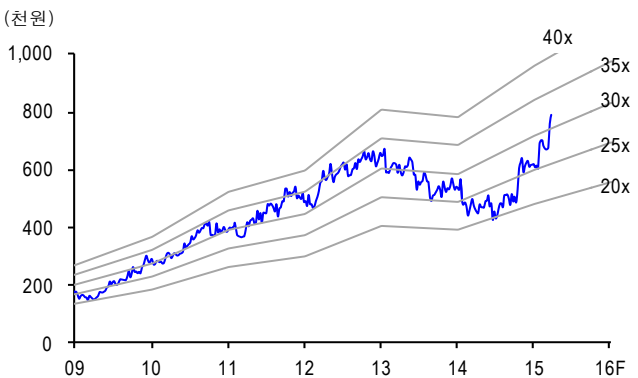
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 채널별 영업이익 비중 전망



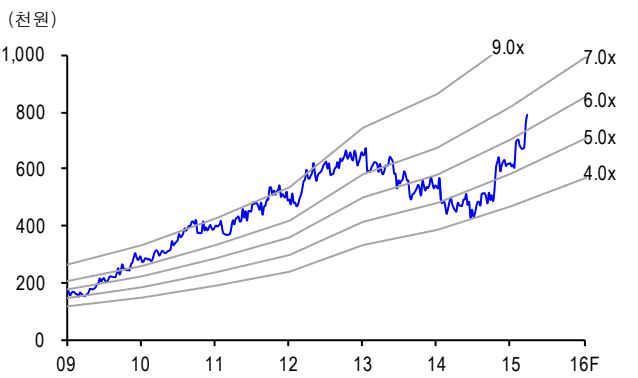
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 12개월 선행 PER 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 12개월 선행 PBR 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
자산총계	3,435.1	3,828.3	4,052.5	4,568.2	5,171.4
유동자산	981.1	1,214.3	1,420.4	1,953.2	2,515.8
현금및현금성자산	143.0	338.1	450.9	905.0	1,376.9
매출채권	410.5	408.3	451.7	488.4	530.7
재고자산	375.6	411.3	455.1	492.1	534.6
비유동자산	2,454.0	2,614.1	2,632.1	2,615.0	2,655.6
유형자산	1,022.1	1,102.4	1,131.1	1,125.2	1,175.9
무형자산	1,285.9	1,346.1	1,329.7	1,313.7	1,298.1
투자자산	48.7	53.4	59.1	63.9	69.5
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,959.7	2,119.8	1,977.5	2,059.4	2,153.7
유동부채	981.7	1,035.7	867.3	927.2	996.2
단기차입금	317.7	129.6	129.6	129.6	129.6
매입채무	202.4	207.5	229.6	248.3	269.7
유동성장기부채	80.0	239.4	0.0	0.0	0.0
비유동부채	978.0	1,084.2	1,110.2	1,132.2	1,157.5
사채	648.3	828.0	828.0	828.0	828.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	85.7	11.6	11.6	11.6	11.6
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,475.4	1,708.5	2,075.0	2,508.8	3,017.7
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타자본	(73.1)	(79.1)	(79.1)	(79.1)	(79.1)
기타포괄이익누계액	(118.7)	(158.5)	(158.5)	(158.5)	(158.5)
이익잉여금	1,414.7	1,689.0	2,049.2	2,475.8	2,976.4
지배주주지분	1,408.9	1,637.4	1,997.6	2,424.2	2,924.8
비지배주주지분	66.5	71.1	77.4	84.6	92.9
*총차입금	1,131.7	1,208.6	969.3	969.3	969.3
*순차입금(순현금)	976.2	852.2	498.0	42.3	(431.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	389.5	465.8	579.9	643.6	722.4
당기순이익	365.7	354.6	433.6	501.0	576.1
유형자산상각비	96.7	105.5	133.3	130.9	134.3
무형자산상각비	13.6	15.7	16.4	16.0	15.6
외화환산손실(이익)	(12.0)	(4.1)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	2.2	(6.4)	(6.4)	(6.4)	(6.4)
지분법, 중속, 관계기업손실(이익)	(3.6)	(5.5)	(4.0)	(4.0)	(4.0)
운전자본변동	(91.9)	(31.9)	7.0	6.1	6.9
(법인세납부)	(122.6)	(137.5)	(153.7)	(177.5)	(204.1)
기타	141.4	175.4	153.7	177.5	204.0
투자활동으로인한현금흐름	(492.7)	(277.6)	(165.7)	(127.5)	(188.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(134.5)	(187.2)	(162.0)	(125.0)	(185.0)
유형자산의감소	4.9	10.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(7.3)	(5.5)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(6.5)	0.1	(1.7)	(0.8)	(1.5)
기타	(349.3)	(95.5)	(2.0)	(1.7)	(1.9)
FCF	307.0	360.5	422.3	528.4	545.7
재무활동으로인한현금흐름	185.2	7.7	(306.5)	(67.1)	(67.1)
차입금의증가(감소)	260.0	71.6	(239.4)	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(63.4)	(63.9)	(67.1)	(67.1)	(67.1)
기타	(11.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	(4.0)	(1.1)	5.1	5.1	5.1
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.2)	0.2	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	77.8	195.0	112.9	454.1	471.9
기초현금	65.2	143.0	338.1	450.9	905.0
기말현금	143.0	338.1	450.9	905.0	1,376.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	4,326.3	4,677.0	5,175.2	5,595.3	6,079.3
증가율 (%)	11.0	8.1	10.7	8.1	8.7
매출원가	2,031.8	2,101.8	2,247.6	2,366.0	2,504.4
매출총이익	2,294.4	2,575.2	2,927.6	3,229.3	3,574.9
매출총이익률 (%)	53.0	55.1	56.6	57.7	58.8
판매관리비	1,798.0	2,064.1	2,309.9	2,518.7	2,760.0
영업이익	496.4	511.0	617.7	710.6	814.9
증가율 (%)	11.4	2.9	20.9	15.0	14.7
영업이익률 (%)	11.5	10.9	11.9	12.7	13.4
영업외손익	(23.0)	(30.8)	(30.4)	(32.1)	(34.7)
금융손익	(22.1)	(28.1)	(24.6)	(26.3)	(29.9)
기타영업외손익	(4.4)	(8.2)	(9.8)	(9.8)	(8.8)
중속 및 관계기업관련손익	3.6	5.5	4.0	4.0	4.0
세전계속사업이익	473.5	480.2	587.3	678.5	780.2
법인세비용	107.8	125.6	153.7	177.5	204.1
계속사업이익	365.7	354.6	433.6	501.0	576.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	365.7	354.6	433.6	501.0	576.1
증가율 (%)	17.2	(3.0)	22.3	15.5	15.0
순이익률 (%)	8.5	7.6	8.4	9.0	9.5
(지배주주)당기순이익	357.3	349.4	427.3	493.7	567.7
(비지배주주)당기순이익	8.3	5.1	6.3	7.3	8.3
총포괄이익	278.5	302.5	433.6	501.0	576.1
(지배주주)총포괄이익	270.3	297.5	426.5	492.7	566.6
(비지배주주)총포괄이익	8.3	5.0	7.1	8.3	9.5
EBITDA	606.6	632.2	767.3	857.5	964.8
증가율 (%)	9.5	4.2	21.4	11.7	12.5
EBITDA 이익률 (%)	14.0	13.5	14.8	15.3	15.9

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS (당기순이익, 원)	20,188	19,533	23,994	27,795	32,033
EPS (지배순이익, 원)	19,717	19,243	23,640	27,385	31,563
BPS (자본총계, 원)	83,270	96,428	117,112	141,597	170,321
BPS (지배지분, 원)	79,516	92,417	112,747	136,822	165,075
DPS (원)	3,750	4,000	4,000	4,000	4,000
PER (당기순이익, 배)	27.1	31.9	33.3	28.7	24.9
PER (지배순이익, 배)	27.8	32.4	33.8	29.2	25.3
PBR (자본총계, 배)	6.6	6.5	6.8	5.6	4.7
PBR (지배지분, 배)	6.9	6.7	7.1	5.8	4.8
EV/EBITDA (배)	16.6	17.8	18.0	15.6	13.4
배당성향 (%)	17.6	19.2	15.7	13.6	11.8
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	14.0	13.5	14.8	15.3	15.9
영업이익률 (%)	11.5	10.9	11.9	12.7	13.4
순이익률 (%)	8.5	7.6	8.4	9.0	9.5
ROA (%)	11.8	9.8	11.0	11.6	11.8
ROE (지배순이익, %)	27.4	22.9	23.5	22.3	21.2
ROIC (%)	17.4	13.9	17.7	20.1	22.8
안정성					
부채비율 (%)	132.8	124.1	95.3	82.1	71.4
순차입금비율 (%)	66.2	49.9	24.0	1.7	(14.3)
현금비율 (%)	14.6	32.6	52.0	97.6	138.2
이자보상배율 (배)	13.3	13.6	18.2	19.9	20.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	19.2	20.7	24.4	24.1	24.2
재고자산회수기간 (일)	29.2	30.7	30.6	30.9	30.8
매출채권회수기간 (일)	32.9	31.9	30.3	30.7	30.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자

아모레 G (002790)

Trading BUY

(신규)

현재주가 (3월 30일) **1,419,000 원**

목표주가 **1,500,000 원 (신규)**

상승여력 **5.7%**

박상연 황어연
(02) 3772-1592 (02) 3772-3813
sypark03@shinhan.com

KOSPI	2,030.04p
KOSDAQ	646.74p
시가총액	11,322.3십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	8.0백만주
유동주식수	2.5백만주(31.6%)
52 주 최고가/최저가	1,419,000 원/504,000 원
일평균 거래량 (60 일)	13,715 주
일평균 거래액 (60 일)	16,671 백만원
외국인 지분율	16.45%
주요주주	서경배 외 8 인 61.48%
	국민연금 5.01%
절대수익률	3개월 42.2%
	6개월 21.4%
	12개월 171.3%
KOSPI 대비	3개월 34.2%
상대수익률	6개월 20.8%
	12개월 164.8%

주가차트



가능성은 충분하다

2015년 1분기 매출액 1.4조원(+15.6% YoY), 영업이익 2,820억원(+31.8% YoY) 전망
1분기 실적은 아모레퍼시픽의 실적 호조세로 시장 기대치를 소폭 상회할 전망이다. 매출액의 5%를 차지하는 에뛰드는 상반기까지 구조조정이 예상돼 소폭의 외형 감소세(-0.9% YoY)는 불가피하다. 영업이익률은 구조조정 효과로 전년대비 0.9%p 개선된 19.7%가 예상된다.

2015년 매출액 5.7조원(+20.3% YoY), 영업이익 9,025억원(+36.9% YoY) 전망

2015년 키워드는 이니스프리가 될 전망이다. 이니스프리는 2014년 국내 및 중국 호조세로 37.2%의 매출액 성장률을 기록했고 2015년 25.1%의 성장을 이어갈 전망이다. 사측은 2020년까지 1.5조원의 매출 계획(CAGR 18%)을 가지고 있다. 에뛰드는 구조조정 효과로 전년에 이은 외형 감소세가 이어지나 감소폭(2014년 -9.1% YoY, 2015년 -0.9% YoY)은 축소될 전망이다. 수익성 개선 효과로 영업이익은 62.7% 증가할 전망이다.

비화장품 부분은 소폭의 매출 성장은 가능할 전망이다(2014년 -9.9% YoY, 2015년 +3.3% YoY). 태평양제약은 제약사업 양도 효과가 제거되어 전년도 매출 부진세는 없을 전망이다. 매지컬뷰티 초기단계로 이익 실현 여부는 불투명하다.

투자의견 매수, 목표주가 1,500,000원으로 신규 커버리지 개시

투자의견 매수와 목표주가 1,500,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015~16년 예상 지배주주지분 제외 EPS 36,750원에 Target P/E 40.5배(아모레퍼시픽 적용 PER 45배 10% 할인)를 적용하여 산출했다. 이니스프리의 중국 고성장세로 중국부문 매출은 매년 40% 성장이 예상된다. 중국 추가 출점은 2015년 50~60개가 예상된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2013	3,895.4	469.8	481.9	163.0	18,078	5.2	239,095	25.7	8.0	1.9	7.9	(18.7)
2014	4,711.9	659.1	681.8	222.4	24,677	36.5	260,718	40.4	11.1	3.8	10.0	(23.8)
2015F	5,669.6	902.5	925.1	301.7	33,603	36.2	291,607	42.2	11.3	4.9	12.3	(31.9)
2016F	6,598.4	1,074.1	1,096.7	357.7	39,897	18.7	328,790	35.6	9.7	4.3	13.0	(36.4)
2017F	7,497.3	1,193.8	1,216.3	396.7	44,284	11.0	370,360	32.0	8.7	3.8	12.8	(39.8)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

아모레G의 사업 부문별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15F	2Q15F	3Q15F	4Q15F	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	전체	1,140	1,177	1,209	1,186	1,423	1,407	1,437	1,403	4,711	5,670	6,598	7,497
	화장품	1,131	1,171	1,206	1,184	1,432	1,404	1,448	1,407	4,692	5,691	6,657	7,590
	아모레퍼시픽	932	967	997	979	1,206	1,170	1,209	1,171	3,874	4,756	5,590	6,351
	국내	740	776	801	725	949	912	943	821	3,042	3,624	4,003	4,350
	화장품	608	675	665	631	802	804	796	732	2,579	3,134	3,491	3,821
	MC&S	132	102	136	93	147	108	147	88	463	491	512	530
	해외	202	202	204	262	260	263	268	351	871	1,143	1,608	2,035
	에뛰드	79	76	77	75	78	75	76	75	307	304	321	345
	이니스프리	106	116	117	117	133	145	147	147	457	571	681	821
	아모스프로페셔널	14	13	14	13	16	14	16	14	55	60	66	73
	비화장품	57	70	56	61	59	71	58	64	244	252	261	272
영업이익	전체	214	172	174	99	280	224	228	171	659	903	1,075	1,194
	화장품	210	173	173	102	278	223	228	172	657	900	1,067	1,183
	아모레퍼시픽	176	151	148	89	233	196	195	157	564	781	924	1,008
	국내	161	140	133	68	215	177	178	128	502	698	775	904
	화장품	145	131	119	75	198	168	161	128	470	655	740	770
	MC&S	17	9	14	(7)	17	9	17	0	32	43	46	49
	해외	14	11	15	22	183	193	177	284	62	84	138	188
	에뛰드	6	(1)	2	(1)	9	(2)	3	(1)	6	9	13	17
	이니스프리	24	20	21	12	31	25	26	15	76	97	117	143
	아모스프로페셔널	4	3	3	1	5	3	3	1	12	13	14	15
	비화장품	0	(0)	(2)	(2)	0	(0)	(2)	(2)	(5)	(3)	1	3
세전이익	전체	251	170	172	88	288	240	243	155	682	925	1,097	1,216
순이익	전체	191	129	126	52	225	178	180	92	497	675	800	887
매출액 증가율 (%)		YoY											
	전체	16.3	14.9	22.0	31.8	24.8	19.6	18.8	18.3	20.9	20.3	16.4	13.6
	화장품	15.0	19.3	23.9	34.3	26.6	19.9	20.1	18.8	22.8	21.3	17.0	14.0
	아모레퍼시픽	15.9	21.0	25.7	38.9	29.4	21.0	21.3	19.7	25.0	22.8	17.5	13.6
	국내	9.5	19.4	22.4	25.9	28.3	17.4	17.7	13.2	19.0	19.2	10.4	8.7
	화장품	12.3	22.9	30.2	29.7	32.0	19.2	19.6	16.0	23.5	21.5	11.4	9.5
	MC&S	(1.8)	0.4	(5.3)	4.8	11.6	6.0	8.5	(5.4)	(1.1)	6.0	4.4	3.4
	해외	53.0	33.6	44.2	70.2	28.5	30.2	31.3	34.2	50.3	31.3	40.7	26.5
	에뛰드	(10.6)	(12.4)	(5.9)	(7.4)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(0.9)	(9.1)	(0.9)	5.8	7.5
	이니스프리	34.3	38.0	36.8	39.5	9.0	9.0	9.0	9.0	37.2	25.1	19.1	20.6
	아모스프로페셔널	12.5	7.3	14.3	12.9	9.0	9.0	9.0	9.0	11.5	9.0	10.0	11.0
	비화장품	(12.1)	(4.5)	(15.5)	(7.7)	3.5	1.4	3.3	5.2	(9.9)	3.3	3.6	4.3
		QoQ											
	전체	26.7	3.3	2.7	(1.9)	19.9	(1.1)	2.1	(2.3)	-	-	-	-
	YoY	23.1	38.5	62.4	53.4	30.7	29.9	30.8	73.2	40.3	36.9	19.1	11.1
	QoQ	231.4	(19.5)	0.9	(43.1)	182.5	(20.0)	1.7	(24.6)	-	-	-	-
영업이익률 (%)													
	전체	18.8	14.6	14.4	8.3	19.7	15.9	15.8	12.2	14.0	15.9	16.3	15.9
	화장품	18.6	14.8	14.4	8.6	19.4	15.9	15.7	12.2	14.0	15.8	16.0	15.6
	비화장품	0.2	(0.3)	(4.3)	(3.8)	0.1	(0.2)	(2.7)	(2.3)	(2.0)	(1.2)	0.4	1.2
세전이익률 (%)	전체	22.0	14.5	14.2	7.4	20.2	17.1	16.9	11.0	14.5	16.3	16.6	16.2
순이익률 (%)	전체	16.7	10.9	10.4	4.4	15.8	12.6	12.5	6.6	10.6	11.9	12.1	11.8

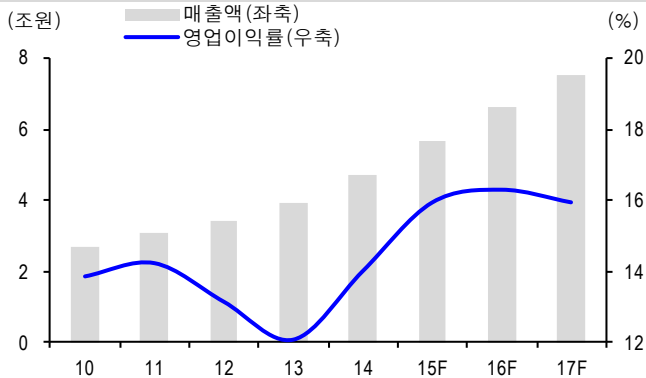
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아모레G의 지배주주지분 제외 순이익 PER Valuation

(십억원, 원, 배)	Value	비고
2015~16년 순이익 평균	738	
2015~16년 EPS 평균	36,750	
Target PER	40.5	아모레퍼시픽 적용 Target PER 45배에 10% 할인
목표주가	1,500,000	

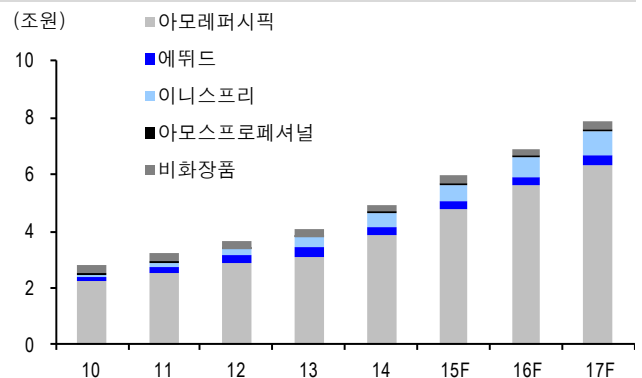
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아모레G의 실적 추이 및 전망



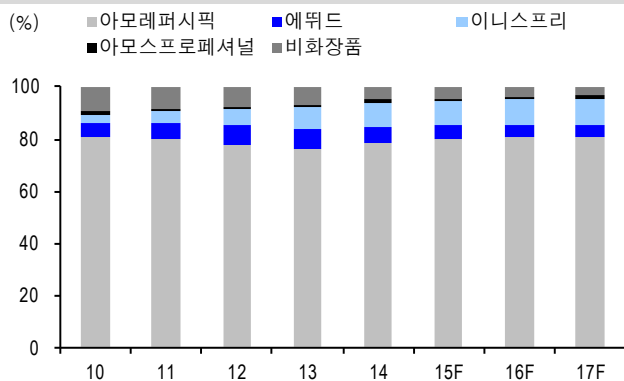
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아모레G의 상품군별 매출 추이 및 전망



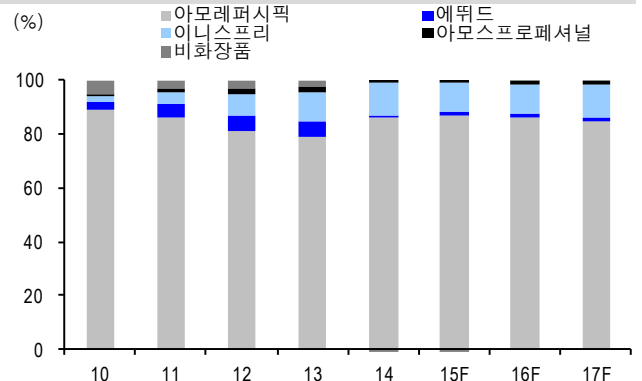
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아모레G의 채널별 매출 비중 추이 및 전망



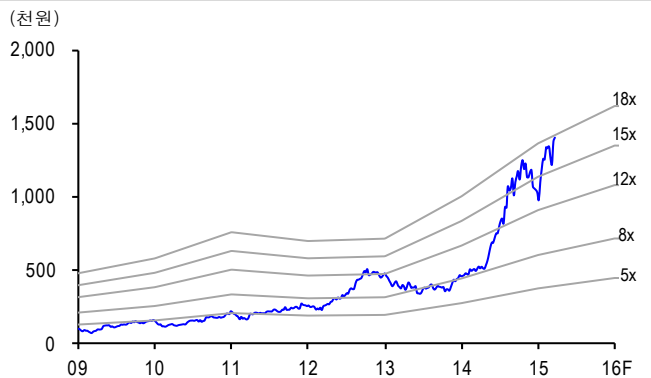
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아모레G의 채널별 영업이익 비중 전망



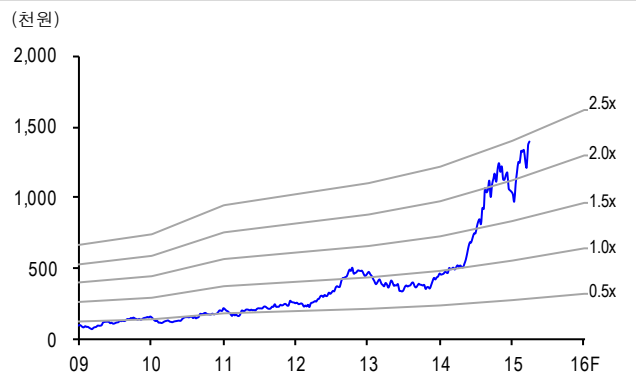
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아모레G의 12개월 선행 PER 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아모레G의 12개월 선행 PBR 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
자산총계	4,921.9	5,499.7	6,294.5	7,124.6	8,040.6
유동자산	1,552.3	2,098.1	2,837.1	3,518.7	4,232.8
현금및현금성자산	364.5	417.2	814.6	1,164.9	1,558.4
매출채권	243.3	249.0	299.6	348.6	396.1
재고자산	342.1	372.3	447.9	521.3	592.3
비유동자산	3,369.6	3,401.7	3,457.4	3,605.9	3,807.8
유형자산	2,288.4	2,069.8	2,110.0	2,243.3	2,430.6
무형자산	650.8	693.8	693.8	693.8	693.8
투자자산	79.5	76.7	92.3	107.4	122.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,012.9	1,176.4	1,323.2	1,380.3	1,436.1
유동부채	644.3	773.1	862.6	864.0	865.9
단기차입금	42.0	47.6	47.6	47.6	47.6
매입채무	110.8	154.1	185.4	215.8	245.2
유동성장기부채	42.2	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	368.6	403.2	460.7	516.4	570.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	77.2	120.7	120.7	120.7	120.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	3,908.9	4,323.4	4,971.2	5,744.2	6,604.5
자본금	44.5	44.5	44.5	44.5	44.5
자본잉여금	695.6	695.6	695.6	695.6	695.6
기타자본	(140.8)	(146.5)	(146.5)	(146.5)	(146.5)
기타포괄이익누계액	(7.3)	(4.4)	(4.4)	(4.4)	(4.4)
이익잉여금	1,533.7	1,728.6	2,003.2	2,333.8	2,703.4
지배주주지분	2,125.6	2,317.9	2,592.4	2,923.0	3,292.6
비지배주주지분	1,783.3	2,005.5	2,378.8	2,821.2	3,311.9
*총차입금	161.5	168.3	168.3	168.3	168.3
*순차입금(순현금)	(732.3)	(1,028.6)	(1,584.5)	(2,088.4)	(2,630.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동으로인한현금흐름	539.8	691.4	813.6	861.3	971.0
당기순이익	355.0	497.4	675.0	800.1	887.4
유형자산상각비	156.9	173.6	209.8	216.7	234.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	1.3	(0.5)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.3	(27.8)	(30.6)	(30.6)	(30.6)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(4.3)	(1.4)	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(36.6)	(8.4)	(36.3)	(120.6)	(116.1)
(법인세납부)	(104.2)	(158.7)	(250.2)	(296.5)	(328.9)
기타	171.4	217.2	245.9	292.2	324.5
투자활동으로인한현금흐름	(411.8)	(594.5)	(419.7)	(514.5)	(581.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(385.4)	(332.6)	(250.0)	(350.0)	(422.0)
유형자산의감소	13.4	6.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(22.5)	(62.0)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	2.9	(200.6)	(11.3)	(10.8)	(10.3)
기타	(20.2)	(5.8)	(158.4)	(153.7)	(148.8)
FCF	134.8	242.5	522.6	472.2	511.8
재무활동으로인한현금흐름	12.8	(43.7)	(27.1)	(27.1)	(27.1)
차입금의증가(감소)	80.3	8.2	0.0	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	31.4	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(51.5)	(54.0)	(27.1)	(27.1)	(27.1)
기타	(47.4)	2.1	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	30.6	30.6	30.6
연결법위반등으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(3.7)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	137.1	52.6	397.3	350.3	393.5
기초현금	227.5	364.5	417.2	814.5	1,164.9
기말현금	364.5	417.2	814.5	1,164.9	1,558.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	3,895.4	4,711.9	5,669.6	6,598.4	7,497.3
증가율 (%)	13.5	21.0	20.3	16.4	13.6
매출원가	1,199.5	1,308.2	1,558.0	1,814.6	2,069.6
매출총이익	2,695.9	3,403.8	4,111.6	4,783.9	5,427.7
매출총이익률 (%)	69.2	72.2	72.5	72.5	72.4
판매관리비	2,226.2	2,744.7	3,209.1	3,709.8	4,233.9
영업이익	469.8	659.1	902.5	1,074.1	1,193.8
증가율 (%)	4.3	40.3	36.9	19.0	11.1
영업이익률 (%)	12.1	14.0	15.9	16.3	15.9
영업외손익	12.1	22.7	22.6	22.6	22.5
금융손익	22.6	26.3	38.3	53.0	67.6
기타영업외손익	(14.8)	(5.0)	(17.0)	(31.8)	(46.5)
종속 및 관계기업관련손익	4.3	1.4	1.4	1.4	1.4
세전계속사업이익	481.9	681.8	925.1	1,096.7	1,216.3
법인세비용	126.9	184.4	250.2	296.5	328.9
계속사업이익	355.0	497.4	675.0	800.1	887.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	355.0	497.4	675.0	800.1	887.4
증가율 (%)	2.4	40.1	35.7	18.5	10.9
순이익률 (%)	9.1	10.6	11.9	12.1	11.8
(지배주주)당기순이익	163.0	222.4	301.7	357.7	396.7
(비지배주주)당기순이익	192.0	275.1	373.2	442.5	490.7
총포괄이익	347.5	486.0	675.0	800.1	887.4
(지배주주)총포괄이익	157.1	218.8	303.8	360.2	399.5
(비지배주주)총포괄이익	190.5	267.2	371.1	439.9	487.9
EBITDA	626.7	832.7	1,112.3	1,290.8	1,428.5
증가율 (%)	8.6	32.9	33.6	16.0	10.7
EBITDA 이익률 (%)	16.1	17.7	19.6	19.6	19.1

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

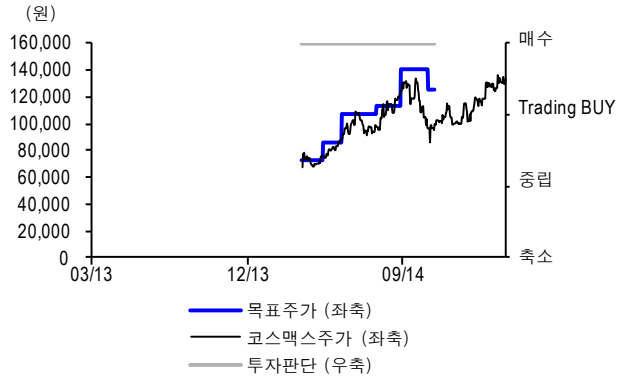
주요 투자지표

12월 결산	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS (당기순이익, 원)	39,674	55,618	75,586	89,666	99,480
EPS (지배순이익, 원)	18,078	24,677	33,603	39,897	44,284
BPS (자본총계, 원)	439,692	486,307	559,179	646,131	742,896
BPS (지배지분, 원)	239,095	260,718	291,607	328,790	370,360
DPS (원)	2,500	3,250	3,250	3,250	3,250
PER (당기순이익, 배)	11.7	17.9	18.8	15.8	14.3
PER (지배순이익, 배)	25.7	40.4	42.2	35.6	32.0
PBR (자본총계, 배)	1.1	2.1	2.5	2.2	1.9
PBR (지배지분, 배)	1.9	3.8	4.9	4.3	3.8
EV/EBITDA (배)	8.0	11.1	11.3	9.7	8.7
배당성향 (%)	12.8	12.2	9.0	7.6	6.8
배당수익률 (%)	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	16.1	17.7	19.6	19.6	19.1
영업이익률 (%)	12.1	14.0	15.9	16.3	15.9
순이익률 (%)	9.1	10.6	11.9	12.1	11.8
ROA (%)	7.5	9.5	11.4	11.9	11.7
ROE (지배순이익, %)	7.9	10.0	12.3	13.0	12.8
ROIC (%)	11.8	15.5	23.2	25.4	25.4
안정성					
부채비율 (%)	25.9	27.2	26.6	24.0	21.7
순차입금비율 (%)	(18.7)	(23.8)	(31.9)	(36.4)	(39.8)
현금비율 (%)	56.6	54.0	94.4	134.8	180.0
이자보상배율 (배)	149.6	237.5	318.7	379.3	421.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	34.0	32.3	24.3	17.8	13.8
재고자산회수기간 (일)	31.7	27.7	26.4	26.8	27.1
매출채권회수기간 (일)	21.8	19.1	17.7	17.9	18.1

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자의견 및 목표주가 추이

코스맥스 (192820)

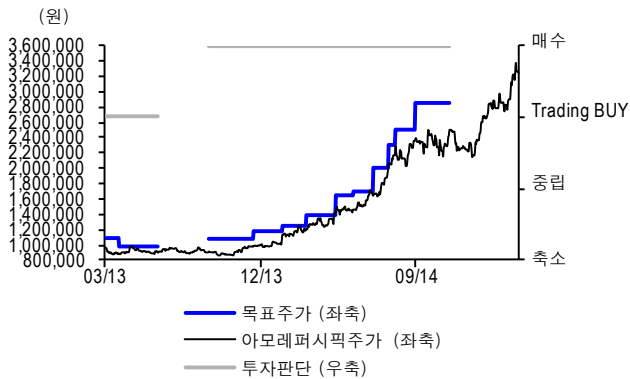


일자

투자 의견

목표 주가 (원)

아모레퍼시픽 (090430)

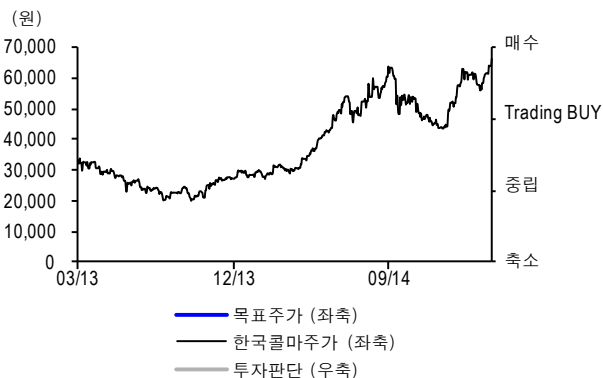


일자

투자 의견

목표 주가 (원)

한국콜마 (161890)



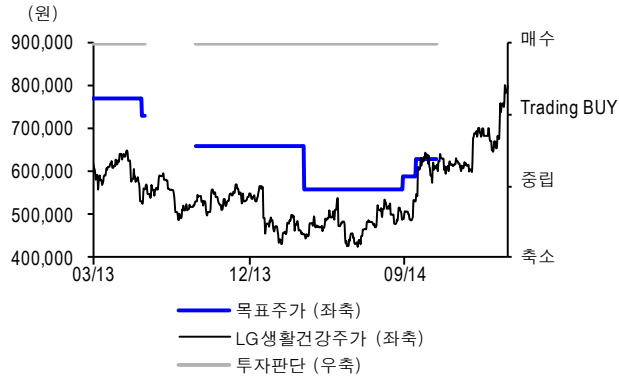
일자

투자 의견

목표 주가 (원)

투자의견 및 목표주가 추이

LG생활건강 (051900)

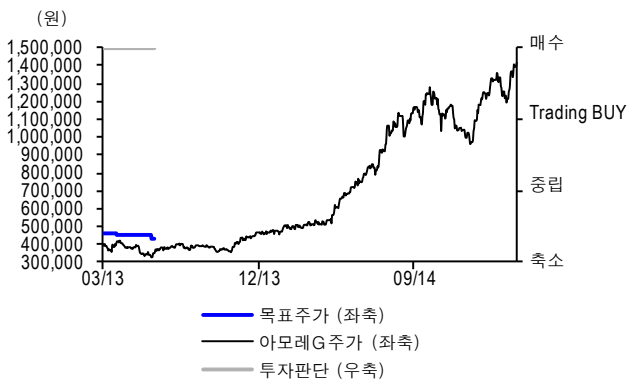


일자

투자 의견

목표 주가 (원)

아모레G (002790)



일자

투자 의견

목표 주가 (원)

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 박상연, 황어연)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사(LG생활건강)를 기초자산으로 ELW가 발행된 상태이며, 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2011년 7월 25일부터 적용)

투자 등급	비중 확대	비중 축소
◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +15% 이상	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우	
◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 0% ~ +15%	◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우	
◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -15% ~ 0%	◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우	
◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -15% 이하		

고객지원센터 : 1588-0365
서울특별시 영등포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com

