

2015. 09. 23

Analysts

양지혜 02) 3777-8484  
jhyang@kbsec.co.kr박태윤 02) 3777-9124  
taeyoung88@kbsec.co.kr

## 산업 코멘트

## Recommendations

## 코스맥스비티아이 (044820)

투자 의견: Not Rated

목표주가: N/A

현재주가: 78,500원

## 한국콜마홀딩스 (024720)

투자 의견: Not Rated

목표주가: N/A

현재주가: 72,100원

## 셀바이오텍 (049960)

투자 의견: Not Rated

목표주가: N/A

현재주가: 62,800원

## 콜마비엔에이치 (200130)

투자 의견: Not Rated

목표주가: N/A

현재주가: 13,250

\*콜마비엔에이치는 현재 거래 정지 중

## 대봉엘에스 (078140)

투자 의견: Not Rated

목표주가: N/A

현재주가: 10,600

## KCI (036670)

투자 의견: Not Rated

목표주가: N/A

현재주가: 12,100

## 토니모리 (214420)

투자 의견: Not Rated

목표주가: N/A

현재주가: 54,400

## 덕성 (004830)

투자 의견: Not Rated

목표주가: N/A

현재주가: 11,100

## 연우 (IPO 예정)

투자 의견: Not Rated

목표주가: N/A

현재주가: n/a

\* 현재주가는 9월 22일 기준임

화장품/생활용품  
(OVERWEIGHT)

## 소비의 흐름은 달라지지 않았다

화장품/생활용품 업종은 중국 인바운드 소비 회복이 점진적으로 나타나고 있어 주가에 긍정적인 것으로 판단된다. 전반적인 중국 경기 부진과 함께 최근 중국 화장품 수출 성장률이 둔화되었지만, 중국 내 생산설비와 유통망을 확보한 한국 화장품업체들의 중국 현지법인 성과는 글로벌 브랜드 대비 우위를 나타내고 있으며, 중국 로컬업체에도 결코 뒤지지 않는 높은 성장성을 이어가고 있다. 또한 화장품 산업은 안티에이징 산업으로서도 높은 성장성을 갖추고 있으며, 이러한 소비의 흐름은 크게 달라지지 않은 것으로 판단된다. 따라서 중장기 성장 잠재력을 감안할 때 화장품/생활용품 업종에 대한 긍정적인 시각이 유효해 보인다.

## 건강기능식품, 고령화 시대 필수품

고령화 사회 진입과 함께 건강에 대한 의식수준이 높아지면서 전세계적으로 건강기능식품 시장은 더욱 확대될 전망이다. 국내 건강기능식품 시장 또한 건강에 대한 관심이 높아지고, 새로운 기능성을 찾는 다양한 계층의 소비자 욕구가 반영되면서 연평균 +12.9%의 성장세를 이어가고 있다. 지난 상반기 백수오 사태 등 이슈가 있기는 했지만, 건강기능식품 시장의 높은 성장세가 지속되고 있다. 천연 원료의 경우 안정성 및 품질 관리에 관한 신뢰가 중요하기 때문에 향후 이를 입증해 줄 수 있는 시스템을 갖춘 대형제조 및 브랜드 업체에게 관심이 집중될 전망이다. 한편 뉴트리바이오텍, 콜마비엔에이치 등 국내 건강기능식품 회사들의 미국과 중국 등지의 수출 확대도 강화되고 있다. 따라서 건강기능식품 관련 자회사를 갖춘 화장품 지주사 (코스맥스비티아이, 한국콜마홀딩스)의 투자매력이 증가할 전망이며, 셀바이오텍, 콜마비엔에이치 등 소외됐던 건강기능식품 전문업체 대한 관심 또한 높여갈 필요가 있겠다.

## 니를 위한 작은 사치, 프리미엄 생활용품

전문적인 헤어 케어에 대한 니즈가 크게 증가하면서 기능성 프리미엄 제품의 성장세가 두드러지고 있다. 특히 탈모 예방 효과가 기대되는 한방제품 비중이 꾸준히 증가하고 있는 추세다. 생활용품은 과거 가족끼리 공동사용하는 경우가 많았으나, 점차 각자 개별 브랜드를 이용하는 개인 단독사용 비중이 증가하고 있다. 이러한 변화는 생활용품에 대한 세분화된 니즈로 나타나고 있으며, 퍼퓸 샴푸와 내추럴 브랜드의 성장세가 두드러지고 있다. 한편 중국인들의 소비 성향이 고도화되면서 생활용품 시장에도 기회가 많아지고 있다. 중국에는 아직까지 한방 (Oriental Herb) 성분을 활용한 프리미엄 이미지의 생활용품이 많지 않아 향후 현지 시장에서 성장의 기회가 상당할 것으로 판단된다. 아모레퍼시픽 '리', LG생활건강 '리엔' 등의 중국 현지 진출이 시작되고 있으며, 여기에 납품하는 화장품 및 생활용품 원료기업인 대봉엘에스와 KCI의 성장에도 긍정적인 것으로 예상된다.

## 화장품 패키지, 브랜드 위상을 높인다

화장품 산업의 성공 여부는 화장품이 지니고 있는 브랜드 이미지에 따라 결정된다. 또한 이러한 브랜드의 이미지는 화장품 용기를 통해서 형성되고 전달될 수 있다. 독특한 디자인과 컨셉으로 화장품의 품격과 재미를 높여줄 수 있는 화장품 용기에 대한 수요가 크게 증가하고 있다. 또한 화장품 용기 산업은 고도의 기술력을 바탕으로 진입장벽이 존재하기 때문에 영업이익률도 좋은 편이다. 소재의 발전과 함께 이를 가공하고 완성시키는 한국의 화장품 부자재 수준은 이미 세계적인 수준이다. 중국인들이 한국산 화장품을 선호하는 이유 중 하나가 바로 용기의 특이성과 천연 원료의 차별성 때문이다. 국내 1위 화장품용기 전문 제조업체인 연우가 11월 상장할 예정이며, 관련기업인 토니모리와 덕성에 대한 관심도 높아질 전망이다.



# Contents

---

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>I. 건강기능식품 고령화 시대 필수품</b>         | <b>4</b>  |
| 1. 건강기능식품의 안정적 고성장 지속될 전망           | 4         |
| 2. 건강기능식품관련 자회사 갖춘 화장품 지주사의 투자매력 증가 | 8         |
| 1) 코스맥스비티아이 [044820, Not Rated]     | 8         |
| 2) 한국콜마홀딩스 [024720, Not Rated]      | 10        |
| 3. 소외됐던 건강기능식품 전문 업체에 대한 관심 높여갈 시점  | 12        |
| 1) 셀바이오텍 [049960, Not Rated]        | 12        |
| 2) 콜마비앤에이치 [200130, Not Rated]      | 14        |
| <b>II. 나를 위한 작은 사치, 프리미엄 생활용품</b>   | <b>17</b> |
| 1. 국내 헤어케어 프리미엄 제품 비중 확대            | 17        |
| 2. 중국 생활용품 시장 진출 본격화                | 18        |
| 1) 대봉엘에스 [078140, Not Rated]        | 21        |
| 2) KCI [036670, Not Rated]          | 23        |
| <b>III. 화장품 패키지, 브랜드 위상을 높인다</b>    | <b>24</b> |
| 화장품 용기, 브랜드 완성의 종결자                 | 24        |
| 1) 토니모리 [214420, Not Rated]         | 26        |
| 2) 덕성 [004830, Not Rated]           | 27        |
| <b>Appendices— Peers Comparison</b> | <b>29</b> |

## I. 건강기능식품, 고령화 시대 필수품

### 1. 건강기능식품의 안정적 고성장 지속될 전망

고령화 사회 진입으로  
본격적 성장국면 진입

고령화 사회 진입과 함께 건강에 대한 의식수준이 높아지면서 전세계적으로 건강기능식품 시장은 더욱 확대될 전망이다. 건강기능식품은 일반 식품과 같이 보편화된 기능성 식품으로 안정성을 갖춘 동시에 쉽게 섭취할 수 있다는 특성을 가지고 있다. 또한 건강기능식품은 의약품과 같은 효능을 발휘하면서도 의약품 대비 까다로운 임상 절차를 거치지 않아 제품 상용화가 빠르고, 의사의 처방 없이도 다양한 채널로 판매할 수 있다는 점에도 강점이 있다.

향후 전세계 연평균 +7.9% 성장률로 2020년에는 6,394억 달러의 시장 규모가 형성될 전망

한국건강기능식품협회에 따르면, 2012년 전세계 전체 건강식품 시장 규모는 3,464억달러 (원화 기준 350조원)로 추산되며, 2009년부터 2012년까지 연평균 +6% 성장률로 성장해 왔다. 향후 세계 건강식품 시장은 2013년~2020년 연평균 +7.9% 성장률로 성장세가 보다 강화되면서 2020년에는 6,394억 달러의 시장 규모가 형성될 전망이다. 세그먼트 별로는 Supplements (비타민, 미네랄, 허브, 식사대용식품, 스포츠 및 영양강화식품 등), Natural & Organic Foods (유기농 식품), Natural & Organic Personal Care & Household Product (천연 및 유기농 헬스 & 뷰티제품), Functional Food (특정성분을 강화하여 건강을 증진시키는 기능성을 함유한 식품)으로 나누어 볼 수 있으며, 특히 유기농 관련 세그먼트가 상대적으로 더 높은 성장세를 이어갈 전망이다.

국내 건강기능식품 시장,  
원료 안정성을 입증할 수 있는  
대형제조 및 브랜드 업체  
중심으로 양극화 전망

국내 건강기능식품 시장 또한 국내외 경기 침체에도 불구하고, 건강에 대한 관심이 높아지고, 새로운 기능성을 찾는 다양한 계층의 소비자 욕구가 반영되면서 연평균 +12.9%의 성장세를 이어가고 있다. 지난 상반기 백수오 사태 등 이슈가 있기는 했지만, 건강기능식품의 높은 성장세가 지속되고 있다. 천연 원료의 경우 안정성 및 품질 관리에 관한 신뢰가 중요하기 때문에 향후 이를 입증해 줄 수 있는 시스템을 갖춘 대형제조 및 브랜드 업체에게 관심이 집중될 전망이다. 한편 상당수 식약처가 요구하는 조건을 갖추지 못한 건강기능업체들은 도태되면서 양극화 양상이 나타날 것으로 예상된다.

표 1. 연도별 국내 건강기능식품 생산 및 수입실적

| (단위: 십억원, YoY %) | 2008    |      | 2009    |        | 2010    |      | 2011    |      | 2012    |       | 2013    |      | 연평균 성장률<br>(CAGR %) |
|------------------|---------|------|---------|--------|---------|------|---------|------|---------|-------|---------|------|---------------------|
|                  | 금액      | 전년대비 | 금액      | 전년대비   | 금액      | 전년대비 | 금액      | 전년대비 | 금액      | 전년대비  | 금액      | 전년대비 |                     |
| 출하액              | 751.6   | 9.1  | 918.3   | 22.2   | 1,021.1 | 11.2 | 1,312.6 | 28.5 | 1,350.7 | 2.9   | 4,106.6 | 4.1  | 13.0                |
| 수출액              | 51.4    | 48.6 | 41.5    | (19.4) | 46.0    | 10.9 | 55.6    | 21.0 | 58.4    | 5.0   | 75.4    | 29.1 | 15.9                |
| 국내총생산액           | 803.1   | 11.0 | 959.8   | 19.5   | 1,067.0 | 11.2 | 1,368.1 | 28.2 | 1,409.1 | 3.0   | 1,482.0 | 5.2  | 13.0                |
| 수입액              | 288.9   | 44.2 | 243.0   | (15.9) | 258.9   | 6.6  | 374.3   | 44.6 | 354.7   | (5.2) | 385.4   | 8.7  | 13.8                |
| 총계               | 1,092.0 | 18.2 | 1,202.9 | 10.2   | 1,326.1 | 10.2 | 1,742.5 | 31.4 | 1,763.8 | 1.2   | 1,867.4 | 5.9  | 12.9                |

자료: 식품의약품안전처, 한국건강기능식품협회, KB투자증권

주: 환율은 2013년 기준 환율 1\$=1,095원 적용

표 2. 연도별 생산실적 상위 10개 업체

| (단위: 십억원) | 2009     |       | 2010     |       | 2011     |       | 2012           |       | 2013    |       | 2013년 점유율 |
|-----------|----------|-------|----------|-------|----------|-------|----------------|-------|---------|-------|-----------|
| 순위        | 업체명      | 출하액   | 업체명      | 출하액   | 업체명      | 출하액   | 업체명            | 출하액   | 업체명     | 출하액   | (%)       |
| 1         | 한국인삼공사   | 356.7 | 한국인삼공사   | 416.6 | 한국인삼공사   | 533.1 | 한국인삼공사         | 474.4 | 한국인삼공사  | 428.8 | 28.8      |
| 2         | 마임       | 54.6  | 마임       | 53.9  | 마임       | 55.0  | 한국야구르트         | 69.7  | 한국야구르트  | 78.6  | 5.3       |
| 3         | 남양       | 31.2  | 한국야구르트   | 34.6  | 서흥캡셀     | 46.8  | 코스맥스바이오        | 50.6  | 서흥캡셀    | 58.3  | 3.9       |
| 4         | 종근당건강    | 19.8  | 남양       | 30.8  | 일진제약주식회사 | 40.3  | 마임             | 50.5  | 노바렉스    | 50.9  | 3.4       |
| 5         | 일진제약주식회사 | 19.4  | 태평양제약    | 24.8  | 태평양제약    | 37.8  | 태평양제약          | 41.1  | 코스맥스바이오 | 50.7  | 3.4       |
| 6         | 세모       | 19.0  | 서흥캡셀     | 24.5  | 남양       | 34.8  | 서흥캡셀           | 39.9  | 내츄럴앤도텍  | 47.3  | 3.2       |
| 7         | 풀무원건강생활  | 17.2  | 아모레퍼시픽   | 22.5  | 풀무원건강생활  | 29.2  | 종근당건강          | 29.3  | 아모레퍼시픽  | 46.9  | 3.1       |
| 8         | 렉스진바이오텍  | 16.2  | 종근당건강    | 21.9  | 한국야구르트   | 28.0  | 풀무원건강생활        | 27.3  | 콜마비엔에이치 | 42.5  | 2.9       |
| 9         | 서흥캡셀     | 16.0  | 풀무원건강생활  | 16.6  | 아모레퍼시픽   | 26.0  | 네이처텍           | 26.5  | 마임      | 41.4  | 2.8       |
| 10        | 아모레퍼시픽   | 14.1  | 일진제약주식회사 | 16.5  | 종근당건강    | 24.9  | 롯데제과<br>건강사업본부 | 24.1  | 고려은단    | 36.5  | 2.4       |

자료: 식품의약품안전처, 한국건강기능식품협회, KB투자증권

표 3. 2013년 주요 유통채널별 매출 상위 품목

| (단위: 십억원)  | 매출상위품목      |            |         |            |
|------------|-------------|------------|---------|------------|
| 전문매장       | 홍삼          | 멀티비타민      | 오메가-3   | 저분자콜라겐펩타이드 |
| 백화점        | 홍삼          | 멀티비타민      | 오메가-3   | 비타민C보충용    |
| 할인매장       | 홍삼          | 멀티비타민      | 오메가-3   | 프로바이오틱스    |
| 양국         | 오메가-3       | 비타민C보충용    | 멀티비타민   | 프로바이오틱스    |
| 병원         | 멀티비타민       | 오메가-3      | 철분보충용   | 칼슘보충용      |
| 다단계판매      | 멀티비타민       | 단백질        | 알로에 겔   | 비타민C보충용    |
| 방문판매       | 홍삼          | 헛개나무과경추출분말 | 알로에 겔   | 멀티비타민      |
| 전화권유판매     | 백수오 등 복합추출물 | 클로렐라       | 홍삼      | 식이섬유 (영양소) |
| 홈쇼핑, 케이블TV | 홍삼          | 밀크씨슬추출물    | 그린마떼추출물 | 멀티비타민      |
| 인터넷        | 멀티비타민       | 홍삼         | 오메가-3   | 프로바이오틱스    |

자료: 한국건강기능식품협회, KB투자증권

뉴트리바이오텍  
콜마비엔에이치 등  
국내 건강기능식품 회사들의  
미국 및 중국 등지로의 수출 확대

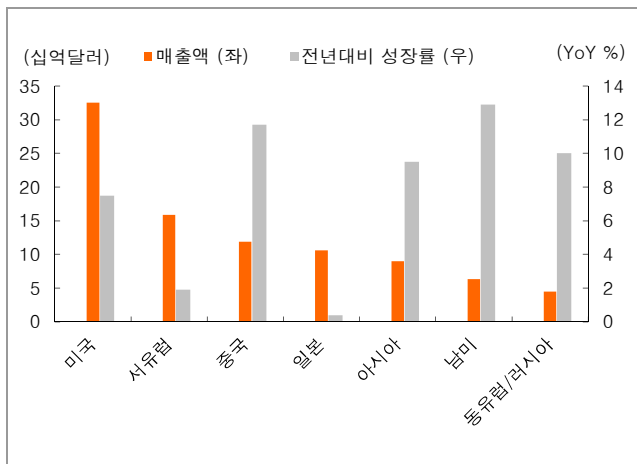
최근 뉴트리바이오텍, 콜마비엔에이치 등 국내 건강기능식품 회사들의 미국과 중국 등지로의 수출 확대도 강화되고 있다. 미국 전체 건강식품 시장은 2012년 1,374억달러 (원화기준 140조 원)로 추산되며, 2015년에는 1,781억달러를 넘어설 전망이다. 이 중 건강기능식품 (Supplements) 시장은 전세계 최대 규모인 325억달러이며, 2013년~2020년 연평균 +7%의 안정적인 성장세가 지속될 것으로 판단한다. 또한 중국 건강기능식품 (Supplements) 시장은 2012년 일본을 넘어서기 시작했으며, 194억달러 (원화기준 20조원)의 규모를 형성하고 있다. 향후 연간 +13% 이상 성장할 것으로 예측되며, 2015년에는 매출액이 249억달러에 이를 것으로 추산된다. 현재 중국 정부는 보건식품 관련 규정을 개선하고자 각국의 정책 동향 및 중국 정부의 법 개정 방향 등에 대한 다각적인 연구가 진행되고 있으며, 한중 FTA 체결과 더불어 향후 변경되는 보조식품 관련 규정은 국내업체의 중국 진출에 큰 영향을 미칠 것으로 전망된다.

표 4. 연도별 세계 건강식품 품목별 시장 규모

| (단위: 십억달러, YoY %)          | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E | 2020E |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Supplements                |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액                        | 80.3  | 84.6  | 90.2  | 96.1  | 103.4 | 110.0 | 117.9 | 167.7 |
| 성장률                        | 4.8   | 5.4   | 6.6   | 6.5   | 7.6   | 6.4   | 7.2   | 7.3   |
| Natural/Organic Food       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액                        | 78.2  | 83.8  | 91.5  | 101.0 | 111.6 | 123.1 | 135.7 | 225.5 |
| 성장률                        | 3.8   | 7.2   | 9.2   | 10.4  | 10.5  | 10.3  | 10.2  | 9.8   |
| N&OPC & Household Products |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액                        | 28.5  | 31.0  | 33.9  | 37.4  | 41.1  | 45.2  | 49.6  | 76.7  |
| 성장률                        | 5.2   | 8.8   | 9.4   | 10.3  | 9.9   | 10.0  | 9.7   | 8.7   |
| Functional Food            |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액                        | 96.4  | 100.9 | 106.1 | 111.9 | 118.0 | 124.7 | 131.5 | 169.6 |
| 성장률                        | 2.3   | 4.7   | 5.2   | 5.5   | 5.5   | 5.7   | 5.5   | 5.2   |
| Total Nutrition Sales      |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액                        | 283.4 | 300.4 | 321.7 | 346.4 | 374.1 | 402.9 | 434.7 | 639.4 |
| 성장률                        | 3.7   | 6.0   | 7.1   | 7.7   | 8.0   | 7.7   | 7.9   | 7.8   |

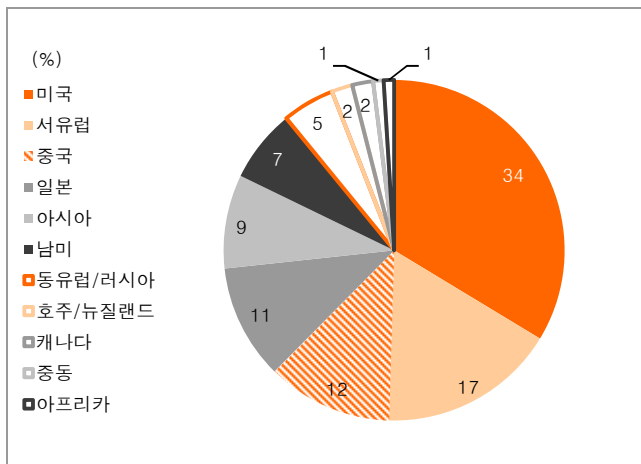
자료: 한국건강기능식품협회, KB투자증권

그림 1. 2012년 국가별 Supplements 시장현황



자료: 한국건강기능식품협회, KB투자증권

그림 2. 2012년 국가별 Supplements 시장 점유율



자료: 한국건강기능식품협회, KB투자증권

표 5. 연도별 중국 Supplements 품목별 매출액 현황 및 성장률

| (단위: 십억달러)           | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E |
|----------------------|------|------|------|------|-------|
| Vitamins & Mineral   |      |      |      |      |       |
| 매출액                  | 3.4  | 3.7  | 4.1  | 4.8  | 5.4   |
| 성장률                  | 6.5  | 10.5 | 11.0 | 15.5 | 13.5  |
| Herbs/Botanicals     |      |      |      |      |       |
| 매출액                  | 3.8  | 4.2  | 4.7  | 5.1  | 5.6   |
| 성장률                  | 6.5  | 9.8  | 11.0 | 9.2  | 9.6   |
| Sports, Homeopathic, |      |      |      |      |       |
| 매출액                  | 1.4  | 1.6  | 1.8  | 2.0  | 2.3   |
| 성장률                  | 10.0 | 12.0 | 14.0 | 10.0 | 11.2  |
| Total Supplements    |      |      |      |      |       |
| 매출액                  | 8.6  | 9.5  | 10.6 | 11.9 | 13.0  |
| 성장률                  | 7.1  | 10.4 | 11.5 | 11.8 | 11.4  |

자료: 한국건강기능식품협회, KB투자증권

표 6. 2013년 건강기능식품 수출 상위 10개 업체

| (단위: 십억원)  | 금액   | 점유율 (%) |
|------------|------|---------|
| (주)일화      | 16.0 | 21.2    |
| (주)셀바이오텍   | 14.0 | 18.5    |
| (주)한국인삼공사  | 12.9 | 17.1    |
| 대상(주)      | 5.6  | 7.4     |
| (주)동일      | 2.6  | 7.3     |
| 고려인삼연구(주)  | 2.3  | 3.4     |
| (주)노바렉스    | 2.3  | 3.1     |
| (주)뉴트리바이오텍 | 1.5  | 2.0     |
| 콜마비엔에이치(주) | 1.0  | 1.4     |
| 아미코젠(주)    | 1.0  | 1.4     |
| 총 수출액      | 75.4 | 100.0   |

자료: 식품의약품안전처, 한국건강기능식품협회, KB투자증권

표 7. 2013년 건강기능식품 수출 상위 10개 품목

| (단위: 십억원)    | 금액   | 점유율 (%) |
|--------------|------|---------|
| 홍삼           | 24.2 | 32.0    |
| 인삼           | 19.5 | 25.8    |
| 프로바이오틱스      | 18.6 | 24.7    |
| 클로렐라         | 5.6  | 7.4     |
| 개별인정형        | 2.8  | 3.8     |
| 비타민 무기질      | 2.0  | 2.7     |
| N-아세틸글루코사민   | 1.0  | 1.4     |
| 오메가-3지방산함유유지 | 0.6  | 0.9     |
| 스쿠알렌         | 0.3  | 0.3     |
| 감마리놀렌산함유유지   | 0.1  | 0.2     |
| 총 수출액        | 75.4 | 100.0   |

자료: 식품의약품안전처, 한국건강기능식품협회, KB투자증권

## 2. 건강기능식품 관련 자회사를 갖춘 화장품 지주사의 투자매력 증가

화장품 기업, 지주회사를 통해  
성장성 높은 건강기능식품 사업  
영위

화장품 기업들은 지주회사를 통해 뷰티 산업의 변화에 탄력적인 대응이 가능한 다양한 신사업을 영위하고 있다. 특히 건강기능식품 시장은 고령화 사회 진입과 더불어 안티에이징 산업이 성장하면서 높은 성장세를 이어가고 있으며, 화장품 업체들은 신성장 동력으로서 이에 대한 투자를 강화하고 있다. 화장품 업체들은 영위하고 있는 기존 화장품 사업과의 채널 및 제품 다변화 측면에서 다양한 시너지를 창출이 가능할 것으로 기대된다.

### 1) 코스맥스비티아이 (044820, Not Rated): 글로벌 뷰티 & 헬스케어 기업으로 성장 전망

자회사 뉴트리바이오텍  
코스닥 상장예비심사 청구

코스맥스비티아이의 자회사 뉴트리바이오텍이 내년 상반기를 목표로 코스닥 상장을 준비 중이다. 건강기능식품 전문업체인 뉴트리바이오텍은 파우더 제형에 강점을 가지고 있으며, 최근 액상/드링크 제형 증설 (Capa 800~900억원 규모)을 통해 독특한 제형 제조 기능을 강화하고 있다. 2015년 50% 이상의 매출액 성장세를 이어가고 있으며, 영업이익률은 10% 정도 달성하는 것으로 추정된다. 뉴트리바이오텍의 매출의 45%는 수출로 이루어지고 있으며, 주요 거래처는 미국 (유니시티, 멜라노카, 암웨이 등)과 중국 (자체 브랜드)이고, 내년 초 미국 현지 공장 (Capa 100억원 규모)이 신규 가동될 예정이다. 고객사의 경우 네트워크의 비중이 높았으나, 최근 드럭스토어, 홈쇼핑, 대형마트 등으로 채널이 다변화되고 있어 긍정적이다.

하반기 코스맥스바이오  
실적 턴어라운드 전망

코스맥스비티아이의 또 다른 자회사 코스맥스바이오는 시판 유통 위주의 고객사 (한국인삼공사, 허벌라이프, 아모레퍼시픽, LG생활건강, 대상 등)를 중심으로 오메가3, 글루코사민, 다이어트, 비타민, 홍삼 등을 생산하는 건강기능식품 ODM회사이다. 지난해 화성에서 제천 신공장으로 이전하면서 매출과 이익이 부진하였으나, 지난 2분기 매출액은 전년동기대비 15% 성장하고, 영업이익도 BEP (손익분기점) 전환하였다. 또한 지난해 말 완공한 신규 제약 공장이 2016년부터 본격적으로 가동되면서 매출이 확대될 전망이며, 수익성도 점차 안정화될 것으로 기대한다.

쓰리애플즈코스메틱스  
차별화된 기능성 화장품 용기  
개발에 강점을 가지고 있음

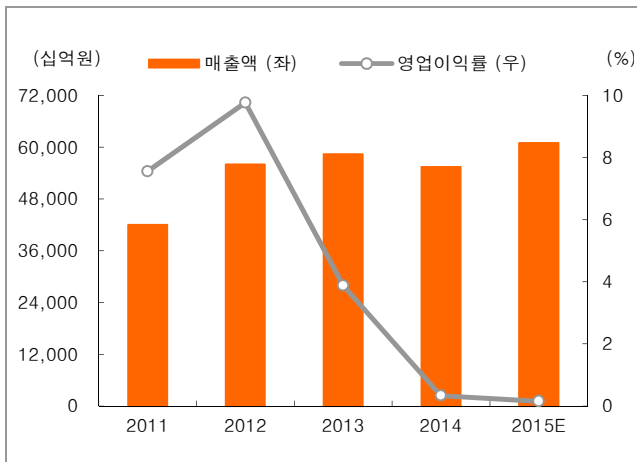
쓰리애플즈코스메틱스는 파우치, 펌프용기, 진동파우치 등 화장품용기를 전문으로 개발하고, 고객사들로부터 내용물을 받아서 충전, 생산하는 사업을 하고 있다. 신규 아이템들이 계속 추가되면서 연평균 15%의 성장세를 이어가고 있으나, 투자 확대에 따른 Capa 증설 (2016년 상반기 부평 신공장 증설 완료 예정)로 영업이익은 크지 않을 것으로 예상된다.

표 8. 코스맥스BTI Valuation

| (단위: 십억원)            |                           | 2016년 NOPLAT | 적용배수 (X) |         | 기업가치   |
|----------------------|---------------------------|--------------|----------|---------|--------|
| 영업가치                 | 브랜드로열티, 서비스수수료            | 7.2          |          | 10      | 60     |
|                      |                           | 2016년 순이익    | 적용배수 (X) | 지분율 (%) | 기업가치   |
| 자산가치                 | 코스맥스                      | 41           | 50       | 25.6    | 525    |
|                      | 코스맥스바이오                   | 5.8          | 40       | 62.5    | 145    |
|                      | 뉴트리바이오텍                   | 7.2          | 45       | 46.7    | 151    |
|                      |                           | 장부가          |          | 지분율 (%) | 기업가치   |
|                      | 기타 자회사 합<br>(쓰리애플코스메틱스 등) | 6.7          |          | 100.0   | 7      |
| NAV (십억원)            |                           |              |          |         | 888    |
| 적정가치 (NAV 대비 10% 할인) |                           |              |          |         | 799.03 |
| 총주식수 (천주)            |                           |              |          |         | 9,604  |
| 적정주가 (원)             |                           |              |          |         | 83,198 |

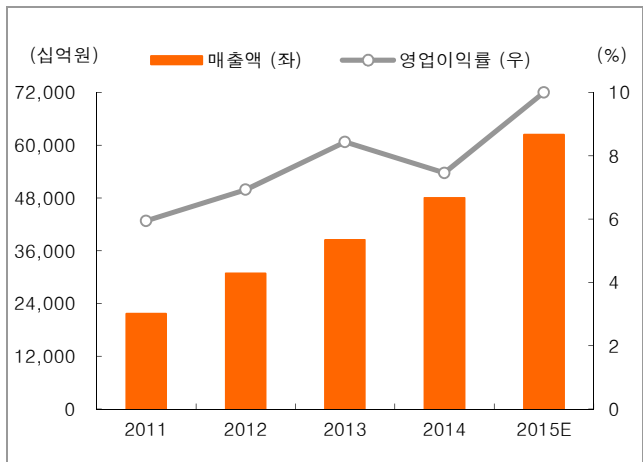
자료: DART, KB투자증권 추정

그림 3. 코스맥스바이오 실적 추이



자료: 코스맥스바이오, KB투자증권 추정

그림 4. 뉴트리바이오텍 실적 추이



자료: 코스맥스바이오, KB투자증권 추정

## 2) 한국콜마홀딩스 (024720 Not Rated): 매력적인 신성장동력 총집합

콜마비엔에이치, 성장성 높은  
건강기능식품 ODM 사업 영위

건강기능식품 시장은 고령화 사회 진입과 더불어 안티에이징 산업의 성장과 함께 높은 성장세를 이어가고 있다. 한국콜마홀딩스의 콜마비엔에이치는 주력 고객사인 애터미에 해모힘 등 면역력 개선에 효과적인 건강기능식품을 생산하고 있으며, 다이어트식품 및 복합영양제를 LG생활건강과 종근당바이오 등에 납품하는 한국푸드팜을 통해 고객과 채널 다변화를 추구하고 있다. 2015년 콜마비엔에이치의 매출액은 전년도 대비 43.1% 성장한 2,489억원, 영업이익은 전년도 대비 52.6% 증가한 348억원을 달성할 전망이다.

콜마파마, 한국크라시에약품,  
한국파마사이언스 등의  
중장기 성장잠재력 높아

콜마파마는 2010년 완공된 Capa 1000억원 규모의 최신 자동화 공장을 통해 주사제를 비롯한 다양한 제형의 전문의약품 제조하는 글로벌 CMO 회사이다. 2012년 한국콜마홀딩스에 인수된 이후 영업 조직 개편을 통해 2014년 매출액 350억원과 영업이익 BEP (손익분기점)를 달성하였고, 2015년 매출액 450억원이 예상되며, 영업이익률 개선세가 두드러질 전망이다. 한국콜마홀딩스의 유통사 한국크라시에약품 (한방의약품, 일본크라시에제약과 합작)과 한국파마사이언스 (제네릭의약품회사, 캐나다 파마사이언스와 합작) 또한 올해 상반기 판매 품목들의 허가가 완료되면서 하반기부터 본격적으로 영업을 개시할 예정이다.

향후 신사업 (화장품 해외 사업  
등) 투자 확대에 따른  
성장 모멘텀 강화 전망

한국콜마홀딩스는 지난해 말 전환사채 500억원을 발행하였으며, 최근에는 보유하고 있는 콜마비엔에이치 주식을 바탕으로 교환사채 1,000억원을 발행했다. 따라서 현재 한국콜마홀딩스는 1,000~1,500억원 규모의 현금성자산을 보유하고 있으며, 향후 화장품의 미국 및 중국 등 해외 사업 확장 (M&A 등)에 활용될 것으로 예상된다. 따라서 화장품 호황에 따른 한국콜마의 주가 상승과 함께 건강기능식품 사업을 담당하는 콜마비엔에이치의 호실적으로 기업가치 증가, 그리고 향후 가용현금을 활용한 신사업 투자 확대에 따른 성장 모멘텀 강화는 한국콜마홀딩스 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다.

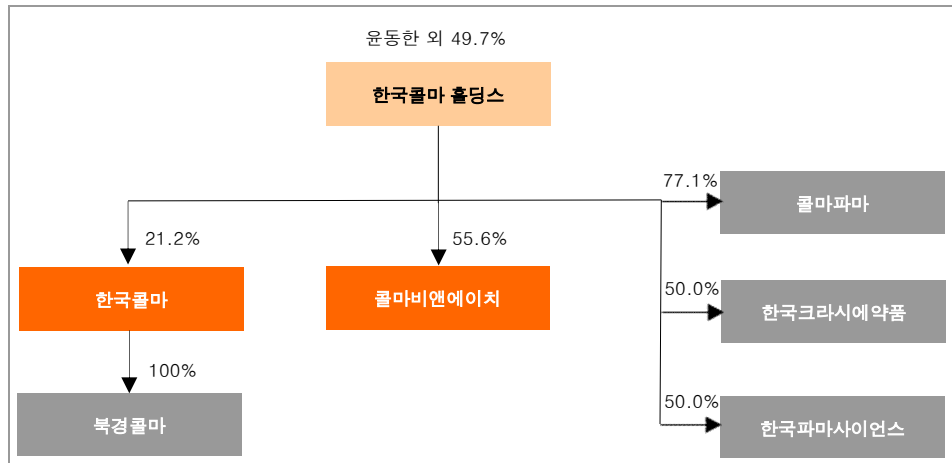
표 9. 한국콜마홀딩스 Valuation (2016년 기준)

(단위: 십억원)

| 영업가치          |                | 예상 NOPLAT   | 적용배수 (X) |         | 기업가치    |
|---------------|----------------|-------------|----------|---------|---------|
|               | 브랜드로열티, 서비스수수료 | 3.6         | 10       |         | 36.0    |
| 투자자산가치        |                | 예상 순이익      | 적용배수 (X) | 지분율 (%) | 기업가치    |
|               | 한국콜마 (희석반영)    | 54.1        | 45       | 20.2    | 491.8   |
|               | 콜마비앤에이치        | 37.1        | 40       | 54.5    | 808.8   |
|               | 콜마파마           | 6.75        | 20       | 77.1    | 104.1   |
|               |                | 2013년 말 장부가 | 지분율 (%)  |         | 기업가치    |
|               | 한국파마사이언스       | 1.9         | 50.0     |         | 1.0     |
|               | 한국크라시에약품       | 1.2         | 50.0     |         | 0.6     |
| 투자부동산         |                |             |          |         | 31.5    |
| 순차입금          |                |             |          |         | 15.0    |
| NAV           |                |             |          |         | 1,458.7 |
| 적정가치 (10% 할인) |                |             |          |         | 1,312.8 |
| 적정주가(원)       |                |             |          |         | 80,570  |

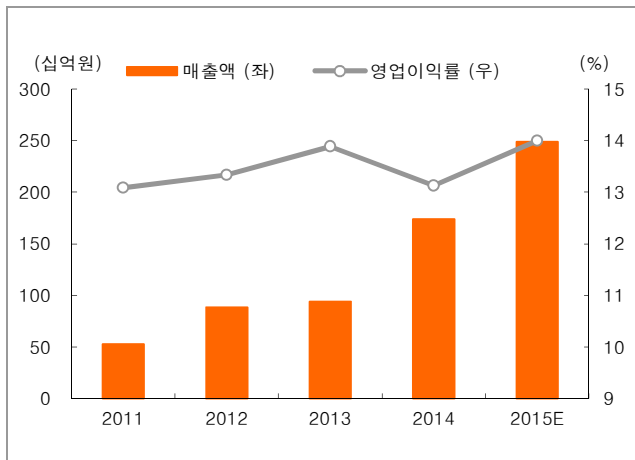
자료: 한국콜마홀딩스, KB투자증권 추정  
주: 2016년 기준

표 10. 한국콜마홀딩스 지배구조



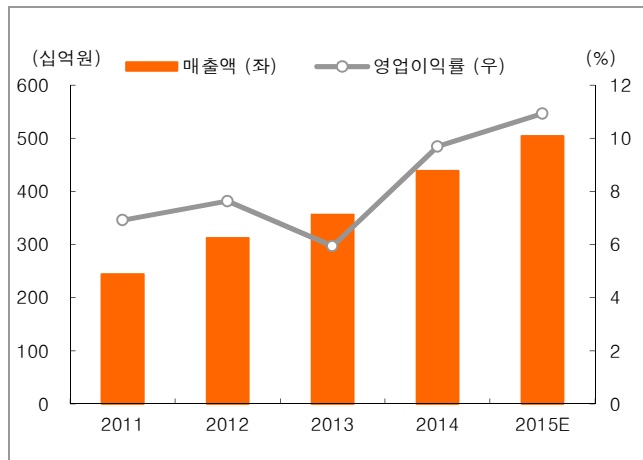
자료: DART, KB투자증권  
주 : 2015년 2분기 기준

그림 5. 콜마비엔에이치 실적 추이



자료: 콜마비엔에이치, KB투자증권

그림 6. 한국콜마 실적 추이



자료: 한국콜마, KB투자증권  
주 : 연결기준

### 3. 소외됐던 건강기능식품 전문 업체에 대한 관심 높아갈 시점

#### 1) 쉐바이오텍 (049960, Not Rated): 건강한 성장이 보인다

2010~2014년 연평균  
매출액 성장률 +22.0% 기록,  
독보적 기술과 우수한 품질력을  
바탕으로 양호한 매출 성장 지속

쉐바이오텍은 프로바이오틱스 유산균 종균 개발 및 원말제조, 의약품, 기능성식품 등 다양한 완제품을 생산 및 공급하고 있으며, 자체 브랜드인 'DUOLAC' 완제품을 생산하고 있다. 주력 제품으로는 1) B2B 원말제품, 2) B2B OEM/ODM 완제품, 3) B2C 독립 브랜드 (DUOLAC) 완제품이 있으며, 매출 비중으로는 2014년 기준 원말 14%, OEM/ODM 54%, 듀오락 32%로 나뉜다. 지역별로는 전체 매출 중 국내 비중이 60%, 해외가 40%를 차지하고 있으며, 해외 매출의 52%가 유럽에서 발생하고 있다. 쉐바이오텍은 경쟁력 있는 균주 개발 기술과 세계 특허를 받은 듀얼코팅 기술에 기반한 우수한 품질력의 제품을 생산하고 있으며, 2010년~2014년 연평균 매출액 성장률 +22.0%를 기록하면서 양호한 매출 성장세를 보여주고 있다.

저마진의 원말 매출 감소 및  
고마진의 B2C 제품 증가가  
수익성 개선을 견인

쉐바이오텍의 최근 5개년 주력제품의 매출 비중 추이를 보면, 원말 제품의 경우 2010년 30% → 2014년 14%로 줄었고, B2C 브랜드 '듀오락'은 2010년 7% → 2014년 32%까지 증가했다. 상대적으로 저마진의 원말 매출이 줄고, 고마진의 B2C 제품 매출이 늘면서, 듀오락 출시 이전 OPM 25% 대비, 출시 후 2014년 기준 OPM이 31.7%까지 개선되었다. 쉐바이오텍은 약국, 병원, 자체 온라인몰 정도로 판매채널을 한정하고 있기 때문에, 아직까지 국내 B2C 시장의 유통 채널은 협소한 편이다. 그러나 현재 8% 수준의 약국 채널 점유율을 올해 말 20%까지 늘릴 계획이며, 백화점과 면세점 공략을 실시하는 방안도 고려 중이다. 확실한 프리미엄군의 가격 포지셔닝과 온, 오프라인에서의 유통 채널 강화를 통한 B2C 제품의 매출 비중 확대는 자연히 수익성 개선으로 이어질 것이라고 전망한다.

판매 채널 다변화를 통해  
매출 증대 이어나갈 전망

쉐바이오텍은 향후 프랑스, 중국 등으로의 해외 시장진출 확대, 자체 기술력을 바탕으로 글로벌 경쟁력 강화, 그리고 판매 채널 다변화를 통한 매출 증대를 이어나갈 전망이다. 해외 사업 부문을 살펴보면, 유럽을 기반으로 전 세계 40여개국에 진출해 있으며, 2014년 초 덴마크 지사에 '듀오락'을 런칭한 바 있고, 올해는 스페인과 싱가포르에 런칭했다. 덴마크와 스페인 모두 좋은 반응을 얻으면서 매출 증가세가 이어지고 있고, 최근 핀란드 시장까지 진출하면서 유럽 시장을 집중 공략하고 있다.

고마진 상품의 매출증가,  
해외 수출 채널 확대,  
충분한 생산 Capa로  
높은 성장률이 지속될 전망

쉐바이오텍은 확실한 균주 개발 기술 및 독보적인 듀얼코팅 기술력을 바탕으로 세계 시장에서 인정 받는 우수한 품질의 프로바이오틱스 제품을 공급하고 있다. 향후 B2C 채널의 비중 확대에 따른 마진을 개선과, 해외 수출 채널 다변화는 실적 개선에 긍정적으로 작용할 것이다. 매출액 600억원 규모까지 커버 가능한 Capa와 안정적인 판매가격 추이를 고려할 때, 높은 성장률이 지속될 것으로 전망한다. 쉐바이오텍의 현재가는 2016년 컨센서스 기준 35.0X 수준으로, 향후 실적 개선 여력이 충분하고, 과거와 같은 추세를 이어갈 경우 양호한 주가 흐름이 지속될 것으로 판단한다.

표 11. 셀바이오텍 실적 현황

| (단위: 십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | PER (X) | EV/EBITDA (X) | PBR (X) | ROE (%) |
|-----------|-----|------|-----|---------|---------|---------|---------------|---------|---------|
| 2011      | 23  | 6    | 5   | 555     | 3.6     | 10.5    | 5.6           | 1.7     | 17.2    |
| 2012      | 26  | 7    | 6   | 652     | 17.4    | 27.5    | 20.0          | 4.5     | 18.0    |
| 2013      | 32  | 9    | 8   | 830     | 27.3    | 20.2    | 15.7          | 4.2     | 19.6    |
| 2014      | 41  | 13   | 10  | 1,107   | 33.4    | 40.7    | 32.9          | 9.4     | 21.8    |
| 2015C     | 51  | 17   | 15  | 1,542   | 39.3    | 40.8    | n/a           | 9.1     | 24.7    |
| 2016C     | 61  | 22   | 18  | 1,936   | 25.5    | 32.5    | n/a           | 7.2     | 24.7    |

자료: FnGuide, KB투자증권

## 2) 콜마비엔에이치 (200130 Not Rated): 우수한 제품력이 입증하는 강력한 실적 모멘텀

**건강기능식품: 핵심 원료를 바탕으로 강력한 브랜드 구축**

콜마비엔에이치의 건강기능식품은 개별인정형 원료 중 당귀혼합추출물을 활용한 ‘헤모힘’을 중심으로 프로바이오틱스, 오메가3, 로테인 등 애터미에 판매되는 건강기능식품 라인업을 형성하고 있으며, 2015년 전년대비 43.1%의 높은 성장세가 이어질 전망이다. 2012년 인수한 한국푸디팜 (FDP)은 애터미 외에도 대상, 종근당바이오, CJ올리브영 등에 영양제, 다이어트식품 등을 납품하는 OEM/ODM 업체로 2014년 12월 음성 제2공장이 완공되었으며, 상반기 본격 가동되면서 Capa는 250억원에서 650억원으로 크게 확대되었다.

**화장품: 합리적 가격대의 매스티지 방판 성장을 주도**

콜마비엔에이치는 차별화된 소재를 개발하여 한국콜마에 공급하고 있으며, 또한 애터미에 판매되는 화장품을 한국콜마로부터 공급받아 판매하고 있다. 화장품 부문의 70% 이상은 기초 기능성 제품이며, 방판 채널 내 합리적인 가격을 강점으로 빠르게 점유율이 확대되고 있다. 과거 럭셔리 브랜드 중심이었던 화장품 방판 채널 시장 내에서 최근 매스티지 브랜드의 성장세가 두드러지게 나타나고 있는데, 특히 애터미가 이러한 변화를 주도하면서 점유율 상승세가 가파르다.

**애터미의 해외 진출로 화장품 및 건강기능식품 헤모힘 수출 확대 전망**

애터미는 최근 미국, 캐나다, 일본, 대만 수출을 확대하고 있으며, 2014년 전체 매출의 7% (2014년 500억원 달성 추정), 2015년에는 10% 이상을 차지할 것으로 추산된다. 향후 애터미의 해외 진출로 콜마비엔에이치의 수출도 함께 확대될 전망이다. 해외 수출은 건강기능식품보다는 화장품 중심으로 이루어지고 있으나, 중화권인 대만에서는 건강기능식품 헤모힘의 판매가 가장 좋은 것으로 파악된다.

**강력한 실적 모멘텀 보유, 최근 주가 하락으로 밸류에이션 부담 완화, 10월 5일부터 거래재개 예정**

콜마비엔에이치의 2015년 매출액은 전년동기대비 43.1% 성장한 2,489억원, 영업이익은 전년대비 52.6% 증가한 348억원을 달성할 전망이다. 개별인정형 최초 면역증진 건강기능식품인 헤모힘의 급성장과 함께 관계사 한국콜마를 통한 우수한 품질과 합리적인 가격대의 화장품 판매 확대로 높은 성장세를 이어갈 전망이다. 이처럼 강력한 실적 모멘텀에도 최근 주가 하락으로 2016년 예상 PER은 26.4X 수준으로 상반기 평균 40X 대비 밸류에이션 부담이 다소 완화되었다. 당사는 지난 9월 11일부터 액면병합 (1주당 가액 100원 → 500원)에 따른 거래정지에 들어갔으며, 10월 5일부터 거래가 재개될 예정이다.

표 12. 콜마비엔에이치 연간 실적 추정 (1)

| (단위: 백만원)      | 2011    | 2012    | 2013    | 2014      | 2015E     | 2016E     | 2017E     | 2018E     |
|----------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 매출액            | 52,751  | 88,300  | 93,856  | 173,917   | 248,891   | 327,035   | 401,386   | 462,446   |
| 증감률 (YoY %)    | n/a     | 67.4    | 6.3     | 85.3      | 43.1      | 31.4      | 22.7      | 15.2      |
| 제품매출           | 40,858  | 66,944  | 45,555  | 80,999    | 123,726   | 166,473   | 202,813   | 235,399   |
| 증감률 (YoY %)    | n/a     | 63.8    | (32.0)  | 77.8      | 52.7      | 34.6      | 21.8      | 16.1      |
| 건강기능식품매출 (SBT) | 16,948  | 27,249  | 28,815  | 59,222    | 90,493    | 122,478   | 149,610   | 172,825   |
| 증감률 (YoY %)    | n/a     | 60.8    | 5.7     | 105.5     | 52.8      | 35.3      | 22.2      | 15.5      |
| 헤모힘            | 15,999  | 25,518  | 22,634  | 38,552    | 59,756    | 80,671    | 96,805    | 111,326   |
| 증감률 (YoY %)    | n/a     | 59.5    | (11.3)  | 70.3      | 55.0      | 35.0      | 20.0      | 15.0      |
| 수량 (세트)        | 557,732 | 890,635 | 791,125 | 1,345,026 | 2,084,790 | 2,814,467 | 3,377,360 | 3,883,964 |
| 증감률 (YoY %)    | n/a     | 59.7    | (11.2)  | 70.0      | 55.0      | 35.0      | 20.0      | 15.0      |
| 단가 (원)         | 28,685  | 28,652  | 28,609  | 28,663    | 28,663    | 28,663    | 28,663    | 28,663    |
| 프로바이오틱스        | —       | —       | 2,797   | 10,670    | 19,205    | 29,768    | 40,187    | 48,224    |
| 증감률 (YoY %)    | n/a     | n/a     | n/a     | 281.5     | 80.0      | 55.0      | 35.0      | 20.0      |
| 수량 (세트)        | n/a     | 136,344 | 174,379 | 533,478   | 960,260   | 1,488,404 | 2,009,345 | 2,411,214 |
| 증감률 (YoY %)    | n/a     | n/a     | 27.9    | 205.9     | 80.0      | 55.0      | 35.0      | 20.0      |
| 단가 (원)         | n/a     | 20,000  | 20,000  | 20,000    | 20,000    | 20,000    | 20,000    | 20,000    |
| 기타             | 949     | 1,731   | 3,384   | 10,000    | 11,531    | 12,039    | 12,618    | 13,275    |
| 증감률 (YoY %)    | n/a     | 82.4    | 95.5    | 195.5     | 15.3      | 4.4       | 4.8       | 5.2       |
| 건강기능식품매출 (FDP) | —       | 2,476   | 9,817   | 14,019    | 21,729    | 29,335    | 35,202    | 40,482    |
| 증감률 (YoY %)    | n/a     | n/a     | 296.5   | 42.8      | 55.0      | 35.0      | 20.0      | 15.0      |
| 화장품매출          | 22,321  | 33,793  | 3,245   | 1,386     | 1,627     | 1,821     | 1,952     | 2,030     |
| 증감률 (YoY %)    | n/a     | 51.4    | (90.4)  | (57.3)    | 17.4      | 11.9      | 7.2       | 4.0       |
| 소재매출           | 1,589   | 3,426   | 3,678   | 6,372     | 9,877     | 12,840    | 16,049    | 20,062    |
| 증감률 (YoY %)    | n/a     | 115.6   | 7.4     | 73.2      | 55.0      | 30.0      | 25.0      | 25.0      |
| 상품매출           | 11,893  | 21,303  | 48,086  | 87,397    | 124,947   | 160,343   | 198,354   | 226,828   |
| 증감률 (YoY %)    | n/a     | 79.1    | 125.7   | 81.8      | 43.0      | 28.3      | 23.7      | 14.4      |
| 화장품 및 제약품매출    | 11,872  | 18,507  | 47,179  | 85,347    | 124,863   | 160,249   | 198,253   | 226,723   |
| 증감률 (YoY %)    | n/a     | 55.9    | 154.9   | 80.9      | 46.3      | 28.3      | 23.7      | 14.4      |
| 화장품 매출         | 8,005   | 12,794  | 41,763  | 76,607    | 114,911   | 149,384   | 186,730   | 214,739   |
| 증감률 (YoY %)    | n/a     | 59.8    | 226.4   | 83.4      | 50.0      | 30.0      | 25.0      | 15.0      |
| 제약품매출          | 3,867   | 5,713   | 5,416   | 8,740     | 9,952     | 10,865    | 11,523    | 11,984    |
| 증감률 (YoY %)    | n/a     | 47.7    | (5.2)   | 61.4      | 13.9      | 9.2       | 6.1       | 4.0       |
| 기타상품 매출        | 21      | 2,796   | 907     | 2,050     | 84        | 94        | 101       | 105       |
| 임대료매출          | —       | 16      | 77      | 187       | 219       | 219       | 219       | 219       |
| 기타매출           | —       | 37      | 138     | 5,334     | —         | —         | —         | —         |

자료: 콜마비엔에이치, KB투자증권 추정

표 13. 콜마비앤에이치 연간 실적 추정 [2]

| (단위: 백만원)    | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       | 2015E      | 2016E      | 2017E      | 2018E      |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 매출액          | 52,751     | 88,300     | 93,856     | 173,917    | 248,891    | 327,035    | 401,386    | 462,446    |
| 증감률 (YoY %)  | n/a        | 67.4       | 6.3        | 85.3       | 43.1       | 31.4       | 22.7       | 15.2       |
| 매출원가         | 83.5       | 82.6       | 81.8       | 82.5       | 82.0       | 81.5       | 81.0       | 80.5       |
| 증감률 (YoY %)  | 33,596     | 54,140     | 33,361     | 61,021     | 109,876    | 161,338    | 212,461    | 255,101    |
| 매출원가율 (%)    | 10,477     | 18,759     | 43,414     | 82,408     | 94,215     | 105,196    | 112,662    | 117,168    |
| 제품매출원가       | 8,678      | 15,401     | 17,081     | 30,488     | 44,800     | 60,501     | 76,263     | 90,177     |
| 상품매출원가       | 1,774      | 3,625      | 4,047      | 7,652      | 9,956      | 12,427     | 14,450     | 15,723     |
| 매출총이익        | n/a        | 104.3      | 11.6       | 89.1       | 30.1       | 24.8       | 16.3       | 8.8        |
| 판매비와관리비      | 3.4        | 4.1        | 4.3        | 4.4        | 4.0        | 3.8        | 3.6        | 3.4        |
| 증감률 (YoY %)  | n/a        | 104.3      | 11.6       | 64.7       | 22.0       | 20.7       | 12.5       | 8.2        |
| 매출액대비 비중 (%) | 3.4        | 4.1        | 4.3        | 4.0        | 3.7        | 3.6        | 3.5        | 3.4        |
| 영업이익         | 6,904      | 11,776     | 13,034     | 22,835     | 34,845     | 48,074     | 61,813     | 74,454     |
| 증감률 (YoY %)  | n/a        | 70.6       | 10.7       | 75.2       | 52.6       | 38.0       | 28.6       | 20.4       |
| 영업이익률 (%)    | 13.1       | 13.3       | 13.9       | 13.1       | 14.0       | 14.7       | 15.4       | 16.1       |
| 법인세비용        | 999        | 2,175      | 2,728      | 5,503      | 8,052      | 10,936     | 13,926     | 16,685     |
| 법인세율 (%)     | 14.5       | 18.5       | 20.9       | 21.1       | 21.0       | 21.0       | 21.0       | 21.0       |
| 당기순이익        | 5,905      | 9,601      | 10,306     | 20,552     | 26,792     | 37,139     | 47,888     | 57,769     |
| 증감률 (YoY %)  | n/a        | 62.6       | 7.3        | 99.4       | 30.4       | 38.6       | 28.9       | 20.6       |
| 총주식수         | 73,938,431 | 73,938,431 | 73,938,431 | 73,938,431 | 73,938,431 | 73,938,431 | 73,938,431 | 73,938,431 |
| EPS (원)      | 80         | 130        | 139        | 278        | 362        | 502        | 648        | 781        |
| 현주가 (9/10)   | n/a        | n/a        | n/a        | n/a        | 13,250     | 13,250     | 13,250     | 13,250     |
| PER (X)      | n/a        | n/a        | n/a        | n/a        | 36.6       | 26.4       | 20.5       | 17.0       |

자료: 콜마비앤에이치, KB투자증권 추정

주: 콜마비앤에이치는 9/11일 기준으로 거래정지 중

## II. 나를 위한 작은 사치, 프리미엄 생활용품

### 1. 국내 헤어케어 프리미엄 제품 비중 확대

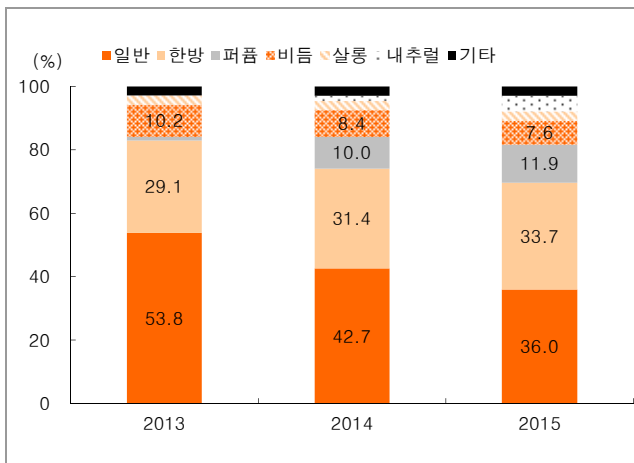
#### 헤어케어 제품의 프리미엄화 1) 고령화 사회 진입과 함께 한방제품 비중 확대

고령화 사회 진입과 함께 염색 빈도가 높아지고 이에 따른 전문적인 헤어 케어에 대한 니즈가 크게 증가하면서 기능성 프리미엄 제품 성장세가 두드러지고 있다. 가구 내 헤어케어 구매 트렌드를 살펴보면, 전반적으로 한 가구에서 상대적으로 가격대가 높은 제품의 수요가 증가하면서 수량보다는 금액 중심의 성장세가 뚜렷하다. 특히 탈모 예방 효과가 기대되는 한방제품 비중이 꾸준히 증가하고 있는 추세 (2013년 29.1% → 2014년 31.4% → 2015년 33.7%)다. 또한 홈 뷰티 케어가 확대되면서 트리트먼트 등 스페셜 케어 제품의 구매도 증가하고 있다.

#### 2) 나를 위한 작은 사치, 내추럴 퍼퓸 브랜드 판매 증가

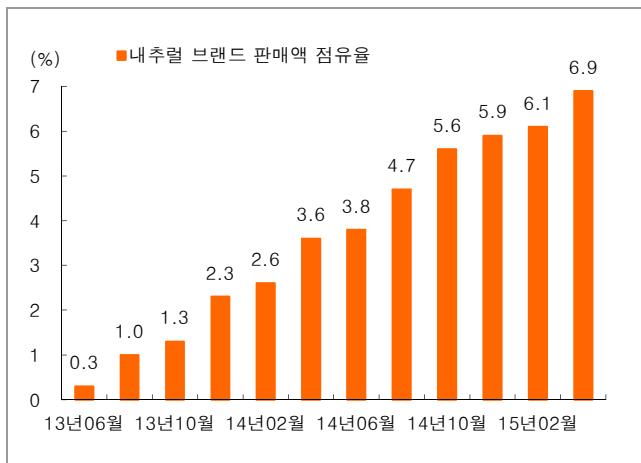
한편 일반적으로 생활용품은 과거 가족끼리 공동사용하는 경우가 많았으나, 점차 가족구성원 각자가 개별 브랜드를 이용하는 개인 단독사용 비중이 증가하고 있다. 이러한 변화는 생활용품에 대한 세분화된 니즈로 나타나고 있으며, 개인별로 선호하는 향을 첨가시킨 퍼퓸 샴푸의 성장과 니치마켓이었던 천연원료를 기반으로 한 내추럴 브랜드의 성장세가 두드러지고 있다. 또한 개인별 생활용품 구매가 다양한 채널을 통해 이루어지면서 생활용품의 주 구매채널인 할인점 외 인터넷몰과 드럭스토어로 채널이 다각화되고 있다. 10~20대의 젊은 층은 제품 경험이가 가능한 드럭스토어와 원브랜드샵에서의 생활용품 구매가 늘어나고 있으며, 40대 이상 시니어 층 중심으로는 제품의 기능과 전문성을 확실하게 전달받을 수 있는 통신판매와 미용실 등에서의 구매가 증가하고 있다.

그림 7. 국내 헤어케어 세그먼트별 판매액 비중 추이



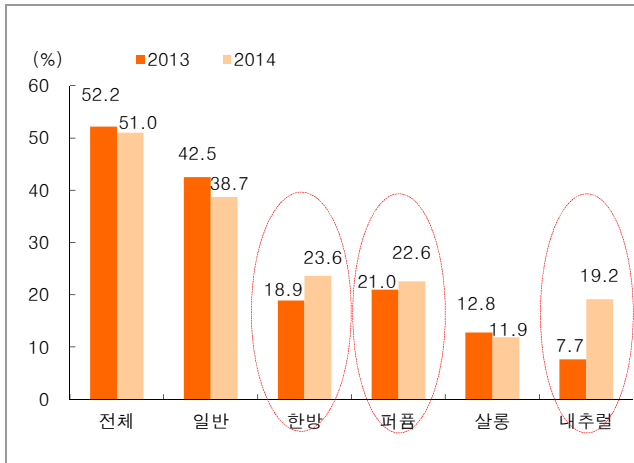
자료: Nilsen Company, KB투자증권

그림 8. 내추럴 브랜드의 비중 추이



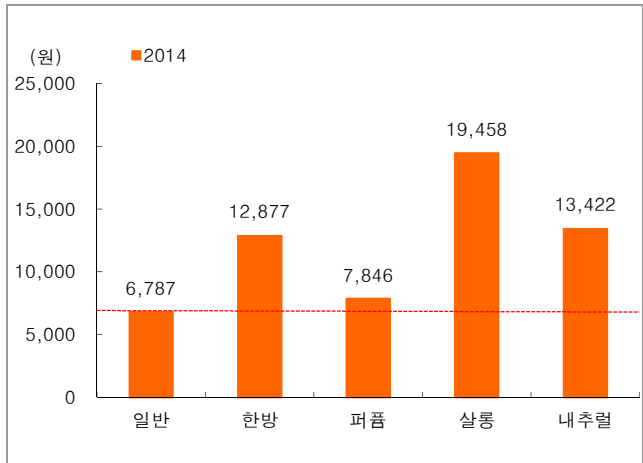
자료: Nilsen Company, KB투자증권

그림 9. 세그먼트별 재구매자 비중 2013 vs. 2014 비교



자료: Nilsen Company, KB투자증권

그림 10. 세그먼트별 L당 가격 비교 (2014년 기준)



자료: Nilsen Company, KB투자증권

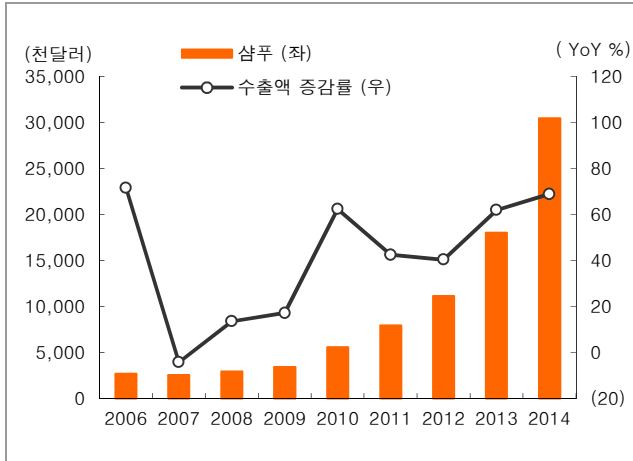
## 2. 중국 생활용품 시장 진출 본격화

한방 성분을 활용한  
프리미엄 이미지의 생활용품  
성장 잠재력 높아

중국인들의 소비 성향이 고도화되면서 생활용품 시장에서도 기회가 많아지고 있다. 특히 중국에는 아직까지 한방 (Oriental Herb) 성분을 활용한 프리미엄 이미지의 생활용품이 많지 않아 향후 현지 시장에서 성장의 기회가 상당할 것으로 판단된다. 최근 중국 내 헤어케어의 경우 신규 브랜드 출시가 활발하게 진행되고 있으며, 특히 한방 샴푸의 기회가 돋보인다. 아모레퍼시픽 '려', LG생활건강 '리엔' 등 한방케어 제품들의 중국 현지 진출이 시작되고 있으며, 이는 높은 중국향 수출 금액 성장으로 나타나고 있다.

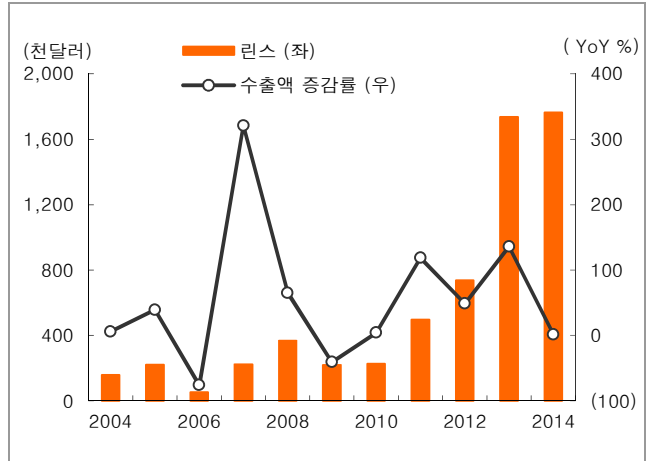
아모레퍼시픽은 지난 2분기 한방샴푸 '려' 브랜드를 1,000여개의 드럭스토어에 입점시켰으며, 향후 온라인 (티몰글로벌)과 드럭스토어 (최대 3~4만개) 채널을 중심으로 생활용품의 중국 진출을 강화할 계획이다. LG생활건강 또한 하반기부터 기존 죽염 판매 채널 (할인점 및 드럭스토어 등)을 활용해 특화된 지역을 중심으로 한방 헤어 ('려'), 바디 (내추럴브랜드), 유아용품 (엑상분유 등) 제품을 확대할 예정이다.

그림 11. 중국향 샴푸 수출액 및 수출액증감률



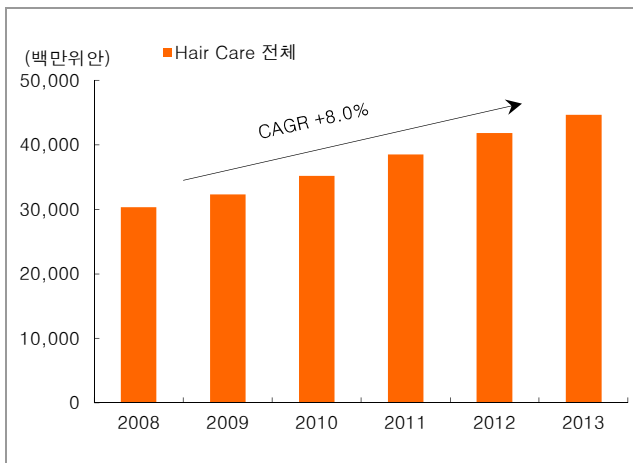
자료: 한국무역협회, KB투자증권

그림 12. 헤어린스 수출액 및 수출액증감률



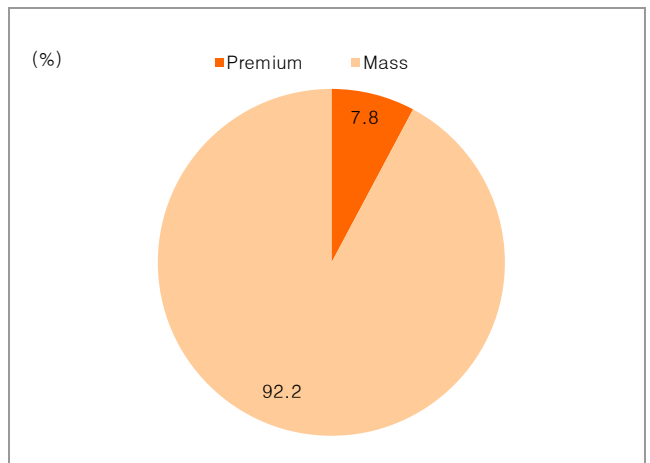
자료: 한국무역협회, KB투자증권

그림 13. 중국 헤어케어 시장 규모



자료: 대한화장품산업연구원, KB투자증권  
주: CAGR은 2008년~2013년 기준

그림 14. 중국 프리미엄 및 메스 헤어케어 비중 (2013년 기준)



자료: 대한화장품산업연구원, KB투자증권

표 14. 중국 헤어케어 시장 회사별 점유율

| 회 사                                            | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Procter & Gamble Co, The                       | 39.9 | 40.2 | 40.6 | 40.7 | 40.3 | 39.9 |
| Unilever Group                                 | 8.6  | 9.1  | 10.7 | 11.4 | 11.9 | 11.8 |
| Henkel AG & Co KGaA                            | 2.0  | 2.7  | 4.4  | 4.6  | 5.0  | 5.7  |
| Beiersdorf AG                                  | 7.0  | 7.1  | 6.4  | 5.9  | 5.4  | 4.9  |
| L'Oréal Groupe                                 | 1.6  | 2.1  | 2.3  | 2.5  | 2.6  | 2.8  |
| Jiangsu Longrich Group                         | -    | -    | -    | 2.1  | 2.1  | 2.1  |
| Guangdong Panda Daily Chemical Products Co Ltd | 3.0  | 2.9  | 2.6  | 2.3  | 2.1  | 2.0  |
| Bayer AG                                       | -    | -    | -    | -    | -    | 1.4  |
| Shiseido Co Ltd                                | 1.2  | 1.3  | 1.4  | 1.3  | 1.3  | 1.4  |
| Youngrace Cosmetic Group International Ltd     | 1.2  | 1.2  | 1.2  | 1.2  | 1.1  | 1.1  |

자료: Euromonitor, KB투자증권

표 15. 중국 헤어케어 시장 채널별 비중

| 회 사                       | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Hypermarkets              | 44.7 | 46.8 | 45.7 | 44.9 | 43.7 | 42.4 |
| Supermarkets              | 16.3 | 17.2 | 19.0 | 18.5 | 17.1 | 15.8 |
| Internet Retailing        | 0.5  | 1.2  | 1.7  | 6.3  | 10.0 | 13.6 |
| Parapharmacies/Drugstores | 9.5  | 9.8  | 10.1 | 10.8 | 11.0 | 11.9 |
| Direct Selling            | 4.6  | 3.9  | 4.0  | 3.9  | 4.8  | 5.1  |
| Independent Small Grocers | 12.6 | 8.5  | 8.3  | 7.9  | 6.1  | 4.6  |
| Department Stores         | 9.0  | 9.8  | 7.6  | 4.3  | 4.0  | 3.2  |
| Convenience Stores        | 0.8  | 0.8  | 1.3  | 1.3  | 1.2  | 1.1  |
| Hair Salons               | 0.7  | 0.7  | 0.7  | 0.7  | 0.8  | 0.8  |
| Homeshopping              | 0.7  | 0.6  | 0.6  | 0.6  | 0.6  | 0.6  |

자료: Euromonitor, KB투자증권

## 1) 대봉엘에스 (078140, Not Rated): 앞으로가 더 기대된다

원료의약품, 기능성화장품 및 천연소재 원료, 프로페셔널 헤어케어 원료가 사업 성장을 주도

대봉엘에스는 원료의약품, 화장품원료, 건강기능식품원료를 제조하여 제약회사 및 화장품 생산 업체에 공급하고 있다. 원료의약품부문에서는 대표적으로 호흡기치료제와 고혈압치료제 분야에 강점을 가지고 있으며, 화장품원료 부문에서도 헤어케어 원료 공급 및 기능성화장품 원료, 천연추출원료, 신기능성원료에 대한 연구개발을 지속적으로 해오면서 품목 다변화에 힘쓰고 있다. 대봉엘에스의 매출 구성은 화장품원료가 50%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 이어서 원료의약품 30%, 어사료가 20%정도를 차지하고 있다. 또한 제주도 천연물소재 연구소에서는 제주지역의 천연자원을 활용한 다양한 화장품소재 연구를 진행하고 있으며, 최근에는 아모레퍼시픽과 공동 개발한 생녹차수를 상품화해 2014년 3월부터 아모레퍼시픽에 공급하고 있다.

천연 화장품 원료 개발 활발, '생녹차수' 이니스프리 그린티 라인에 공급 등 천연 원료 상품화로 추가적인 매출 확보 가시화

화장품원료 부분에서는 미백, 주름개선, 자외선 등의 기능성 화장품에 대한 연구개발을 계속하고 있으며, 2010년 천연물소재 연구소를 제주도에 설립하여 천연원료 개발에도 집중하고 있다. 대표적으로 아모레퍼시픽과 공동 개발한 '친환경 녹색기술 생녹차수'는 이니스프리 그린티 라인에 공급되고 있고, 매출 비중은 그리 높은 편은 아니지만, 출시된 이후에 이니스프리의 고성장과 함께 꾸준한 성장을 이어가고 있다. 생녹차수를 시작으로 하반기에 새로운 천연원료 개발을 진행 중이며, 천연 화장품 원료가 시장 내에서 새로운 트렌드를 형성하고 있다는 점에서 의미 있는 추가 매출이 발생할 것으로 기대한다.

고혈압 제너릭 의약품에 대한 활발한 연구 및 판매가 진행되면서 추가적인 성장 기대됨

대봉엘에스의 원료의약품으로는 크게 고혈압 치료제와 호흡기 치료제가 있으며, 2000년대 후반부터 고혈압 치료제에 집중하고 있다. 주요 고혈압 치료제로는 ARB (angiotensin II Receptor Blocker) 계열과 CCB (Calcium Channel Blocker) 계열의 원료의약품을 생산하고 있으며, 최근 고혈압 치료제 시장 내에서 ARB계열과 CCB 계열의 복합제 처방 비중 (2014년 기준 33.8%)이 높아져, 두 계열을 모두 생산하고 있다는 점에서 대봉엘에스가 고혈압 치료제 시장의 선도적 역할을 할 것으로 기대한다. 고령화 사회에 접어들면서 고혈압 약물에 대한 수요가 증가하고 있고, 한국보건산업진흥원에 따르면 '고령친화 의약품' 산업은 2010년 3.7조원 규모에서 2020년 9.8조원까지 성장할 것으로 전망하고 있다. 이는 연평균 +10.2%의 성장률을 나타내며, 이 중 순환계 의약품 (고혈압, 뇌졸중, 신근경색증 등)의 비중은 53%로 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 특히 대봉엘에스는 대표적인 고혈압 치료제 엑스포지와 올메텍의 특허 만료로 2013년 제너릭 시장에 진출했으며, 2015년 한미약품의 아모잘탄의 특허가 종료됨에 따라 CCB계열의 원료의약품 공급이 가능하게 되었다. 향후 3년간 특허가 완료되는 약품들이 추가적으로 있을 예정이며, 고혈압 치료제 제너릭 의약품에 대한 연구와 판매가 원활하게 진행되면서 주력 아이템으로서의 입지를 강화해 갈 것으로 전망한다.

원료의약품 수출 및 제너릭 의약품 판매에 따른 추가적인 성장 가능성 고려 시 상대적으로 저평가

동사의 수출 비중은 1% 미만으로 아직까지는 내수 위주의 기업이지만, 폭넓은 연구 및 개발 활동을 기반으로 품목 다변화를 통해 다양한 거래처를 확보하고 있다. 또한 고령화 사회에 접어든 일본을 대상으로 원료의약품 수출을 준비하고 있다는 점과 추가적인 제너릭 의약품 시장 진출 및 새로운 천연원료 개발에 따른 매출 확보 가능성을 감안 시 2016년까지 연간 10%대의 성장이 지속 가능할 것으로 전망한다. 현 주가는 2016년 시장 컨센서스 기준 17.0X 수준이며, 화장품/생활용품 업종 내 상대적으로 저평가되어 있어 상승여력은 충분하다는 판단이다.

표 16. 대봉엘에스 실적 현황

| (단위: 십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | PER (X) | EV/EBITDA (X) | PBR (X) | ROE (%) |
|-----------|-----|------|-----|---------|---------|---------|---------------|---------|---------|
| 2011      | 38  | 3    | 3   | 308     | (24.5)  | 11.9    | 6.8           | 0.8     | 9.6     |
| 2012      | 44  | 4    | 3   | 315     | 2.5     | 12.3    | 6.4           | 0.8     | 9.2     |
| 2013      | 44  | 6    | 5   | 474     | 50.3    | 13.6    | 5.5           | 1.0     | 12.5    |
| 2014      | 52  | 6    | 6   | 511     | 7.8     | 25.6    | 12.4          | 2.0     | 12.1    |
| 2015C     | 57  | 8    | 7   | 586     | 14.7    | 18.1    | n/a           | 2.1     | 12.4    |
| 2016C     | 63  | 9    | 7   | 667     | 13.8    | 15.9    | n/a           | 1.9     | 12.5    |

자료: FnGuide, KB투자증권

## 2) KCI (036670, Not Rated): 글로벌 헤어케어 니치마켓의 강자

글로벌 헤어케어 시장의 안정적  
인 성장과 함께 니치마켓을 공  
략한 KCI의 점유율 상승세

KCI는 폴리머 및 계면활성제 등 헤어케어 원료와 MPC유도체 등 화장품 원료를 생산하는 기업이다. 폴리머 (매출 비중 35%)는 KCI의 주력 제품으로 샴푸에 필수적으로 함유되어야 하는 성분이며, 영업이익률 (19% 수준 추정)이 높다. 미국의 다우케미칼이 점유율 85% 차지하고 있으며, KCI가 점유율 12%로 세계 2위를 차지하고 있고, 국내 시장의 경우 KCI가 독보적인 시장 지위 (점유율 90% 이상)를 형성하고 있다. 계면활성제 (매출 비중 30%) 또한 주로 린스에 들어가는 양이온 계면활성제 (BTAC)를 생산하고 있으며, 2014년 지식경제부의 세계 일류 상품으로 선정되면서 인지도 상승에 따른 매출액 성장률 강화와 함께 원료 내재화 기술 획득으로 영업이익률 개선 (4% → 6% 수준 추정)이 기대된다. 계면활성제는 독일계 회사들이 점유율 1~2위로 50%를 차지하고 있으며, KCI는 전세계 3위의 점유율 12%를 기록하고 있다. 역시 국내 시장의 경우 KCI가 점유율 70% 이상을 차지한다.

2011년부터 거래를 시작한 글  
로브 고객사 헨켈의 비중이 상  
승하면서 성장을 견인

KCI의 수출 비중은 75% (달러:유로 = 4:1 추정)에 이르며, 향후 글로벌 헤어케어 시장의 안정적 인 성장과 함께 니치마켓을 공략한 KCI의 점유율 또한 상승세를 이어갈 전망이다. KCI는 로레 알, 유니레버, 피앤지 등 전세계 다국적 기업들에게 헤어케어 원료를 공급하고 있으며, 국내 고객사로는 LG생활건강과 아모레퍼시픽이 있다. 특히 중국 헤어케어 시장의 프리미엄화로 기능 성 원료가 선호되기 시작하면서 KCI의 고객사 중 2011년부터 거래를 시작한 헨켈의 비중 (2013년 3.5% → 2014년 8.5% → 2015년 12.0% 예상)이 상승하면서 성장을 견인하고 있다. 독일의 생활용품 기업인 헨켈은 중국 뷰티케어 진출을 강화하면서 중국 헤어케어 시장 내 점유 율 (2009년 2.0% → 2014년 5.7%)이 지속적으로 상승하고 있어 헨켈 차이나법인으로 생산 판 매하고 있는 KCI의 수혜 또한 예상된다.

우호적인 환율과 비용구조 개선  
으로 2015년 순이익이 크게 증  
가할 전망

2015년 KCI의 실적은 매출액 424억원 (+8.2% YoY), 영업이익 59억원 (+78.8% YoY), 순이익 52 억원 (+57.6% YoY)이 예상된다. 특히 1) 우호적인 환율, 2) 상품 믹스 개선, 3) 감가상각비 감소 로 이익 개선의 폭이 두드러질 전망이다. KCI는 2009~2011년 대주공장 증설에 350억원을 투자 하였으며, 2015년부터 감가상각비가 연간 5억원 이상 줄어들면서 이익 개선에 긍정적인 효과가 기대된다. 과거 대규모의 증설을 마쳤기 때문에 현재 추가적인 확장 계획은 갖고 있지 않으며, 창출되는 영업현금은 부채 감소와 배당 확대에 활용될 것으로 전망한다.

표 17. KCI 실적 현황

| (단위: 십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | PER (X) | EV/EBITDA (X) | PBR (X) | ROE (%) |
|-----------|-----|------|-----|---------|---------|---------|---------------|---------|---------|
| 2011      | 27  | 1    | 1   | 132     | (44.6)  | 17.4    | 10.0          | 0.8     | 4.5     |
| 2012      | 30  | 2    | 2   | 171     | 29.5    | 15.5    | 8.8           | 0.9     | 5.7     |
| 2013      | 33  | 2    | 2   | 208     | 21.8    | 44.3    | 20.8          | 2.7     | 6.4     |
| 2014      | 39  | 3    | 3   | 300     | 44.2    | 23.5    | 13.3          | 1.9     | 8.5     |
| 2015C     | 43  | 6    | 5   | 461     | 53.5    | 26.0    | n/a           | 3.0     | 12.3    |
| 2016C     | 48  | 7    | 6   | 556     | 20.5    | 21.6    | n/a           | 2.7     | 13.1    |

자료: FnGuide, KB투자증권

### Ⅲ. 화장품 패키지, 브랜드 위상을 높인다

#### 화장품 용기, 브랜드 완성의 종결자

화장품용기,  
브랜드 가치를 높이는  
고부가가치 산업

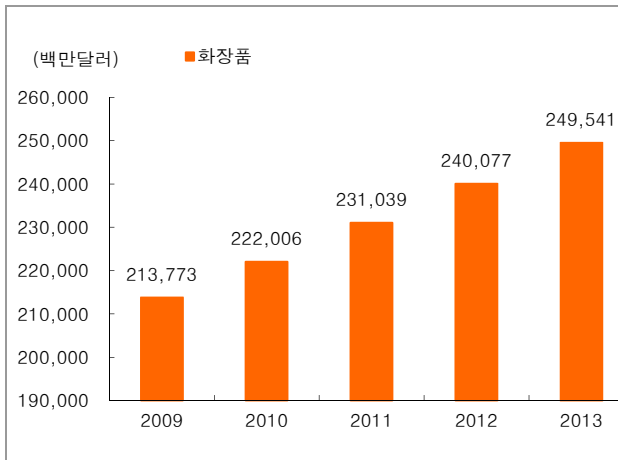
화장품 산업의 핵심은 소비자들을 만족시키는 감성적인 브랜드 가치를 견고하게 구축하여 지속적인 성장을 이끌어 내는 것이다. 즉 화장품 산업의 성공 여부는 화장품이 지니고 있는 브랜드 이미지에 따라 결정된다. 또한 이러한 브랜드의 이미지는 화장품 용기를 통해서 형성되고 전달될 수 있다. 따라서 화장품 업체들은 각각의 차별화된 브랜드 이미지를 창출하기 위해서 제품의 용기 디자인과 제작에서부터 전반적인 마케팅 컨셉을 세부적으로 관리하고 있으며, 독특한 디자인과 컨셉으로 화장품의 품격과 재미를 높여줄 수 있는 화장품 용기에 대한 수요가 크게 증가하고 있다. 또한 화장품 용기 산업은 고도의 기술력을 바탕으로 진입장벽이 존재하기 때문에 영업이익률도 좋은 편이다.

고도의 기술력 바탕으로  
글로벌 확장 성공 가능성이  
높은 산업

세계적인 한류열풍을 통해 한국에 대한 새로운 관심이 증대되고 있는 상황에서, 한국 고유의 문화 콘텐츠를 이용한 독자적인 브랜드 개발로 한국 화장품의 중국, 아시아 및 글로벌 시장 내 경쟁력이 급속도로 높아지고 있다. 즉 뷰티 시장에서 영향력의 축이 변화하면서 차별화된 한국 화장품 제품에 대한 글로벌 수요가 증가하고 있고, 뷰티 시장에서 한국의 영향력이 점차 확대되고 있다. 나아가 소재의 발전과 함께 이를 가공하고 완성시키는 한국의 화장품 부자재 수준은 이미 세계적인 수준이다. 중국인들이 한국산 화장품을 선호하는 이유 중 하나가 바로 용기의 특이성과 천연 원료의 차별성 때문이다.

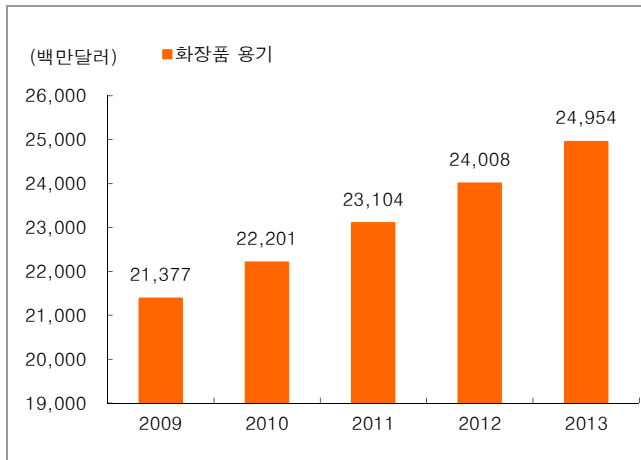
용기를 통해 화장품의 차별화를 꾀하는 기업들이 늘어나면서 용기의 기능 역시 점차 발전하고, 다변화되고 있다. 또한 점차 다양해지는 화장품 제형으로 인해 용기가 이를 뒷받침하지 못하면 제품으로 탄생되지 못할 수 있기 때문에 용기의 기능에 맞게 제형이 개발되는 경우도 늘어나고 있다. 대표적인 예가 ‘에어쿠션’으로 용기의 기능이 제품의 특수성을 충분히 받쳐주었기 때문에 한국과 중국의 소비자들로부터 호응을 얻을 수 있었다. 용기의 기능이 얼마나 중요한지를 단적으로 보여주는 사례다.

그림 15. 전세계 화장품 시장 규모 추이



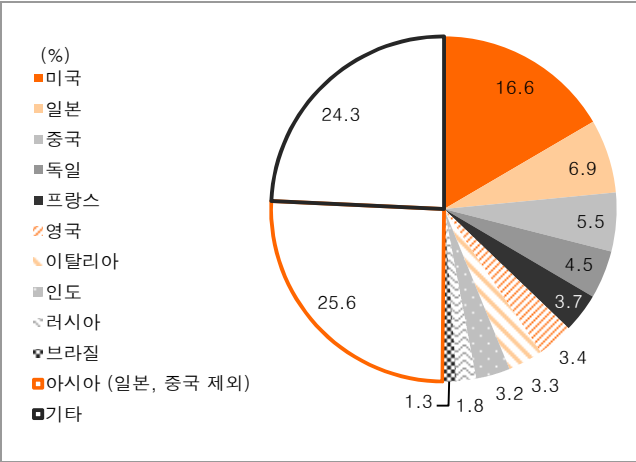
자료: DART, KB투자증권

그림 16. 전세계 화장품 용기 시장 규모 추이



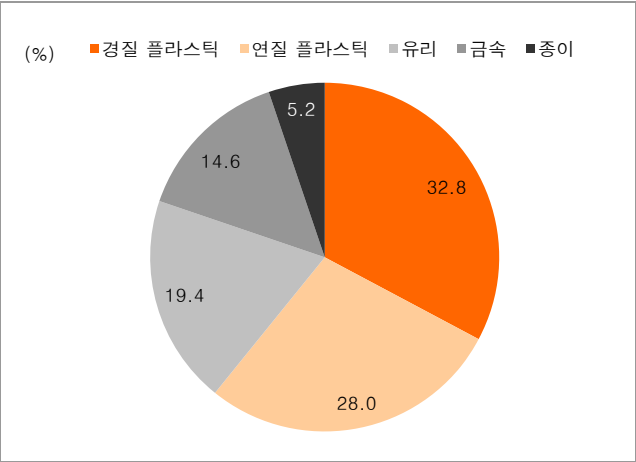
자료: DART, KB투자증권

그림 17. 화장품 용기 지역별 비중



자료: World Cosmetics Packaging Market 2013-2023, DART, KB투자증권  
주 : 2013년 기준

그림 18. 화장품 용기 재질별 비중



자료: World Cosmetics Packaging Market 2013-2023, DART, KB투자증권  
주 : 2013년 기준

### 1) 토니모리 (214420, Not Rated): 독창적인 용기로 Fun & Unique한 브랜드 구축

관계사 태성산업을 통한  
독창적인 화장품 용기와  
트렌디한 마케팅 전략으로  
성장을 이끌어 온 기업

토니모리는 관계사 태성산업을 통한 독창적인 화장품 용기와 트렌디한 마케팅 전략으로 성장을 이끌어 온 기업이다. 2014년 기준 부문별 매출액 비중은 직영점 및 가맹점이 53.6%, 유통매장 (할인점 등)이 24.2%, 면세점이 11.8%, 수출이 10.4%를 차지하고 있다.

토니모리는 2015년부터 본격적으로 중국 진출을 강화하고 있다. 브랜드샵을 구성하기 위해 평균 700개의 SKU가 필요한데, 토니모리는 이미 370개 (2015년 8월 기준) 아이템의 위생허가를 취득한 상황이며, 나머지 300여개는 중국 현지에서 공급받을 계획이다. 현재 중국 내 25개의 매장을 확보하고 있으며, 직진출을 통한 매장 오픈과 함께 전략적 파트너인 완다그룹을 통한 확장, 온라인 채널 진출도 함께 진행될 예정이다. 또한 중국 화장품 시장의 폭발적인 성장으로 화장품 부자재 시장의 공급 부족 현상이 나타나고 있어, 향후 중국 현지 생산공장 가동 시 관계사 태성산업의 화장품 용기 부문과의 시너지 창출 (수직계열화에 따른 원가율 개선, OEM/ODM 진출 등)이 가능할 것으로 판단한다.

중장기적으로 토니모리는 화장품 용기의 강점을 활용한 화장품 제조의 수직계열화를 진행할 계획이다. 직접 공장을 운영하게 될 경우, 원가절감과 동시에 트렌디한 화장품 산업 특성상 신제품 출시 속도 면에서 보다 빠른 대응이 가능할 것으로 기대된다.

2~3Q 메르스의 타격이 상대적으로 크지 않았으며 8월부터 정상화, 수직계열화 및 중국 사업 위한 신규 투자 진행

6월부터 7월까지 메르스 영향으로 인해 일시적으로 매출 성장률이 둔화되기는 했지만, 상대적으로 타 화장품업체 대비 중국인 인바운드 비중이 적은 편이라 실적에 미치는 부정적 영향도 크지 않을 전망이다. 8월부터는 정상적인 수준을 회복하였으며, 상장 시 제시했던 실적 가이드라인인 2015년 매출액과 영업이익의 전년 대비 20% 성장 달성은 충분할 것으로 판단된다. 원가율을 개선하고, 수직계열화를 강화하기 위해 신규 공장 건설을 위한 화성바이오밸리 투자 (60억 원)가 진행되었으며, 중국 등 국내외 화장품 OEM/ODM 사업진개를 위한 신규 투자도 단계적으로 진행될 예정이다. 한편 최근 미국 직영점 및 세포라 매장에 입점되었으며, 중국에서도 왓슨스 드럭스토어 2천여 개 매장에 입점되는 등 토니모리 브랜드의 해외 확장도 강화되고 있다.

투자포인트  
1) 중국 현지 진출 강화  
2) 화장품 수직계열화

향후 토니모리는 독창적인 용기와 Fun & Unique한 브랜드력을 바탕으로 안정적인 고성장세가 지속되는 가운데, 1) 중국 현지에서의 토니모리 브랜드 확장 및 화장품 제조 OEM/ODM 진출 여부, 2) 독창적인 용기의 강점을 바탕으로 화장품 제조 수직계열화를 통한 원가율 개선 등 효율성 향상이 보다 구체적으로 가시화되면서 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다.

표 18. 토니모리 실적 현황

| (단위: 십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | PER (X) | EV/EBITDA (X) | PBR (X) | ROE (%) |
|-----------|-----|------|-----|---------|---------|---------|---------------|---------|---------|
| 2011      | 101 | 13   | 9   | n/a     | n/a     | n/a     | 0.2           | n/a     | 190.4   |
| 2012      | 151 | 15   | 13  | n/a     | n/a     | n/a     | (0.6)         | n/a     | 84.0    |
| 2013      | 170 | 15   | 14  | n/a     | n/a     | n/a     | (1.4)         | n/a     | 47.2    |
| 2014      | 205 | 15   | 12  | n/a     | n/a     | n/a     | (0.9)         | n/a     | 26.5    |
| 2015C     | 245 | 20   | 15  | 1,313   | n/a     | 38.5    | n/a           | 5.3     | 19.1    |
| 2016C     | 295 | 25   | 21  | 1,734   | 32.0    | 29.2    | n/a           | 5.7     | 20.1    |

자료: FnGuide, KB투자증권

## 2) 덕성 (004830, Not Rated): 고부가가치 화장품 전문 소재기업으로 변화

2015년 화장품 소재 진출,  
2016년 이후 화장품 소재가  
최대 매출 비중 차지할 전망

덕성은 고급 소재 중심의 합성피혁 (매출 비중 85%)과 합성수지 (매출 비중 15%)를 생산하는 기업이다. 과거에는 스포츠볼 및 신발용 소재가 주력 아이템으로 큰 비중을 차지했으나, 2010년 부터 스마트폰과 태블릿PC의 케이스를 생산하고 있고, 2015년 7월부터 한류 화장품 최고의 히트상품인 에어쿠션의 퍼프 소재를 공급하기 시작했다. 아모레퍼시픽 등 국내 고객사뿐만 아니라 중국 로컬기업을 대상으로 계약을 완료하고, 납품을 준비 중인 것으로 파악된다. 향후에는 화장품 퍼프 소재 및 비슷한 소비재 영역으로 확장해 나갈 계획이다. 2015년 상반기 기준 현재 스포츠용볼 15~20%, IT소재 15~20%, 신발소재 10% 등이 주요 매출 비중을 차지하고 있으나, 2016년 이후에는 화장품 소재가 최대 매출 비중을 차지하게 될 전망이다.

독보적인 기술력 및 생산성  
바탕으로 일본 수입소재 제품을  
빠르게 대체할 전망

기존 화장품 에어쿠션 퍼프의 주 소재는 일본 회사에서 100% 전량 수입한 것으로 전해진다. 덕성은 일본 회사의 제조 공정과 다르게, 합성피혁을 만드는 방식을 그대로 적용한 자체 기술로 개발하였으며, 특허 등록을 진행 중이다. 아모레퍼시픽은 에어쿠션이 폭발적으로 성장하면서 물량을 감당하기 어려워졌고, 따라서 다양한 소재 업체들을 찾았던 것으로 보인다. 기존 퍼프 소재를 만드는 일본 회사는 시간이 상당히 많이 걸려 주문한 기간 내 납기를 맞추기 어려웠으며, 한 개의 소재회사에서 독점적으로 구매하는 것 또한 화장품 기업 입장에서 리스크가 될 수 있어 덕성에 신규 오더가 들어간 것으로 판단된다. 현재 에어쿠션 및 쿠션 파운데이션 제품이 한국을 넘어 글로벌로 확산되고 있어 성장 잠재력이 매우 높으며, 향후 독보적인 기술력 및 생산성을 바탕으로 일본 수입소재 제품을 빠르게 대체할 전망이다.

원자재 가격 하향 안정화 및  
환율 상승 등 외부 환경도  
영업이익에 우호적

원자재 가격 하향 안정화와 함께 수출 비중이 60%에 이르기 때문에 환율 상승도 영업이익에 우호적이다. 고급 합성피혁 소재는 제조공정상의 난이도가 높기 때문에 진입장벽 또한 상당하다. 올해 안으로 지적 재산권이 나오면 진입장벽으로 작용할 전망이며, 앞으로 화장품 산업이 성장하는 한 소비재 영역으로 확장할 수 있는 다양한 기회가 많을 것으로 판단된다.

표 19. 덕성 실적 현황

| (단위: 십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 | EPS (원) | 증감률 (%) | PER (X) | EV/EBITDA (X) | PBR (X) | ROE (%) |
|-----------|-----|------|-----|---------|---------|---------|---------------|---------|---------|
| 2011      | 91  | 0    | 0   | 16      | (90.1)  | 48.2    | 10.9          | 0.6     | 0.4     |
| 2012      | 92  | 3    | 2   | 126     | 684.3   | 15.8    | 8.7           | 0.9     | 3.4     |
| 2013      | 97  | 6    | 4   | 280     | 121.4   | 9.4     | 5.5           | 0.8     | 7.2     |
| 2014      | 82  | 2    | 1   | 48      | (82.7)  | 50.1    | 9.9           | 0.7     | 1.2     |
| 2015C     | 86  | 3    | 2   | 107     | 120.8   | 104.7   | n/a           | 2.8     | 2.9     |
| 2016C     | 104 | 7    | 5   | 291     | 172.0   | 38.5    | n/a           | 2.6     | 7.5     |

자료: FnGuide, KB투자증권

### 3) 연우 (상장예정기업): 국내 1위 화장품용기 전문 제조업체

국내 유일하게 펌프형 용기와  
튜브형 용기를 모두 생산  
글로벌 기업 40개사에 공급

연우는 1983년 설립 이후 화장품용 디스펜스 펌프를 국내 최초 개발한 것을 시작으로 종합 화장품 용기 기업으로 발전하여 현재 세계 100대 화장품 기업 중 샤넬, 로레알, P&G, 아모레퍼시픽 등에 40개사에 공급하고 있다. 최근에는 코스메틱 분야에 이어 생활용품과 제약 시장까지 확장 진출하면서 국내 용기 산업의 경쟁력 향상에 기여하고 있다. 연우는 국내에서는 유일하게 펌프형 용기와 튜브형 용기를 모두 전문적으로 생산하고 있으며, 화장품 용기 제조에 필요한 사출, 코팅 및 증착, 핫스탬핑, 실크인쇄, 프레스, 연마, 표면처리, 조립 등 풀 생산라인을 갖추고 있다.

예상 시가총액  
2,517억원 ~ 3,124억원  
11월 중 코스닥 상장 예정

연우의 공모주식수는 240만 5680주, 공모예정가는 2만 300원 ~ 2만 5,200원 (액면가 500원)으로 공모예정금액은 약 488억원 ~ 606억원이며, 예상 시가총액은 2,517억원 ~ 3,124억원이다. 10월 15일~16일 수요예측을 거쳐, 10월 22일~23일 공모 청약을 진행할 예정이다. 오는 11월 중 코스닥 시장에 상장할 예정이다.

표 20. 연우 실적 현황

| (단위: 십억원)        | 2013  | 2014  | 1H15 |
|------------------|-------|-------|------|
| 매출액              | 157.4 | 168.8 | 98.0 |
| 매출액 성장률 (YoY %)  | n/a   | 7.2   | 13.3 |
| 영업이익             | 9.8   | 12.1  | 9.4  |
| 영업이익 성장률 (YoY %) | n/a   | 24.4  | 34.7 |
| 영업이익률 (%)        | 6.2   | 7.2   | 9.6  |
| 순이익              | 5.6   | 8.7   | 7.0  |
| 순이익 성장률 (YoY %)  | n/a   | 55.1  | 55.8 |
| 순이익률 (%)         | 3.6   | 5.1   | 7.2  |

자료: DART, KB투자증권

## Appendices – Peers Comparison

표 1. Domestic Peers Comparison

|                 | 아모레퍼시픽  | LG생활건강    | 아모레G    | 삼성엘엔에스 | 코스맥스    | 바이오랜드  | 한국콜마   | 평균     |
|-----------------|---------|-----------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 투자의견            | BUY     | BUY       | BUY     | BUY    | BUY     | BUY    |        |        |
| 목표주가 (원)        | 470,000 | 1,030,000 | 200,000 | 90,000 | 240,000 | 42,000 |        |        |
| 현재주가 (원, 09/22) | 375,000 | 850,000   | 162,500 | 43,500 | 210,500 | 25,950 | 98,700 |        |
| Upside (%)      | 25.3    | 21.2      | 23.1    | 106.9  | 14.0    | 61.8   |        |        |
| 시가총액 (십억원)      | 21,922  | 13,275    | 12,966  | 780    | 1,894   | 389    | 2,083  |        |
| 절대수익률 (%)       |         |           |         |        |         |        |        |        |
| 1M              | 9.0     | 10.4      | (0.9)   | (12.1) | 6.6     | 11.4   | 2.8    | 3.9    |
| 3M              | (4.8)   | 13.3      | (13.1)  | (58.2) | 3.7     | (34.3) | (2.8)  | (13.7) |
| 6M              | 16.4    | 12.3      | 18.6    | (18.5) | 61.3    | 4.2    | 60.2   | 22.1   |
| 1Y              | 63.1    | 67.3      | 50.6    | 90.0   | 76.2    | 19.6   | 72.9   | 62.8   |
| YTD             | 68.9    | 36.4      | 62.8    | 82.4   | 111.1   | 27.8   | 124.1  | 73.4   |
| 초과수익률 (%)       |         |           |         |        |         |        |        |        |
| 1M              | 3.4     | 4.7       | (6.6)   | (17.8) | 0.9     | 5.7    | (2.8)  | (1.8)  |
| 3M              | (1.3)   | 16.9      | (9.5)   | (54.6) | 7.3     | (30.7) | 0.8    | (10.2) |
| 6M              | 19.1    | 15.0      | 21.3    | (15.8) | 64.0    | 6.9    | 62.9   | 24.8   |
| 1Y              | 65.9    | 70.1      | 53.4    | 92.8   | 79.0    | 22.4   | 75.7   | 65.6   |
| YTD             | 65.4    | 33.0      | 59.4    | 78.9   | 107.7   | 24.4   | 120.6  | 69.9   |
| PER (X)         |         |           |         |        |         |        |        |        |
| 2014            | 34.2    | 27.8      | 35.8    | 27.5   | 54.0    | 28.8   | 29.2   | 33.9   |
| 2015E           | 39.4    | 30.1      | 48.4    | 20.5   | 68.9    | 28.0   | 48.9   | 40.6   |
| 2016E           | 33.2    | 24.6      | 38.3    | 16.9   | 44.3    | 22.3   | 42.3   | 31.7   |
| PBR (X)         |         |           |         |        |         |        |        |        |
| 2014            | 5.7     | 6.7       | 5.3     | 7.4    | 11.6    | 2.7    | 5.3    | 6.4    |
| 2015E           | 8.2     | 7.5       | 6.8     | 8.0    | 20.2    | 3.2    | 9.7    | 9.1    |
| 2016E           | 6.9     | 6.0       | 5.6     | 5.3    | 15.2    | 2.9    | 8.1    | 7.1    |
| ROE (%)         |         |           |         |        |         |        |        |        |
| 2014            | 14.2    | 23.3      | 22.4    | 33.6   | n/a     | 9.5    | 20.9   | 20.6   |
| 2015E           | 18.5    | 25.0      | 25.9    | 51.4   | 28.2    | 11.6   | 21.8   | 26.1   |
| 2016E           | 18.6    | 24.8      | 26.7    | 39.9   | 33.6    | 13.3   | 20.9   | 25.4   |
| 매출액성장률 (%)      |         |           |         |        |         |        |        |        |
| 2014            | 25.0    | 8.1       | 21.0    | 64.2   | n/a     | 8.4    | 63.9   | 31.8   |
| 2015E           | 20.4    | 10.5      | 20.1    | 68.7   | 60.6    | 10.3   | 15.0   | 29.4   |
| 2016E           | 18.5    | 11.0      | 19.2    | 13.4   | 36.2    | 16.5   | 12.1   | 18.1   |
| 영업이익성장률 (%)     |         |           |         |        |         |        |        |        |
| 2014            | 52.4    | 2.9       | 40.3    | 903.1  | n/a     | 22.0   | 168.3  | 198.2  |
| 2015E           | 32.9    | 25.3      | 29.3    | 139.1  | 66.8    | 13.8   | 28.3   | 47.9   |
| 2016E           | 17.1    | 17.5      | 20.6    | 17.6   | 46.6    | 19.1   | 14.4   | 21.9   |
| 순이익성장률 (%)      |         |           |         |        |         |        |        |        |
| 2014            | 44.1    | (3.0)     | 40.1    | 흑전     | n/a     | 8.6    | 163.8  | 50.7   |
| 2015E           | 49.5    | 28.8      | 33.6    | 136.9  | 64.3    | 31.5   | 41.1   | 55.1   |
| 2016E           | 18.4    | 22.2      | 22.5    | 21.6   | 57.1    | 25.5   | 15.6   | 26.1   |
| 영업이익률 (%)       |         |           |         |        |         |        |        |        |
| 2014            | 14.6    | 10.9      | 14.0    | 18.5   | 7.2     | 20.8   | 9.7    | 13.7   |
| 2015E           | 16.1    | 12.4      | 15.1    | 26.1   | 7.5     | 21.5   | 10.8   | 15.6   |
| 2016E           | 15.9    | 13.1      | 15.2    | 27.1   | 8.1     | 22.0   | 11.0   | 16.1   |
| 순이익률 (%)        |         |           |         |        |         |        |        |        |
| 2014            | 9.9     | 7.6       | 10.6    | 14.2   | 4.7     | 13.7   | 6.9    | 9.7    |
| 2015E           | 12.4    | 8.8       | 11.7    | 20.0   | 4.8     | 16.4   | 8.4    | 11.8   |
| 2016E           | 12.3    | 9.7       | 12.1    | 21.4   | 5.5     | 17.6   | 8.7    | 12.5   |

자료: FnGuide, KB투자증권

주: 한국콜마는 FnGuide 컨센서스 별도기준, 그 외 종목은 KB투자증권 추정치 기준

표 2. Global Peers Comparison

|                  | L'OREAL | ESTEE LAUDER | SHISEIDO | SHANGHAI JAHWA | PROCTER & GAMBLE | UNILEVER | 해외평균   |
|------------------|---------|--------------|----------|----------------|------------------|----------|--------|
| Ticker           | OR FP   | EL US        | 4911 JP  | 600315 CH      | PG US            | UNA NA   |        |
| 국가               | 프랑스     | 미국           | 일본       | 중국             | 미국               | 영국       |        |
| 현재주가 (달러, 09/22) | 162     | 77           | 21       | 5              | 70               | 39       |        |
| 시가총액 (백만달러)      | 90,599  | 28,785       | 8,204    | 3,643          | 190,223          | 116,745  |        |
| 절대수익률 (%)        |         |              |          |                |                  |          |        |
| 1M               | (2.6)   | (1.4)        | (18.9)   | (5.9)          | (1.7)            | (0.3)    | (5.1)  |
| 3M               | (7.2)   | (10.8)       | (6.6)    | (22.3)         | (11.6)           | (3.7)    | (10.3) |
| 6M               | (11.3)  | (5.5)        | 8.5      | (16.2)         | (15.3)           | (8.5)    | (8.0)  |
| 1Y               | 21.5    | 5.3          | 33.1     | (1.3)          | (13.7)           | 17.9     | 10.5   |
| YTD              | 9.6     | 3.9          | 46.1     | 1.8            | (20.6)           | 12.5     | 8.9    |
| 초과수익률 (%)        |         |              |          |                |                  |          |        |
| 1M               | (2.6)   | (1.3)        | (18.9)   | (5.9)          | (1.6)            | (0.3)    | (5.1)  |
| 3M               | (0.9)   | (4.6)        | (0.3)    | (16.0)         | (5.3)            | 2.6      | (4.1)  |
| 6M               | (5.6)   | 0.2          | 14.2     | (10.4)         | (9.5)            | (2.8)    | (2.3)  |
| 1Y               | 21.6    | 5.5          | 33.2     | (1.2)          | (13.6)           | 18.0     | 10.6   |
| YTD              | 12.6    | 6.9          | 49.1     | 4.8            | (17.6)           | 15.5     | 11.9   |
| PER (X)          |         |              |          |                |                  |          |        |
| 2014             | 29.1    | 23.6         | 25.3     | 25.6           | 19.0             | 17.9     | 23.4   |
| 2015C            | 23.5    | 24.2         | 72.4     | 15.2           | 18.3             | 19.1     | 28.8   |
| 2016C            | 22.0    | 21.3         | 35.9     | 19.3           | 16.3             | 17.8     | 22.1   |
| PBR (X)          |         |              |          |                |                  |          |        |
| 2014             | 3.8     | 7.4          | 2.2      | 6.1            | 3.1              | 6.8      | 4.9    |
| 2015C            | 3.8     | 6.9          | 2.6      | 4.1            | 3.0              | 6.7      | 4.5    |
| 2016C            | 3.4     | 6.3          | 2.5      | 3.7            | 2.9              | 5.7      | 4.1    |
| ROE (%)          |         |              |          |                |                  |          |        |
| 2014             | 22.9    | 33.7         | 9.3      | 25.2           | 16.9             | 36.9     | 24.2   |
| 2015C            | 16.5    | 32.0         | 3.4      | 31.3           | 16.7             | 34.5     | 22.4   |
| 2016C            | 16.3    | 34.1         | 7.5      | 19.5           | 19.9             | 33.4     | 21.8   |
| 매출액성장률 (%)       |         |              |          |                |                  |          |        |
| 2014             | 1.9     | 4.8          | (6.6)    | 19.2           | (1.3)            | (2.7)    | 2.5    |
| 2015C            | (4.6)   | 10.8         | (12.8)   | 14.7           | (15.9)           | (6.0)    | (2.3)  |
| 2016C            | 4.6     | 6.3          | 16.8     | 18.6           | 3.2              | 4.0      | 8.9    |
| 영업이익성장률 (%)      |         |              |          |                |                  |          |        |
| 2014             | 3.5     | 16.3         | (49.1)   | 15.8           | 7.8              | 6.2      | 0.1    |
| 2015C            | (3.2)   | 16.4         | 9.1      | 36.0           | 1.4              | (15.1)   | 7.4    |
| 2016C            | 6.8     | 11.6         | 42.5     | 19.2           | 6.7              | 5.4      | 15.4   |
| 순이익성장률 (%)       |         |              |          |                |                  |          |        |
| 2014             | 66.0    | 19.0         | 17.9     | 12.0           | 5.2              | 6.8      | 21.1   |
| 2015C            | (40.6)  | 18.8         | (63.0)   | 89.5           | (5.6)            | (14.2)   | (2.5)  |
| 2016C            | 7.5     | 12.5         | 100.1    | (31.3)         | 17.5             | 8.6      | 19.2   |
| 영업이익률 (%)        |         |              |          |                |                  |          |        |
| 2014             | 17.3    | 15.0         | 3.6      | 16.5           | 17.4             | 16.5     | 14.4   |
| 2015C            | 17.5    | 15.7         | 4.4      | 19.6           | 20.9             | 14.9     | 15.5   |
| 2016C            | 17.9    | 16.5         | 5.4      | 19.7           | 21.6             | 15.1     | 16.0   |
| 순이익률 (%)         |         |              |          |                |                  |          |        |
| 2014             | 21.8    | 10.0         | 4.3      | 17.0           | 13.7             | 10.7     | 12.9   |
| 2015C            | 13.6    | 10.7         | 1.8      | 28.1           | 15.4             | 9.7      | 13.2   |
| 2016C            | 13.9    | 11.4         | 3.1      | 16.3           | 17.5             | 10.2     | 12.1   |

자료: Bloomberg, KB투자증권

투자등급 및 적용기준

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

리서치 조사분석자료 투자등급 비율

기준일: 2015/06/30

| 투자등급 | BUY (매수) | HOLD (중립/보유) | SELL (매도) | 합계     |
|------|----------|--------------|-----------|--------|
| 비율   | 86.5%    | 13.5%        | 0.0%      | 100.0% |

- 기준일로부터 과거 1년간 공표된 조사분석 자료를 기준으로 산정한 비율임. 투자등급 변경이 있을 경우 가장 최근일 투자등급을 반영

Compliance Notice

- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 발간일 현재 동 자료의 조사분석담당자는 조사 분석 대상 법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 및 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

고지 사항

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰 할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, KB투자증권이 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 투자자 본인의 판단하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 이용될 수 없음을 알려드립니다. 본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.