

2017년 하반기 산업별 전망

화장품



비중확대 (유지)

[Analyst]

박상연 ☎ 02) 3772-1592
 수석연구원 ✉ syark03@shinhan.com

Post-China를 대비할 때

‘비중확대’ 유지, Top-pick: LG생활건강, 한국콜마

2014~15년 화장품 업종의 re-rating 원인은 브랜드(아모레퍼시픽, LG생활건강)의 중국 (면세점+중국 현지 사업) 고성장이었다. 두 업체의 중국 부문 영업이익 성장률은 2014년 139%, 2015년 80%, 2016년 49%, 2017년 -3%로 YoY로 급격한 둔화세를 보인 후 2018년 +21%로 회복할 전망이다. 상반기 실적 저점 확인이 가능하며 외부 리스크가 해소된 후 글로벌 시장 확대 가능성이 여전하여 투자의견 비중확대를 유지한다. 밸류에이션은 회복 기대감을 반영하여 업체별로 차별화되는 모습이다. 실적 안정성을 확보하고 업종 내 밸류에이션 저평가된 업체를 추천한다. Top picks는 LG생활건강과 한국콜마이다.

하반기 전망: 실적 정상화 확인 가능

브랜드는 1) 중국인 입국자 수 감소로 인한 면세 성장 둔화, 2) 중국 현지 성장세 둔화, 3) 내수 부진으로 인한 시장 점유율 감소로 전년 하반기 이후 부진한 실적을 기록했으나 2017년 상반기 저점을 기록한 뒤 하반기 성장세 전환이 가능할 전망이다(영업이익 성장률 1H17 -5%, 2H17 +6% YoY). ODM도 마찬가지로 내수업체 주문 감소로 상반기 저점을 기록한 후 하반기 성장세를 재개할 전망이다(1H17 +1%, 2H17 +35%).

중장기 전망: 지역 및 품목 다각화

화장품 업계는 Post-China를 대비 신규 성장 동력을 모색 중이다. 브랜드는 아모레퍼시픽의 경우 지역 다변화, LG생활건강은 품목 다변화 전략을 택하고 있다. 2013년 이후 중국이 주요 해외 판매처로 떠올랐으나 중장기적으로 동남아 및 미국으로의 확대를 꾀하고 있다. ODM은 코스맥스와 한국콜마 모두 중국에 이어 미국을 향후 거점 지역으로 선택했다. 현지 공장 및 현지업체 인수로 본격적인 매출화가 가능하다.

Top Picks

종목명	투자의견	현재주가 (5월 15일, 원)	목표주가 (원)	상승여력 (%)
LG생활건강 (051900)	매수	972,000	1,200,000	23.5
한국콜마 (161890)	매수	87,100	100,000	14.8

자료: 신한금융투자 추정

Contents

03 I. Investment Summary

04 II. Valuation: 성장을 둔화로 de-rating, 정상화 진행 중

내수 부진 및 중국 부문 성장세 둔화로 de-rating 후 밸류에이션 정상화 중
18년 PER 28배, 본격적인 중국 성장(면세+중국 현지) 시작되기 시작한 13년과 유사
글로벌 시장 확대 흐름 유효 → 시장 및 글로벌 피어 대비 프리미엄 부여 정당

08 III. 하반기 전망: 실적 정상화 확인 가능

1. 브랜드: 면세 역성장 폭 축소, 중국 불확실성 완화 전망
2. ODM: 중국 부문 양호, 국내 부문 하반기 성장 폭 증가
3. 하반기는 상반기 저점으로 이익 성장 재개

15 IV. 중장기 전망: 지역 및 품목 다각화

1. 브랜드: 아모레퍼시픽은 지역 다변화, LG생활건강은 품목 다변화 전략
2. ODM: 코스맥스와 한국콜마 모두 중국에 이어 미국을 향후 거점 지역으로 선택

18 V. 이슈 분석: 급격한 트렌드 변화 → H&B와 중저가 대두

1. 유통: 올리브영과 같은 H&B(헬스앤뷰티) 스토어 채널 대두
2. 중저가 브랜드의 경쟁 심화로 대형 브랜드 업체 시장 점유율 감소

23 VI. Company analysis

LG생활건강 (051900) - 매수 (유지), 목표주가: 1,200,000원 (상향)
한국콜마 (161890) - 매수 (유지), 목표주가: 100,000원 (유지)

I. Investment summary

Valuation: 성장을 둔화로 de-rating, 현재는 정상화 진행 중

내수 부진 및 중국 부문
성장세 둔화로 인한 de-rating 후,
정상화 수준 모색 중

화장품 업종 valuation은 2017년 기준 PER 35배, 2018년 28배 수준이다. 본격적인 중국 성장(면세점+중국 현지 사업부문의 합)이 2013년부터 시작되며 이익 성장과 함께 멀티플 확장이 일어났다. 대형 5개사(아모레퍼시픽, LG생활건강, 아모레G, 한국콜마, 코스맥스)의 합산 평균 PER은 2013년 29배, 2014년 37배, 2015년 53배를 기록했다. 2017년 PER은 중국 기대감이 생기기 시작했던 2013년 PER 대비 높은 수준이다. 실적 회복이 예상되는 2018년은 2013년 배수와 유사한 수준이다. 화장품 업종은 코스피 대비 162% 프리미엄을 부여받고 있으며 글로벌 피어 평균 25배보다 높다. 이미 글로벌 시장에서 높은 점유율을 확보하고 있는 로레알, 에스티로더, P&G의 2018년 영업이익 성장률은 10% 내외이나 한국업체의 성장률은 25%이다.

하반기 전망: 1) 면세 역성장 폭 축소, 2) 중국 불확실성 완화, 3) 이익 성장 재개

17년 영업이익 성장률 비교

브랜드: 1H -5%, 2H +6%

ODM: 1H +5%, 2H +35%

브랜드 업체의 영업이익 성장률은 면세점 성장률이 저점을 기록할 2분기에 영업이익의 역성장 최대 폭을 기록한 뒤 하반기는 반등할 전망이다. 브랜드 업체 합산 영업이익 성장률은 하반기 +6%로 플러스 전환할 전망이다. ODM 합산 영업이익 성장률은 하반기 +35%를 기록할 전망이다. 중국 로컬 회사의 성장과 더불어 중국 부문의 고성장세 지속이 예상된다. 내수 부문은 상반기 수출 및 브랜드의 주문 감소로 성장률이 예년 대비 둔화했으나 하반기에 수출 오더 증가 및 브랜드 업체 실적 회복으로 성장률은 상반기 저점으로 개선될 전망이다.

중장기 전망: 지역 및 품목 다각화

화장품 업계는 Post-China를 대비 성장 시장을 찾기 위해 신규 성장 동력을 모색 중이다. 브랜드는 아모레퍼시픽의 경우 지역 다변화, LG생활건강은 품목 다변화 전략을 택하고 있다. 2013년 이후 중국이 주요 해외 판매처로 떠올랐으나 중장기적으로 동남아 및 미국으로의 확대를 꾀하고 있다. ODM은 코스맥스와 한국콜마 모두 중국에 이어 미국을 향후 거점 지역으로 선택했다. 현지 공장 및 현지업체 인수로 본격적인 매출화가 가능하다.

이슈 분석: 급격한 트렌드 변화 → H&B와 중저가 대두

성장 유통 채널이 과거 백화점, 방판에서 온라인으로 변화해 왔다면 최근 성장 유통채널은 CJ 올리브영, 롯데 왓슨으로 대표되는 H&B 채널이다. 다양한 브랜드를 보유하며 소비자의 선택을 유도하는 방식이 최근 어필하며 고성장을 기록하고 있다. 이에 이 유통채널을 주도권을 지니고 있지 못한 대형 브랜드 업체들은 상대적으로 중저가 브랜드 경쟁 심화 속 시장 점유율을 상실하고 있는 추세이다. 시장 지배력이 비교적 작아도 침투 가능한 비전통 채널인 H&B 스토어, 온라인, 홈쇼핑 채널이 고성장 하면서 소규모 업체들이 급성장하고 있다.

KOSPI 대비 브랜드업체 주가상대강도, 중국(면세점+현지) 영업이익 성장률 추이 및 전망



자료: Bloomberg, 신한금융투자

II. Valuation: 성장률 둔화로 de-rating, 정상화 진행 중

- ▶ 내수 부진 및 중국 부문 성장세 둔화로 de-rating 후 밸류에이션 정상화 중
- ▶ 18년 PER 28배, 본격적인 중국 성장(면세+중국 현지) 시작되기 시작한 13년과 유사
- ▶ 글로벌 시장 확대 흐름 유효, 시장 및 글로벌 피어 대비 프리미엄 부여

내수 부진 및 중국 부문
성장세 둔화로 인한 de-rating 후,
정상화 수준 모색 중

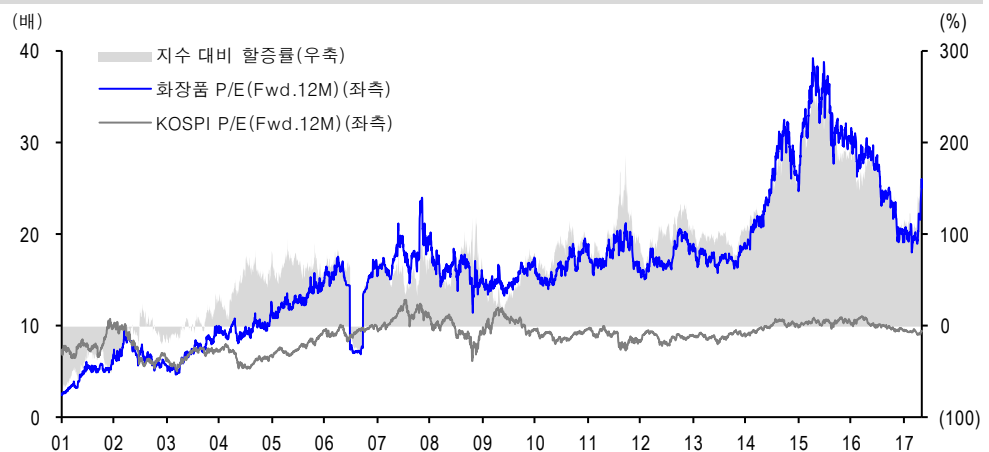
화장품 업종 valuation은 2017년 기준 PER 35배, 2018년 28배 수준이다. 본격적인 중국 성장(면세점+중국 현지 사업부문의 합)이 2013년부터 시작되며 이익 성장과 함께 멀티플 확장이 일어났다. 대형 5개사(아모레퍼시픽, LG생활건강, 아모레G, 한국콜마, 코스맥스)의 합산 평균 PER은 2013년 29배, 2014년 37배, 2015년 53배를 기록했다. 2017년 PER은 중국 기대감이 생성되기 시작했던 2013년 PER 대비 높은 수준이다. 실적 회복이 예상되는 2018년은 2013년 배수와 유사한 수준이다. 화장품 업종은 코스피 대비 162% 프리미엄을 부여받고 있으며 글로벌 피어 평균 25배보다 높다. 이미 글로벌 시장에서 높은 점유율을 확보하고 있는 로레알, 에스티로더, P&G의 2018년 영업이익 성장률은 10% 내외이나 한국업체의 성장률은 25%이다.

Global 화장품업체 PER Valuation 추이

(배)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
아모레퍼시픽	29.3	28.3	22.7	31.8	26.4	41.5	50.8	35.6	41.4	33.7
LG생활건강	33.4	30.7	33.6	39.3	27.8	32.4	41.5	27.5	28.1	25.8
아모레G	17.6	19.3	15.5	27.2	25.7	40.4	51.2	34.8	41.1	34.1
한국콜마	-	-	-	27.1	37.8	26.8	44.0	26.2	29.5	23.8
코스맥스	-	-	-	-	-	44.8	78.1	31.8	33.7	20.7
Procter & Gamble	16.3	16.4	15.9	19.1	19.0	19.2	22.5	23.0	21.0	19.5
Estée Lauder	19.2	27.6	23.6	24.6	23.6	30.5	28.0	27.4	24.6	22.2
Johnson & Johnson	13.0	13.1	13.6	16.8	17.6	17.4	18.4	20.0	16.6	15.6
Kao	31.4	23.7	21.6	26.3	30.4	29.9	21.9	25.9	22.7	21.3
Shiseido	24.0	44.8	39.2	적자	27.7	25.3	36.8	74.5	36.7	31.4
Shanghai Jahwa	57.1	40.1	53.7	35.5	25.6	11.9	84.7	99.4	37.1	30.7
L'Oréal	21.7	19.6	21.9	26.5	29.1	26.2	31.2	34.1	25.5	23.9
Beiersdorf	29.7	39.8	31.6	31.3	28.9	28.9	25.8	30.1	26.1	24.5
LVMH	19.4	17.4	20.2	19.3	11.7	20.4	22.9	29.3	22.1	20.4
Unilever	15.2	17.7	18.9	17.4	18.6	22.9	21.1	26.6	20.3	18.1
평균	25.2	26.1	25.5	26.3	25.0	27.9	38.6	36.4	28.4	24.4

자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한금융투자 추정

화장품업종 KOSPI 대비 Valuation 할증률 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자

상반기 실적 저점 확인 가능,
글로벌 시장 확대 가능성 존재,
→ 투자의견 비중 확대 유지

Top picks는 업종 내 밸류에이션
저평가됐고 실적 안정성 보유한
LG생활건강과 한국콜마

2014~15년 화장품 업종의 re-rating 원인은 브랜드(아모레퍼시픽, LG생활건강)의 중국 (면세점+중국 현지 사업) 고성장이었다. 두 업체의 중국 부문 영업이익의 성장률은 2014년 139%, 2015년 80%, 2016년 49%, 2017년 -3%로 YoY로 급격한 둔화세를 보인 후 2018년 +21%로 회복할 전망이다. 상반기 실적 저점 확인이 가능하며 외부 리스크가 해소된 후 글로벌 시장 확대 가능성이 여전하여 투자의견 비중확대를 유지한다 2017년 실적 부진은 중국인 입국자 수 성장 둔화로 인한 면세점 역성장이 주원인이다.

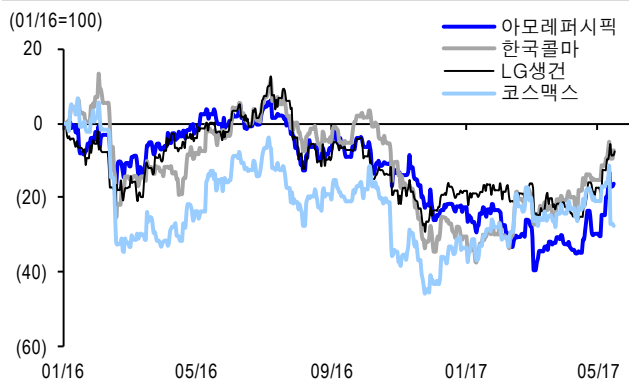
브랜드의 영업이익의 성장률은 중국인 입국자 수 감소 폭 완화 예상으로 4Q17부터 플러스로 전환(+18%)될 전망이다. 중국 성장 초기 국면 시기의 성장률(2013년 +65%, 2014년 +24%, 2015년 +35%, 2016년 +19%) 대비 성장률 폭은 둔화되는 국면으로 2014~2015년 배수를 적용하기는 어려우나 초기 국면인 2013년 수준의 배수 적용은 타당하다는 판단이다. 2017년 연간으로는 전년 3분기부터 가시화 되기 시작했던 내수 점유율 하락, 면세점 부진이 이어질 전망이다. 실적 회복을 전망하여 시장과 글로벌 피어 대비 할증한 목표 35배를 제시한다.

아모레퍼시픽의 매출액 성장률은 하반기 +5%, 2018년 +15% 수준으로 중국의 본격적이 성장세가 시작됐던 2014~2015년의 20%대 대비 둔화될 전망이다. 그럼에도 현 밸류에이션은 2017년 41배, 2018년 34배로 중국 성장이 시작됐던 2013년 26배 대비 월등히 높다. LG생활건강은 2013년 28배, 2017년 기준 28배, 2018년 26배로 상대적인 밸류에이션 매력 존재하며 화장품 외 사업부(음료, 생활용품)으로 실적 안정성을 확보하고 있다. 한국콜마는 2017년 30배로 peer인 코스맥스 34배 대비 저평가 되어있다. 2017년 영업이익의 성장률은 +27%로 커버리지 평균 8% 대비 높아 실적 안정성을 보유하고 있다.

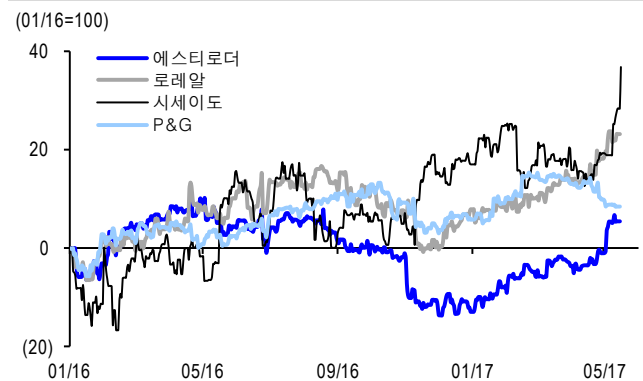
KOSPI 대비 브랜드업체 주가상대강도, 중국(면세점+현지) 영업이익 성장률 추이 및 전망



한국 화장품 업체 상대주가 추이



글로벌 화장품 업체 상대주가 추이

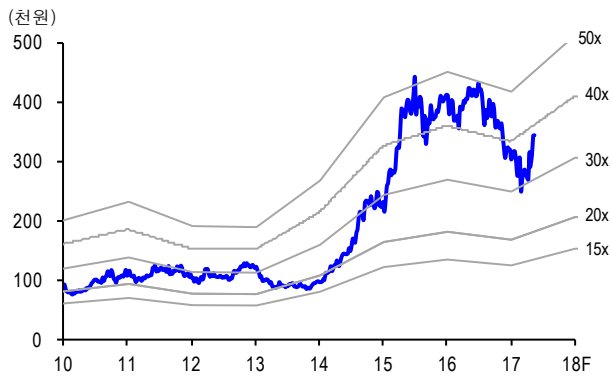


화장품 브랜드 업체 PER Valuation 추이 및 전망

(배, %)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
아모레퍼시픽										
PER 최고	29.3	30.4	28.6	34.9	33.0	49.6	55.8	49.1	43.2	35.2
PER 최저	16.4	18.6	20.5	24.2	22.7	17.9	25.4	33.5	29.1	23.7
PER 평균	22.0	23.9	24.4	29.3	25.1	31.7	44.1	42.7	35.3	28.8
매출액 증감률	15.6	16.1	13.4	11.5	8.8	25.0	23.0	18.4	2.4	14.5
영업이익 증감률	25.5	15.1	4.8	(2.0)	1.2	52.4	37.1	9.7	(6.0)	20.8
ROE	18.7	20.0	17.8	12.1	11.0	14.0	18.6	17.7	14.4	15.7
아모레G										
PER 최고	18.1	20.3	17.6	30.1	26.5	53.2	74.4	47.1	42.3	35.1
PER 최저	7.7	10.1	9.8	13.0	17.4	17.9	32.6	30.5	28.8	23.9
PER 평균	13.4	13.5	13.2	20.7	21.7	32.5	54.3	39.6	34.1	28.2
매출액 증감률	16.4	20.5	14.4	12.2	13.5	21.0	20.1	18.3	4.4	14.2
영업이익 증감률	33.0	19.3	17.5	3.6	4.3	40.3	38.6	18.5	(1.8)	19.1
ROE	6.0	7.2	8.9	8.1	7.9	10.0	10.7	12.8	11.2	12.2
LG생활건강										
PER 최고	34.9	35.1	42.1	40.0	35.4	34.0	42.1	38.5	28.6	26.3
PER 최저	16.5	20.9	23.7	26.7	24.2	21.9	23.5	23.7	22.4	20.5
PER 평균	23.9	27.2	31.2	35.0	29.1	26.5	32.0	30.7	24.4	22.4
매출액 증감률	12.7	27.5	22.3	12.7	11.0	8.1	13.9	14.4	3.9	9.3
영업이익 증감률	30.2	37.7	13.0	20.4	11.4	2.9	33.9	28.8	3.8	12.5
ROE	29.3	33.0	29.7	27.6	27.4	22.9	25.1	24.9	22.5	20.5

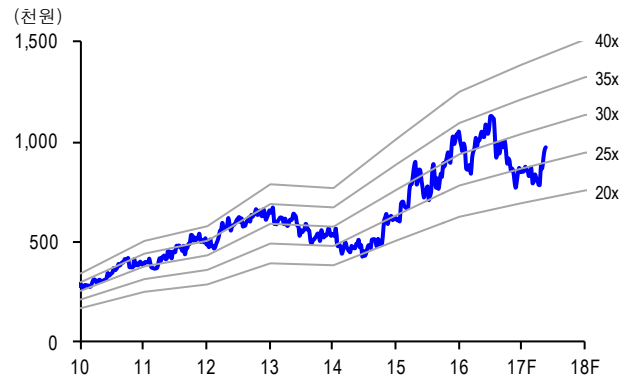
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한금융투자 추정

아모레퍼시픽의 12개월 선행 PER 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 12개월 선행 PER 추이



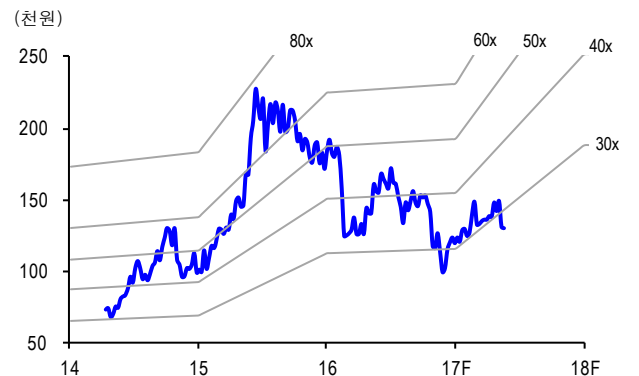
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국콜마의 12개월 선행 PER 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

코스맥스의 12개월 선행 PER 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

Coverage 화장품 업체 Valuation 및 목표주가

			년도	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	ROE (%)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)
LG생활건강 (051900)	투자의견	매수	2014	4977.2	511.1	349.4	19,243	92,417	22.6	32.4	17.8	6.7
	목표주가	1,100,000원 (상향)	2015	5,328.5	684.1	460.4	25,326	114,985	25.1	41.5	22.5	9.1
	전일종가	972,000원	2016	6,094.1	880.9	568.2	31,177	142,927	24.9	27.5	14.9	6.0
			2017F	6,333.7	914.8	628.5	34,581	172,130	22.5	28.1	15.2	5.6
			2018F	6,924.0	1,029.3	683.5	37,684	203,608	20.5	25.8	13.4	4.8
한국콜마 (161890)	투자의견	매수	2014	461.3	46.8	32.8	1,641	8,521	22.3	26.8	17.1	5.2
	목표주가	100,000원	2015	535.8	60.7	45.5	2,155	10,459	22.7	44.0	28.2	9.1
	전일종가	87,100원	2016	661.0	72.9	51.2	2,428	12,637	21.6	26.2	16.9	5.1
			2017F	784.2	91.2	65.1	3,084	15,421	20.9	29.5	16.8	5.6
			2018F	929.5	111.2	81.6	3,867	18,938	21.4	23.8	14.6	4.6
코스맥스 (192820)	투자의견	Trading BUY	2014	334	24.3	16.6	2,170	8,735	18.9	44.8	33.2	11.1
	목표주가	140,000원 (하향)	2015	533.3	35.9	21.2	2,297	10,581	23.8	78.1	40.9	17.0
	전일종가	130,000원	2016	757.0	52.6	34.8	3,752	20,990	22.5	31.8	19.2	5.7
			2017F	962.6	70.5	47.3	4,707	24,897	17.1	33.7	21.1	5.4
			2018F	1,205.90	97.2	67.5	6,722	30,769	23.5	20.7	13.6	4.4
아모레퍼시픽 (090430)	투자의견	Trading BUY	2014	3,874.0	563.8	379.1	5,355	41,421	14.0	41.5	19.5	5.4
	목표주가	310,000원	2015	4,766.6	772.9	577.5	8,161	48,475	18.6	50.8	28.2	8.6
	전일종가	346,000원	2016	5,645.4	848.1	639.3	9,020	56,202	17.7	35.6	19.5	5.7
			2017F	5,782.2	797.0	593.4	8,355	62,845	14.4	41.4	20.8	5.5
			2018F	6,619.2	962.5	724.7	10,258	70,895	15.7	33.7	17.7	4.9
아모레G (002790)	투자의견	Trading BUY	2014	4,711.9	659.1	222.4	2,468	26,072	10.0	40.4	11.1	3.8
	목표주가	140,000원	2015	5,661.2	913.6	260.4	2,889	28,489	10.7	51.2	12.1	5.2
	전일종가	152,500원	2016	6,697.6	1,082.8	342.4	3,818	31,869	12.8	34.8	9.6	4.2
			2017F	6,995.0	1,063.3	333.6	3,712	35,096	11.2	41.1	10.4	4.3
			2018F	7,991.4	1,266.3	401.5	4,476	39,086	12.2	34.1	8.8	3.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

Global 화장품 업체 Valuation 요약 비교

회사 이름		시가 총액	매출액 증감률	영업이익 증감률	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		주가상승률	
(조원, %, 배)			2017F	2017F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F	1M	YTD
한국	아모레퍼시픽	20.2	2.4	(6.0)	41.4	33.7	5.5	4.9	20.8	17.7	14.4	15.7	27.7	7.6
	LG생활건강	15.2	3.9	3.8	28.1	25.8	5.6	4.8	15.2	13.4	22.5	20.5	24	13.4
	아모레G	12.6	4.4	(1.8)	41.1	34.1	4.3	3.9	10.4	8.8	11.2	12.2	27.1	14.7
	한국콜마	1.8	30.4	26.8	29.5	23.8	5.6	4.6	16.8	14.6	20.9	21.4	12.2	32.4
	코스맥스	1.3	24.0	0.0	33.7	20.7	5.4	4.4	21.1	13.6	17.1	23.5	(5.8)	8.8
미국	Johnson & Johnson	382.6	5.1	9.6	17.9	16.6	5.6	4.8	12.6	11.6	26.6	27.7	1.6	10.2
	Procter & Gamble	246.9	0.0	1.8	21.0	19.5	3.8	3.7	13.6	12.9	18.9	19.8	(4.1)	2.7
	Estée Lauder	38.1	11.3	14.5	24.6	22.2	8.9	9.7	14.5	13.3	42.6	54.7	9.0	21.1
일본	Kao	33.0	(2.9)	0.4	24.3	22.6	4.4	4.0	12.5	11.7	19.0	18.6	12.3	22.1
	Shiseido	13.7	5.3	25.7	45.1	36.3	3.3	3.1	16.0	13.8	7.3	9.1	20.5	17.4
중국	Shanghai Jahwa	3.1	(11.8)	142.2	45.7	36.7	3.4	3.2	29.8	24.5	7.5	8.7	(4.3)	5.5
유럽	Unilever	180.2	4.1	7.1	22.5	20.2	9.1	8.7	15.4	14.3	38.2	47.0	2.0	25.0
	L'Oréal	131.1	5.7	8.3	27.2	25.5	4.1	3.8	15.8	14.9	15.2	15.2	5.0	10.0
	LVMH	144.1	7.4	11.3	24.3	22.0	4.0	3.6	12.2	11.2	17.0	17.1	10.8	27.5

자료: Bloomberg Consensus, 신한금융투자 추정

주: 1) 한국 화장품 Valuation은 신한 추정치 기준

2) 일본기업은 결산 기준일 3월 31일

III. 하반기 전망: 실적 정상화 확인이 핵심

- 브랜드: 면세 역성장 폭 축소, 중국 불확실성 완화 전망
- ODM: 중국 부문 양호, 국내 부문 하반기 성장폭 증가
- 하반기는 상반기 저점으로 이익 성장 재개

1. 브랜드: 면세 역성장 폭 축소, 중국 불확실성 완화 전망

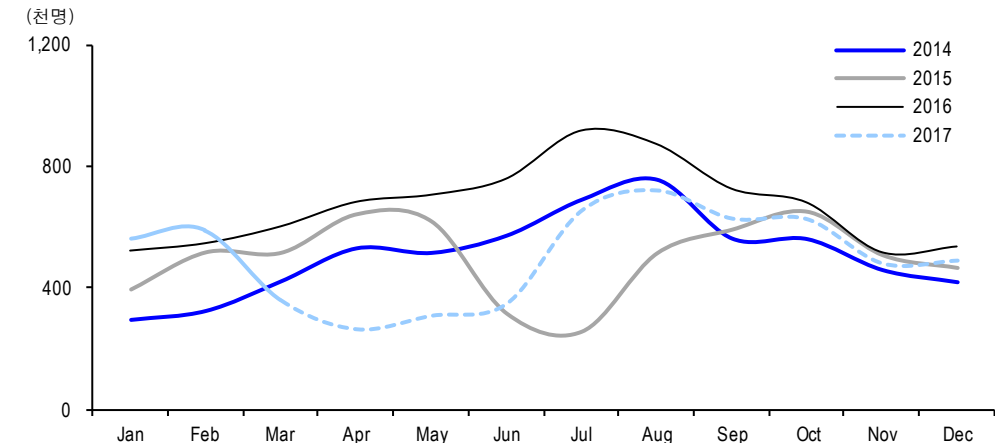
브랜드 업체 면세 성장률
AP: 1H17 -10%, 2H17 -8%
LG: 1H17 -9%, 2H17 -4%

브랜드 업체는 사드(THAAD, 고고도미사일방어체계) 이슈가 본격적으로 제기되었던 2016년 7월(8일 한미, 사드배치 결정 공식 발표, 13일 국방부, 사드배치 부지 공식발표) 이전부터 면세점 성장률 둔화가 가시화된 바 있다. 또한 중저가 브랜드의 경쟁 심화로 인한 럭셔리 제외 브랜드의 시장 점유율 하락으로 3분기부터 면세점을 제외한 유통 채널의 성장률은 둔화되기 시작했다. 중국인 입국제한 정책이 본격적으로 가시화된 2017년 3월 중순부터 면세 성장률은 급감했으나 3분기 중국인 입국자 수 감소 폭 완화로 상반기 대비 하반기 역성장 폭 축소가 예상된다.

(1) 면세

브랜드업체의 매출액 내 면세점 비중은 2017년 기준 아모레퍼시픽 24%, LG생활건강 15%로 화장품 채널 내에서 높은 비중을 차지한다. 고마진 사업부로 이익 비중은 4~50%에 육박한다. 브랜드 업체는 면세 채널 둔화에 따른 해외 부문 확대 전력을 전개해 나가고 있었으나 중국인 입국자의 급격한 감소로 연간 성장률은 마이너스를 기록하며 총 성장 둔화를 야기할 전망이다.

중국인 입국자 수 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

화장품 브랜드사의 면세점 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2017F
Macro 중국인 입국자 수	143	157	136	162	598	167	215	252	173	807	152	93	201	161	606
증감률(YoY)	36.3	(3.0)	(32.5)	12.4	(2.3)	17.1	36.3	85.1	6.8	34.8	(9.2)	(56.8)	(20.0)	(7.4)	(24.9)
AP 매출액	1,204	1,195	1,141	1,226	4,767	1,485	1,444	1,401	1,316	5,646	1,569	1,348	1,433	1,432	5,782
면세점 매출액	239	279	206	344	1,069	377	390	364	368	1,499	419	269	318	358	1,364
증감률(YoY)	105.7	55.8	5.2	62.8	52.1	57.5	39.8	76.5	7.0	40.3	11.1	(31.0)	(12.4)	(2.9)	(9.0)
매출액 내 비중	19.9	23.3	18.1	28.1	22.4	25.4	27.0	26.0	28.0	26.6	26.7	20.0	22.2	25.0	23.6
LG 매출액	1,304	1,312	1,387	1,328	5,329	1,520	1,553	1,564	1,457	6,094	1,601	1,547	1,614	1,572	6,334
면세점 매출액	151	142	137	208	638	252	278	245	256	1,030	279	204	221	261	965
증감률(YoY)	301.5	142.2	65.4	71.9	113.0	66.5	96.2	79.1	23.0	61.6	11.0	(26.7)	(9.7)	1.9	(6.3)
매출액 내 비중	11.6	10.8	9.9	15.7	12.0	16.6	17.9	15.6	17.6	16.9	17.5	13.2	13.7	16.6	15.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

면세점 성장률 둔화 원인:

- 1) 브랜드 가치 제고를 위한 개수제한 정책
- 2) 중국인 입국자 감소

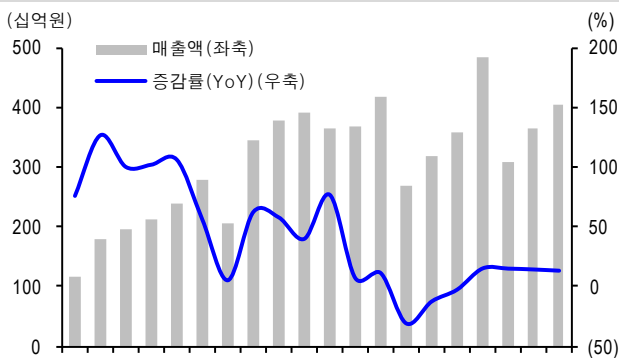
면세점의 성장률이 둔화된 원인은 크게 두가지다. 첫번째로 면세점 채널이 대량 구매를 통한 도매상들의 타겟 채널이 되면서 브랜드업체가 자체적으로 브랜드 가치 제고를 위해 인당 판매 개수 제한 정책을 시작했기 때문이다. 이는 전년 2분기부터 본격적으로 시행되었다. 실질적으로 2분기부터 중국인 입국자 수의 성장률과 유사한 트렌드로 성장세를 보이기 시작했다. 2Q16 이전에는 입국자 수 성장률을 상회하는 실적을 기록한 바 있다(중국인 입국자 수 2Q16 36%, 면세점 성장률 AP 40%, LG 96% / 3Q16 85%, 면세점성장률 AP 76%, LG 79%). 아모레퍼시픽은 2016년 4월부터 인당 2천불, SKU당 10개로 개수를 제한했다. LG생활건강은 2016년 6월부터 3천불 미만, 세트 3~5개, 품목 20개로 강화한 바 있다. 2017년 들어서 개수 제한 정책은 완화되었다.

두번째는 중국인 입국자 수의 성장률 둔화 때문이다. 2017년 3월 15일 여행사를 통한 단체 여행객(총 관광객의 40% 비중 차지)의 한국 관광 금지 조치가 내려지며 입국자 수는 급감하기 시작했다. 약 4~50%의 전년 대비 감소 추이를 보이고 있는 것으로 파악된다. 면세점 내 중국인 비중은 75~80%에 육박하기 때문에 성장률 둔화는 불가피하다.

면세점 내 럭셔리 포트폴리오 비중이 높은 LG생활건강이 방어적

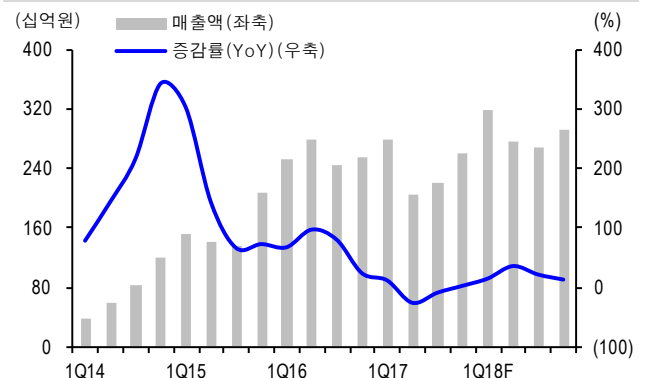
면세점에서는 주로 Luxury 브랜드를 다수 판매하므로 고마진, 고성장 트렌드일 수 밖에 없다. 최근 중저가의 성장률 둔화로 상대적으로 Luxury 포트폴리오 비중이 높은 LG생활건강의 성장률이 아모레퍼시픽 대비 방어적일 전망이다. 브랜드 보유는 LG생활건강은 후 70%, 슌 21%, 기타 오외 등등으로 구성되어 있고 아모레퍼시픽은 설화수+헤라 70% 이상, 라네즈 20~25%, 아이오펜/AP 나머지로 구성되어 있다. 이중 설화수의 성장률이 높아 매출액 비중이 절반 이상을 상회할 전망이다.

아모레퍼시픽의 면세점 매출액과 증감률 추이 및 전망



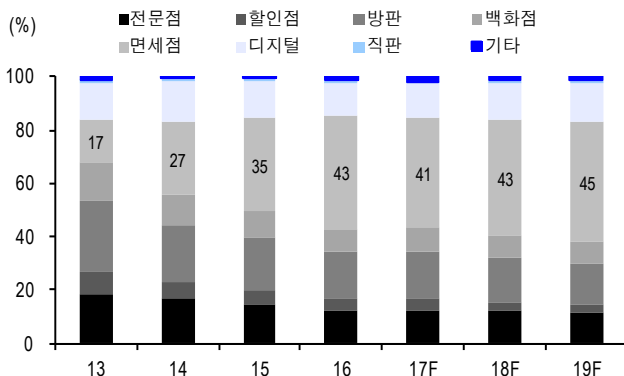
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 면세점 매출액과 증감률 추이 및 전망



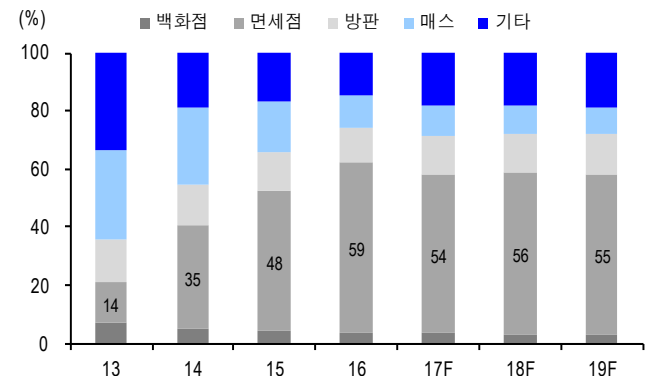
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아모레퍼시픽의 영업이익 내 면세점 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 영업이익 내 면세점 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

중국 화장품 시장

17F +9%으로 전년 대비

성장세 회복 전망

경쟁력 있는 가격을 내세워

중국 로컬업체의 약진 지속

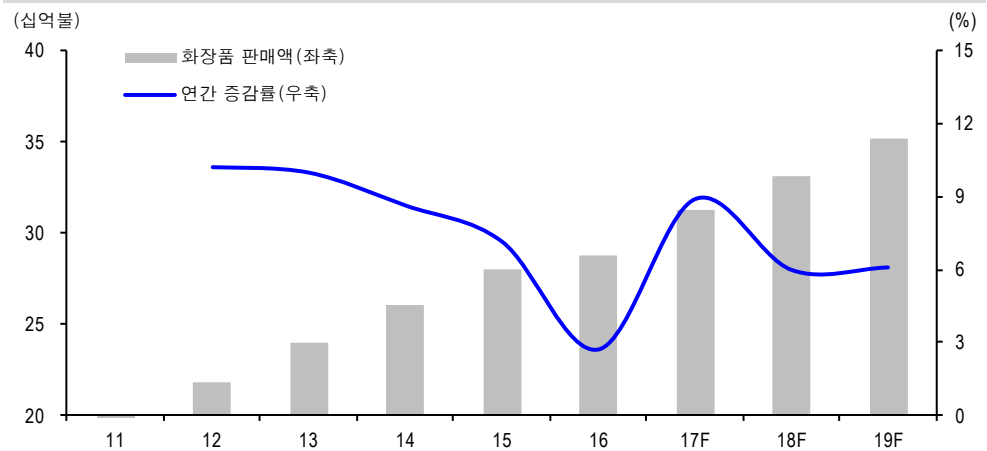
(2) 중국 현지 성장

2017년 중국 화장품(스킨케어+색조) 시장은 32억불(+9% YoY)를 기록하며 성장률이 둔화했던 2016년 +7% 대비 성장세를 회복할 전망이다. 중국 화장품 시장은 내수 소비액 둔화가 가시화되며 연간 내수 시장 성장이 3% 내외를 보이는 가운데 화장품 소비액 성장도 2012년 이후 지속적으로 감소하는 추세이다. 상대적으로 한국의 화장품 해외 수출액은 고성장을 기록해왔다. 특히 대중수출 비중이 70%를 차지하는데 중국 부문의 성장세가 수출액 고성장을 견인해온 바 있다. 그러나 2017년 4월 화장품 수출액은 2000년 이후 처음으로 -2%를 기록하며 마이너스 성장을 보였다. 전년 동월 대중수출 급증에 대한 기저효과로 소폭 감소했다는 판단이나 base에 대한 성장률 감소가 가시화되기 시작했다는 점은 주목해야 한다. 아세안, 미국, 일본 수출은 비중은 작으나 두자리수의 증가세를 유지했다.

중국에 진입한 글로벌 화장품 회사들(1위 로레알 10%, 2위 시세이도 4%, 3위 메리케이/P&G 4%)은 중국 시장의 상위권에 포진되어 있으나 점차 시장 점유율을 잃고 있는 추세이다. 특히 2014년을 기점으로 시장 점유율이 급격히 하락했다. 일부 글로벌 회사(로레알 게열 가르니에, 레블론)는 2012~13년간 중국 시장에서 철수한 것과 같이 글로벌 브랜드의 무조건적인 프리미엄은 사라졌다. 그 사이 한국과 중국 로컬의 약진이 부각되고 있다. 급격한 화장품 트렌드 변화 속 경쟁력 있는 가격에 안정적인 품질을 구매하려는 중국 소비자의 태세가 전환되고 있다.

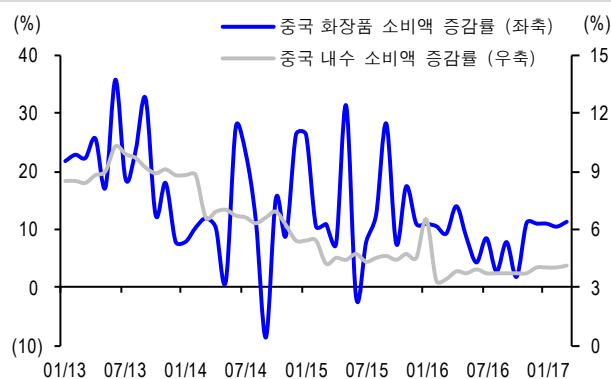
중국 스킨케어 시장 내 로컬업체 상위에 속하는 회사는 바이체링(6위), 자라(7위), 상하이 자화이다. 상화자화화를 제외하고 두 업체 다 고속성장을 기록하고 있다. 특히 한국 ODM을 적극적으로 이용하는 것으로 알려져 있는 바이체링은 2011년 1% 미만 시장 점유율에서 2016년 4%대로 시장 지배력이 커지고 있다.

중국 화장품 시장의 스킨케어·색조 판매액 추이 및 전망



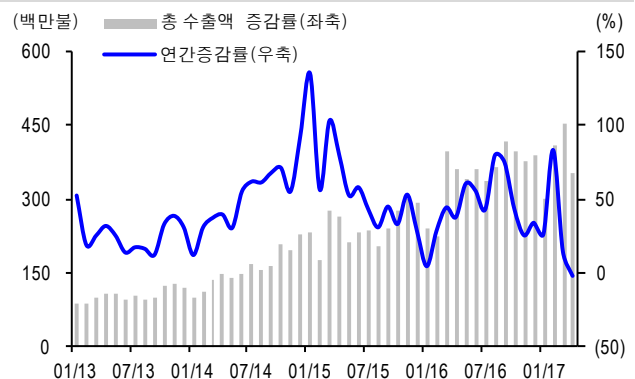
자료: 산업 자료, 신한금융투자 추정

중국 내수 및 화장품 소비액 증감률 추이



자료: CEIC, 신한금융투자 추정

한국의 화장품 수출액 추이



자료: 한국무역협회, 신한금융투자

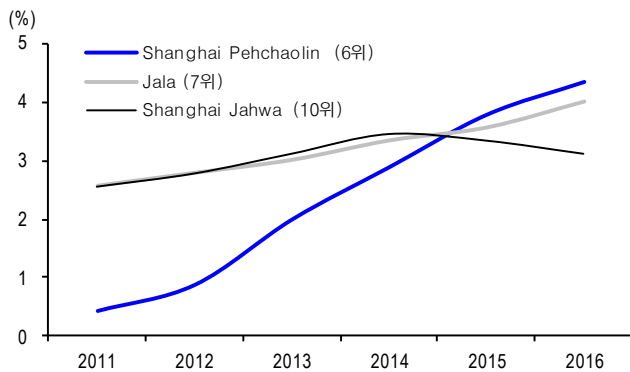
브랜드 업체 중국 현지 성장률

AP: 1H17 +12%, 2H17 +27%

LG: 1H17 +15%, 2H17 +33%

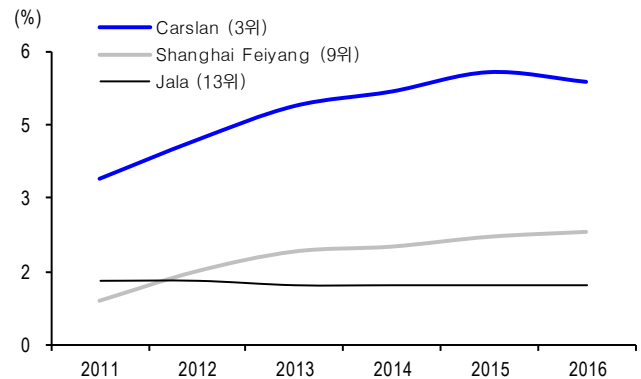
중국 로컬 업체의 고성장에도 한국 화장품은 여전히 고성장을 보이고 있다. 아모레퍼시픽은 2016년 40%의 매출액 성장률을 기록했고 2017년엔도 22%의 고성장을 지속할 전망이다. LG 생활건강은 2016년 성장률 38%에서 17년 19%를 기록할 전망이다. 중국도 국내 내수와 마찬가지로 럭셔리 브랜드의 성장세가 매스 브랜드 대비 높다. 브랜드 업체의 2017년 중국 전략은 연간 25% 성장이었으나 3월 중국인 입국자 수 감소 조치와 더불어 마케팅 비 축소로 불확실성이 존재하는 상황이다. 중국 내에서는 시장 지배력이 높지 않기 때문에 마케팅으로 인한 신규 고객 유입 효과가 성장의 절반을 차지한다. 상반기까지는 출점이 기존 계약대로 진행되어 왔으나 하반기에도 출점 성장이 지속될 수 있을지는 불확실성이 존재한다. 아모레퍼시픽은 4~5월 중국 현지 상황을 파악한 뒤 6월에 하반기에 대한 가이드를 제공할 예정이다. 마케팅 비용 집행 및 출점 전략이 지속될 시 20% 이상의 고성장세 재개가 가능할 전망이다.

중국 스킨케어 시장 내 로컬 업체의 시장 점유율



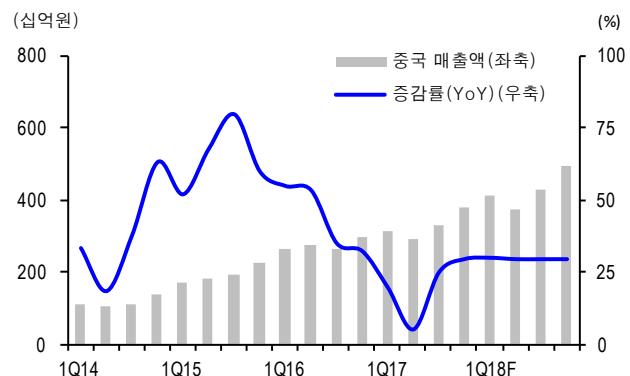
자료: 산업 자료, 신한금융투자 추정

중국 색조 시장 내 로컬 업체의 시장 점유율



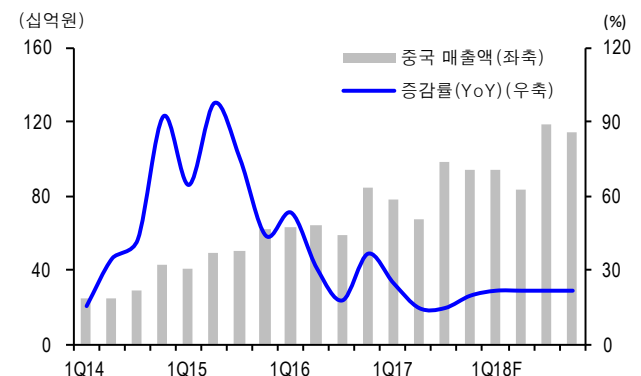
자료: 산업 자료, 신한금융투자 추정

아모레퍼시픽의 중국 매출액 및 성장률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 중국 매출액 및 성장률 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아모레퍼시픽의 중국 내 브랜드 출시 연혁

출시년도	중국 매출액 내 비중 (%)	브랜드
2002년	20~25	라네즈
2005년	15	마몽드
2011년	10	설화수
2012년	40~45	이니스프리
2013년	5	에뛰드
2015년	1	아이오페
2015년	3	려
2016년	-	헤라
2017년 이후	-	프리메라/미장센/해피바스

자료: 회사 자료, 신한금융투자

LG생활건강의 중국 내 브랜드 출시 연혁

출시년도	중국 매출액 내 비중 (%)	브랜드
2006년	60~70	후, 수려한
2007년	20~25	더페이스샵
2016년	5~10	숨
2017년 이후	-	오휘/VDL/CNP/빌리프

자료: 회사 자료, 신한금융투자

2. ODM: 중국 부문 양호, 국내 부문 하반기 성장폭 증가

해외부문 양호하나
내수업체 주문 감소로
상반기 저점 확인 가능

17년 한국콜마와 코스맥스의 합산 매출액 성장률은 23%를 기록할 전망이다. 중국 부문의 고성장세 지속은 여전하다. 중국 로컬 회사의 성장과 더불어 물량 증가 흐름이 지속되고 있다. 내수 부문은 상반기 수출 및 브랜드의 주문 감소로 성장률이 예년 대비 둔화됐으나 하반기에 수출 오더 증가 및 브랜드 업체 실적 회복으로 성장률은 상반기 저점으로 개선될 전망이다. 코스맥스는 매출액의 50%, 콜마는 80%가 내수 물량이므로 향후 브랜드업체의 중국 부문 물량 방향성이 ODM 업체에도 중요하다. ODM업체의 내수 주문 감소 영향은 브랜드 대비 크지 않으나 내수업체의 주문 감소는 1분기 가시화되어 2분기를 저점으로 하반기 성장률을 회복할 전망이다.

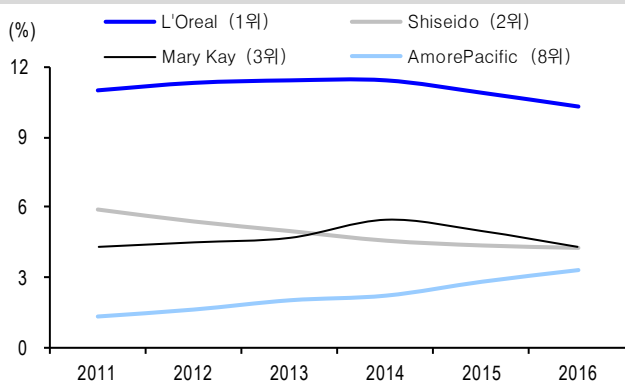
(1) 내수(수출 포함)

ODM 국내(수출포함) 성장률
AP: 1H17 +12%, 2H17 +27%
LG: 1H17 +15%, 2H17 +33%

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.

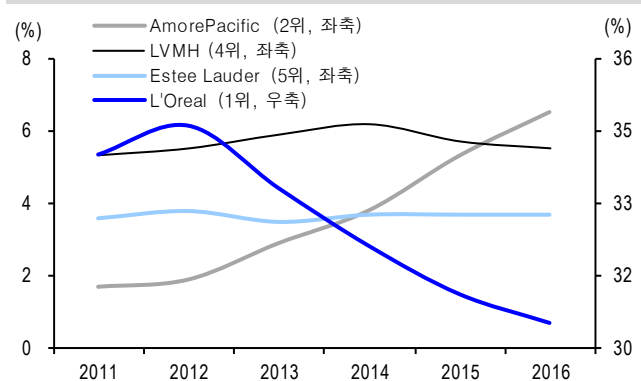
글로벌 업체의 경우 글로벌 시장 지배력이 공고한 로레알, 시세이도, 메리케이 등은 중국 내 스킨케어와 색조 시장에서 점유율을 점차 잃는 추세이다. 상대적으로 한국 브랜드인 아모레퍼시픽과 LG생활건강은 견고하고 한국 ODM을 사용하는 중국 로컬 브랜드의 성장세도 높다. 글로벌 브랜드도 과거 폐쇄적인 연구개발에서 빠른 시장 변화에 맞추어 ODM업체와 협력하기 시작한 것이 최근 트렌드이다. 코스맥스와 콜마는 이미 유럽, 미국, 일본 등 글로벌 업체와 협력관계에 있다. 그러나 수출 물량의 경우 변동성이 크다는 부분이 있다. 2017년 1분기에 상대적으로 전년 고성장(매출액 +100%)을 했던 코스맥스의 수출 부문은 성장률이 거의 없는 것으로 나타났다. 하반기에 미국 업체의 주문이 예정되어 있어 고성장 재개가 예상되나 변동성이 높다. 한국콜마도 소폭의 역성장을 기록하여 연간 화장품 매출액 내 10%의 비중에는 변함없으나 변동성이 높은 모습이다. 2분기 저점으로 하반기 성장률 회복이 가능할 전망이다.

중국 스킨케어 시장 내 글로벌 업체의 시장 점유율



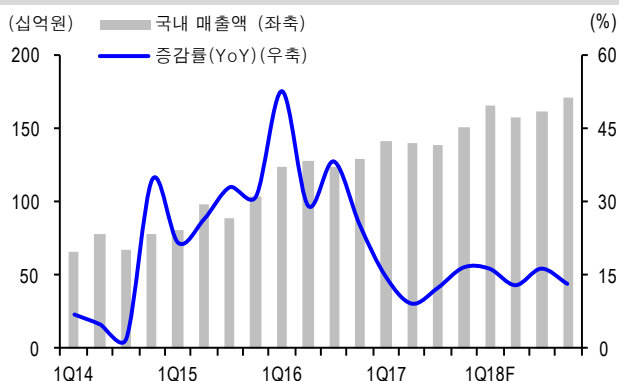
자료: 산업 자료, 신한금융투자 추정

중국 색조 시장 내 글로벌 업체의 시장 점유율



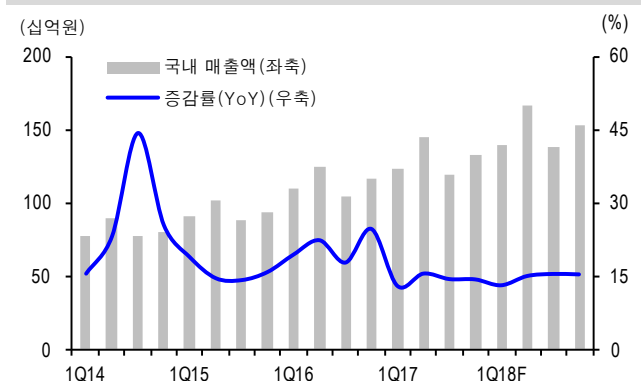
자료: 산업 자료, 신한금융투자 추정

코스맥스의 국내(수출 포함) 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국콜마의 국내(수출 포함) 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

(2) 중국: capa 증설로 적극적 대응

코스맥스와 한국콜마는 글로벌 물량에 대비하기 위해 적극적인 capa증설을 진행하고 있다. 특히 중국 부문은 한국콜마의 경우 기존 북경 공장에 추가하여 상해 공장 증설을 위해 땅을 매입한 상황이다. 코스맥스는 상해, 광저우에 2개 공장을 보유하고 있으며 색조공장은 2016년 대비 두배로 증설하여 2017년 3월 개소한 바 있다.

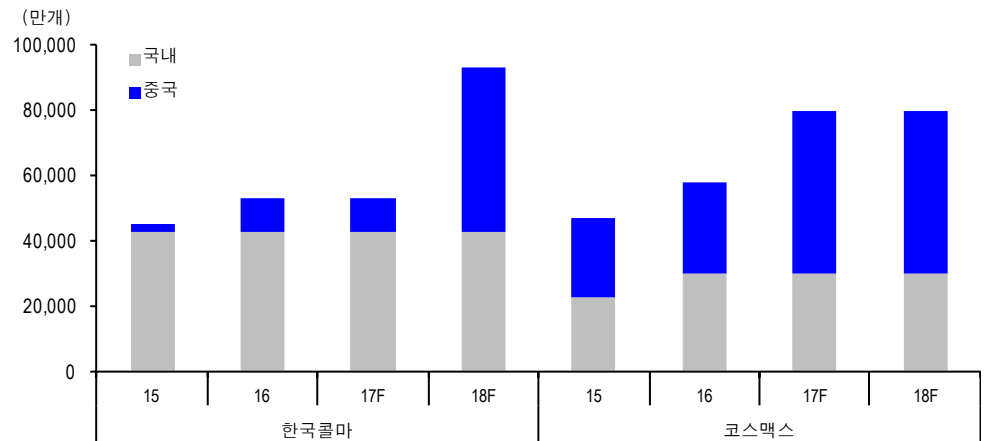
코스맥스 중국 매출액 성장률
15년 64%, 16년 37%, 17F 32%

코스맥스는 2016년 국내와 해외 매출 비중이 7:3을 기록하고 있으며 중장기적으로 5:5를 목표로 하고 있다. 중국, 인도네시아, 미국에 설비 증설을 지속하고 있다. 중국 상해법인은 2017년 4억개(2013년 1.5억, 2014년, 2015년 3억)의 유닛 Capa를 보유하고 있다. 2013년 하반기 가동을 시작한 광저우 공장은 현재 1억개의 유닛을 보유하고 있다. 수익률이 높은 벌크 매출 비중이 높아 이익률이 높다. 2016년 중국법인의 매출액 성장률은 37%를 기록했으며 2017년에는 32%의 고성장이 예상된다.

한국콜마 중국 매출액 성장률
15년 37%, 16년 41%, 17F 49%

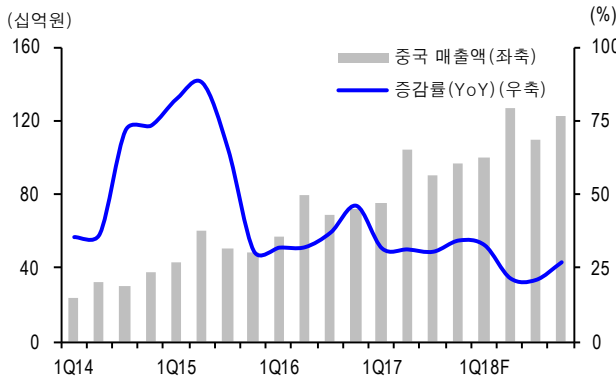
한국 콜마도 Capa 증설을 지속하고 있다. 중국 부문의 매출액은 2016년 521억원, 2017년 775억원으로 매출 고성장이 예상된다. 북경콜마의 capa는 1,500억원 수준으로 향후 성장 여력이 높다. 현재 기초 공사 중인 우시 공장은 2017년말에 3,500억원 규모로 완공될 예정이다. 가동 첫해는 설비 기준 500억원의 매출을 목표로 할 전망이다. 북경콜마의 상해 주문 물량을 담당할 예정이다. 장기적으로 중국 전역에 9개 공장을 건설할 예정이다. 향후 중국 시장에서 중가 이상 프리미엄 제품을 타겟으로 할 예정이다. 현재 고객사는 중국 로컬 80%, 중국 진출 국내사 10%, 글로벌 브랜드 업체 10%이다.

중국과 국내의 CAPA 추이 및 전망



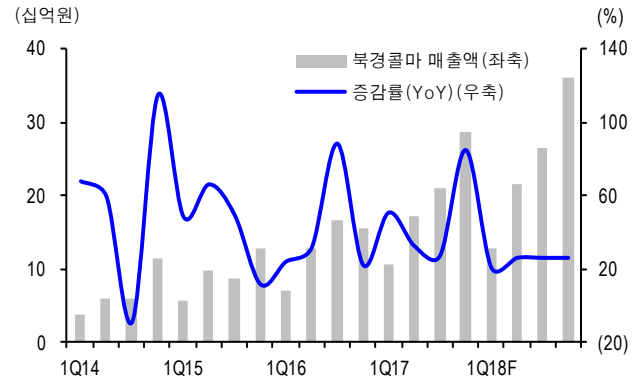
자료: 산업 자료, 신한금융투자 추정

코스맥스의 중국 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국콜마의 북경콜마 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

3. 하반기는 상반기 저점으로 이익 성장 재개

브랜드 업체 영업이익 성장률

AP: 1H -12%, 2H +9%

LG: 1H +3%, 2H +5%

브랜드 업체의 영업이익 성장률은 면세점 성장률이 저점을 기록할 2분기에 영업이익 역성장 최대 폭을 기록한 뒤 하반기는 반등할 전망이다. 아모레퍼시픽의 하반기 실적은 매출액 2.9조원(+5.0%, 이하 YoY), 영업이익 2,940억원(+9.1%)을 기록할 전망이다. 상반기는 매출액 2.9조원(-0.4%), 영업이익 5,110억원(-11.6%)을 예상한다. LG생활건강의 하반기 실적은 매출액 3.2조원(+5.5%), 영업이익 4,420억원(+4.7%)을 기록할 전망이다. 상반기는 매출액 3.1조원(+2.4%), 영업이익 4,730억원(+3.0%)을 예상한다. 상반기 대비 하반기 개선된 실적을 보이겠으나 아모레퍼시픽의 매출액 성장률은 하반기 +5%, 2018년 +15% 수준으로 중국의 본격적이 성장세가 시작됐던 2014~2015년의 20%대 대비 둔화될 전망이다. 그럼에도 현 밸류에이션은 2017년 41배, 2018년 34배로 중국 성장이 시작됐던 2013년 25배 대비 월등히 높다. LG생활건강은 2013년 29배, 현 2017년 기준 27배로 상대적인 밸류에이션 매력이 존재한다.

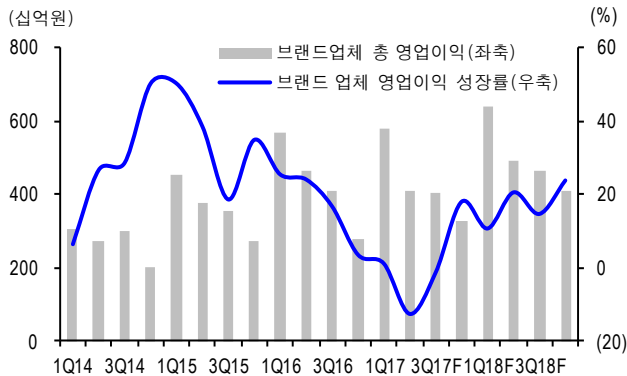
ODM 업체 영업이익 성장률

코스맥스: 1H -20%, 2H +29%

한국콜마: 1H +17%, 2H +38%

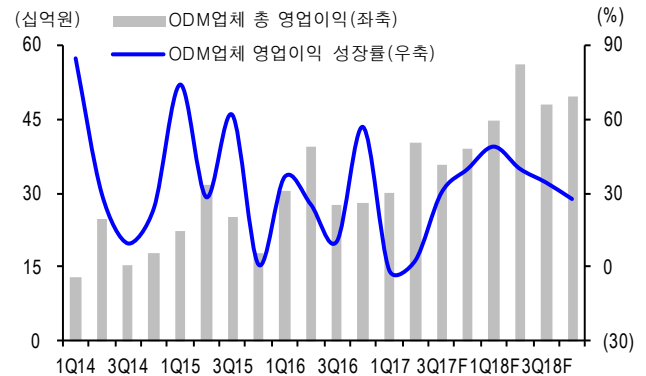
ODM 업체는 하반기 브랜드 업체의 회복, 해외 부문의 실적 개선으로 상반기 대비 하반기 이익 성장률이 높을 전망이다. 코스맥스의 하반기 실적은 매출액 4,800억원(+24.4%, 이하 YoY), 영업이익 270억원(+28.6%)을 기록할 전망이다. 상반기는 매출액 4,584억원(+23.6%), 영업이익 249억원(-19.7%)을 예상한다. 한국콜마의 하반기 실적은 매출액 4,419억원(+27.7%), 영업이익 477억원(+38.2%)을 기록할 전망이다. 상반기는 매출액 4,287억원(+33.1%), 영업이익 455억원(+16.5%)을 예상한다. 상대적으로 실적 안정성을 보유한 한국콜마를 선호한다.

브랜드 업체의 영업이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

ODM 업체의 영업이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

화장품 브랜드사의 면세점 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
아모레퍼시픽																	
PER 최고									30.4	28.6	34.9	33.0	49.6	55.8	49.1	43.2	35.2
최저									18.6	20.5	24.2	22.7	17.9	25.4	33.5	29.1	23.7
평균									23.9	24.4	29.3	25.1	31.7	44.1	42.7	35.3	28.8
매출액 증감률	23.3	20.7	22.8	7.4	5.7	(6.6)	2.3	8.8	16.1	13.4	11.5	8.8	25.0	23.0	18.4	2.4	14.5
영업이익 증감률	21.5	15.6	2.5	(17.2)	(6.2)	(19.4)	(3.1)	21.3	15.1	4.8	(2.0)	1.2	52.4	37.1	9.7	(6.0)	20.8
ROE	7.6	5.3	3.1	1.9	5.6	3.9	3.0	2.1	20.0	17.8	12.1	11.0	14.0	18.6	17.7	14.4	15.7
LG생활건강																	
PER 최고									35.1	42.1	40.0	35.4	34.0	42.1	38.5	28.6	26.3
최저									20.9	23.7	26.7	24.2	21.9	23.5	23.7	22.4	20.5
평균									27.2	31.2	35.0	29.1	26.5	32.0	30.7	24.4	22.4
매출액 증감률	16.7	18.5	12.7	9.7	5.4	(0.4)	3.2	7.9	27.5	22.3	12.7	11.0	8.1	13.9	14.4	3.9	9.3
영업이익 증감률	30.9	34.1	28.4	20.7	11.3	(5.4)	(0.2)	11.2	37.7	13.0	20.4	11.4	2.9	33.9	28.8	3.8	12.5
ROE	7.6	7.0	7.8	2.6	6.8	5.3	6.1	4.4	33.0	29.7	27.6	27.4	22.9	25.1	24.9	22.5	20.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

IV. 중장기 전망: 지역 및 품목 다각화

- 브랜드: 아모레퍼시픽은 지역 다변화, LG생활건강은 품목 다변화 전략
- ODM: 코스맥스와 한국콜마 모두 중국에 이어 미국을 향후 거점 지역으로 선택

1. 브랜드: 지역 및 품목 다각화 진행 중

브랜드 업체, 해외 사업 내
중국 비중 높아 다각화 진행 중

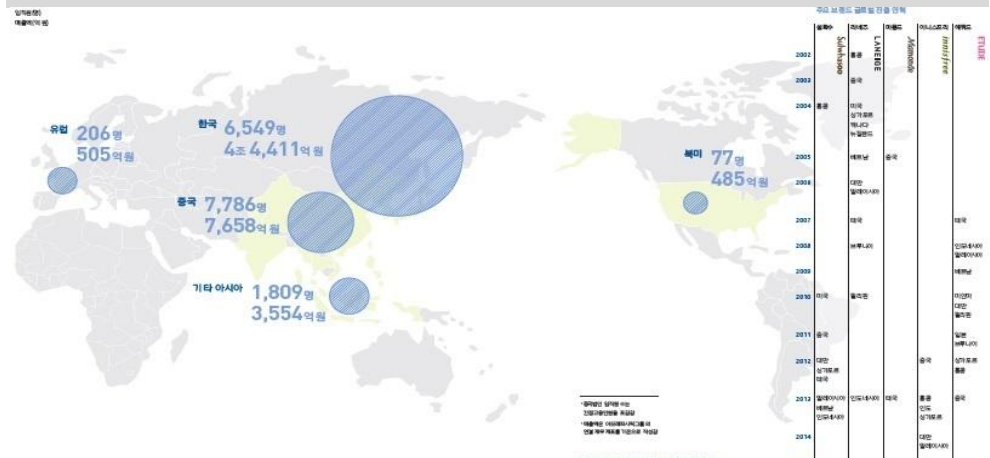
2013년 이후 브랜드 업체가 중국을 거점으로 글로벌화가 급격히 진행됐다. 아시아 내 중국을 중심으로 시작한 화장품 붐으로 동남아 지역을 다음 성장 거점으로 채택하여 성장 전략을 지속하고 있다. 또한, 생각보다 강한 한류 화장품 기조로 미국 현지 지역 유통채널의 요청이 이어지며 미국을 중장기 지역의 핵심으로 채택하고 있다.

(1) AP: 지역 다변화 → 미국/아시아

AP: 미국/동남아 투자 확대

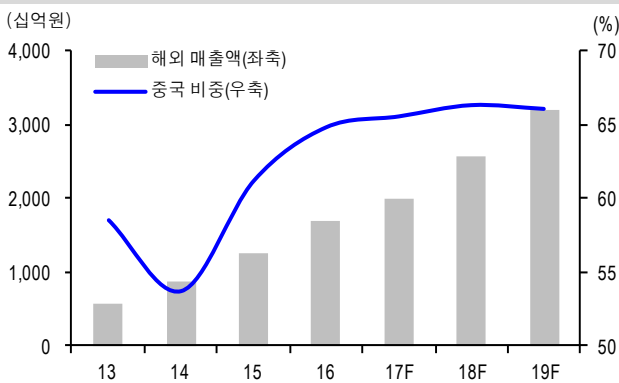
아모레퍼시픽의 오피스는 전세계 거점으로 존재하나 실제로 공장을 돌리는 생산물류 시설은 한국과 상하이, 그리고 프랑스 샤르트르 향사업장에 국한되어 있다. 2016년 인도네시아 공장 투자 계획을 언급하며 중국에 이어 동남아로의 확장을 꾀하고 있다. 현재 아모레퍼시픽의 해외 부문 중 중국이 차지하는 비중은 매출액 80%로 절대적인 비중을 보유하고 있다. 2020년 장기비전의 핵심이 중국이었다면 다음 스텝으로 발표될 장기 비전의 핵심은 미국이다. 올해 이니스프리 진출, 라네즈의 세포라 진출을 통해 브랜드 마케팅을 강화할 계획이다.

아모레퍼시픽의 해외 사업 현황



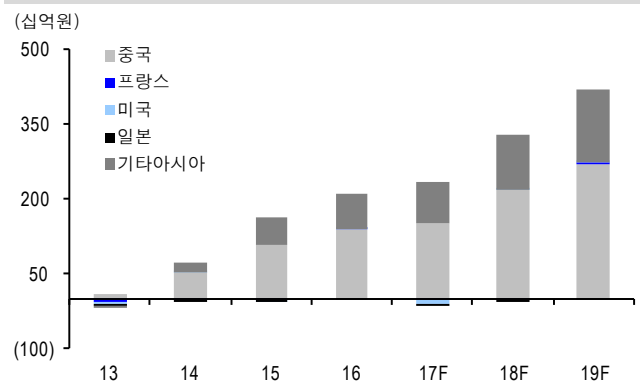
자료: 회사 자료, 신한금융투자
주: 2015년 기준

아모레퍼시픽의 해외 매출액과 중국 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

아모레퍼시픽의 해외 부문 국가별 영업이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

(2) LG생활건강: 품목 다각화

LG: 생활용품의 지역 다변화

LG생활건강의 장기 비전은 화장품, 음료, 생활용품의 매출 비중이 1:1:1을 이루며 안정적인 포트폴리오를 구성하는 것이다. 이중 중국 수요 급증으로 화장품의 성장이 급격하게 이루어지며 2017년 예상 기준 매출액 비중은 화장품, 음료, 생활용품 각각 60: 15: 25를 이루게 되었다.

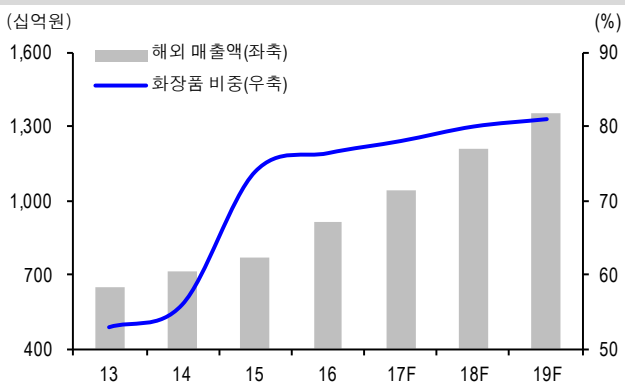
2007년부터 굵직한 인수합병을 지속해 왔는데 2007년 코카콜라, 2009년 다이아몬드샘물 등으로 음료 부문을 강화하였고 2010년 더페이스샵 인수를 통해 회사가 약했던 원브랜드 사업을 강화했다. 이후 색조 브랜드, 일본 브랜드를 통해 화장품 포트폴리오를 다각화 해왔다. 가장 최근에 인수했던 2016년 리치는 존슨앤존슨의 구강관리제품 브랜드로 아시아 및 오세아니아 21개국의 사업권을 인수했다. 화장품 대비 지역 다변화가 덜 되어있던 생활용품 분야도 글로벌화를 가속화 할 전망이다.

LG생활건강의 주요 인수합병 내역

시기	사업명	비고
2007	한국코카-콜라보틀링 인수	
2009	다이아몬드샘물 인수	
2010	(주)더페이스샵 인수 (주)한국음료 인수	
2011	해태음료 인수	
2012	바이올렛드림(구. VOV) 인수 긴자 스테파니 인수	색조 전문 브랜드 일본 화장품 업체
2013	Fruits&Passion 인수 더페이스샵 싱가포르 판매법인 인수 에버라이프 인수 영진약품 드링크 사업부문 인수	캐나다 바디&생활용품 일본 건강기능식품 통신판매업체 건강기능성 음료
2014	(주)씨애피코스메틱스 인수 R&Y	일본 화장품 통신판매업체
2015	제니스 인수	색조화장품 전문 생산업체
2016	리치 사업권(아시아 및 오세아니아 21개국) 인수	존슨앤존슨의 구강관리제품 브랜드

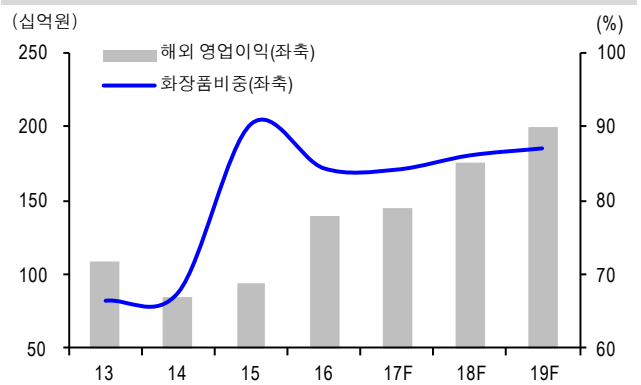
자료: 회사 자료, 언론 보도, 신한금융투자 정리

LG생활건강의 해외 매출액과 화장품 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 해외 영업이익과 화장품 비중 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

17F 미국 매출액 비중 코스맥스 2%, 콜마 10%

2. ODM: 미국 진출 가속화

ODM업체도 브랜드 업체와 마찬가지로 미국 진출을 가속화 할 전망이다. 국내 생산을 통한 수출로 글로벌 브랜드 물량을 대응해왔으나 현지 공장을 통한 직생산으로 고객층을 다변화 할 전망이다. 코스맥스와 한국콜마 두 업체의 진출 전략은 상이하다. 코스맥스는 2014년 로레알로부터 생활용품 공장 인수를 통한 추가 공장 투자로 직접 진출을 했다면 한국콜마는 미국과 캐나다 ODM 업체를 인수하여 우회적인 방식을 택하고 있다.

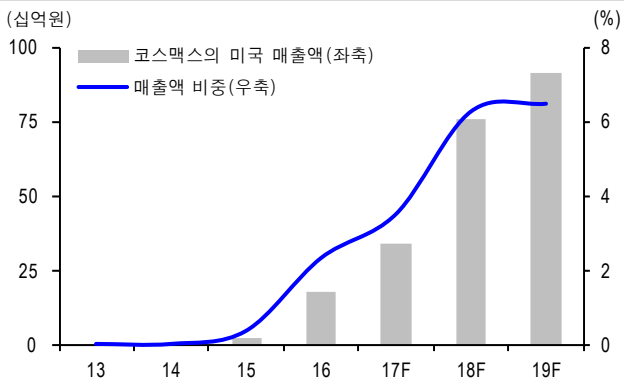
(1) 코스맥스

코스맥스는 글로벌 공장 진출에 적극적이다. 두 개의 공장을 로레알로부터 인수했다. 2013년 인도네시아 공장 인수(70억원 소요), 2014년 미국 공장 인수(150억원 소요)가 그것이다. 현재 코스맥스의 미국부문은 이익기여를 하지 못하며 큰 폭의 적자를 기록 중이다. 전체 이익의 50%를 잠식할 만큼 적자를 기록하고 있다. 추가 투자 및 연구 확대를 통해 적자폭을 개선시켜 나갈 계획이다. 중장기적으로는 색조 전용 미국 공장의 추가 건립도 검토 중이다.

(2) 한국콜마

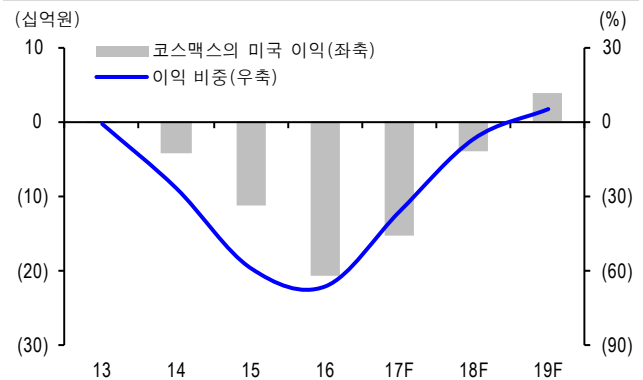
한국콜마는 비교적 내수에 치중한 포트폴리오를 보유하고 있다. 매출액의 70%가 한국업체에서 나오고 있다. 따라서 단기간에 글로벌 시장에 안착하기 위해 현지 ODM업체 인수의 방식을 채택했다. 2016년 합산 1,000억원 규모의 공장을 인수하고 현지 경영진과 경영 전략을 고수하며 기존 고객을 유지하는 방식을 택하고 있다. 2017년부터 본격적으로 연결 매출로 들어올 전망이다. 2017년 매출액 882억원, 2018년 941억원을 전망한다.

코스맥스의 미국 부문 매출액 추이 및 전망



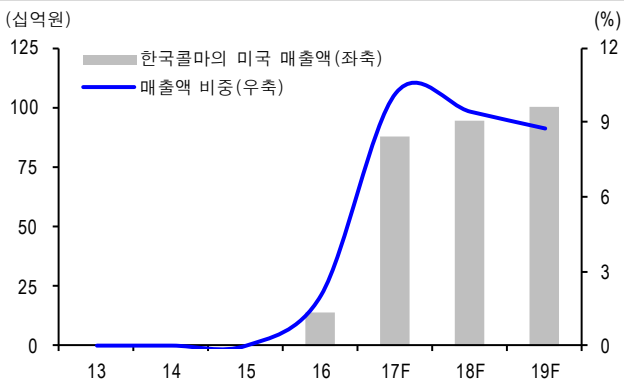
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

코스맥스의 미국 부문 이익 추이 및 전망



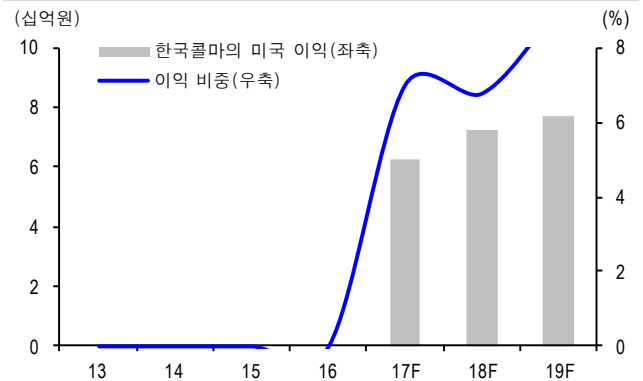
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정
주: 순이익 기준

한국콜마의 미국 부문 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국콜마의 미국 부문 이익 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정
주: 영업이익 기준

V. 이슈 분석: 급격한 트렌드 변화, H&B와 중저가 대두

- ▶ 유통: 올리브영과 같은 H&B(헬스앤뷰티) 채널 대두
- ▶ 중저가 브랜드의 경쟁 심화로 대형 브랜드 업체 시장 점유율 감소

1. 유통: 올리브영과 같은 H&B(헬스앤뷰티) 채널 대두

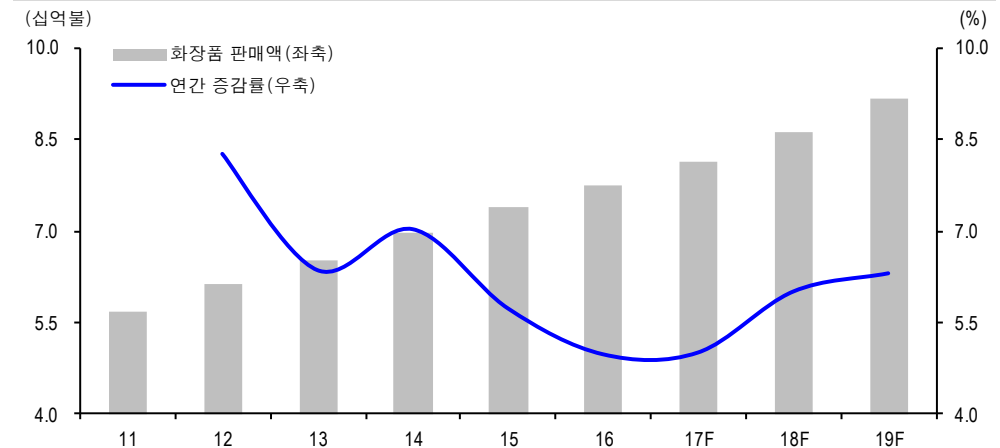
H&B 유통 채널과
중저가 브랜드의
빠른 트렌드 변화

성장 유통 채널이 과거 백화점, 방판에서 온라인으로 변화해 왔다면 최근 성장 유통채널은 CJ 올리브영, 롯데 왓슨으로 대표되는 H&B(헬스앤뷰티, 의약품/화장품/건강보조식품/생활용품/미용제품 등 다양한 품목을 한 곳에서 판매하는 소매점) 채널이다. 다양한 브랜드를 보유하며 소비자의 선택을 유도하는 방식이 최근 어필하며 고성장을 기록하고 있다. 이에 이 유통채널을 주도권을 지니고 있지 못한 대형 브랜드 업체들은 상대적으로 중저가 브랜드 경쟁 심화 속 시장 점유율을 상실하고 있는 추세이다. 후와 설화수로 대표되는 럭셔리 브랜드는 여전히 견고한 성장률을 보이거나 아리따움과 같은 전통 채널에서 판매하는 매스 브랜드의 성장률은 전년 대비 마이너스로 전환했다.

한국 화장품시장 17F 5% 성장,
고성장 가능한 채널이 중요

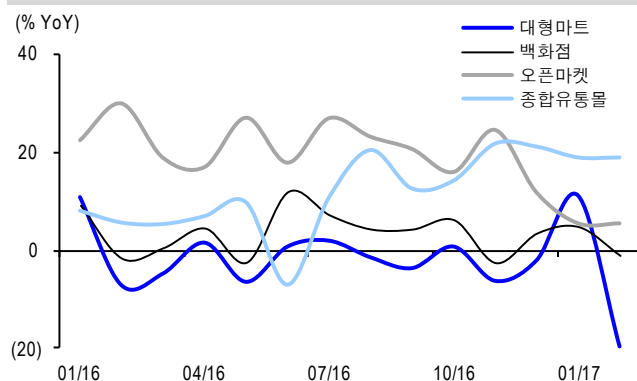
한국 화장품 시장은 5% 내외로 성장하는 성숙 시장으로 판매 채널의 변화에 따라 대응하는 것이 중요하다. 유통 채널에서 고성장이 가능한 채널은 전통채널인 마트와 백화점이 아닌 오픈마켓인 온라인이나 H&B 채널을 꼽을 수 있다.

한국 화장품 시장의 스킨케어·색조 판매액 추이 및 전망



자료: 산업 자료, 신한금융투자 추정

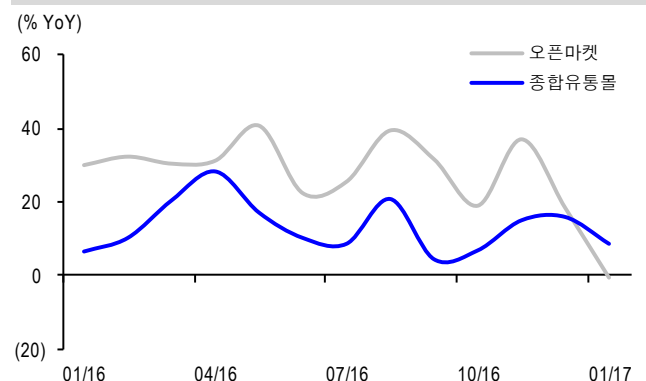
유통채널별 매출액 증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 신한금융투자

주: 오픈마켓-이베이코리아(G마켓·옥션), 11번가, 인터파크, 종합유통몰-SSG(이마트, 신세계), AK몰, 롯데닷컴, 홈플러스몰, 갤러리아몰, 롯데마트몰

유통채널 내 화장품 매출액 증감률 추이

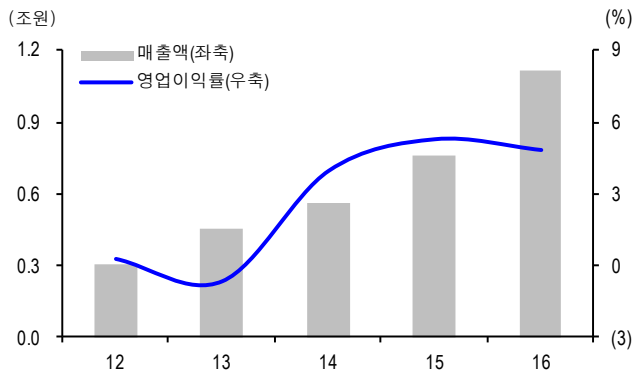


자료: 산업통상자원부, 신한금융투자

**H&B스토어 고성장,
16년 올리브영 +38% YoY으로
유통 평균 성장률 큰 폭 상회**

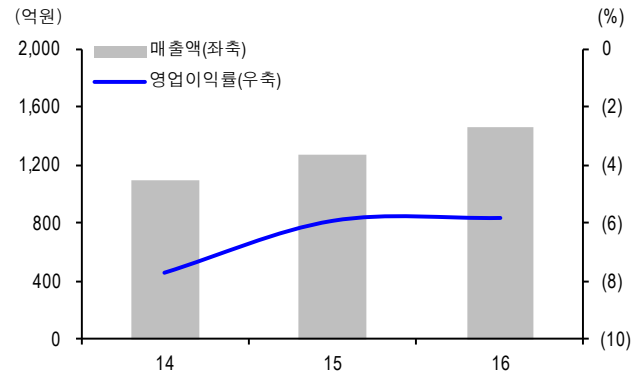
국내 H&B스토어 1위인 올리브영은 2016년 매출액 1.1조원(+38% YoY), 영업이익 784억원(+42% YoY)을 기록하며 유통 채널 내 고성장을 기록하고 있다. 2016년말 매장수 800개로 시장 점유율 70%를 차지하고 있다. 이와 같은 H&B스토어의 고성장으로 비슷한 컨셉의 아모레퍼시픽 전용 스토어인 아리따움은 역성장을 기록하고 있다. 반면 올리브영 색조 화장품 카테고리 내 점유율 1위를 점하고 있는 클리오는 중국 불확실성에도 불구하고 2017년 15%의 매출액 성장을 기록할 전망이다. H&B와 경쟁하는 또다른 카테고리인 원브랜드샵도 경쟁 심화로 인하여 시장 점유율이 하락하는 추세이다. 국내 브랜드 4위, 원브랜드샵 3위를 기록하고 있는 에이블씨엔씨는 경쟁 심화로 중저가 상품의 경쟁력을 확보하기 위한 노력을 기울이고 있다. 이는 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 중저가 브랜드의 시장 점유율 하락을 초래하고 있다.

올리브영의 영업실적 추이



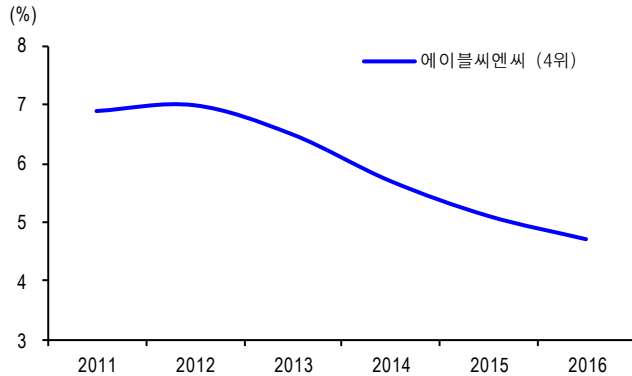
자료: 회사 자료, 신한금융투자

왓슨스의 영업실적 추이



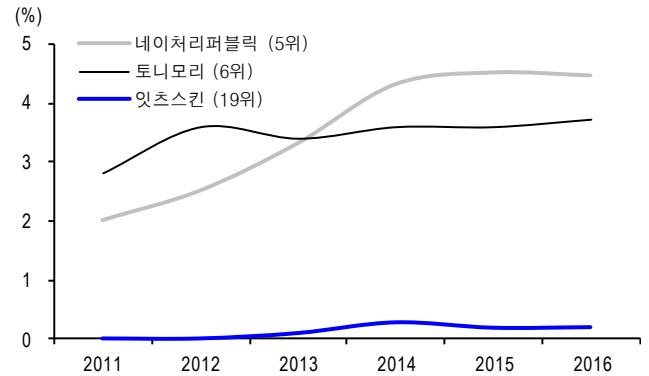
자료: 회사 자료, 신한금융투자

에이블씨엔씨의 한국 색조 화장품 시장 내 점유율 추이



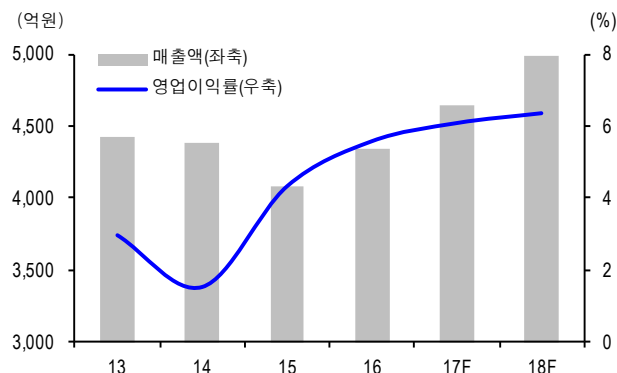
자료: 산업 자료, 신한금융투자 추정

원브랜드샵의 한국 색조 화장품 시장 내 점유율 추이



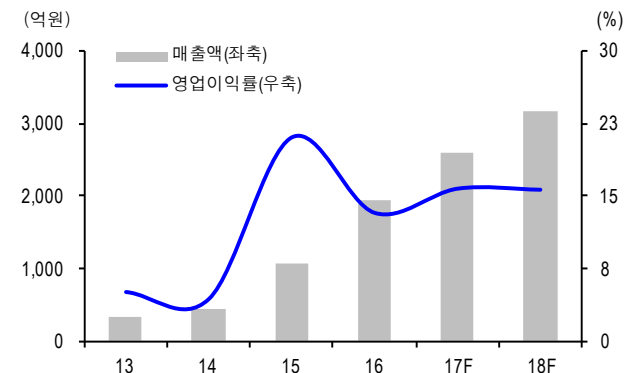
자료: 산업 자료, 신한금융투자 추정

에이블씨엔씨의 영업실적 전망 및 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정
주: 2017년과 2018년 추정치는 컨센서스 기준

클리오의 영업실적 전망 및 추이

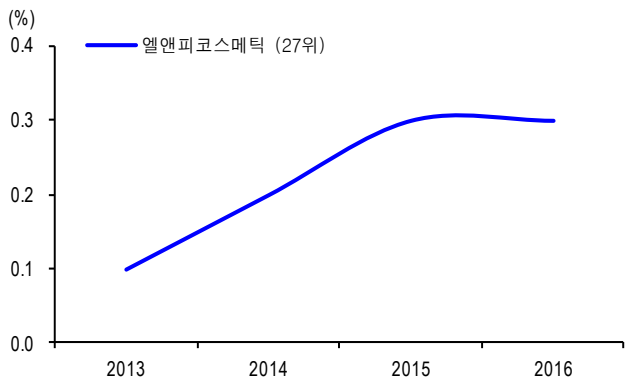


자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정
주: 2017년과 2018년 추정치는 컨센서스 기준

비전통 채널 고성장으로
비상장 내 스타 브랜드 탄생
→ 대형 브랜드 업체의 위협

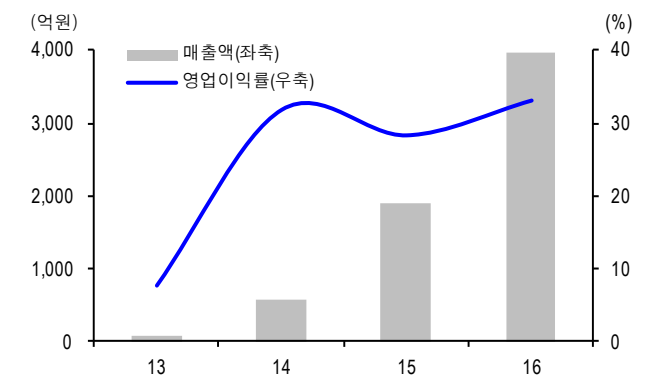
시장 지배력이 비교적 작아도 침투 가능한 비전통 채널인 H&B 스토어, 온라인, 홈쇼핑 채널이 고성장 하면서 과거에는 대형 브랜드업체에 밀려 판로를 모색하기 어려웠던 소규모 업체들이 급성장하고 있다. ODM사들이 동반 성장하면서 품질도 양호하고 저렴한 가격대의 브랜드들이 환영받고 있다. 국내 마스크팩 1위로 평가되는 메디힐 브랜드를 보유한 엘애피코스메틱은 온라인, H&B 등 다양한 판로를 활용하며 2016년 4,000억원의 매출액을 기록했다. 견미리 팩트로 유명한 브랜드 에이지투웨니즈를 보유한 애경산업의 화장품 부문 역시 홈쇼핑에서 히트를 기록하며 실적이 급성장했다. 쿠션 팩트는 아모레퍼시픽이 새로 창조한 제품군으로 다양한 제품이 여러 브랜드에서 파생되며 쿠션 브랜드로 유명한 아이오페와 헤라의 매출액은 2016년 역성장을 기록했다. H&B에서 유명한 닥터자르트 브랜드를 보유한 해브앤비도 고성장을 기록 중이다.

엘애피코스메틱의 한국 스킨케어 화장품 시장 내 점유율 추이



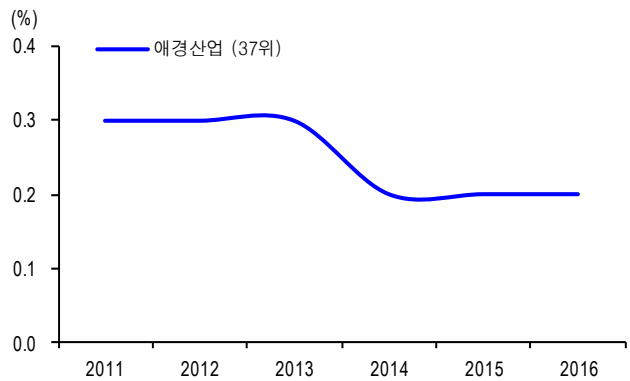
자료: 산업 자료, 신한금융투자 추정 / 주: 마스크팩 브랜드 메디힐 보유

엘애피코스메틱의 영업실적 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 / 주: 마스크팩 브랜드 메디힐 보유

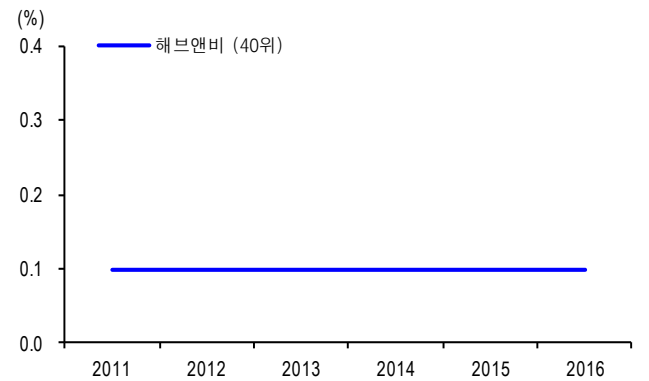
애경산업의 한국 스킨케어 화장품 시장 내 점유율 추이



자료: 산업 자료, 신한금융투자 추정

주: 에센스 커버팩트가 히트상품인브랜드 AGE 20's, 색조 브랜드 루나 보유

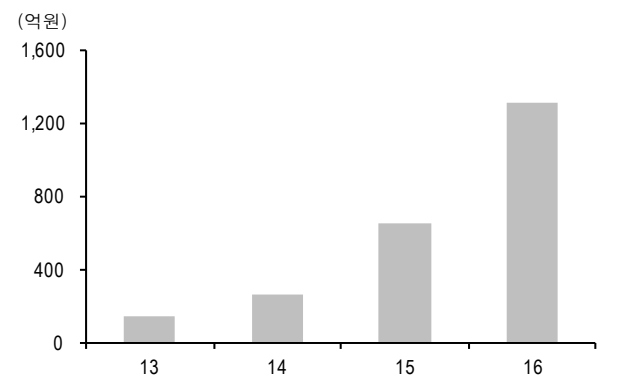
해브앤비의 한국 스킨케어 화장품 시장 내 점유율 추이



자료: 산업 자료, 신한금융투자 추정

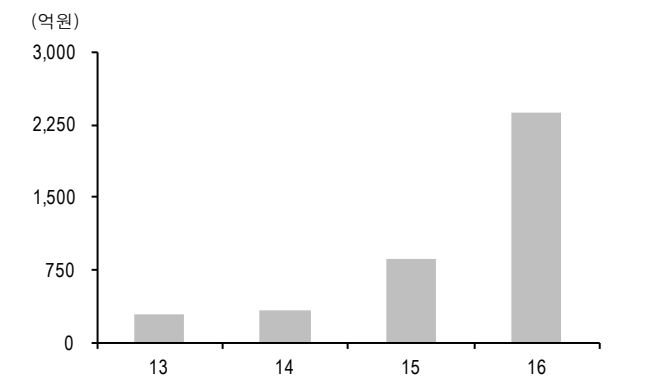
주: 브랜드 닥터자르트 보유

애경산업(화장품 부문)의 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

해브앤비의 매출액 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 / 주: 브랜드 닥터자르트 보유

한국 내 시장 점유율 추이
 AP 13년 35%, 16년 32%
 LG 13년 25%, 16년 28%

2. 중저가 브랜드의 경쟁 심화로 대형 브랜드 업체 시장 점유율 감소

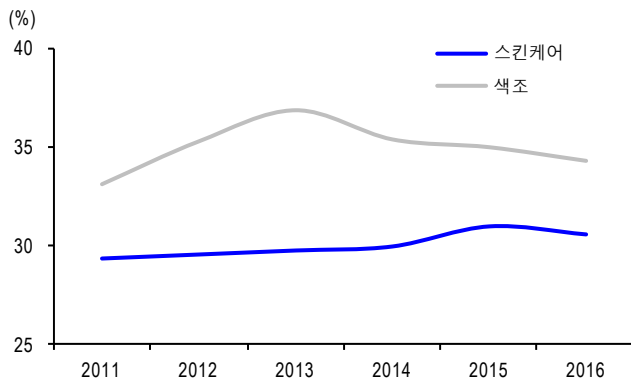
유통 채널과 중저가 브랜드의 경쟁력 심화로 한국 화장품 내 대형 브랜드업체의 점유율 하락이 가시화 되고 있다. 특히 럭셔리 외 가격과 연령층에서 다양한 포트폴리오를 보유하고 있는 아모레퍼시픽의 경우 점유율 하락이 가시화 되고 있다. 2013년 까지 추세적인 시장점유율 상승을 보인 후 정점을 찍고 2016년 32%로 감소했다.

아모레퍼시픽의 경우 전반적으로 프리미엄 사업이 부진하다. 이는 고객들의 채널 이용 행태 변화가 빠르게 이루어지고 있기 때문이다. 과거 방판/백화점/시판의 아리따움과 같이 유통채널의 변화에 빠르게 대응했었는데 최근에 드럭스토어/온라인이 떠오르면서 대응책을 고민하고 있다.

아모레퍼시픽의 아리따움 채널은 여러가지 선택보다는 아모레퍼시픽의 브랜드 선택을 하는 채널로 드럭스토어와 다른 형태이다. 고객에게 여러 경험을 주는 방식을 추가하기 위해 리로케이션 작업을 진행 중이나 전년에 이어 올해도 역성장을 지속하고 있다.

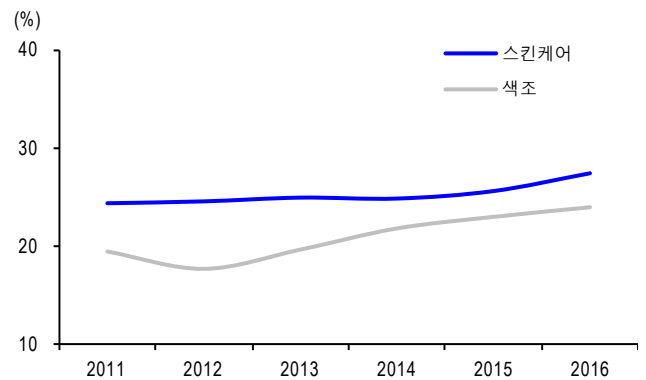
이런 채널에서 판매하는 브랜드인 아모레퍼시픽의 아이오페(아리따움), 헤라(백화점)는 유통 채널의 변화와 더불어 경쟁업체의 저가 모방 물품이 나오면서 역성장을 기록하고 있다. LG생활건강도 원브랜드샵인 더페이스샵의 매출비중이 과거 25%에서 20% 초반으로 꾸준히 감소하며 역성장을 기록 하고 있다. 상대적으로 럭셔리 브랜드는 양호하나 프리미엄 브랜드와 유통 채널 침투를 확대할 필요가 존재한다.

아모레퍼시픽의 한국 화장품 시장 내 점유율 추이



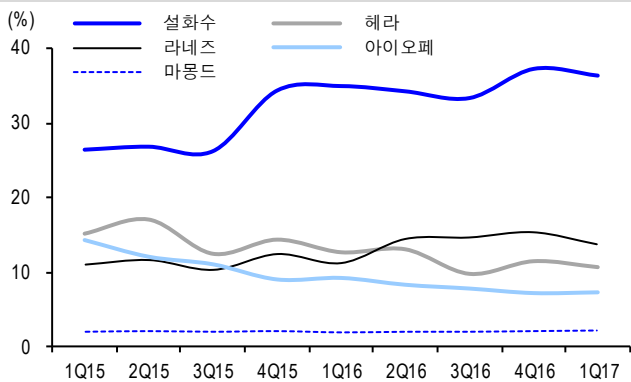
자료: 산업 자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 한국 화장품 시장 내 점유율 추이



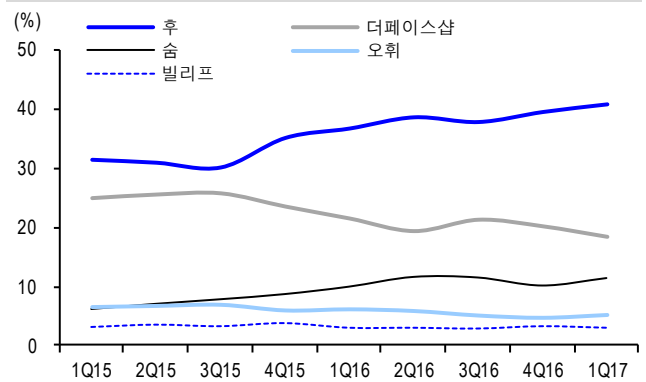
자료: 산업 자료, 신한금융투자 추정

아모레퍼시픽의 브랜드별 매출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 브랜드별 매출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

Company analysis

LG생활건강

한국콜마

LG 생활건강 (051900)

매수 (유지)

현재주가 (5월 15일) **972,000 원**
 목표주가 **1,200,000 원 (상향)**
 상승여력 **23.5%**

박상연

(02) 3772-1592

sypark03@shinhan.com

KOSPI	2,290.65p
KOSDAQ	645.38p
시가총액	15,180.9 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	15.6 백만주
유통주식수	9.3 백만주(59.8%)
52 주 최고가/최저가	1,181,000 원/741,000 원
일평균 거래량 (60 일)	42,405 주
일평균 거래액 (60 일)	35,670 백만원
외국인 지분율	46.67%
주요주주	LG 34.03%
	국민연금 6.15%
절대수익률	3개월 15.2%
	6개월 16.8%
	12개월 -7.4%
KOSPI 대비	3개월 4.8%
상대수익률	6개월 0.3%
	12개월 -20.5%

주가차트



실적 안정성 확보

2분기 영업이익 2,133억원(-5.4%)으로 컨센서스 부합 전망

2분기는 매출액 1.5조원(-0.4%, 이하 YoY), 영업이익 2,133억원(+5.4%)으로 영업이익 시장 기대치 2,149억원에 부합할 전망이다. 화장품은 중국인 입국자 수 감소로 면세가 부진하며 7,798억원(-4.8% YoY), 영업이익 1,342억원(-12.0%)을 기록할 전망이다. 고가인 럭셔리 매출 비중 증가로 매출 믹스가 변화하며 매출 역성장에도 영업이익률(-1.4%p) 하락 폭은 작을 전망이다. 음료는 매출액 3,766억원(+4.5%), 영업이익 380억원(+6.9%)을 전망한다. 가격인상 및 당시럽 내부 생산으로 인한 원가 절감 효과가 이어질 전망이다.

2017년 매출액 6.3조원(+3.9% YoY), 영업이익 9,148억원(+3.8% YoY) 전망

2017년 실적은 매출액 6.3조원(+3.9% YoY), 영업이익 9,148억원(+3.8% YoY)을 전망한다. 영업이익 내 비중 35%를 차지하는 면세점의 성장률은 2016년 +62%에서 2017년 -6%(중국 입국자 수 성장률 -25%)으로 둔화될 전망이다.

목표주가 1,200,000원으로 20% 상향, 투자 의견 '매수' 유지

멀티플 조정(브랜드 목표 배수 35배 적용)을 반영하여 목표주가를 1,200,000원으로 20% 상향한다. 1) 럭셔리 화장품의 매출 비중 높아(1Q17 70.4%, 1Q16 66.1%) 중저가 경쟁 심화 트렌드 속 우위 보유, 2) 비화장품 부문의 견고한 실적 성장 지속(17년 +7%, 영업이익 비중 35%), 3) 업종 내 상대적인 밸류에이션 매력 보유(과거 10년 PER 저점 평균 22배, 17년 기준 28배/18년 26배)로 최선호주 추천한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	5,328.5	684.1	644.8	460.4	25,326	31.6	114,985	41.5	22.5	9.1	25.1	29.9
2016	6,094.1	880.9	752.7	568.2	31,177	23.1	142,927	27.5	14.9	6.0	24.9	16.3
2017F	6,333.7	914.8	865.8	628.5	34,581	10.9	172,130	28.1	15.2	5.6	22.5	1.0
2018F	6,924.0	1,029.3	941.6	683.5	37,684	9.0	203,608	25.8	13.4	4.8	20.5	(14.3)
2019F	7,918.9	1,177.1	1,106.5	806.5	44,628	18.4	242,031	21.8	11.5	4.0	20.4	(25.1)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

LG생활건강의 2017년 2분기 영업실적 요약

(십억원, %)	2Q17F	1Q17	QoQ	2Q16	YoY	컨센서스	(차이)
매출액	1,547	1,601	(3.4)	1,554	(0.4)	1,561	(0.9)
영업이익	213	260	(17.9)	225	(5.4)	215	(0.8)
세전이익	202	245	(17.8)	206	(2.1)	199	1.5
순이익	146	177	(17.8)	156	(6.9)	153	(4.6)
영업이익률 (%)	13.8	16.2	-	14.5	-	13.8	
세전이익률 (%)	13.0	15.3	-	13.3	-	12.7	
순이익률 (%)	9.4	11.1	-	10.1	-	9.8	

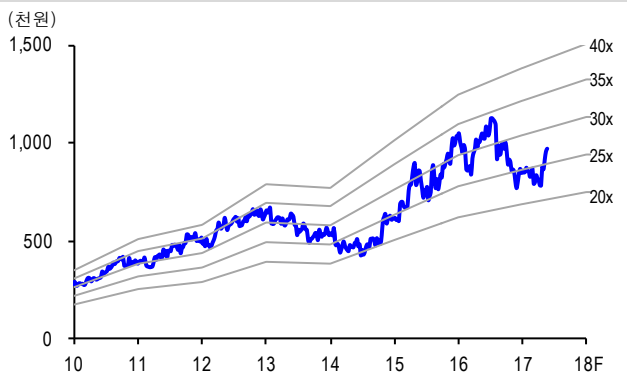
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 사업 부문별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	전체	1,520	1,553	1,564	1,457	1,601	1,547	1,614	1,572	5,328	6,095	6,334	6,924
	화장품	797	819	742	797	854	780	755	874	2,535	3,153	3,263	3,712
	생활용품	419	374	439	362	430	390	459	386	1,513	1,595	1,666	1,744
	음료	304	360	383	297	316	377	400	312	1,282	1,348	1,405	1,469
영업이익	전체	233	226	244	178	260	213	244	198	683	881	915	1,029
	화장품	157	153	131	137	177	134	134	147	404	578	592	691
	생활용품	54	37	68	28	55	41	64	37	171	188	197	206
	음료	22	36	45	14	28	38	46	14	108	116	126	132
순이익	전체	158	156	189	65	177	146	175	130	460	621	629	684
매출액 증가율 (%)	YoY												
	전체	16.6	18.4	12.8	9.7	8.3	8.1	8.0	10.3	13.9	14.4	3.9	9.3
	화장품	25.7	32.9	26.5	14.2	11.3	10.9	11.4	13.7	29.6	24.4	3.5	13.8
	생활용품	6.5	7.4	1.6	6.8	5.4	5.4	5.4	7.6	0.8	5.4	4.5	4.7
	음료	10.1	3.7	3.9	2.2	4.5	4.5	4.5	4.5	5.2	5.1	4.3	4.5
	QoQ												
	전체	14.5	2.2	0.7	(6.9)	13.0	2.0	0.6	(4.9)	-	-	-	-
	영업이익 증가율 (%)	YoY	30.8	34.2	28.3	20.7	11.4	(5.5)	(0.1)	11.1	33.5	28.9	3.9
	QoQ	58.0	(3.3)	8.2	(27.1)	46.0	(17.9)	14.3	(18.9)	-	-	-	-
영업이익률 (%)	전체	15.3	14.5	15.6	12.2	16.2	13.8	15.1	12.6	12.8	14.5	14.4	14.9
	화장품	19.7	18.6	17.7	17.2	20.7	17.2	17.7	16.9	15.9	18.3	18.1	18.6
	생활용품	12.9	10.0	15.4	7.6	12.7	10.5	14.0	9.5	11.3	11.8	11.8	11.8
	음료	7.3	9.9	11.8	4.6	9.0	10.1	11.5	4.5	8.4	8.6	9.0	9.0
순이익률 (%)	전체	10.4	10.1	12.1	4.5	11.1	9.4	10.9	8.3	8.6	10.2	9.9	9.9

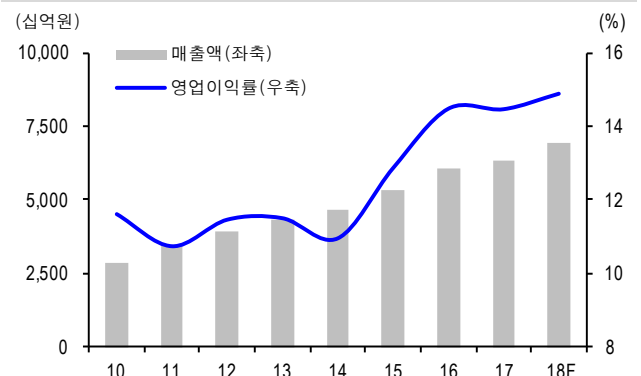
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 12개월 선행 PER 추이



자료: Bloomberg, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 영업실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

LG생활건강의 지배주주 순이익 PER Valuation

(십억원, 원, 배)	기존	변경	비고
12개월 선행 순이익	642	642	
12개월 선행 EPS	35,357	35,357	
Target PER	29	35	브랜드 업체 목표 배수, 중국 모멘텀 받기 이전 2012년 평균
목표주가	1,000,000	1,200,000	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 중국 모멘텀 반영 이전 시기인 2012년 평균 PER

LG생활건강의 밸류에이션 추이

PER (배)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
High	35.1	42.1	40.0	35.4	34.0	42.1	38.5	25.7	23.6
Low	20.9	23.7	26.7	24.2	21.9	23.5	23.7	22.4	20.5
Avg	27.2	31.2	35.0	29.1	26.5	32.0	30.7	24.1	22.1

자료: 신한금융투자

Global 화장품 업체 valuation 요약 비교

회사 이름 (조원, %, 배)	시가 총액	매출액 증감률 17F	영업이익 증감률 17F	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		주가상승률	
				17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	1M	YTD
한국													
아모레퍼시픽	20.2	2.4	(6.0)	41.3	33.6	5.5	4.9	20.6	17.5	14.4	15.7	27.5	7.3
LG생활건강	12.3	4.4	(1.8)	40.3	33.4	4.3	3.8	10.2	8.7	11.2	12.2	25.6	12.4
아모레G	15.0	3.9	3.8	27.7	25.4	5.6	4.7	15.0	13.2	22.5	20.5	23.5	11.8
한국콜마	1.8	30.4	26.8	29.1	23.4	5.6	4.6	16.5	14.4	20.9	21.4	17.9	30.4
코스맥스	1.3	24.0	0.0	41.1	25.2	6.6	5.4	25.1	16.1	17.1	23.5	(1.1)	9.6
미국													
Johnson & Johnson	374.1	5.1	9.6	17.4	16.1	5.3	4.6	12.2	11.2	26.2	27.0	(1.8)	6.9
Procter & Gamble	248.4	0.0	1.8	20.9	19.5	3.8	3.7	13.5	12.9	18.9	19.8	(4.6)	2.5
Estée Lauder	38.5	11.3	14.5	24.7	22.3	8.9	9.7	14.5	13.3	42.6	54.7	9.4	21.5
Nu Skin	3.5	2.4	23.6	18.7	16.7	5.3	7.1	9.2	8.7	22.6	21.3	7.9	22.2
일본													
Kao	32.8	-2.9	0.4	24.1	22.4	4.4	4.0	12.3	11.6	19.0	18.6	8.3	20.7
Shiseido	12.9	9.2	27.0	43.7	34.9	3.1	2.9	15.1	13.0	7.2	9.0	14.0	9.7
Rohto Pharmaceutical	2.6	1.0	(0.9)	27.7	26.4	2.1	2.0	11.7	11.3	7.8	7.9	15.7	21.8
Fancl	1.2	20.2	397.2	31.4	28.0	1.7	1.7	10.1	9.0	5.1	5.9	17.3	18.1
중국													
Shanghai Jahwa	3.2	(10.8)	128.6	45.8	36.8	3.5	3.2	29.9	24.6	7.5	8.7	(3.7)	5.8
유럽													
Unilever	179.5	3.7	6.6	22.4	20.2	9.1	8.7	15.4	14.3	38.2	47.0	0.5	24.0
L'Oréal	129.8	6.3	7.9	27.0	25.4	4.1	3.7	15.6	14.8	15.2	15.2	3.4	9.3
LVMH	143.9	7.4	11.9	24.3	22.0	4.0	3.6	12.2	11.3	17.0	17.1	10.8	27.6
Beiersdorf	29.0	3.9		28.1	26.1	4.1	3.6	17.4	16.3	15.3	14.5	3.3	16.7

자료: Bloomberg Consensus, 신한금융투자 추정

주: 일본기업은 결산 기준일 3월 31일

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	4,214.6	4,502.2	5,039.5	5,670.8	6,449.7
유동자산	1,331.1	1,424.6	1,826.7	2,448.7	3,103.8
현금및현금성자산	396.9	338.9	698.3	1,215.0	1,692.9
매출채권	419.7	469.6	488.1	533.6	610.3
재고자산	441.3	535.9	557.0	608.9	696.4
비유동자산	2,883.5	3,077.6	3,212.8	3,222.1	3,345.9
유형자산	1,290.1	1,463.8	1,615.7	1,637.5	1,769.0
무형자산	1,380.3	1,419.9	1,400.8	1,382.1	1,364.0
투자자산	54.3	63.7	66.2	72.4	82.8
기타금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,099.3	1,881.3	1,889.1	1,949.4	2,031.9
유동부채	1,159.5	1,146.9	1,146.1	1,185.3	1,232.4
단기차입금	82.7	92.3	97.3	102.3	102.3
매입채무	217.3	228.6	237.5	259.7	297.0
유동성장기부채	290.0	184.9	144.9	94.9	0.0
비유동부채	939.8	734.4	743.0	764.0	799.5
사채	688.4	509.2	509.2	509.2	509.2
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	7.8	7.8	7.8	7.8
기타금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	2,115.3	2,620.8	3,150.4	3,721.4	4,417.8
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타자본	(96.7)	(100.6)	(100.6)	(100.6)	(100.6)
기타포괄이익누계액	(118.2)	(92.4)	(92.4)	(92.4)	(92.4)
이익잉여금	2,066.2	2,539.5	3,056.9	3,614.6	4,295.4
지배주주지분	2,037.3	2,532.3	3,049.7	3,607.5	4,288.2
비지배주주지분	78.0	88.5	100.7	113.9	129.6
*총차입금	1,061.2	794.3	759.3	714.3	619.3
*순차입금(순현금)	633.3	428.5	33.0	(531.3)	(1,108.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	637.8	713.4	836.1	854.0	995.7
당기순이익	470.4	579.2	640.7	696.8	822.2
유형자산상각비	110.8	115.7	158.1	148.2	148.5
무형자산상각비	16.3	18.0	19.2	18.6	18.1
외화환산손실(이익)	3.8	(0.9)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(1.4)	7.5	7.5	7.5	7.5
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(7.2)	(7.3)	(7.3)	(7.3)	(7.3)
운전자본변동	(16.1)	(135.2)	17.9	(9.8)	6.7
(법인세납부)	(161.1)	(165.5)	(225.1)	(244.8)	(284.3)
기타	222.3	301.9	225.1	244.8	284.3
투자활동으로인한현금흐름	(347.0)	(405.5)	(306.3)	(171.5)	(287.5)
유형자산의증가(CAPEX)	(301.7)	(331.5)	(310.0)	(170.0)	(280.0)
유형자산의감소	16.6	4.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(6.3)	(7.6)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(3.3)	(4.6)	4.7	1.1	(3.2)
기타	(52.3)	(65.9)	(1.0)	(2.6)	(4.3)
FCF	396.9	409.2	536.3	739.1	728.6
재무활동으로인한현금흐름	(231.5)	(367.1)	(160.8)	(156.1)	(220.7)
차입금의증가(감소)	(162.3)	(274.5)	(35.0)	(45.0)	(94.9)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(67.7)	(93.3)	(125.8)	(111.1)	(125.8)
기타	(1.5)	0.7	(0.0)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.3	0.9	(9.6)	(9.6)	(9.6)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(0.7)	0.1	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	58.9	(58.1)	359.4	516.8	477.9
기초현금	338.1	396.9	338.9	698.3	1,215.0
기말현금	396.9	338.9	698.3	1,215.0	1,692.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	5,328.5	6,094.1	6,333.7	6,924.0	7,918.9
증가율 (%)	13.9	14.4	3.9	9.3	14.4
매출원가	2,226.2	2,434.0	2,596.8	2,838.9	3,246.7
매출총이익	3,102.3	3,660.0	3,736.9	4,085.2	4,672.1
매출총이익률 (%)	58.2	60.1	59.0	59.0	59.0
판매관리비	2,418.2	2,779.1	2,822.1	3,055.9	3,495.0
영업이익	684.1	880.9	914.8	1,029.3	1,177.1
증가율 (%)	33.9	28.8	3.8	12.5	14.4
영업이익률 (%)	12.8	14.5	14.4	14.9	14.9
영업외손익	(39.3)	(128.2)	(48.9)	(87.7)	(70.6)
금융손익	(28.1)	(16.1)	(18.6)	(12.3)	(5.3)
기타영업외손익	(17.6)	(119.4)	(37.6)	(82.6)	(72.6)
종속 및 관계기업관련손익	6.3	7.3	7.3	7.3	7.3
세전계속사업이익	644.8	752.7	865.8	941.6	1,106.5
법인세비용	174.4	173.5	225.1	244.8	284.3
계속사업이익	470.4	579.2	640.7	696.8	822.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	470.4	579.2	640.7	696.8	822.2
증가율 (%)	32.7	23.1	10.6	8.7	18.0
순이익률 (%)	8.8	9.5	10.1	10.1	10.4
(지배주주)당기순이익	460.4	568.2	628.5	683.5	806.5
(비지배주주)당기순이익	10.0	11.0	12.2	13.3	15.6
총포괄이익	494.3	602.0	640.7	696.8	822.2
(지배주주)총포괄이익	484.6	591.3	629.3	684.3	807.5
(비지배주주)총포괄이익	9.7	10.7	11.4	12.4	14.7
EBITDA	811.2	1,014.6	1,092.0	1,196.1	1,343.7
증가율 (%)	28.3	25.1	7.6	9.5	12.3
EBITDA 이익률 (%)	15.2	16.6	17.2	17.3	17.0

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

주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	25,891	31,799	35,269	38,432	45,511
EPS (지배순이익, 원)	25,326	31,177	34,581	37,684	44,628
BPS (자본총계, 원)	119,390	147,920	177,811	210,038	249,344
BPS (지배지분, 원)	114,985	142,927	172,130	203,608	242,031
DPS (원)	5,500	7,500	6,500	7,500	7,500
PER (당기순이익, 배)	40.6	27.0	27.6	25.3	21.4
PER (지배순이익, 배)	41.5	27.5	28.1	25.8	21.8
PBR (자본총계, 배)	8.8	5.8	5.5	4.6	3.9
PBR (지배지분, 배)	9.1	6.0	5.6	4.8	4.0
EV/EBITDA (배)	22.5	14.9	15.2	13.4	11.5
배당성향 (%)	20.0	22.1	17.7	18.4	15.6
배당수익률 (%)	0.5	0.9	0.7	0.8	0.8
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	15.2	16.6	17.2	17.3	17.0
영업이익률 (%)	12.8	14.5	14.4	14.9	14.9
순이익률 (%)	8.8	9.5	10.1	10.1	10.4
ROA (%)	11.7	13.3	13.4	13.0	13.6
ROE (지배순이익, %)	25.1	24.9	22.5	20.5	20.4
ROIC (%)	16.7	23.1	21.6	23.9	26.9
안정성					
부채비율 (%)	99.2	71.8	60.0	52.4	46.0
순차입금비율 (%)	29.9	16.3	1.0	(14.3)	(25.1)
현금비율 (%)	34.2	29.5	60.9	102.5	137.4
이자보상배율 (배)	20.8	44.3	40.6	46.6	58.8
활동성					
순운전자본회전율 (회)	32.2	37.0	31.0	31.8	32.5
재고자산회수기간 (일)	29.2	29.3	31.5	30.7	30.1
매출채권회수기간 (일)	28.4	26.6	27.6	26.9	26.4

자료: 회사 자료, 신한금융투자

한국콜마 (161890)

매수 (유지)

현재주가 (5월 15일) **87,100 원**

목표주가 **100,000 원 (유지)**

상승여력 **14.8%**

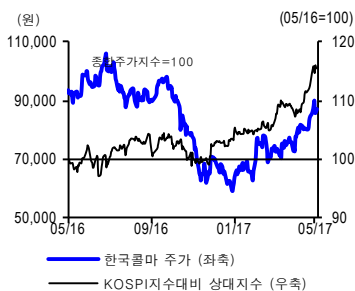
박상연

(02) 3772-1592

sypark03@shinhan.com

KOSPI	2,290.65p
KOSDAQ	645.38p
시가총액	1,837.8십억원
액면가	500 원
발행주식수	21.1백만주
유동주식수	16.1백만주(76.2%)
52 주 최고가/최저가	106,000 원/59,200 원
일평균 거래량 (60 일)	179,468 주
일평균 거래액 (60 일)	13,898 백만원
외국인 지분율	47.40%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 23 인
	NIHON KOLMAR
절대수익률	3 개월 13.0%
	6 개월 18.8%
	12 개월 -6.0%
KOSPI 대비	3 개월 2.8%
상대수익률	6 개월 2.1%
	12 개월 -19.3%

주가차트



무난한 실적 성장세 전망

2분기 영업이익 249억원(+15.4% YoY)로 컨센서스 부합 예상

2분기는 매출액 2,273억원(+31.4%, 이하 YoY), 영업이익 249억원(+15.4%)으로 영업이익 시장 기대치 249억원에 부합할 전망이다. 제약 부문(매출액 비중 25%)은 매출액 501억원(+19.7%)으로 사업부 내 가장 높은 성장률을 기록할 전망이다. 전년과 유사한 수준(16년 +26%)의 고성장을 흐름을 지속할 전망이다.

화장품(매출액 비중 70%)은 1,441억원(+15.6%)으로 직전 분기에 이어 10%중반 내외의 성장률을 이어갈 전망이다. 내수 브랜드샵 및 홈쇼핑 고객 물량 성장 흐름 지속이 예상된다. 브랜드 고객사의 물량 감소 기조가 크게 감지되지 않고 있다.

2017년 매출액 8,706억원(+30% YoY), 영업이익 931억원(+27% YoY) 전망

부문별 매출액은 국내 화장품 5,195억원(+14%), 제약 1,988억원(+20% YoY), 북경 775억원(+49% YoY), 미국 ODM 2개사 920억원을 전망한다. 수출 부문은 545억원을 기록하며 10%의 매출 비중을 기록할 전망이다.

성장세가 양호한 제약 부문은 신규 공장 증설(7월 가동, 총 Capa 1,500억원 → 4,500억원, 설비 기준 2,500억원)로 하반기에도 고성장(+17%)을 이어갈 전망이다. 2017년말 완공 예정인 중국 내 화장품 신공장 증설(우시)도 지연없이 진행되고 있다. 규모는 3,500억원으로 2018년 상반기 내 가동 예정이다.

목표주가 100,000원, 투자의견 '매수' 유지

1) 제약 ODM 고성장 지속(16년 +26%, 17F +20% YoY), 2) 2016년 인수한 미국 ODM(PTP, CSR) 매출액 920억원(16년 136억원) 반영, 3) 업종 내 이익 성장성 보유(17F 영업이익의 성장 +27%, 커버리지 평균 8%)로 업종 내 최선호주 추천한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	535.8	60.7	58.8	45.5	2,155	31.4	10,459	44.0	28.2	9.1	22.7	(7.0)
2016	667.5	73.4	71.3	53.1	2,516	16.7	12,790	26.2	16.9	5.1	21.6	10.9
2017F	870.6	93.1	87.4	62.3	2,951	17.3	15,441	29.5	16.8	5.6	20.9	12.3
2018F	995.9	106.2	103.5	77.2	3,660	24.0	18,751	23.8	14.6	4.6	21.4	7.1
2019F	1,145.3	121.7	117.3	93.6	4,436	21.2	22,838	19.6	12.6	3.8	21.3	(1.7)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

한국콜마의 2017년 2분기 영업실적 요약

(십억원, %)	2Q17F	1Q17	QoQ	2Q16	YoY	컨센서스	(차이)
매출액	227	201	12.8	173	31.4	222	2.6
영업이익	25	21	20.7	22	15.4	25	(0.2)
세전이익	23	20	17.1	21	9.0	24	(4.9)
순이익	16	15	10.4	16	0.3	18	(10.7)
영업이익률 (%)	10.9	10.2	-	12.5	-	11.2	
세전이익률 (%)	10.2	9.8	-	12.3	-	11.0	
순이익률 (%)	7.2	7.4	-	9.5	-	8.3	

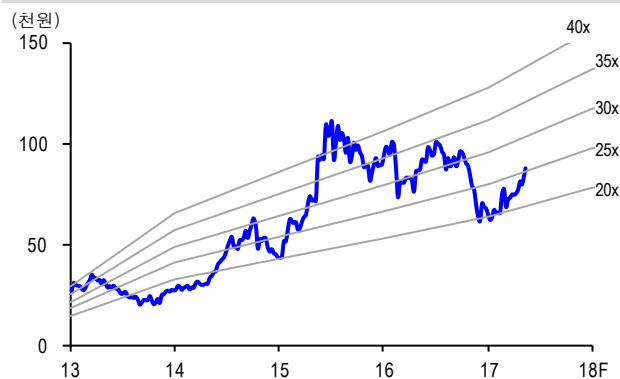
자료: 회사 자료, QuantiWise, 신한금융투자 추정

한국콜마의 사업 부문별 영업실적 추이 및 전망

(십억원, %)		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016	2017F	2018F
매출액	연결 매출	149	173	160	186	201	227	210	232	536	668	871	996
	화장품/제약	145	167	147	156	169	194	170	185	507	620	718	825
	해외(북경/미국)	23	38	44	57	51	73	81	97	99	161	302	368
영업이익		18	22	15	19	21	25	23	25	61	74	93	106
세전이익		17	21	13	20	20	23	21	23	59	71	87	104
순이익		13	16	10	14	15	16	14	17	45	53	62	77
매출액 비중 (%)	연결 매출	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
	별도 매출	97	96	92	84	84	85	81	80	95	93	83	83
	해외(북경/미국)	15	22	28	30	25	32	38	42	19	24	35	37
매출액 증가율 (%)	YoY	17.6	21.8	25.0	33.5	35.5	31.4	31.0	25.0	16.1	24.6	30.4	14.4
	QoQ	6.8	16.4	(7.4)	15.9	8.5	12.8	(7.7)	10.6	-	-	-	-
영업이익 증가율 (%)	YoY	21.6	22.5	(3.1)	47.1	17.4	15.4	46.4	31.5	30.1	20.8	26.6	14.0
	QoQ	35.6	22.9	(28.1)	22.9	8.3	20.7	(8.8)	10.4	-	-	-	-
영업이익률 (%)		11.8	12.5	9.7	10.2	10.2	10.9	10.8	10.8	11.4	11.0	10.7	10.7
세전이익률 (%)		11.6	12.3	8.1	10.6	9.8	10.2	10.0	10.1	11.0	10.7	10.0	10.4
순이익률 (%)		9.0	9.5	6.0	7.4	7.4	7.2	6.8	7.1	8.5	8.0	7.2	7.8

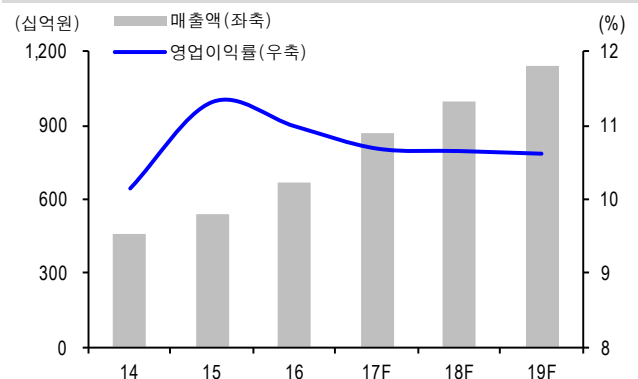
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국콜마의 12개월 선행 PER 추이



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

한국콜마의 영업실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

한국콜마의 지배주주 순이익 PER Valuation

(십억원, 원, 배)	기존	변경	비고
12개월 선행 순이익	63	66	
12개월 선행 EPS	2,969	3,128	
Target PER	32	32	과거 5개년(2012~16년)의 평균 PER 적용
목표주가	90,000	100,000	

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 중국 성장 기대감 존재하기 이전 멀티플 저평가 시기(2012~13년)와 기대감 존재 시기(2014~16년)의 평균

한국콜마의 밸류에이션 추이

PER (배)	2012	2013	2014	2015	2016	2012~16년 평균	2017F	2018F	2019F
End	27.1	37.8	26.8	44.0	26.2	32.4	29.1	23.4	19.3
High	28.6	47.7	39.4	61.0	43.1	44.0	30.5	24.6	20.3
Low	17.4	27.4	16.3	19.9	24.6	21.1	19.6	15.8	13.0
Avg	24.1	36.1	25.9	38.9	34.8	32.0	24.6	19.9	16.4

자료: 신한금융투자

Global 화장품 업체 valuation 요약 비교

회사 이름		시가 총액	매출액 증감률	영업이익 증감률	PER		PBR		EV/EBITDA		ROE		주가상승률	
(조원, %, 배)			17F	17F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	1M	YTD
한국	아모레퍼시픽	20.2	2.4	(6.0)	41.3	33.6	5.5	4.9	20.6	17.5	14.4	15.7	27.5	7.3
	LG생활건강	12.3	4.4	(1.8)	40.3	33.4	4.3	3.8	10.2	8.7	11.2	12.2	25.6	12.4
	아모레G	15.0	3.9	3.8	27.7	25.4	5.6	4.7	15.0	13.2	22.5	20.5	23.5	11.8
	한국콜마	1.8	30.4	26.8	29.1	23.4	5.6	4.6	16.5	14.4	20.9	21.4	17.9	30.4
	코스맥스	1.3	24.0	0.0	41.1	25.2	6.6	5.4	25.1	16.1	17.1	23.5	(1.1)	9.6
미국	Johnson & Johnson	374.1	5.1	9.6	17.4	16.1	5.3	4.6	12.2	11.2	26.2	27.0	(1.8)	6.9
	Procter & Gamble	248.4	0.0	1.8	20.9	19.5	3.8	3.7	13.5	12.9	18.9	19.8	(4.6)	2.5
	Estée Lauder	38.5	11.3	14.5	24.7	22.3	8.9	9.7	14.5	13.3	42.6	54.7	9.4	21.5
	Nu Skin	3.5	2.4	23.6	18.7	16.7	5.3	7.1	9.2	8.7	22.6	21.3	7.9	22.2
일본	Kao	32.8	(2.9)	0.4	24.1	22.4	4.4	4.0	12.3	11.6	19.0	18.6	8.3	20.7
	Shiseido	12.9	9.2	27.0	43.7	34.9	3.1	2.9	15.1	13.0	7.2	9.0	14.0	9.7
	Rohto Pharmaceutical	2.6	1.0	(0.9)	27.7	26.4	2.1	2.0	11.7	11.3	7.8	7.9	15.7	21.8
	Fancl	1.2	20.2	397.2	31.4	28.0	1.7	1.7	10.1	9.0	5.1	5.9	17.3	18.1
중국	Shanghai Jahwa	3.2	(10.8)	128.6	45.8	36.8	3.5	3.2	29.9	24.6	7.5	8.7	(3.7)	5.8
유럽	Unilever	179.5	3.7	6.6	22.4	20.2	9.1	8.7	15.4	14.3	38.2	47.0	0.5	24.0
	L'Oréal	129.8	6.3	7.9	27.0	25.4	4.1	3.7	15.6	14.8	15.2	15.2	3.4	9.3
	LVMH	143.9	7.4	11.9	24.3	22.0	4.0	3.6	12.2	11.3	17.0	17.1	10.8	27.6
	Beiersdorf	29.0	3.9		28.1	26.1	4.1	3.6	17.4	16.3	15.3	14.5	3.3	16.7

자료: Bloomberg Consensus, 신한금융투자 추정

주: 일본기업은 결산 기준일 3월 31일

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	344.3	492.9	581.2	663.2	782.9
유동자산	185.6	264.1	321.6	373.4	468.1
현금및현금성자산	16.2	26.9	13.4	21.9	63.9
매출채권	89.8	127.5	166.3	190.2	218.8
재고자산	45.8	86.1	112.3	128.4	147.7
비유동자산	158.7	228.9	259.6	289.8	314.8
유형자산	145.8	184.9	219.7	253.4	281.5
무형자산	9.6	40.5	36.4	32.9	29.7
투자자산	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	123.6	205.2	234.6	246.8	280.3
유동부채	114.6	196.2	225.3	237.7	270.2
단기차입금	14.3	57.2	60.2	58.2	58.2
매입채무	67.0	104.2	135.9	155.5	178.8
유동성장기부채	10.5	1.1	(2.9)	(4.9)	0.0
비유동부채	9.0	9.1	9.4	9.2	10.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	4.1	4.8	3.8	2.8	2.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	220.7	287.7	346.6	416.4	502.6
자본금	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	116.3	116.3	116.3	116.3	116.3
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.2	1.9	1.9	1.9	1.9
이익잉여금	93.7	141.2	197.1	267.0	353.2
지배주주지분	220.7	269.9	325.9	395.7	481.9
비지배주주지분	0.0	17.8	20.7	20.7	20.7
*총차입금	29.0	63.4	61.4	56.4	61.3
*순차입금(순현금)	(15.4)	31.4	42.6	29.4	(8.5)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	49.4	38.2	45.1	72.6	95.3
당기순이익	45.5	53.2	65.2	77.2	93.6
유형자산상각비	9.0	10.8	16.3	19.2	21.9
무형자산상각비	0.6	1.1	4.0	3.6	3.2
외화환산손실(이익)	(0.3)	0.8	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	(8.6)	(32.5)	(40.4)	(27.5)	(23.4)
(법인세납부)	(13.2)	(16.8)	(22.2)	(26.3)	(23.7)
기타	16.4	21.6	22.2	26.4	23.7
투자활동으로인한현금흐름	(8.6)	(21.3)	(51.5)	(52.8)	(50.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(33.4)	(44.8)	(51.0)	(53.0)	(50.0)
유형자산의감소	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(6.2)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	1.2	341.5	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타	29.6	(317.1)	(0.5)	0.2	(0.8)
FCF	17.7	(21.3)	(1.8)	21.9	47.9
재무활동으로인한현금흐름	(45.9)	10.6	(7.2)	(11.3)	(2.5)
차입금의 증가(감소)	(42.6)	14.8	(1.9)	(5.0)	4.9
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(3.4)	(4.3)	(5.3)	(6.3)	(7.4)
기타	0.1	0.1	(0.0)	(0.0)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.1	(16.9)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(5.0)	10.7	(13.5)	8.6	42.0
기초현금	21.2	16.2	26.9	13.4	21.9
기말현금	16.2	26.9	13.4	21.9	63.9

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	535.8	667.5	870.6	995.9	1,145.3
증가율 (%)	16.2	24.6	30.4	14.4	15.0
매출원가	409.6	514.0	671.4	768.2	884.6
매출총이익	126.3	153.5	199.2	227.7	260.7
매출총이익률 (%)	23.6	23.0	22.9	22.9	22.8
판매관리비	65.6	80.1	106.1	121.5	139.0
영업이익	60.7	73.4	93.1	106.2	121.7
증가율 (%)	29.6	20.9	26.8	14.0	14.6
영업이익률 (%)	11.3	11.0	10.7	10.7	10.6
영업외손익	(1.9)	(2.1)	(5.7)	(2.7)	(4.4)
금융손익	(1.7)	(2.6)	(5.3)	(4.3)	(4.0)
기타영업외손익	(0.2)	0.5	(0.4)	1.6	(0.4)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	58.8	71.3	87.4	103.5	117.3
법인세비용	13.3	18.1	22.2	26.3	23.7
계속사업이익	45.5	53.2	65.2	77.2	93.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	45.5	53.2	65.2	77.2	93.6
증가율 (%)	38.6	16.9	22.6	18.5	21.2
순이익률 (%)	8.5	8.0	7.5	7.8	8.2
(지배주주)당기순이익	45.5	53.1	62.3	77.2	93.6
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.1	2.9	0.0	0.0
총포괄이익	44.3	55.0	65.2	77.2	93.6
(지배주주)총포괄이익	44.3	53.4	63.3	75.0	90.9
(비지배주주)총포괄이익	0.0	1.6	1.9	2.2	2.7
EBITDA	70.4	85.3	113.4	129.0	146.8
증가율 (%)	30.7	21.2	33.0	13.7	13.8
EBITDA 이익률 (%)	13.1	12.8	13.0	13.0	12.8

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

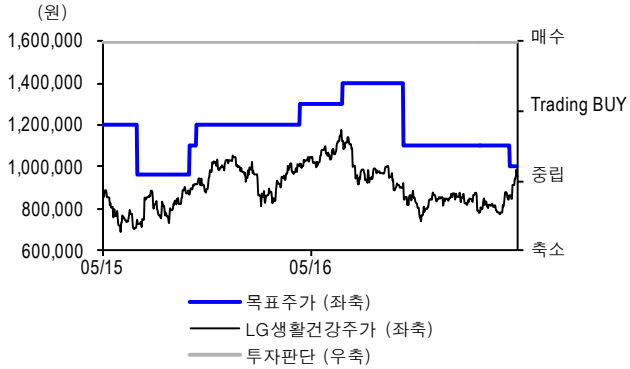
주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	2,155	2,521	3,090	3,660	4,436
EPS (지배순이익, 원)	2,155	2,516	2,951	3,660	4,436
BPS (자본총계, 원)	10,459	13,634	16,424	19,735	23,821
BPS (지배지분, 원)	10,459	12,790	15,441	18,751	22,838
DPS (원)	200	250	300	350	350
PER (당기순이익, 배)	44.0	26.1	28.2	23.8	19.6
PER (지배순이익, 배)	44.0	26.2	29.5	23.8	19.6
PBR (자본총계, 배)	9.1	4.8	5.3	4.4	3.7
PBR (지배지분, 배)	9.1	5.1	5.6	4.6	3.8
EV/EBITDA (배)	28.2	16.9	16.8	14.6	12.6
배당성향 (%)	9.3	9.9	10.2	9.6	7.9
배당수익률 (%)	0.2	0.4	0.3	0.4	0.4
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	13.1	12.8	13.0	13.0	12.8
영업이익률 (%)	11.3	11.0	10.7	10.7	10.6
순이익률 (%)	8.5	8.0	7.5	7.8	8.2
ROA (%)	13.4	12.7	12.1	12.4	12.9
ROE (지배순이익, %)	22.7	21.6	20.9	21.4	21.3
ROIC (%)	24.8	20.7	19.5	18.9	20.5
안정성					
부채비율 (%)	56.0	71.3	67.7	59.3	55.8
순차입금비율 (%)	(7.0)	10.9	12.3	7.1	(1.7)
현금비율 (%)	14.2	13.7	5.9	9.2	23.6
이자보상배율 (배)	30.3	73.4	68.9	83.2	95.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	11.0	9.2	7.6	6.7	6.6
재고자산회수기간 (일)	28.3	36.1	41.6	44.1	44.0
매출채권회수기간 (일)	59.9	59.4	61.6	65.3	65.2

자료: 회사 자료, 신한금융투자

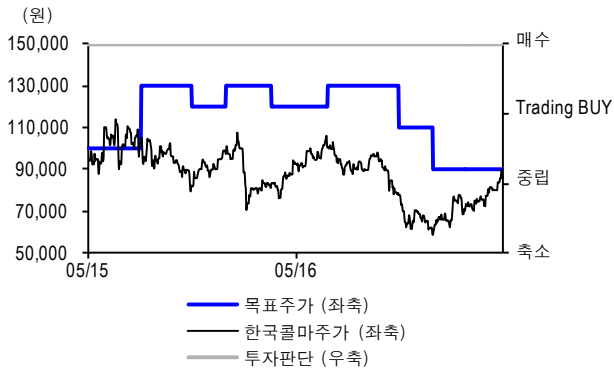
투자의견 및 목표주가 추이

LG생활건강 (051900)



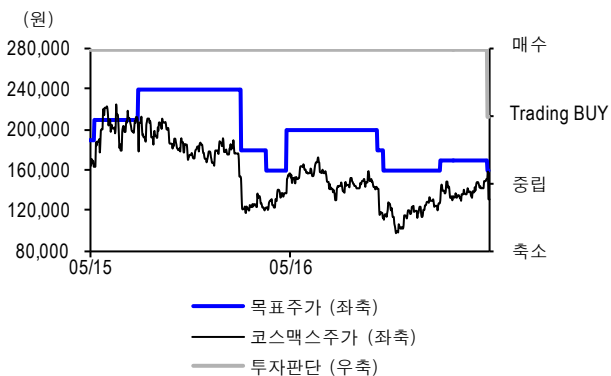
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 16일	매수	1,200,000
2015년 07월 16일	매수	960,000
2015년 10월 16일	매수	1,100,000
2015년 10월 28일	매수	1,200,000
2016년 04월 27일	매수	1,300,000
2016년 07월 11일	매수	1,400,000
2016년 10월 26일	매수	1,100,000
2017년 05월 01일	매수	1,000,000

한국콜마 (161890)



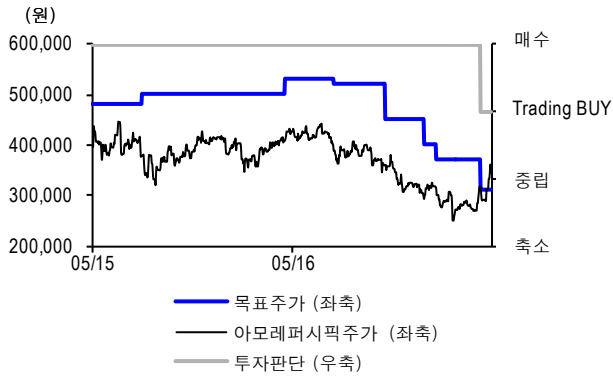
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 16일	매수	100,000
2015년 08월 18일	매수	130,000
2015년 11월 15일	매수	120,000
2016년 01월 14일	매수	130,000
2016년 04월 03일	매수	120,000
2016년 07월 11일	매수	130,000
2016년 11월 13일	매수	110,000
2017년 01월 12일	매수	90,000
2017년 05월 14일	매수	100,000

코스맥스 (192820)



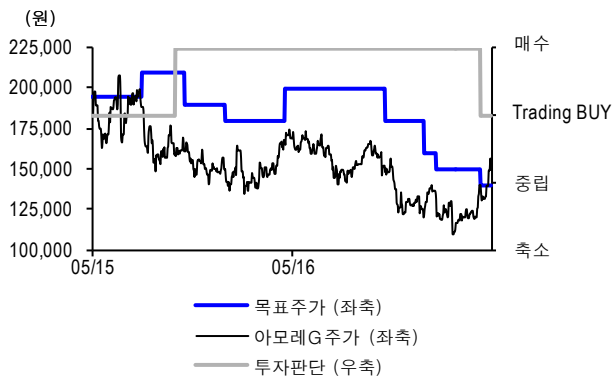
일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 16일	매수	190,000
2015년 05월 25일	매수	210,000
2015년 08월 13일	매수	240,000
2016년 02월 17일	매수	180,000
2016년 04월 03일	매수	160,000
2016년 05월 10일	매수	200,000
2016년 10월 23일	매수	180,000
2016년 11월 03일	매수	160,000
2017년 02월 15일	매수	170,000
2017년 05월 12일	Trading BUY	160,000

아모레퍼시픽 (090430)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 16일	매수	480,000
2015년 08월 16일	매수	500,000
2016년 05월 03일	매수	530,000
2016년 07월 31일	매수	520,000
2016년 11월 02일	매수	450,000
2017년 01월 12일	매수	400,000
2017년 02월 03일	매수	370,000
2017년 04월 25일	Trading BUY	310,000

아모레G (002790)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)
2015년 05월 16일	Trading BUY	195,000
2015년 08월 16일	Trading BUY	210,000
2015년 10월 16일	매수	210,000
2015년 11월 02일	매수	190,000
2016년 01월 15일	매수	180,000
2016년 05월 03일	매수	200,000
2016년 11월 02일	매수	180,000
2017년 01월 12일	매수	160,000
2017년 02월 03일	매수	150,000
2017년 04월 25일	Trading BUY	140,000

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 박상연).
- ◆ 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 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 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 (2017년 4월 1일부터 적용)

투자등급	비중	비중확대	비중축소
매수	향후 6개월 수익률이 +10% 이상	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우	비중축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
Trading BUY	향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자 의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우	
중립	향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%		
축소	향후 6개월 수익률이 -20% 이하		

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 12일 기준)

매수 (매수)	89.15%	Trading BUY (중립)	7.55%	중립 (중립)	3.30%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----

메모

고객지원센터 : 1588-0365

서울특별시 영등포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com



신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	구로	02) 857-8600	대치센트레빌	02) 554-2878	보라매	02) 820-2000	여의도	02) 3775-4270
강남중앙	02) 6354-5300	남대문	02) 757-0707	도곡	02) 2057-0707	삼성역	02) 563-3770	연희동	02) 3142-6363
관악	02) 887-0809	노원역	02) 937-0707	마포	02) 718-0900	삼풍	02) 3477-4567	영업부	02) 3772-1200
광교	02) 739-7155	논현	02) 518-2222	명동	02) 752-6655	송파	02) 449-0808	잠실산천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	답십리	02) 2217-2114	목동	02) 2653-0844	신당	02) 2254-4090	중부	02) 2270-6500
종로영업소	02) 722-4388	성수동영업소	02) 466-4228	반포	02) 533-1851	압구정	02) 511-0005		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	수원	031) 246-0606	의정부	031) 848-9100	판교	031) 8016-0266		
분당	031) 712-0109	안산	031) 485-4481	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010		
산본	031) 392-1141	인천	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600	평촌	031) 381-8686		
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777		
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500		
대구·경북지역									
구미	054) 451-0707	대구수성	053) 642-0606	안동	054) 855-0606			제주지역	
대구	053) 423-7700	시지	053) 793-8282	포항	054) 252-0370			서귀포	064) 732-3377
								제주	064) 743-9011
대전·충북지역									
대전	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600			강원지역	
								강릉	033) 642-1777
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911				
군산	063) 442-9171	여수	061) 682-5262	수완	062) 956-0707				
PWM Lounge									
경희궁	02) 2196-4655	명동	02) 718-0149	성수동	02) 466-4227	울산	052) 261-6127	종로중앙	02) 712-7106
과천	02) 3679-1410	부산서면	051) 243-3070	신제주	064) 743-0752	의정부	031) 848-0125	평촌	031) 386-0583
광교영업부	02) 777-1559	산본중앙	031) 396-5094	영업부	02) 3783-1025	종로	02) 722-4388	평택	031) 657-0136
마포중앙	02) 718-5029	서여의도	02) 3775-1458						
PWM센터									
강남	02) 508-2210	목동	02) 2649-0101	서울FC	02) 778-9600	이촌동	02) 3785-2536	부산	051) 819-9011
강남대로	02) 523-7471	반포	02) 3478-2400	서초	02) 532-6181	인천	032) 464-0707	PVG강남	02) 559-3399
광주	062) 524-8452	방배	02) 537-0885	스타	02) 2052-5511	일산	031) 906-3891	PVG서울	02) 6050-8100
대구	053) 252-3560	분당	031) 717-0280	압구정	02) 541-5566	잠실	02) 2143-0800		
대전	042) 489-7904	분당중앙	031) 718-5015	압구정중앙	02) 547-0202	태평로	02) 317-9100		
도곡	02) 554-6556	서교	02) 335-6600	여의도	02) 782-8331	해운대	051) 701-2200		
해외현지법인/사무소									
뉴욕	(1-212) 397-4000	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356	호치민	(84-8) 6299-8000	호치민 사무소	(84-8) 3824-6445
인도네시아	(62-21) 5140-1133								