2018년 1월 10일 I Equity Research

화장품

4QPreview: 좀더 기다려야 할 듯

4분기 실적 기대치 다소 하회 전망

4분기 화장품 업체들의 실적은 대체로 시장 기대치를 하회할 것으로 예상한다. 면세점 판매 규제와 중국 인바운드 저하, Capa 증설 등으로 인한 고정비 부담 때문이다. 최근 환율 하락은 원화 계상 실적에 추가적인 부담 요인이다. LG생활건강과 한국콜마(홀딩스), SK바이오랜드, 연우 등이 그나마 YoY 증익이 가능할 전망이다. LG생활건강은 면세점과 방판, 한국콜마는 국내 사업이 경쟁사보다 우위에 있다. SK바이오랜드와 연우는 해외 수출 매출이 돋보인다.

중국향 수출+중국 인바운드 회복+실적 개선 교집합 필요

최근 중국향 화장품 수출 증가(11월 YoY 47%)와 중국 수입시장 점유율 상승(10월 25%→11월 32%)은 긍정적이다. 반면, 중국 인바운드는 여전히 부진하다. 11월 중국 인바운드는 YoY 42% 역신장에 머물렀다. 사드 보복조치 소멸 등 이슈로 주가 모멘텀을 형성하는 시기는 지났다. 이제 숫자로 보여줘야 한다. 결국, 화장품 업종의 의미있는 주가 상승을 위해서는 1) 중국향 화장품 수출의 추세적 회복, 2) 중국 인바운드 YoY (+) 전환과 함께, 3) 실적 개선이 가시화되어야 할 것이다. 중국 인바운드와 아모레퍼시픽의 영업이익이 모두 YoY (+)로 전환되는 시기는 3~4월로 예상한다.

투자전략: 업종 '중립', 중소형 우량주에 제한적 투자 바람직

당분간 보수적 접근이 유효하다. 1) 사드 보복조치 소멸 기대감이 선반영되면서 밸류에이션 부담이 커졌고, 2) 4분기 실적은 중국 사업 회복 및 연속성 측면에서 중요한 분기로 기대치를 하회할 경우 주가 변동성이 클 수 있기 때문이다. 상대적으로 실적 가시성이 높고, 밸류에이션 여유가 있는 **한국콜마홀딩스(BUY, TP 5.7만원)와 연우(BUY, TP 3.8만원), SK바이오랜드(BUY, TP 2.6만원)** 등 중소형주들에 대한 제한적인 범위 비중확대를 권고한다.

Industry In-depth

Neutral

Top picks

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(1월9일)
한국콜마홀딩스(024720)	BUY	57,000원	39,200원
연우(115960)	BUY	38,000원	29,150원

Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

하나금융투자

CONTENTS

1. 4분기 실적 전망: 기대치 소폭 하회 3

1) 바닥은 지났지만, 회복은 아직 3
2) 일부 업체 증익: LG생활건강/한국콜마(홀딩스)/SK바이오랜드/연우 3
3) 2018년 최저임금 영향 제한적 3

2. 브랜드 업체: 아직 가시화된 것은 없다 5

1) 아모레퍼시픽: 영업이익 YoY 32% 감익 전망 5
2) LG생활건강: 영업이익 YoY 10% 증가 전망 5
3) 클리오/리더스코스메틱: 매출 감소 지속 5

3. ODM/용기/원료 업체: 매출 다각화 결실 7

1) 한국콜마: 국내 화장품 사업 선전 7
2) 코스맥스: 국내 사업 부진 감익 주요인 7
3) 코스메카코리아: Capa 증설 고정비 부담 증가 7
4) SK바이오랜드: 매출 규모 역대 최대치 기록 전망 7
5) 연우: 수출 기여도 확대 8

4. 투자판단: 업종 '중립', 3~4월 주가 모멘텀 예상 9

1) 사드 보복조치 소멸 선반영, 높은 밸류에이션 부담 9
2) 3개 교집합 필요: 중국향 화장품 수출 증가+중국 인바운드 회복+실적 개선 9

Top Picks 13

한국콜마홀딩스 (024720) 14
연우 (115960) 17

하나금융투자

Analyst 박종대 02-3771-8544

1. 4분기 실적 전망: 기대치 소폭 하회

1) 바닥은 지났지만, 회복은 아직

실적 저하 이유: 면세점 판매 규제 /중국 인바운드 저하/고정비 증가

4분기 화장품 업체들의 실적은 대체로 시장 기대치를 하회할 것으로 예상한다. 아모레퍼시픽의 경우 면세점 자체 규제가 9월부터 시작했기 때문에 4분기는 3분기보다 영향이 더 크다. 중국 인바운드 회복은 2018년도 이슈이기 때문에 4분기 실적과는 아직 거리가 있다. ODM 업체들 역시 원브랜드샵 향 수주가 분명히 3분기보다 4분기가 나아지고 있는 것은 맞지만, 뚜렷한 개선은 아니다. 반면, 지난 2~3년간 지속적인 Capa 증설과 인력 확충으로 고정비 부담은 커졌다.

환율 하락은 추가적인 부담

아울러, 최근 원화 강세는 추가적인 부담 요인이다. 중국 법인 실적(원화 기준)이 현지 기준보다 10%p 낮게 나올 수 있다. 전년 동기대비 원위안화 환율이 10% 이상 하락하였다. 아래 실적 전망에는 이런 환율 요인은 배제하였다.

2) 일부 업체 증익: LG생활건강/한국콜마(홀딩스)/SK바이오랜드/연우

증익 업체들 영업이익도 애초 기대치보다는 낮은 수준

LG생활건강은 방판과 면세점, 중국 법인이 상대적으로 양호한 실적을 이어가고 있으며, 한국콜마는 제약과 국내 화장품 ODM(홈쇼핑/온라인 등)이 상대적으로 선전하고 있다. 한국콜마홀딩스는 콜마비앤에이치 실적 개선 영향 증익 폭이 클 것으로 예상되며, SK바이오랜드는 중국 향 화장품 원료 수출과 건강기능식품 원료 호조로 실적 모멘텀을 이어갈 전망이다. 연우는 글로벌 브랜드향 수출 기여도 확대와 전년도 기저효과로 증익이 가능할 전망이다. 하지만, 이들 업체들 영업이익도 애초 기대치보다는 낮은 수준이다.

3) 2018년 최저임금 영향 제한적

코스맥스/한국콜마/코스메카코리아/ 연우 등 20억원 내외 추가 비용

화장품의 경우 생산 공장을 갖고 있는 중소형 업체들, 그리고 상대적으로 자동화가 덜 되어 있고, 인건비 비중이 높은 코스맥스/한국콜마/코스메카코리아/연우 등 ODM/부자재 업체들의 경우 연간 20억원 내외 원가 상승 부담이 있을 것으로 보인다. 다만, 이들 업체들의 생산 인력 인건비는 i) 최저임금 수준보다 다소 높은 수준으로 지급되어 왔고, ii) 그동안 이미 Capa 증설에 따른 신규 충원 확대로 인건비 증가율이 높았다. 2018년도 추가적인 Capa 증설 계획은 제한적이다. 임금 상승을 감안해도 전체 인건비 증가율이 크게 높아지진 않을 것으로 본다.

아모레퍼시픽/LG생활건강 전문점 채널 비용 증가 가능성
- 아리따움 +41억원 추산

한편, 아모레퍼시픽이나 LG생활건강 생산 공장은 정규직 베이스로 임금 수준이 높다. 이들 업체들은 아리따움과 더페이스샵 등 전문점 임시직 직원 비용이 증가할 수 있다. 아리따움 1,340개 점포에서 연간 증가할 수 있는 비용은 41억원 수준으로 전체 영업이익 기준으로 1%가 채 되지 않는다(아리따움 2017년 연간 임시직 인건비: 6,470원*8(시간)*30(일)*12(월)*1,340(점포수)*1명=250억원, 16.4% 증가시 41억원 추가 소요). 물론, 이러한 비용 증가는 가맹점주에게 1차적으로 영향을 미친다. 가맹본부는 가맹점주 이익 보전을 위한 정책을 내놓을 수 있기 때문에 수익성에 영향을 미칠 수 있다는 것이다.

Analyst 박종대 02-3771-8544

표 1. 화장품 커버리지 종목 4분기 및 연간 실적전망

(단위: 십억원, %)

종목	항목	4Q16	4Q17F	YoY(%)	2017F	2018F	YoY(%,%p)	Con.(4Q17)	Con.(2018)
아모레퍼시픽*	매출	1,316	1,214	-7.7	5,198	6,205	19.4	1,259	5,912
	영업이익	102	69	-32.3	589	780	32.6	87	780
	순이익	73	62	-15.0	443	593	33.9	77	594
	OPM	7.8	5.7		11.3	12.6		6.9	13.2
아모레G*	매출	1,564	1,430	-8.6	6,117	7,341	20.0	1,484	7,008
	영업이익	134	87	-35.5	728	1,034	42.0	103	1,016
	순이익	34	52	51.9	246	366	48.8	40	330
	OPM	8.6	6.1		11.9	14.1		7.0	14.5
LG생활건강*	매출	1,457	1,556	6.7	6,295	6,892	9.5	1,519	6,758
	영업이익	178	195	9.7	940	1,084	15.3	189	1,035
	순이익	65	131	102.8	657	765	16.3	136	745
	OPM	12.2	12.5		14.9	15.7		12.5	15.3
클리오*	매출	53.1	50.3	-5.2	195	248	27.2	55.6	260
	영업이익	4.7	1.1	-76.8	8	19	128.1	3.0	24
	순이익	5.2	2.3	-55.0	13	17	31.6	2.8	21
	OPM	8.9	2.2		4.2	7.6		5.3	9.4
코스메카코리아*	매출	44.7	44.4	-0.7	182.1	230.7	26.7	52.6	243.5
	영업이익	3.6	2.7	-25.3	13.2	17.9	35.5	4.2	20.2
	순이익	2.8	2.4	-15.5	11.4	15.4	34.8	3.5	15.9
	OPM	8.0	6.0		7.2	7.8		8.0	8.3
코스맥스*	매출	199.7	227.7	14.0	887.6	1,065.5	20.0	228.0	1,152.0
	영업이익	9.5	5.7	-39.9	34.4	65.0	88.8	7.8	63.6
	순이익	7.6	2.9	-61.1	20.2	44.7	121.6	4.2	43.1
	OPM	4.7	2.5		3.9	6.1		3.4	5.5
한국콜마*	매출	186	219	17.8	821	966	17.6	214	954
	영업이익	19	20	7.4	73	96	31.6	21	93
	순이익	14	16	14.0	55	72	31.2	15	68
	OPM	10.2	9.3		8.9	10.0		9.6	9.8
한국콜마홀딩스*	매출	85.8	138.4	61.3	487.5	584.7	19.9		
	영업이익	12.2	16.5	35.6	62.7	74.0	18.0		
	순이익	10.4	15.9	52.6	63.3	51.3	-18.9		
	OPM	14.2	11.9		12.9	12.7			
연우	매출	57.2	58.7	2.5	229.0	278.7	21.7	59.8	262.1
	영업이익	3.1	3.9	22.7	10.8	17.3	60.6	4.3	20.6
	순이익	4.6	2.1	-54.2	10.0	14.5	44.5	0.0	16.0
	OPM	5.5	6.6		4.7	6.2		7.1	7.8
SK바이오랜드*	매출	26.3	28.6	8.6	104.4	125.6	20.3	28.5	118.7
	영업이익	4.2	5.0	18.2	15.6	22.4	44.1	4.7	19.1
	순이익	4.1	3.9	-3.3	12.3	17.5	42.9	4.0	15.0
	OPM	16.0	17.4		14.9	17.8		16.5	16.1
리더스코스메틱*	매출	42.6	36.4	-14.6	132.9	146.1	9.9		
	영업이익	-0.7	1.5	-311.7	2.6	7.7	201.8		
	순이익	-2.6	0.6	-124.2	0.1	4.5	4,916.6		
	OPM	-2	4		1.9	5.3			

주: *표시는 연결기준

자료: 각사, 하나금융투자

2. 브랜드 업체: 아직 가시화된 것은 없다

1) 아모레퍼시픽: 영업이익 YoY 32% 감익 전망

4분기 연결 매출 YoY -7%, OP 6,90억원(YoY -32%), 면세점 YoY -37%, 중국 YoY 29%, 이사비용 부담

연결 매출은 1조 2,140억원(YoY -8%), 영업이익은 690억원으로 전년 동기대비 32% 감소하는 부진한 모습이 예상된다. 면세점 매출은 2,330억원(YoY -37%), 중국 법인 매출은 3,700억원(YoY 29%) 수준으로 추정한다. 원/위안화 환율 하락으로 현지 성장률 대비 10%p 가량 하락할 수 있다. 아리따움 매출이 YoY -10% 이내로 축소될 것으로 보이는데, 이는 중국 인바운드 매출 비중 정도다. 즉, 국내 소비자 대상 매출은 조금씩 회복세에 있는 것으로 평가할 수 있다. 감익 폭이 커진 이유는 매출 감소에 따른 고정비 부담 증가와 본사 이전 및 본사 신축에 따른 감가상각비 증가 때문이다. 신본사 Capex는 6,000억원, 감가상각비는 인테리어 부문을 제외하고도 연간 200억원 이상이다. 임대수입(연간 200억원)과 구청사 임대료 소멸(연간 120억원)을 감안하더라도 감가상각비 수준을 넘기는 어려울 듯 하다.

2018년 1분기까지 감익, 중국 시장 MS 하락 가능성 단기 주가 부담

아모레퍼시픽의 단기 주가 모멘텀을 제약하는 요인은 두 가지다. i) 3분기에 이어 4분기, 2018년 1분기(OP YoY -8% 추정)까지 감익 가능성이다. ii) 중국 내 브랜드 인지도에 대한 불안감이다. 4분기 중국 법인 성장률(현지 기준) 30%에 미치지 못할 경우 20여년만에 처음으로 시장점유율이 하락할 수 있다. 설화수와 이니스프리는 YoY 30% 내외 고신장하고 있지만, 마몽드와 라네즈가 여전히 역신장 중인 것으로 파악되고 있다. 특히 마몽드는 역신장 폭이 줄어들고 있지 않고 있다. 사드 보복조치를 감안하더라도 시장점유율의 하락은 주가 상승을 제약하는 밸류에이션 부담으로 작용할 수 있다.

2) LG생활건강: 영업이익 YoY 10% 증가 전망

2018년 사드 보복조치 소멸 의한 영업레버리지 제한적 상대적인 투자 매력도 떨어짐

연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 7%, 10% 증가한 1조 5,560억원과 1,950억원 수준으로 추정한다. 화장품 부문에서 고마진 면세점과 방판 매출이 각각 2%, 10% 이상 성장하면서 외형 성장과 수익성 개선을 견인할 전망이다. 생활용품과 음료 부문은 3분기에 준하는 무난한 외형 성장과 이익 개선이 예상된다. 실적 측면 견조함은 긍정적이나, 2018년 사드 보복조치 소멸에 의한 영업레버리지가 제한적이라는 데 상대적인 투자 매력도가 떨어진다. 면세점은 2017년 높은 베이스가 부담이 될 수 있으며, 중국 법인 성장률은 '후' 위주(매출 비중 70%) 편중된 매출이 성장을 제약하는 요인이 될 수 있다. 2018년 연결 매출과 영업이익은 각각 YoY 10%, 15% 성장한 6조 8,920억원과 1조 840억원으로 추정한다.

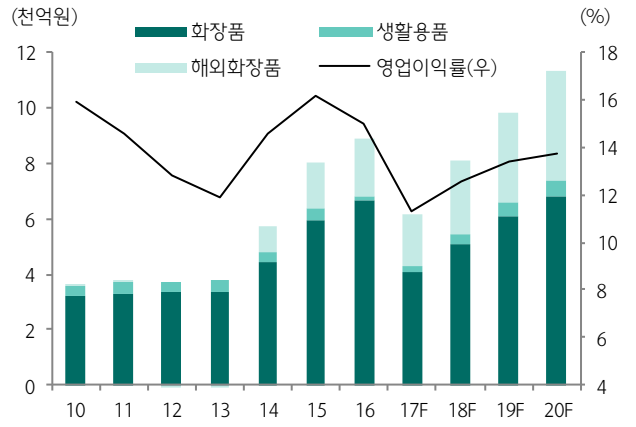
3) 클리오/리더스코스메틱: 매출 감소 지속

클리오 YoY 77% 감익 리더스코스메틱 YoY 흑자전환

클리오 연결 영업이익은 77% 감소한 11억원 수준에 그칠 것으로 예상되는데, 국내외 마케팅/영업인력이 대폭 증가한 반면 매출은 오히려 5% 감소했기 때문이다. 페리페라와 같은 저마진 제품 매출 비중이 상승하고, 신규 브랜드 출시/매장 확대 비용이 증가한 것도 수익성 저하 요인으로 작용했다.

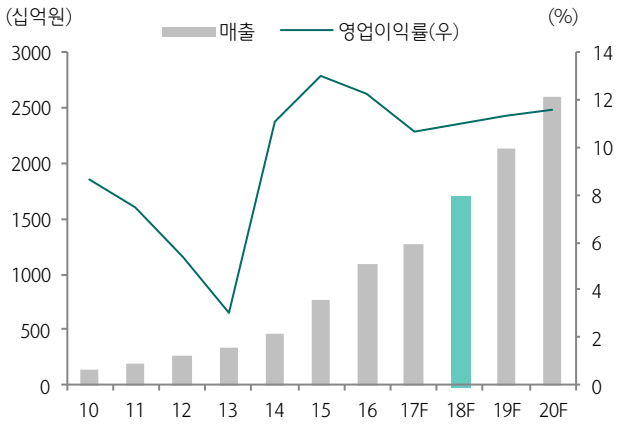
리더스코스메틱 연결 영업이익은 15억원으로 흑자전환이 가능해 보인다. 매출은 3분기와 유사한 364억원(YoY -15%) 수준으로 추정한다. 3분기 대비 영업이익이 줄어든 것은 광고모델 비용이 15억원 정도 추가 반영되기 때문이다. 추세적인 매출 회복을 논하기는 이른 감이 있다.

그림 1. 아모레퍼시픽 연간 영업이익 추이와 전망



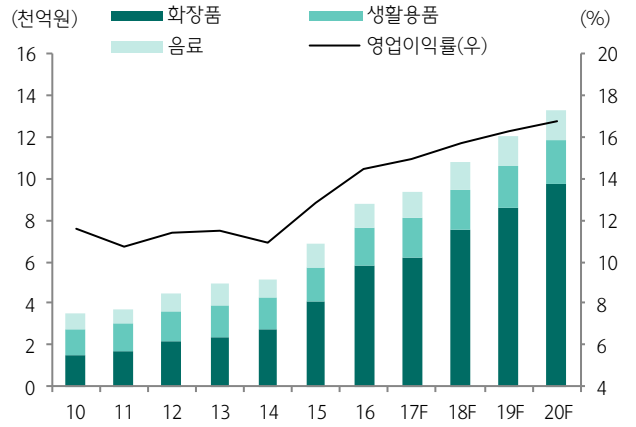
자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

그림 2. 아모레퍼시픽 중국 법인 매출과 영업이익률 추이와 전망



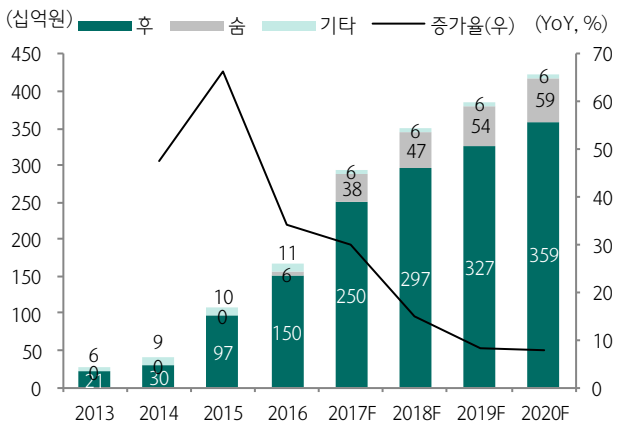
자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

그림 3. LG생활건강 연간 영업이익 추이와 전망



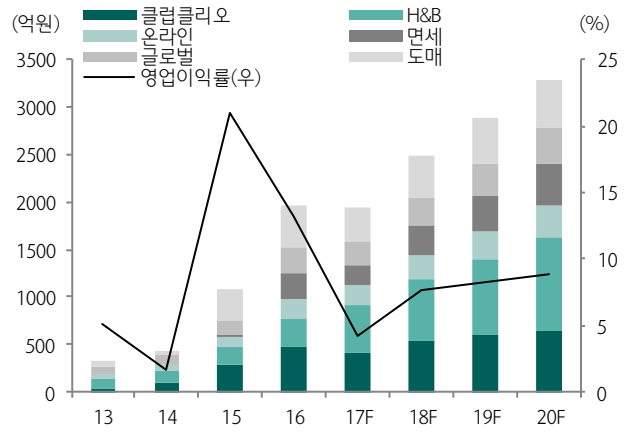
자료: LG생활건강, 하나금융투자

그림 4. LG생활건강 중국 사업 브랜드별 매출



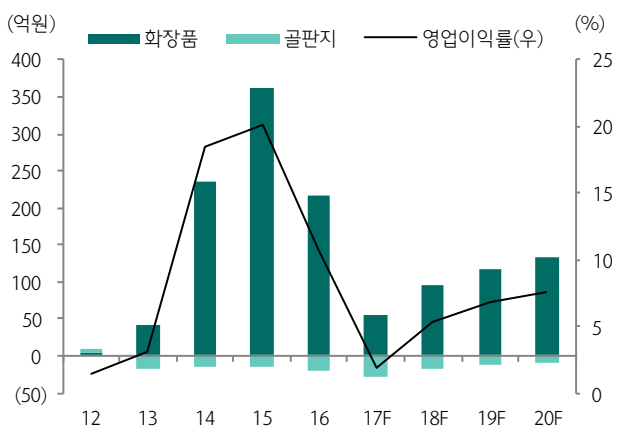
자료: LG생활건강, 하나금융투자

그림 5. 클리오 연간 매출과 영업이익률



자료: 클리오, 하나금융투자

그림 6. 리더스코스메틱 연간 영업이익과 영업이익률



자료: 리더스코스메틱, 하나금융투자

3. ODM/용기/원료 업체: 매출 다각화 결실

1) 한국콜마: 국내 화장품 사업 선전

한국콜마 OP 200억원(YoY 4%)
홀딩스 OP 165억원(YoY 36%)

연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 18%, 7% 증가한 2,190억원과 203억원 수준으로 추정한다. 국내 화장품 부문 매출(YoY 12%)이 원브랜드샵 바이어 부진에도 불구하고, 닥터자르트와 카바코리아, 콜마비앤에이치 향 매출이 큰 폭 증가하면서 외형 성장을 견인할 전망이다. 제약 부문이 전년도 높은 베이스에도 YoY 9% 성장, 중국은 3분기 매출 이연 효과로 YoY 18% 성장할 것으로 추정한다. 영업이익률 하락은 화장품 원부자재 재고 조정과 제약 부문 밸리데이션 비용 증가 등 원가률 상승 때문이다.

한편, 한국콜마홀딩스의 영업이익은 YoY 36% 증가한 165억원 수준이 가능할 전망이다. 콜마비앤에이치 영업이익이 큰 폭으로 증가하기 때문이다. 한국콜마 실적은 지분법이익으로 계상된다. 순이익은 전년 동기대비 21% 증가한 160억원 수준으로 추정한다.

2) 코스맥스: 국내 사업 부진 감익 주요인

코스맥스: OP 57억원(YoY -40%)

연결 매출은 YoY 14% 증가하지만, 영업이익은 40% 감소한 57억원 수준에 그칠 전망이다. 국내 부문 매출이 YoY 2% 역신장을 지속하는 가운데, 턴키 매출 및 저마진 매출 비중 상승에 따른 GPM 하락이 감익의 주 요인으로 작용할 전망이다. 중국 법인 매출은 YoY 37% 성장한 149억원으로 추정하지만, 가시성은 높지 않다. 원화 강세는 원화 계상 매출에 부정적 요인이다. 미국 신규 법인 누월드(지분율 50%) 실적은 1분기부터 합산 계상될 것으로 예상한다. 누월드는 2016년 매출 1억달러(YoY 18.6%), 영업이익 150만달러를 기록하였다.

3) 코스메카코리아: Capa 증설 고정비 부담 증가

코스메카코리아: OP 27억원
(YoY -25%)

연결 매출은 전년 동기대비 1% 감소한 440억원, 영업이익은 25% 감소한 27억원 수준에 그칠 전망이다. 국내외 신규 투자 확대와 매출 저하에 따른 고정비 부담으로 감익 폭이 클 것으로 보인다. 이러한 감익은 2018년도 상반기까지 지속될 공산이 크다. 다만, 2018년 연간 전망은 긍정적이다. 2018년 매출과 영업이익은 각각 YoY 27%, 35% 성장한 2,310억원과 180억원 수준이 가능할 전망이다. 사드 보복조치 소멸 영향 국내 수요 회복, 음성 공장 Capa 증설 완료(2018년 6월), 지속적인 중국 로컬 고객 수요 증가와 절강성 Capa 증설 완료(2018년 10월) 효과가 기대된다.

4) SK바이오랜드: 매출 규모 역대 최대치 기록 전망

SK바이오랜드: OP 50억원(YoY 18%)

연결 매출과 영업이익은 전년 동기대비 각각 9%, 18% 증가한 290억원과 50억원 수준으로 추정한다. 화장품 원료 부문 내수 부진에도 불구하고 중국 향 수출 증가와 건강기능식품 원료 매출 확대로 견조한 실적 모멘텀을 이어갈 전망이다. 국내 화장품 원료 매출은 YoY로는 감소지만 QoQ 증가세는 지속할 것으로 예상한다. 매출 규모는 역대 최대치를 기록할 전망이다. 원가율 상승은 화장품 원재료 비용 및 저마진 식품 비중 상승 때문이다.

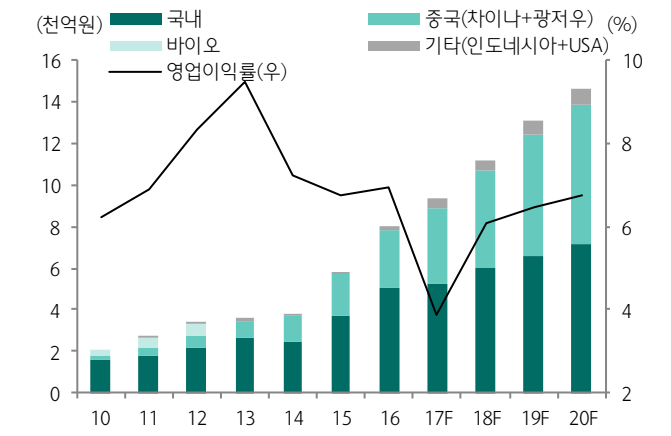
5) 연우: 수출 기여도 확대

연우: OP 39억원(YoY 23%)

매출은 YoY 3% 증가, 영업이익 23% 증가한 39억원 수준으로 추정한다. 아모레퍼시픽을 중심으로 내수 부문 매출이 3분기 대비 증가한 점이 긍정적이다. 이익 개선은 낮은 베이스 때문이다. 전년도 4분기 특별상여금(약 40억원)과 재고자산충당금(15억원)이 비용 부담으로 작용한 바 있다. 다만, 감가상각비와 인건비 증가로 큰폭 이익이 증가하기는 어렵다.

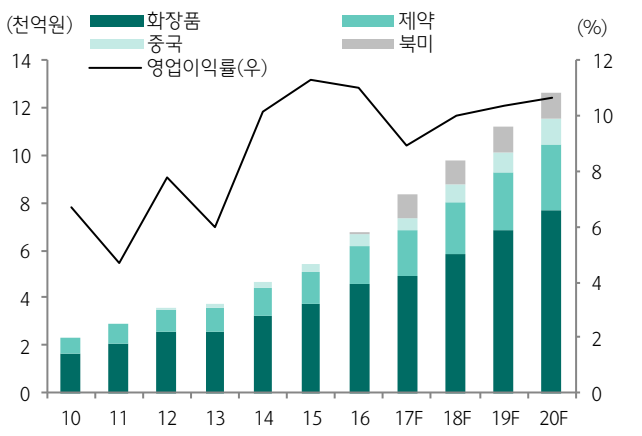
2018년도 매출은 2,790억원(YoY 22%)으로 역대 최대 규모를 달성할 것으로 추정한다. 수출이 YoY 18% 증가하고, 내수가 사드 보복조치 완화와 기저효과로 YoY 25% 성장할 것으로 예상한다. 다만, Capa 증설에 따른 고정비 증가와 최저임금 상승에 따른 인건비 증가로 영업이익률은 6% 초반대 수준 회복에 그칠 전망이다. 만일, 아모레퍼시픽 등 메이저 고객향 매출이 예상보다 확대될 경우 대량 고마진 매출 비중 상승으로 추가적인 수익성 개선을 기대할 수 있다.

그림 7. 코스맥스 연간 영업이익과 영업이익률



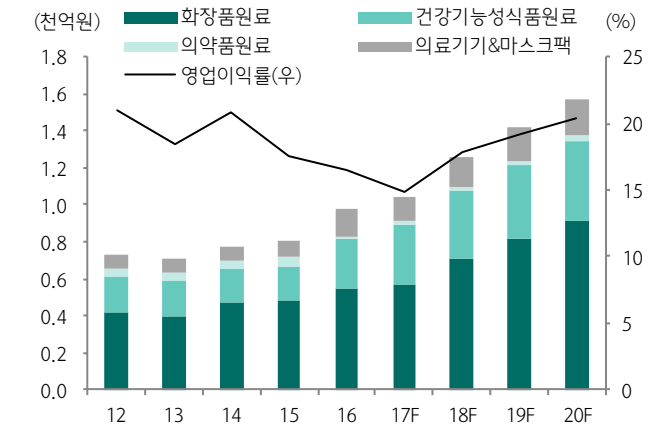
자료: 코스맥스, 하나금융투자

그림 8. 한국콜마 연간 영업이익과 영업이익률



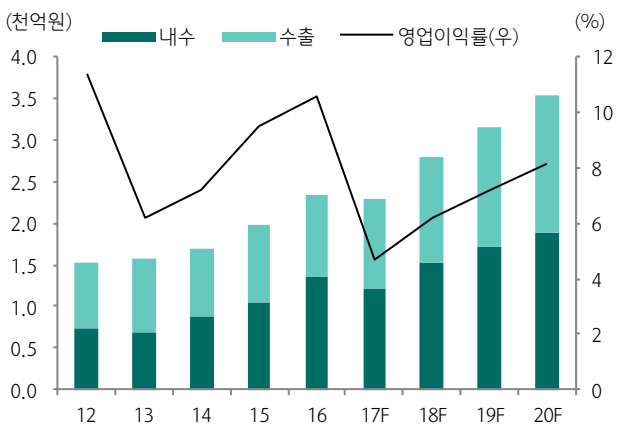
자료: 한국콜마, 하나금융투자

그림 9. SK바이오랜드 연간 매출과 영업이익률



자료: SK바이오랜드, 하나금융투자

그림 10. 연우 연간 매출과 영업이익률



자료: 연우, 하나금융투자

Analyst 박종대 02-3771-8544

4. 투자판단: 업종 '중립', 3~4월 주가 모멘텀 예상

1) 사드 보복조치 소멸 선반영, 높은 밸류에이션 부담

12MF PER 아모레퍼시픽과 LG생활건강 각각 29배와 27배, 아모레G는 43배

당분간 화장품 업체들의 주가 모멘텀을 기대하기는 어려워보인다. 실적 모멘텀은 제한적인 반면, 사드 보복조치 소멸 효과가 과도하게 선반영 되었다. 이는 높은 밸류에이션으로 나타나고 있다. 12MF PER 아모레퍼시픽과 LG생활건강은 각각 29배와 27배, 아모레G는 43배에 이르고 있다. 중소형 브랜드 업체들의 밸류에이션은 수준 자체를 평가하기 어려울 정도로 높다. 물론, 브랜드 특성상 2018년 매출 성장을 예단하기 쉽지 않은 것은 사실이다. 브랜드력 제고와 히트 상품 기여도 확대로 예상치를 훌쩍 뛰어넘는 실적을 기록할 수도 있다. 하지만, 아직 그런 조짐은 보이고 있지 않다.

코스맥스 등 ODM 업체들 역시 증익 전환이 가시화되기 전까지 의미 있는 주가 모멘텀을 기대하기는 어려울 전망이다. 코스맥스 주가는 12MF PER 26배, 한국콜마는 24배, 코스메카코리아는 22배다. 밸류에이션은 상대적으로 브랜드보다 여유가 있다.

4분기 실적발표 때까지 신규 매수 보류 바람직

주가 측면에서는 당분간 보수적 접근이 유효하다. 특히, 4분기 실적은 대 중국 사업 회복 및 연속성 측면에서 중요한 분기인 반면, 기대치를 하회할 가능성이 큰 만큼, 4분기 실적발표 때까지 신규 매수 시기를 기다리는 것이 바람직해 보인다.

2) 3개 교집합 필요: 중국향 화장품 수출 증가+중국 인바운드 회복+실적 개선

11월 중국 수입시장 MS 상승 고무적

최근 중국향 화장품 수출 증가는 향후 화장품 업종 실적과 주가의 기대를 높이는 요인이다. 11월 중국향 화장품 수출 증가율은 YoY 47%를 기록했고, 중국 수입시장 한국 점유율은 32%로 껑충 뛰었다. 일본 화장품 점유율(10월 23.6%→19.1%)이 크게 하락했다. 2017년 내내 한국의 중국 수입 시장 점유율이 25% 내외 박스권에 머물렀던 점을 감안하면 고무적인 현상이다. 한편 중국 인바운드는 아직 의미 있는 회복세를 보이고 있지 않다. 애초 빠르면 1월에 정상화를 기대했지만, 여러 국내외적 문제로 지연되고 있다. 11월 중국 인바운드는 YoY 42% 역신장에 머물렀다.

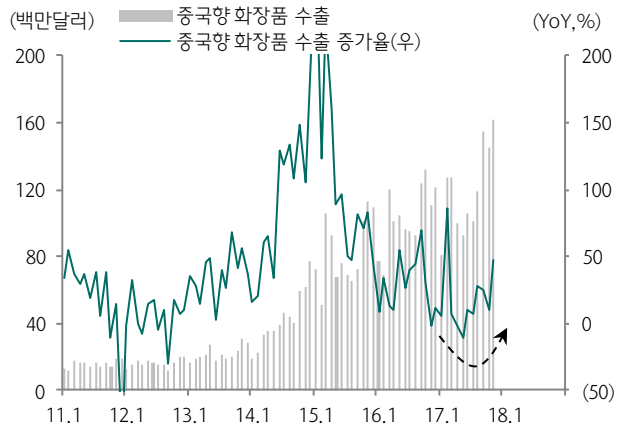
주가 회복: 지표들의 추세적 개선과 실적 모멘텀 회복 가시화되는 3~4월 예상

사드 보복조치 소멸 등 이슈로 주가 모멘텀을 형성하는 시기는 지났다. 이제 숫자로 보여줘야 한다. 결국, 화장품 업종의 추세적인 주가 회복을 위해서는 i) 중국향 화장품 수출의 추세적 회복, ii) 중국 인바운드 YoY (+) 전환과 함께, iii) 실적 회복이 가시화되어야 할 것이다. 중국 인바운드와 아모레퍼시픽의 영업이익이 모두 YoY (+)로 전환되는 시기는 3~4월로 예상한다. 그 전까지는 상대적으로 실적 가시성이 높고, 밸류에이션 여유가 있는 **한국콜마홀딩스(BUY, TP 5.7만원)**와 **SK바이오랜드(BUY, TP 2.6만원)**, **연우(BUY, TP 3.8만원)** 등 중소형주들에 대한 제한적인 범위 비중확대를 권고한다. 한국콜마홀딩스의 현재 주가는 12MF PER 11배에 불과하다. 최근 주가 하락은 CJ헬스케어 인수 우려 때문인데, i) 인수가격 약 1조원(추정)에 대한 재무적 부담을 제외하면 사업구조 시너지는 크다. ii) 재무적으로도 한국콜마와 콜마비앤에이치, CJ헬스케어의 우량한 재무구조와 현금창출능력을 감안하면 컨소시엄 구성에 따라 부담을 최소화하면서 충분히 경영권을 확보할 수 있다. SK바이오랜드의 현재 주가는 12MF PER 18배로 국내 바이어 Re-stocking 수요 회복과 중국향 마스크팩 원료 수출 확대 모멘텀을 감안하면 여유 있는 밸류에이션이다. 연우는 글로벌 브랜드향 매출 확대와 기저효과로 4분기 이후 추세적인 증익 전환이 가능할 전망이다.

그 전까지는 실적 가시성 높고 밸류에이션 여유 있는 중소형주 유효 : 한국콜마홀딩스/SK바이오랜드/연우

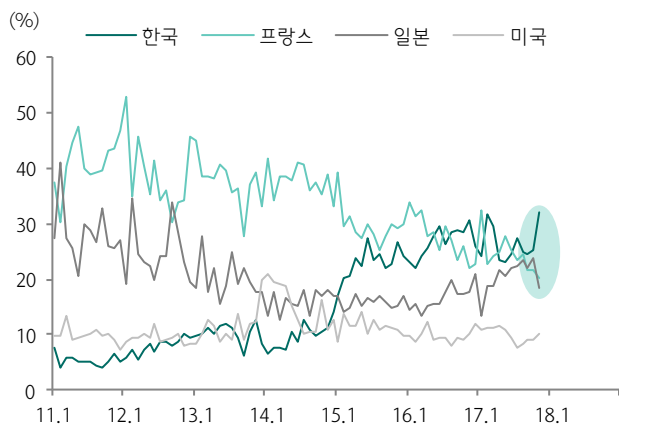
Analyst 박종대 02-3771-8544

그림 11. 대 중국 화장품 수출



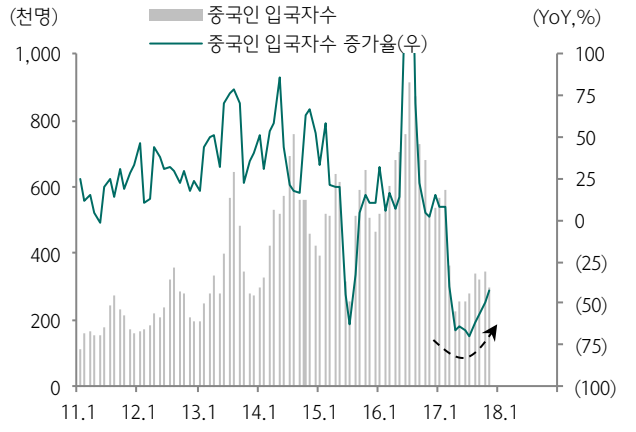
자료: 관세청, 하나금융투자

그림 12. 중국 화장품 수입 국가별 비중



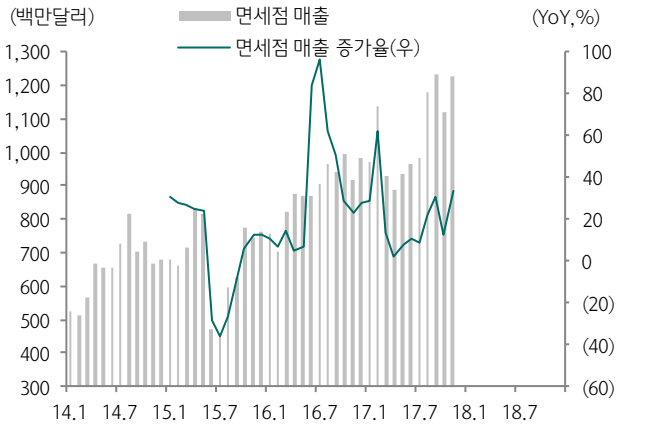
자료: KITA, 하나금융투자

그림 13. 중국인 입국자 수



자료: 한국관광공사, 하나금융투자

그림14. 면세점 매출 추이

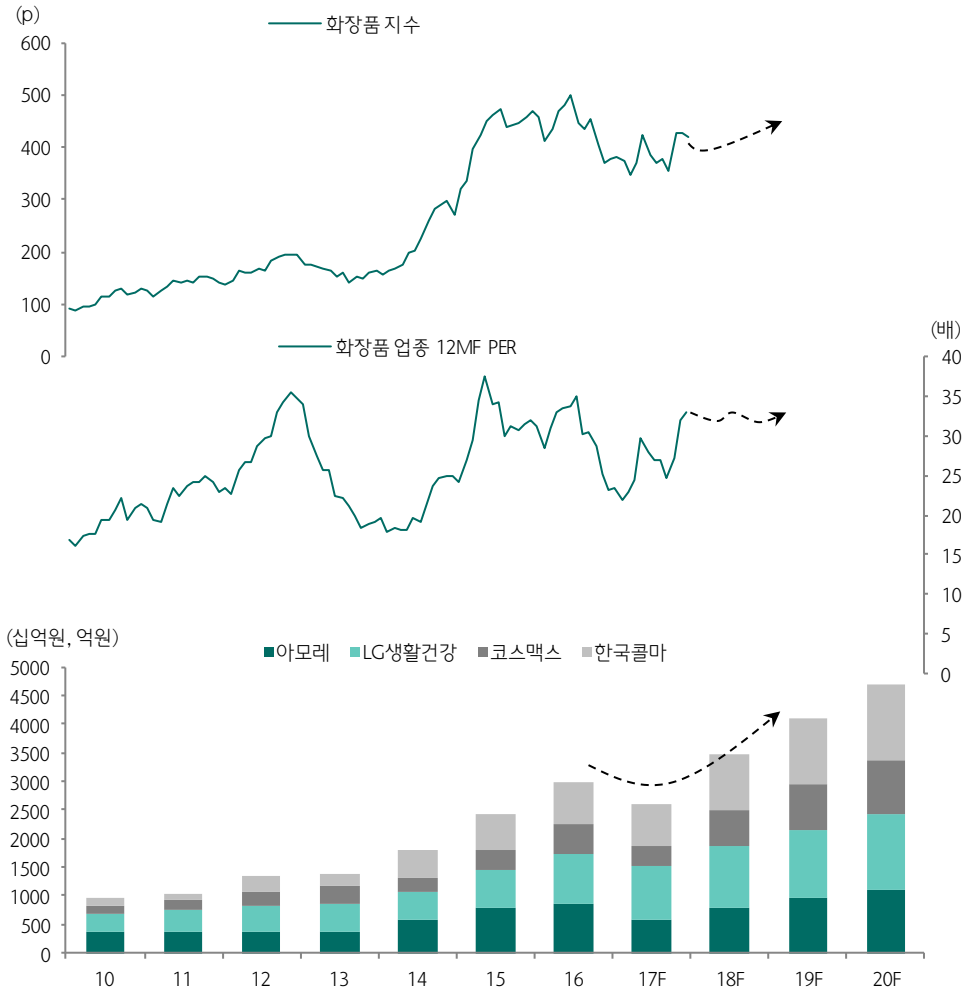


자료: 면세점협회, 하나금융투자

Analyst 박종대 02-3771-8544

2018년 밸류에이션은 유지,
기저효과와 중국 사업 고신장
ODM 사업 영역 확대 등으로
이익 개선 의한 주가 회복 전망

그림 15. 화장품 업종 주가와 밸류에이션, 영업이익 추이와 전망



주:아모레퍼시픽/LG생활건강 영업이익은 십억원 단위, 코스맥스/한국콜마 영업이익은 억원 단위
자료: Quantiwise, 하나금융투자

표 2. Coverage 투자의견 및 투자지표

(단위: 십억원)

종목	투자의견	목표주가(원)		매출액	영업이익	순이익	EPS(원)	P/E(배)	P/B(배)	EV/EBITDA(배)	ROE(%)
아모레퍼시픽*	Neutral	320,000	2017F	5,198	589	438	6,351	47.2	4.9	23.6	10.9
			2018F	6,205	780	587	8,505	35.3	4.4	18.4	13.2
아모레G*	Neutral	153,000	2017F	6,117	728	246	2,763	50.1	3.9	13.7	8.4
			2018F	7,341	1,034	366	4,112	33.7	3.5	10.1	11.4
LG생활건강*	Neutral	1,230,000	2017F	6,295	940	657	37,107	31.4	6.6	18.4	23.5
			2018F	6,892	1,084	765	43,162	27.0	5.5	15.8	22.6
코스맥스*	Neutral	130,000	2017F	888	34	20	2,007	60.0	5.5	30.7	9.3
			2018F	1,065	65	45	4,448	27.1	4.7	19.1	18.8
한국콜마*	BUY	97,000	2017F	821	73	55	2,616	31.5	5.4	20.8	18.7
			2018F	966	96	72	3,433	24.0	4.5	15.9	20.5
한국콜마홀딩스*	BUY	57,000	2017F	488	63	39	2,344	16.8	2.3	12.4	14.5
			2018F	585	74	51	3,065	12.9	1.9	10.8	16.4
코스메카코리아*	BUY	75,000	2017F	182	13	11	2,144	29.9	2.9	17.9	10.4
			2018F	231	18	15	2,889	22.2	2.6	13.3	12.4
클리오*	Neutral	34,000	2017F	195	8	13	712	46.0	3.8	44.5	8.8
			2018F	248	19	17	937	34.9	3.7	21.8	11.0
연우	BUY	38,000	2017F	229	11	10	807	36.2	1.9	15.9	5.4
			2018F	279	17	14	1,167	25.0	1.8	12.1	7.4
리더스코스메틱*	Reduce	N/A	2017F	133	3	0	5	3,507.1	3.4	39.9	0.1
			2018F	146	8	5	252	69.9	3.3	23.8	4.9
SK바이오랜드*	BUY	26,000	2017F	104	16	12	817	26.0	2.3	15.5	9.1
			2018F	126	22	18	1,168	18.2	2.1	11.2	12.0

주: * 표시는 K-IFRS 연결기준, 우선주 포함
자료: 하나금융투자

화장품 Neutral

Top Picks

한국콜마홀딩스 (024720) 14

연우 (115960) 17

Analyst 박종대 02-3771-8544

2018년 1월 10일

한국콜마홀딩스(024720)

높은 실적 모멘텀, 여유있는 밸류에이션

4분기 영업이익 YoY 36% 증가 전망

4분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 61%, 36% 성장한 1,380억원과 170억원 수준이 가능할 전망이다. 연결로 계상되는 콜마비앤에이치(지분율 56%) 매출과 영업이익이 각각 YoY 65%, 44% 성장할 것으로 예상되는데, 건강기능식품 부문이 YoY 12%, 화장품 부문이 6종세트 프리미엄 라인 제품 호조로 YoY 18% 고 신장을 지속하면서 전반적인 외형 신장을 견인할 전망이다.

한국콜마 실적은 지분법이익으로 계상되는데, 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 18%, 7% 증가한 2,190억원과 203억원 수준으로 추정한다. 국내 화장품 부문 매출(YoY 12%)이 원브랜드샵 바이어 부진에도 불구하고, 닥터자르트와 카바코리아, 콜마비앤에이치 향 매출이 큰 폭 증가하면서 외형 성장을 견인할 전망이다. 제약 부문이 전년도 높은 베이스에도 YoY 9% 성장, 중국은 3분기 매출 이연 효과로 YoY 18% 성장할 것으로 추정한다. 이에 따라 한국콜마홀딩스 순이익은 전년 동기대비 21% 증가한 160억원 수준으로 추정한다.

2018년 전망 긍정적: 건기식 수출과 국내외 화장품 회복

콜마비앤에이치는 애터미 해외진출 본격화로 수출 매출이 YoY 30% 이상 성장하면서 2018년 연결 매출과 영업이익은 각각 YoY 17%, 18% 성장한 4,800억원과 570억원까지 증가할 전망이다. 한국콜마 역시 사드 보복조치 소멸 영향 국내외 실적 모멘텀 회복으로 YoY 32% 증익이 가능해 보인다. 이에 따라 한국콜마홀딩스 영업이익과 지배주주순이익은 각각 YoY 18%, 31% 성장한 740억원과 510억원 수준으로 추정한다.

목표주가 5.7만원, 투자의견 '매수' 유지

5.7만원은 12MF PER 20배, 현재 주가는 12MF PER 11배에 불과하다. 최근 주가 하락은 CJ헬스케어 인수 우려 때문인데, 1) 인수가격 약 1조원(추정)에 대한 재무적 부담을 제외하면 사업구조 시너지는 크다. 2) 재무적으로도 한국콜마와 콜마비앤에이치, CJ헬스케어의 우량한 재무구조와 현금창출능력을 감안하면 컨소시엄 구성에 따라 부담을 최소화하면서 경영권을 확보할 수 있다는 판단이다. 저가 매수가 유효하다.

Top picks

BUY

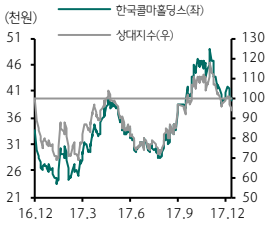
| TP(12M): 57,000원 | CP(1월9일): 39,200원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,510.23
52주 최고/최저(원)	48,950/23,550
시가총액(십억원)	656.6
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	16,748.9
60일 평균 거래량(천주)	109.9
60일 평균 거래대금(십억원)	4.8
17년 배당금(예상,원)	155
17년 배당수익률(예상,%)	0.38
외국인지분율(%)	18.52
주요주주 지분율(%)	
윤동한 외 7 인	49.19
NIHON KOLMAR	7.99

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(10.3)	30.4	42.5
상대	(11.9)	23.7	16.3

Consensus Data	2017	2018
매출액(십억원)	476.6	580.9
영업이익(십억원)	64.9	78.8
순이익(십억원)	55.4	69.3
EPS(원)	2,394	2,908
BPS(원)	17,212	19,749

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	299.6	330.4	487.5	584.7	644.3
영업이익	십억원	45.1	48.7	62.7	74.0	85.5
세전이익	십억원	10.9	62.1	79.2	94.1	108.9
순이익	십억원	(0.7)	36.6	39.3	51.3	60.0
EPS	원	(45)	2,188	2,344	3,065	3,582
증감률	%	적전	흑전	7.1	30.8	16.9
PER	배	N/A	15.40	17.40	12.79	10.94
PBR	배	5.05	2.23	2.36	1.94	1.66
EV/EBITDA	배	22.91	12.74	12.76	10.72	9.10
ROE	%	(0.36)	15.66	14.48	16.36	16.35
BPS	원	12,881	15,133	17,323	20,234	23,662
DPS	원	125	155	155	155	155

Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

Analyst 박종대 02-3771-8544

4분기 연결 매출과 영업이익 각각 전년 동기대비 61%, 36% 성장한 1,380억원과 170억원 전망

표 1. 한국콜마홀딩스 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016년	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2017년
매출	81	86	78	86	330	91	119	139	138	488
한국콜마	149	173	160	186	667	201	207	194	219	821
콜마비앤에이치	64	68	59	66	256	70	97	121	108	396
콜마파마	13	14	15	16	58	16	18	18	19	71
영업이익	12	13	13	12	51	14	16	17	17	63
한국콜마	17	22	16	19	73	21	17	15	20	73
콜마비앤에이치	9	10	8	9	36	10	12	13	12	48
콜마파마	1	2	1	2	6	2	3	2	2	9
순이익	12	21	5	13	51	12	24	11	16	63
영업이익률(%)	15.5	15.5	16.5	14.2	15.4	14.9	13.3	12.1	11.9	12.9
한국콜마	11.8	12.5	9.7	10.2	11.0	10.2	8.2	7.9	9.3	8.9
콜마비앤에이치	14.9	15.1	13.4	13.1	14.1	15.0	12.4	11.0	11.4	12.2
콜마파마	11.1	10.5	8.6	13.1	10.9	10.7	14.6	12.7	13.1	12.8
순이익률(%)	14.4	24.4	6.7	15.3	15.4	13.4	20.5	7.8	11.5	13.0

자료: 한국콜마홀딩스, 하나금융투자

현재 주가는 12MF PER 11배 불과 CJ헬스케어 인수 불확실성 감안해도 저평가

표 2. 한국콜마홀딩스 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	330	488	585	644	707
한국콜마	667	821	966	1,107	1,247
콜마비앤에이치	256	396	480	525	573
콜마파마	58	71	83	97	110
매출총이익	81	109	131	145	161
영업이익	51	63	74	86	97
한국콜마	73	73	96	115	133
콜마비앤에이치	36	48	57	66	74
콜마파마	6	9	12	14	17
세전이익	62	79	94	109	123
당기순이익	51	63	75	87	98
지배주주순이익	37	39	51	60	68
적정시가총액	842	926	1,018	1,120	1,232
주식수(천주)	17,938	17,938	17,938	17,938	17,938
적정주가(원)	46,912	51,604	56,764	62,440	68,684
적정PER	23	24	20	19	18
EPS	2,043	2,189	2,862	3,344	3,816
영업이익률(%)	15.4	12.9	12.7	13.3	13.7
세전이익률(%)	18.8	16.2	16.1	16.9	17.4
순이익률(%)	15.4	13.0	12.9	13.5	13.9
YoY %					
매출액	10.3	47.5	19.9	10.2	9.8
영업이익	12.8	23.2	18.0	15.6	13.0
지배주주순이익	흑전	7.2	30.7	16.9	14.1

주1: 한국콜마는 지분법으로 인식하고 있음
주2: CB 1900만주를 반영한 EPS임
자료: 한국콜마홀딩스, 하나금융투자

Analyst 박종대 02-3771-8544

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	**299.6**	**330.4**	**487.5**	**584.7**	**644.3**
매출원가	227.2	249.4	379.0	454.1	498.8
매출총이익	72.4	81.0	108.5	130.6	145.5
판관비	27.3	32.3	45.9	56.7	59.9
영업이익	**45.1**	**48.7**	**62.7**	**74.0**	**85.5**
금융손익	(17.6)	8.3	(6.2)	(6.0)	(5.8)
종속/관계기업손익	9.1	12.5	22.6	26.0	29.0
기타영업외손익	(25.7)	(7.4)	0.1	0.1	0.2
세전이익	**10.9**	**62.1**	**79.2**	**94.1**	**108.9**
법인세	9.8	11.1	15.8	18.8	21.8
계속사업이익	1.0	51.0	63.3	75.3	87.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**1.0**	**51.0**	**63.3**	**75.3**	**87.1**
비지배주주지분 순이익	1.8	14.4	24.1	23.9	27.1
지배주주순이익	**(0.7)**	**36.6**	**39.3**	**51.3**	**60.0**
지배주주지분포괄이익	(2.6)	36.3	45.6	54.2	62.7
NOPAT	4.3	40.0	50.1	59.2	68.4
EBITDA	49.7	53.8	67.4	78.4	89.6
성장성(%)					
매출액증가율	34.7	10.3	47.5	19.9	10.2
NOPAT증가율	(80.7)	830.2	25.3	18.2	15.5
EBITDA증가율	56.3	8.2	25.3	16.3	14.3
영업이익증가율	62.8	8.0	28.7	18.0	15.5
(지배주주)순익증가율	적전	흑전	7.4	30.5	17.0
EPS증가율	적전	흑전	7.1	30.8	16.9
수익성(%)					
매출총이익률	24.2	24.5	22.3	22.3	22.6
EBITDA이익률	16.6	16.3	13.8	13.4	13.9
영업이익률	15.1	14.7	12.9	12.7	13.3
계속사업이익률	0.3	15.4	13.0	12.9	13.5

대차대조표 (단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	**215.4**	**209.9**	**294.2**	**361.2**	**409.9**
금융자산	169.4	153.8	211.6	262.3	300.9
현금성자산	19.8	26.6	23.9	37.1	52.8
매출채권 등	17.9	27.6	40.7	48.8	53.8
재고자산	27.4	23.6	34.8	41.7	46.0
기타유동자산	0.7	4.9	7.1	8.4	9.2
비유동자산	**284.1**	**357.7**	**439.6**	**488.8**	**517.6**
투자자산	162.7	182.3	268.9	322.5	355.4
금융자산	3.8	4.0	5.8	7.0	7.7
유형자산	83.6	91.3	87.0	82.9	79.2
무형자산	**4.5**	**4.7**	**4.3**	**3.9**	**3.6**
기타비유동자산	**33.3**	**79.4**	**79.4**	**79.5**	**79.4**
자산총계	**499.5**	**567.6**	**733.8**	**850.1**	**927.5**
유동부채	**70.8**	**235.5**	**338.4**	**380.5**	**372.9**
금융부채	32.9	203.4	293.4	327.6	315.2
매입채무 등	31.2	26.2	38.6	46.3	51.0
기타유동부채	6.7	5.9	6.4	6.6	6.7
비유동부채	**160.8**	**13.0**	**16.5**	**18.6**	**20.0**
금융부채	**156.4**	**5.6**	**5.6**	**5.6**	**5.6**
기타비유동부채	4.4	7.4	10.9	13.0	14.4
부채총계	**231.7**	**248.5**	**354.8**	**399.1**	**392.9**
지배주주지분	**215.0**	**252.8**	**289.4**	**338.2**	**395.6**
자본금	**8.4**	**8.4**	**8.4**	**8.4**	**8.4**
자본잉여금	153.0	153.0	153.0	153.0	153.0
자본조정	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
기타포괄이익누계액	0.7	1.3	1.3	1.3	1.3
이익잉여금	54.4	91.6	128.3	177.0	234.4
비지배주주지분	**52.8**	**66.3**	**89.6**	**112.7**	**139.0**
자본총계	**267.8**	**319.1**	**379.0**	**450.9**	**534.6**
순금융부채	19.9	55.1	87.4	70.9	19.9

투자지표

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	(45)	2,188	2,344	3,065	3,582
BPS	12,881	15,133	17,323	20,234	23,662
CFPS	3,166	3,322	5,600	6,641	7,512
EBITDAPS	3,029	3,215	4,025	4,679	5,348
SPS	18,267	19,729	29,108	34,909	38,466
DPS	125	155	155	155	155
주가지표(배)					
PER	N/A	15.4	17.4	12.8	10.9
PBR	5.0	2.2	2.4	1.9	1.7
PCFR	20.5	10.1	7.3	5.9	5.2
EV/EBITDA	22.9	12.7	12.8	10.7	9.1
PSR	3.6	1.7	1.4	1.1	1.0
재무비율(%)					
ROE	(0.4)	15.7	14.5	16.4	16.3
ROA	(0.2)	6.9	6.0	6.5	6.7
ROIC	4.7	34.6	38.1	42.8	48.5
부채비율	86.5	77.9	93.6	88.5	73.5
순부채비율	7.4	17.3	23.0	15.7	3.7
이자보상배율(배)	6.0	4.4	4.5	4.2	4.7

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	**26.5**	**25.3**	**56.6**	**72.1**	**86.0**
당기순이익	1.0	51.0	63.3	75.3	87.1
조정	42.7	(3.7)	3.5	3.1	2.8
감가상각비	4.6	5.1	4.7	4.4	4.1
외환거래손익	(0.0)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(9.1)	(12.5)	0.0	0.0	0.0
기타	47.2	3.8	(1.2)	(1.3)	(1.3)
영업활동 자산부채 변동	(17.2)	(22.0)	(10.2)	(6.3)	(3.9)
투자활동 현금흐름	**(85.7)**	**(40.7)**	**(146.7)**	**(90.6)**	**(55.3)**
투자자산감소(증가)	(6.8)	(6.0)	(87.5)	(54.4)	(33.7)
유형자산감소(증가)	(8.4)	(12.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(70.5)	(22.0)	(59.2)	(36.2)	(21.6)
재무활동 현금흐름	**69.1**	**22.2**	**87.4**	**31.6**	**(15.0)**
금융부채증가(감소)	87.1	19.6	90.0	34.2	(12.4)
자본증가(감소)	20.4	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(36.8)	5.5	0.0	(0.0)	0.0
배당지급	(1.6)	(2.9)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
현금의 증감	**10.0**	**6.8**	**(2.6)**	**13.2**	**15.7**
Unlevered CFO	51.9	55.6	93.8	111.2	125.8
Free Cash Flow	18.1	12.2	56.6	72.1	86.0

자료: 하나금융투자

Analyst 박종대 02-3771-8544

2018년 1월 10일

연우(115960)

실적 모멘텀 회복기 진입

4분기 영업이익 YoY 23% 증가 전망

4분기 매출과 영업이익은 각각 전년동기 대비 2.5%, 22.7% 증가한 39억원 수준으로 추정한다. 내수 부문 매출이 여전히 YoY 10% 감소하지만, 아모레퍼시픽을 중심으로 Re-stocking 수요 회복으로 전분기 대비 10% 증가할 것으로 예상된다. 3분기에 이어 지속적인 QoQ 매출 증가는 추세적인 실적 개선 가능성을 높이고 있다. 글로벌 브랜드향 매출 증가로 수출이 YoY 26% 증가하면서 외형 성장과 이익 개선을 견인할 전망이다. 매출처 다변화 정책이 실적으로 가시화되면서 수출 비중은 52%(YoY +10%p)까지 상승할 전망이다. 이익 개선은 전년도 낮은 베이스 때문이다. 전년도 4분기 특별상여금(약 40억원)과 재고자산충당금(15억원)이 비용 부담으로 작용한 바 있다. 다만, Capa 증설에 따른 감가상각비와 인건비 증가로 온전히 증익으로 이어지기는 어렵다.

2018년 영업이익 YoY 61% 증가 전망

글로벌 브랜드향 매출 확대와 기저효과로 4분기 이후 추세적인 증익 전환이 가능할 전망이다. 2018년도 매출은 2,790억원(YoY 22%)으로 역대 최대 규모를 달성할 것으로 추정한다. 수출이 YoY 18% 증가하고, 내수가 사드 보복조치 완화와 기저효과로 YoY 25% 성장할 것으로 예상한다. 다만, Capa 증설에 따른 고정비 증가와 최저임금 상승에 따른 인건비 증가로 영업이익률은 6% 초반대 수준 회복에 그칠 전망이다. 만일, 아모레퍼시픽 등 메이저 고객향 매출이 예상보다 확대될 경우 대량 고마진 매출 비중 상승으로 추가적인 수익성 개선을 기대할 수 있다.

목표주가 3.8만원, 투자의견 '매수' 유지

1) 높은 기술력과 진입장벽을 기반으로 2) 국내외 메이저 브랜드향 지속적인 매출 증가가 기대된다. 3) 국내외 Capa 증설 및 중국 화장품 시장 프리미엄화로 중장기 높은 성장 여력을 보유하고 있다. 사드 보복 조치 소멸에 따른 추가적인 실적 개선으로 내수 실적뿐 아니라 밸류에이션 회복에 의한 주가 모멘텀을 기대할 수 있다. 현재 주가는 12MF PER 24.4배다. 비중 확대가 유효하다.

Top-picks

BUY

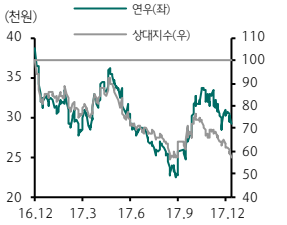
| TP(12M): 38,000원 | CP(1월9일): 29,150원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	829.99
52주 최고/최저(원)	36,050/22,550
시가총액(십억원)	361.4
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	12,398.0
60일 평균 거래량(천주)	72.0
60일 평균 거래대금(십억원)	2.2
17년 배당금(예상,원)	0
17년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	6.40
주요주주 지분율(%)	
기중현 외 1 인	61.35
PKG Group, LLC	6.83

주가상승률	1M	6M	12M
절대	(6.6)	1.4	(11.1)
상대	(16.2)	(18.9)	(31.2)

Consensus Data	2017	2018
매출액(십억원)	230.5	264.0
영업이익(십억원)	10.9	19.9
순이익(십억원)	11.5	15.3
EPS(원)	928	1,234
BPS(원)	N/A	N/A

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	199.1	235.1	229.0	278.7	316.0
영업이익	십억원	18.9	24.9	10.8	17.3	22.8
세전이익	십억원	19.1	26.2	10.8	18.1	23.6
순이익	십억원	15.3	20.9	10.0	14.5	18.8
EPS	원	1,466	1,688	807	1,167	1,520
증감률	%	68.9	15.1	(52.2)	44.6	30.2
PER	배	27.77	22.84	37.28	24.98	19.18
PBR	배	3.17	2.67	1.97	1.77	1.62
EV/EBITDA	배	16.54	12.80	16.45	12.13	9.71
ROE	%	12.42	12.36	5.44	7.37	8.85
BPS	원	12,858	14,449	15,256	16,423	17,943
DPS	원	0	0	0	0	0

Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

Analyst 박종대 02-3771-8544

4분기 매출과 영업이익은 각각 전년동기 대비 2.5%, 22.7% 증가한 39억원 추정

표 1. 연우 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016년	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2017년
매출	54.9	63.7	59.3	57.2	235.1	56.1	55.4	58.9	58.7	229.0
내수	32.8	36.6	33.1	32.9	135.4	36.7	28.9	26.7	29.5	121.9
수출	22.1	27.1	26.2	24.3	99.7	19.9	25.0	31.6	30.7	107.1
영업이익	6.0	10.3	5.6	3.1	24.9	2.2	2.9	1.8	3.9	10.8
순이익	5.1	8.3	3.0	4.6	20.9	(0.5)	5.7	2.7	2.1	10.0
영업이익률(%)	10.9	16.1	9.4	5.5	10.6	3.9	5.3	3.0	6.6	4.7
순이익률(%)	9.3	13.0	5.1	8.0	8.9	-0.8	10.2	4.6	3.6	4.4

자료: 연우, 하나금융투자

사드 보복 조치 소멸에 따른 추가적 실적 개선으로 내수 실적뿐 아니라 밸류에이션 회복에 의한 주가 모멘텀 기대 가능

표 2. 연우 연간 전망 및 Valuation (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	235	229	279	316	355
내수	135	122	152	171	189
수출	100	107	126	145	166
매출총이익	45	32	40	47	54
영업이익	25	11	17	23	29
세전이익	26	11	18	24	30
당기순이익	21	10	14	19	24
적정시가총액	358	394	433	477	524
주식수(천주)	12,398	12,398	12,398	12,398	12,398
적정주가(원)	28,877	31,765	34,942	38,436	42,279
적정PER(배)	17	39	30	25	22
EPS(원)	1,688	807	1,167	1,520	1,922
매출액(YoY,%)	18.1	-2.6	21.7	13.4	12.4
내수	29.0	-10.0	25.0	12.0	11.0
수출	5.9	7.5	18.0	15.0	14.0
영업이익(YoY,%)	32.2	-56.9	60.6	31.7	27.4
순이익(YoY,%)	37.0	-52.2	44.5	30.3	26.4
영업이익률	10.6	4.7	6.2	7.2	8.2
세전이익률	11.1	4.7	6.5	7.5	8.4
순이익률	8.9	4.4	5.2	6.0	6.7

자료: 연우, 하나금융투자

Analyst 박종대 02-3771-8544

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	**199.1**	**235.1**	**229.0**	**278.7**	**316.0**
매출원가	163.0	189.9	196.9	238.6	269.1
매출총이익	36.1	45.2	32.1	40.1	46.9
판관비	17.2	20.2	21.3	22.9	24.1
영업이익	**18.9**	**24.9**	**10.8**	**17.3**	**22.8**
금융손익	(0.1)	0.5	0.0	0.5	0.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.7	0.0	0.3	0.3
세전이익	**19.1**	**26.2**	**10.8**	**18.1**	**23.6**
법인세	3.8	5.3	0.8	3.6	4.7
계속사업이익	15.3	20.9	10.0	14.5	18.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**15.3**	**20.9**	**10.0**	**14.5**	**18.8**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**15.3**	**20.9**	**10.0**	**14.5**	**18.8**
지배주주지분포괄이익	13.7	19.7	10.0	14.5	18.8
NOPAT	15.1	19.9	10.0	13.8	18.2
EBITDA	29.5	36.8	21.0	26.1	30.4
성장성(%)					
매출액증가율	18.0	18.1	(2.6)	21.7	13.4
NOPAT증가율	55.7	31.8	(49.7)	38.0	31.9
EBITDA증가율	38.5	24.7	(42.9)	24.3	16.5
영업이익증가율	56.2	31.7	(56.6)	60.2	31.8
(지배주주)순익증가율	75.9	36.6	(52.2)	45.0	29.7
EPS증가율	68.9	15.1	(52.2)	44.6	30.2
수익성(%)					
매출총이익률	18.1	19.2	14.0	14.4	14.8
EBITDA이익률	14.8	15.7	9.2	9.4	9.6
영업이익률	9.5	10.6	4.7	6.2	7.2
계속사업이익률	7.7	8.9	4.4	5.2	5.9

대차대조표 (단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	**86.5**	**86.9**	**94.3**	**113.2**	**136.9**
금융자산	41.4	30.6	39.4	46.4	61.2
현금성자산	37.9	26.4	35.4	41.5	55.6
매출채권 등	30.6	33.9	33.0	40.2	45.5
재고자산	13.4	19.7	19.2	23.3	26.4
기타유동자산	1.1	2.7	2.7	3.3	3.8
비유동자산	**125.7**	**149.2**	**138.8**	**130.5**	**123.2**
투자자산	5.7	6.9	6.7	7.2	7.6
금융자산	5.7	2.2	2.1	2.6	2.9
유형자산	103.8	127.0	117.2	108.6	101.2
무형자산	**2.4**	**1.8**	**1.4**	**1.1**	**0.9**
기타비유동자산	**13.8**	**13.5**	**13.5**	**13.6**	**13.5**
자산총계	**212.1**	**236.1**	**233.1**	**243.7**	**260.1**
유동부채	**33.1**	**33.7**	**25.8**	**22.4**	**20.9**
금융부채	12.8	7.7	0.4	(7.5)	(12.4)
매입채무 등	17.1	19.7	19.1	23.3	26.4
기타유동부채	3.2	6.3	6.3	6.6	6.9
비유동부채	**19.6**	**23.3**	**18.1**	**17.6**	**16.7**
금융부채	**11.6**	**16.4**	**11.4**	**9.4**	**7.4**
기타비유동부채	8.0	6.9	6.7	8.2	9.3
부채총계	**52.7**	**57.0**	**43.9**	**40.0**	**37.6**
지배주주지분	**159.4**	**179.1**	**189.1**	**203.6**	**222.5**
자본금	**6.2**	**6.2**	**6.2**	**6.2**	**6.2**
자본잉여금	67.0	67.0	67.0	67.0	67.0
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	86.2	105.9	115.9	130.4	149.2
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**159.4**	**179.1**	**189.1**	**203.6**	**222.5**
순금융부채	(17.0)	(6.5)	(27.7)	(44.6)	(66.2)

투자지표

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,466	1,688	807	1,167	1,520
BPS	12,858	14,449	15,256	16,423	17,943
CFPS	3,229	3,516	1,689	2,144	2,466
EBITDAPS	2,828	2,970	1,695	2,107	2,452
SPS	19,094	18,960	18,471	22,483	25,487
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	27.8	22.8	37.3	25.0	19.2
PBR	3.2	2.7	2.0	1.8	1.6
PCFR	12.6	11.0	17.8	13.6	11.8
EV/EBITDA	16.5	12.8	16.4	12.1	9.7
PSR	2.1	2.0	1.6	1.3	1.1
재무비율(%)					
ROE	12.4	12.4	5.4	7.4	8.8
ROA	8.2	9.3	4.3	6.1	7.5
ROIC	11.8	13.4	6.3	9.1	12.1
부채비율	33.1	31.8	23.2	19.7	16.9
순부채비율	(10.6)	(3.6)	(14.6)	(21.9)	(29.8)
이자보상배율(배)	13.7	58.0	33.9	143.2	(788.7)

현금흐름표 (단위: 십억원)

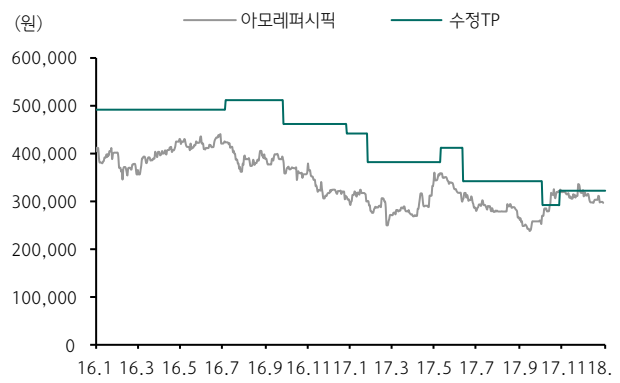
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	**25.2**	**24.9**	**21.0**	**17.4**	**22.1**
당기순이익	15.3	20.9	10.0	14.5	18.8
조정	13.1	18.2	10.3	8.8	7.7
감가상각비	10.6	11.9	10.2	8.8	7.6
외환거래손익	(0.1)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.6	6.7	0.1	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(3.2)	(14.2)	0.7	(5.9)	(4.4)
투자활동 현금흐름	**(26.0)**	**(35.7)**	**0.3**	**(1.4)**	**(1.0)**
투자자산감소(증가)	(0.9)	(1.1)	0.2	(0.5)	(0.4)
유형자산감소(증가)	(23.4)	(33.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(1.7)	(1.2)	0.1	(0.9)	(0.6)
재무활동 현금흐름	**32.3**	**(0.6)**	**(12.3)**	**(9.9)**	**(6.9)**
금융부채증가(감소)	(26.9)	(0.4)	(12.3)	(9.9)	(6.9)
자본증가(감소)	59.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	(0.2)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**31.5**	**(11.4)**	**9.0**	**6.1**	**14.1**
Unlevered CFO	33.7	43.6	20.9	26.6	30.6
Free Cash Flow	1.7	(8.6)	21.0	17.4	22.1

자료: 하나금융투자

Analyst 박종대 02-3771-8544

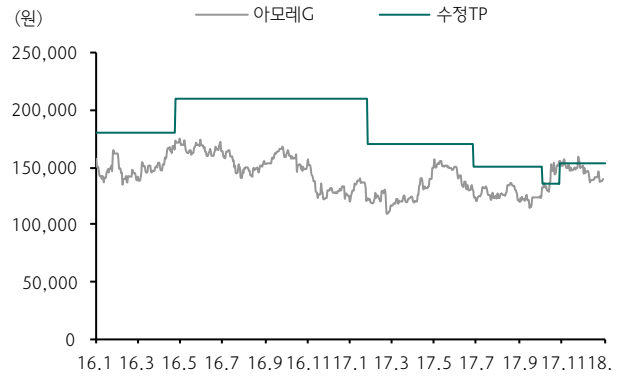
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

아모레퍼시픽



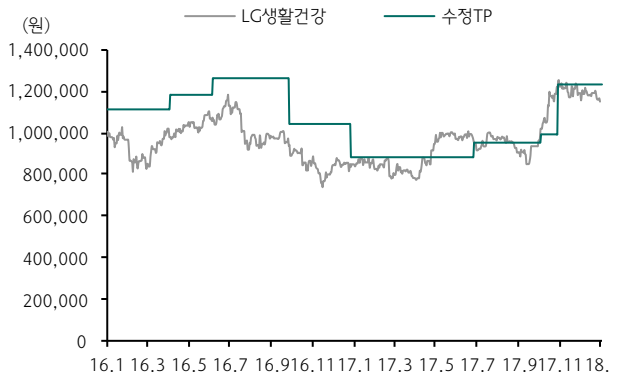
날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.11.6	Neutral	320,000		
17.10.12	Neutral	290,000	3.03%	12.59%
17.6.20	Neutral	340,000	-17.08%	-6.32%
17.5.19	BUY	410,000	-18.13%	-12.44%
17.2.3	BUY	380,000	-23.10%	-5.00%
17.1.4	BUY	440,000	-29.08%	-26.14%
16.10.5	BUY	460,000	-25.56%	-17.17%
16.7.14	BUY	510,000	-23.10%	-16.86%
16.1.13	BUY	490,000	-18.08%	-10.00%
15.11.23	BUY	430,000	-4.56%	-0.93%

아모레G



날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.11.6	Neutral	153,000		
17.10.12	Neutral	135,000	3.45%	13.70%
17.7.5	Neutral	150,000	-16.15%	-9.33%
17.2.3	BUY	170,000	-22.62%	-7.94%
16.5.3	BUY	210,000	-28.66%	-16.90%
16.1.13	BUY	180,000	-17.49%	-6.67%
15.8.24	BUY	200,000	-21.32%	-11.50%

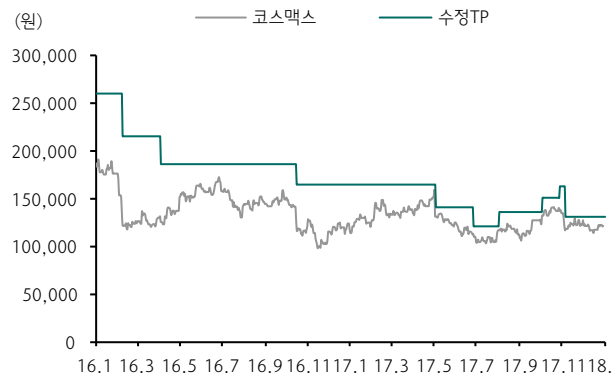
LG생활건강



날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.11.6	Neutral	1,230,000		
17.10.12	Neutral	990,000	12.49%	20.51%
17.7.5	Neutral	950,000	-0.88%	5.37%
17.1.4	Neutral	880,000	0.51%	14.43%
16.10.5	Neutral	1,040,000	-18.46%	-9.42%
16.6.14	BUY	1,260,000	-18.65%	-6.27%
16.4.12	BUY	1,180,000	-12.58%	-6.61%
16.3.15	BUY	1,110,000	-13.46%	-4.77%
16.1.13	Neutral	1,110,000	-13.33%	-4.77%
15.11.16	BUY	1,110,000	-8.86%	-4.77%

Analyst 박종대 02-3771-8544

코스맥스

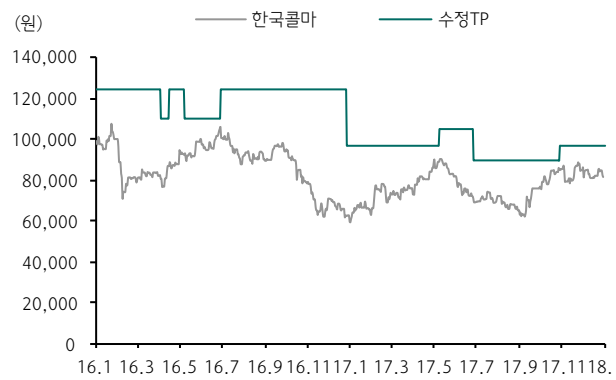


날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.11.14	Neutral	130,000		
17.11.6	BUY	162,000	-16.36%	-14.20%
17.10.12	BUY	150,000	-8.75%	-6.00%
17.8.11	BUY	135,000	-13.93%	-5.56%
17.7.5	Neutral	120,000	-11.11%	-3.75%
17.5.12	Neutral	140,000	-12.80%	-4.29%
16.10.24	BUY	163,817	-22.67%	-3.25%
16.4.12	BUY	185,270	-19.64%	-6.84%
16.2.17	BUY	214,523	-41.83%	-36.36%
16.1.11	BUY	259,378	-32.02%	-26.13%
15.6.2	BUY	189,170	2.09%	19.07%

한국콜마홀딩스

날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.10.26	BUY	57,000		

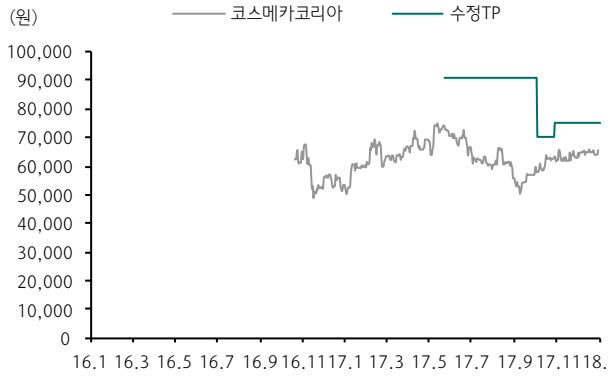
한국콜마



날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.11.6	BUY	97,000		
17.7.5	BUY	90,000	-20.35%	-5.78%
17.5.17	BUY	105,000	-23.54%	-14.10%
17.1.4	BUY	97,000	-24.33%	-7.22%
16.7.7	BUY	124,000	-31.91%	-16.94%
16.5.16	BUY	110,000	-12.52%	-4.55%
16.4.24	BUY	124,000	-27.77%	-23.87%
16.4.12	BUY	110,000	-26.45%	-21.09%
16.1.11	BUY	124,000	-29.71%	-13.31%
15.6.8	BUY	105,000	-8.05%	8.10%

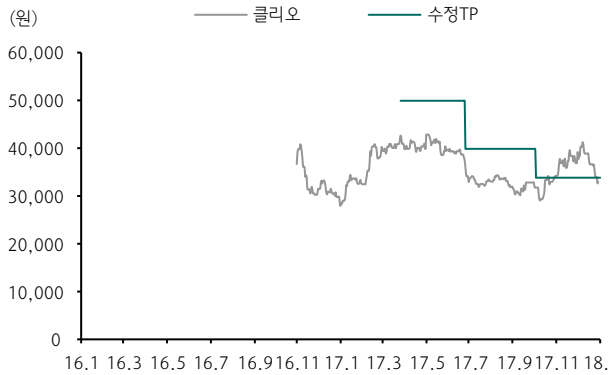
Analyst 박종대 02-3771-8544

코스메카코리아



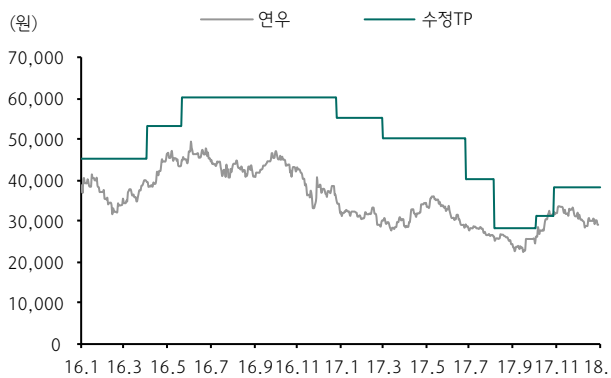
날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.11.6	BUY	75,000		
17.10.12	BUY	70,000	-12.73%	-8.57%
17.6.1	BUY	91,000	-31.13%	-19.78%

클리오



날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.10.12	Neutral	34,000		
17.7.5	Neutral	40,000	-18.17%	-12.25%
17.4.5	BUY	50,000	-19.28%	-14.00%

연우

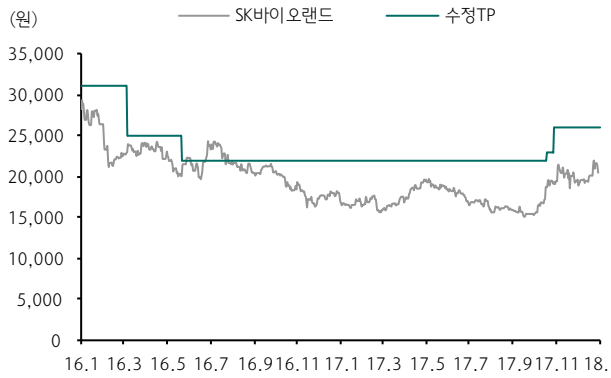


날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.11.6	BUY	38,000		
17.10.12	BUY	31,000	-5.44%	5.00%
17.8.14	Neutral	28,000	-11.29%	-4.11%
17.7.5	BUY	40,000	-30.35%	-26.88%
17.3.10	BUY	50,000	-37.01%	-27.90%
17.1.4	BUY	55,000	-42.41%	-36.91%
16.5.31	BUY	60,000	-29.16%	-17.75%
16.4.12	BUY	53,000	-18.70%	-11.13%
16.1.13	BUY	45,000	-18.36%	-8.22%

리더스코스메틱

날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.1.10	Reduce	0		
17.7.5	Reduce	0	-	
16.8.15	Reduce	0	-	
16.5.31	Reduce	0	-	
16.1.13	Reduce	64,000	-55.19%	-66.41%
15.8.24	BUY	64,000	-40.57%	-12.50%

SK바이오랜드



날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
17.11.6	BUY	26,000		
17.10.27	BUY	23,000	-16.13%	-15.00%
17.6.1	1 년 경과		-23.94%	-14.09%
16.5.31	Neutral	22,000	-13.19%	10.45%
16.3.15	Neutral	25,000	-8.81%	-3.00%
16.1.13	Neutral	31,000	-20.62%	-9.19%
15.11.24	Neutral	24,000	10.96%	22.29%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.1%	8.3%	0.7%	100.1%

* 기준일: 2018년 1월 8일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 1월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2018년 1월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.