

화장품

사드에 가려진 속제

1Q18 Preview: 부진, LG생건과 코스맥스 컨센서스 부합 예상

높은 기저와 인바운드 관광객 시장 위축으로 인해 주요 화장품 6개사의 1분기 매출액과 영업이익은 전년대비 3%, 19% 감소할 전망이다. LG생활건강이 프리미엄 화장품과 면세 시장 호조에 힘입어 양호하고 아모레 P/G 실적 부진이 예상된다. 패션 업체에서 신세계인터내셔널의 화장품 호조가 돋보이고 생산업체 중 코스맥스와 연우가 증익이 가능할 것이다.

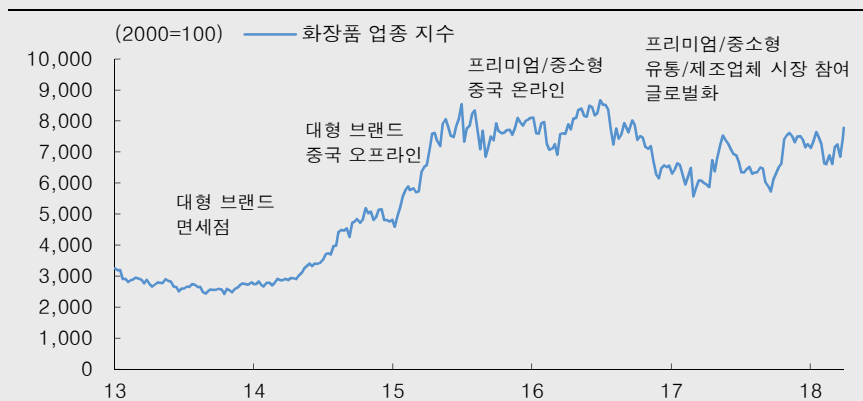
화장품, 변곡점에서 확인해야 할 변수는?

2분기부터 화장품 업종 실적 회복에 대한 기대가 높다. 중국인 인바운드 관광객 회복이 기대감으로 다가오는 동시에 점검해야 할 변수를 제시해 본다. 산업 내 가장 큰 변화는 유통, 제조업체들의 면세점 및 중국 화장품 시장 참여가 브랜드 경쟁 심화로 이어질 뿐 아니라 브랜드 성공 여부에 중요한 변수가 되었다는 것이다. 향후 확인할 변수는, 면세점 채널과 인바운드 관광객과의 실적 함수, 내수 경쟁력 회복, 중국 및 글로벌 사업 속도다.

프리미엄과 중소형 브랜드 시대: LG생건/신인터/코스맥스 주목

브랜드 업체의 가장 높은 진입 장벽인 '브랜드력'은 프리미엄 화장품에서 유효하고 프리미엄 화장품 위주의 실적 호조가 이어지는 LG생활건강을 최선호주로 제시한다. 중소형 브랜드 중 유통망과 제조 역량을 확보해 지속 가능성이 높아 보이는 신세계인터내셔널을 관심 종목으로 제시, 목표주가를 기존 9.2만원에서 13.3만원으로 상향한다. Capex 관련 불확실성이 완화되고 있는 코스맥스의 목표가를 17만원으로 상향한다.

시기별 화장품 업종 변화

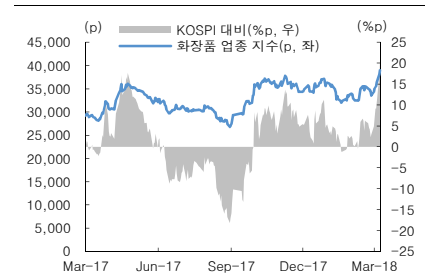


자료: 한국투자증권

비중확대(유지)

종목	투자의견	목표주가
LG생활건강(051900)	매수	1,450,000원
아모레퍼시픽(090430)	중립	—
아모레G(002790)	중립	—
코스맥스(192820)	매수	170,000원(상향)
신세계인터내셔널(031430)	매수	133,000원(상향)
연우(115960)	매수	34,000원

12개월 업종 수익률



자료: WISEfn - WICS

나은채

ec.na@truefriend.com

Contents

I. 1Q18 Preview: 부진 속에 업체별 차별화 2

대형 브랜드: 프리미엄과 면세점이 실적 변수
생산업체: 비용 변수, 코스맥스는 불확실성 완화 단계

II. 내수 화장품, 변수는 관광객? 5

면세점: 고성장 지속, 그러나 외산과 중소형 브랜드 약진
인바운드 관광객, 국내 면세점 실적과 상관 관계 낮아져
순수 내수 또한 경쟁이 변수

III. 수출, 업체별 전략이 중요하다 11

수출 호조 뒤에도 중소형 브랜드가 있다

IV. Top-down에서 Bottom-up의 시기로 14

내수: 중국인 인바운드 관광객 동향+브랜드력 제고
해외: 중국 내 전략+높은 지역 의존도 해소 여부
생산업체: 우호적인 시장 환경. 고정비 부담 완화 필요
밸류에이션: 회색 지대

기업분석 19

LG생활건강(051900)
아모레퍼시픽(090430)
아모레G(002790)
코스맥스(192820)
신세계인터내셔널 (031430)
연우(115960)

리포트 작성 목적

- 1분기 화장품 산업 Preview
- 화장품 산업 동향과 관련 업체에 미치는 영향 점검
- 향후 실적 변수와 투자 전략 제시

I. 1Q18 Preview: 부진 속에 업체별 차별화

1분기 화장품 실적 차별화, LG생건과 코스맥스 컨센서스 부합 예상

1분기는 높은 베이스와 업황 위축 영향권이다. 주요 6개사 합산 영업이익은 전년 대비 19% 감소한 7,990억원으로 컨센서스를 9% 하회할 전망이다. 중국인 인바운드 관광객수가 1분기까지 전년대비 30% 이상 감소해 부진하고, 작년 3월 금한령 이전 가수요도 일부 작용해 실적 베이스가 높다. LG생활건강과 코스맥스가 전년대비 증익이 가능할 전망이다. 아모레퍼시픽, 아모레G는 실적 부진이 1분기에 이어지고 연우는 증익은 가능하나 컨센서스는 하회할 전망이다. 대형사에서는 아모레퍼시픽의 실적 감소폭이 1분기까지 클 것이다. 생산업체들은 고객사가 다양해 외형 성장이 양호하나 공통적으로 진행한 캐파 증설이 수익성 변수다.

〈표 1〉 화장품 업종 1Q18 preview: LG생건과 코스맥스 증익 예상

(단위: 십억원)

		1Q18F	% YoY	% QoQ	Consensus	%diff	4Q17
화장품	매출액	5,320	(3.3)	16.6	5,539	(4.0)	4,561
	영업이익	798	(19.2)	113.7	879	(9.2)	373
	세전이익	774	(15.7)	179.0	845	(8.5)	277
	순이익	467	(10.4)	315.6	506	(7.7)	112
LG 생활건강	매출액	1,700	6.2	11.1	1,700	0.0	1,531
	영업이익	272	4.6	46.8	274	(1.0)	185
	세전이익	272	10.7	81.4	268	1.4	150
	순이익	200	12.8	148.0	196	2.2	81
아모레퍼시픽	매출액	1,399	(10.8)	22.7	1,481	(5.6)	1,140
	영업이익	222	(29.9)	188.6	244	(8.9)	77
	세전이익	224	(24.0)	306.5	233	(3.8)	55
	순이익	166	(24.4)	886.2	179	(6.9)	17
아모레 G	매출액	1,648	(11.2)	22.8	1,802	(8.6)	1,342
	영업이익	270	(28.6)	199.6	325	(16.7)	90
	세전이익	248	(29.9)	294.2	314	(21.0)	63
	순이익	76	(28.0)	797.4	106	(27.7)	8
코스맥스	매출액	280	27.7	24.9	273	2.7	224
	영업이익	11	12.3	65.6	12	(11.7)	6
	세전이익	9	91.2	297.6	10	(15.0)	2
	순이익	8	130.6	386.6	7	14.2	2
한국콜마	매출액	229	13.5	4.4	222	2.8	219
	영업이익	21	(0.2)	46.9	21	(0.2)	14
	세전이익	19	(4.6)	80.4	21	(8.3)	10
	순이익	14	(3.6)	88.2	16	(9.1)	8
연우	매출액	64	15.0	10.4	61	6.4	58
	영업이익	3	14.0	16.1	4	(28.1)	2
	세전이익	2	NM	2,678.3	0	NA	0
	순이익	2	NM	2,131.4	3	(38.7)	0

자료: 각 사, 한국투자증권

대형 브랜드: 프리미엄과 면세점이 실적 변수

프리미엄 전략과 면세점, 인바운드 관광객 시장 위축과 높은 기저 영향

브랜드 업체들의 차별화 포인트는 1분기에도 프리미엄 전략과 면세점 실적이다. 내수에서 수익성과 실적 기여도가 높은 면세점 실적 변수는 프리미엄 브랜드 비중에 더해 중국 리셀러 수요가 될 것이다. 순수 내수 또한 중국인 관광객 감소에 경쟁 심화 영향권이다. 경쟁에 타격이 가장 큰 매스 비중이 내수 실적의 변수다. 중국 현지 사업은 2월까지 높은 베이스에 경쟁 요인도 변수다.

브랜드 회사 중 프리미엄 전략에 힘입어 면세점과 중국 사업이 고성장하는 것은 LG생활건강이다. 아모레퍼시픽은 1분기까지 수익성이 높은 면세점이 부진할 것이다. 인바운드 관광객 부진에 작년 9월부터 시행한 구매 제한 영향이다. 중국 현지 매출액 또한 프리미엄 비중이 80%에 달하는 LG생건 성장이 돋보일 전망이다.

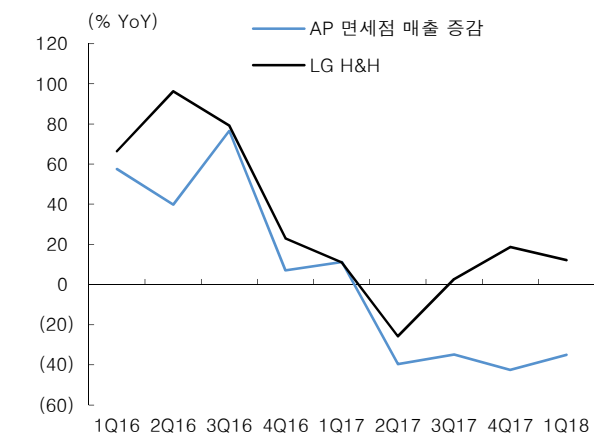
LG생활건강: 프리미엄 전략 이상 무

LG생건의 1분기 영업이익은 전년대비 5% 증가한 2,720억원(영업이익률 16%)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 작년 높은 베이스에도 불구하고, 화장품 매출액과 영업이익이 각각 9% 증가, 영업이익은 1,930억원(영업이익률 20.8%)으로 예상된다. 면세점 매출액은 전년대비 12%, 중국 화장품 매출액은 35% 증가할 전망이다. 화장품 영업이익 기여도는 71%에 달해 생활용품과 음료 부문 부진을 상쇄할 전망이다. 생활용품과 음료 부문 영업이익은 경쟁 심화와 추웠던 날씨로 인해 전년대비 각각 4%, 9% 감소할 것이나 전체 실적에 미치는 영향은 제한적이다.

아모레퍼시픽: 업황 부진과 높은 기저 영향권

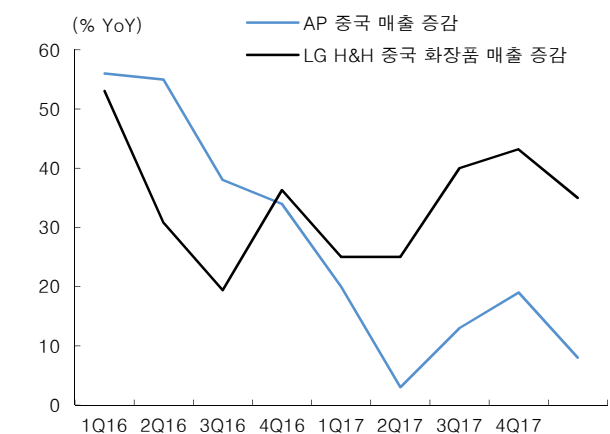
아모레퍼시픽은 업황 부진과 높은 기저 영향권이다. 1분기 매출액은 전년대비 11% 감소한 1.4조원, 영업이익은 30% 감소한 2,220억원(영업이익률 16%)으로 컨센서스를 9% 하회할 전망이다. 국내 화장품 영업이익은 1,210억원(-44% YoY, 영업이익률 16.5%), 해외 화장품은 920억원(+4.7% YoY, 영업이익률 17.5%)으로 예상된다. 국내 면세점 매출액이 전년 대비 35% 감소하고 면세점 외 채널도 높은 기저로 인해 매출액이 12% 감소할 전망이다. 중국은 높은 기저 영향으로 매출액이 12% 증가하면서 동남아가 20%대, 미주는 70%대 성장이 예상된다.

[그림 1] 아모레P vs LG 면세점 분기 매출 추이



자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 2] 아모레P vs LG 중국 매출 vs 성장률 추이



자료: 각 사, 한국투자증권

**아모레G: 업황 부진과
중저가 경쟁 심화 영향**

아모레G의 1분기 매출액은 전년대비 11% 감소한 1.65조원, 영업이익은 29% 감소한 2,700억원으로 컨센서스를 17% 하회할 전망이다. 아모레퍼시픽 영업이익이 2,220억원으로 30% 감소하면서 이니스프리와 에뛰드 등 중저가 브랜드 실적도 부진할 것이다. 이니스프리 매출액은 10% 감소하고 영업이익은 23% 감소한 360억원(영업이익률 20%)으로 예상된다. 에뛰도 실적도 부진, 인바운드 관광객 감소뿐 아니라 중저가 화장품 경쟁 심화 영향권이다.

**신세계인터내셔널
화장품 사업 본격 성장**

패션에서 화장품, 생활용품으로 사업 구도가 변모하고 있는 신세계인터내셔널의 1분기 매출액은 전년대비 13% 증가한 3,080억원, 영업이익은 72% 급증한 75억원(영업이익률 2.7%)으로 예상된다. 화장품이 포함된 국내 패션 부문 매출액이 25% 증가하며 전체 성장을 견인할 전망이다. 화장품 매출액은 2017년부터 급증, 1분기에는 전년대비 200% 이상 증가하면서 매출의 약 10%를 차지할 전망이다. 원가율이 낮고 수익성이 높아 이익 기여도는 더욱 높다.

생산업체: 비용 변수, 코스맥스는 불확실성 완화 단계

**생산업체: 고객 다각화와
비용 변수**

생산업체 실적의 차별화 포인트는 해외 사업과 capex 관련된 비용 일단락 여부다. 불확실성이 완화되고 있는 것은 코스맥스다. 2017년 한국과 중국 동시 증설이 완료, 이에 미주 사업까지 더해지면서 영업이익률이 4%까지 하락했다. 한국콜마와 연우 또한 수익성이 크게 하락했다. 코스맥스는 캐파 증설이 일단락되었으며 해외 사업 비중이 유의미하게 상승했다.

**코스맥스: 중국 양호,
미주가 상반기 변수**

코스맥스 1분기 매출액은 전년대비 28% 증가한 2,800억원, 영업이익은 12% 증가한 106억원(영업이익률 3.8%)으로 컨센서스와 유사할 전망이다. 부진했던 국내 부문이 1분기에 소폭(+3.0% YoY) 증가하고 중국(상해+광저우) 매출액이 30% 증가할 것이다. 미주는 Nu World 인수 효과로 작년 72억원 매출액에서 430억원으로 증가할 것이다. 신규 인수한 Nu World 실적이 변수이나 비용 부담은 피크를 지난 것으로 판단된다.

**연우: 바닥 탈출, 2분기부터
턴어라운드 예상**

화장품 용기 업체인 연우 실적도 바닥을 통과했다. 1분기 매출액은 전년대비 15% 증가한 640억원, 영업이익은 14% 증가한 25억원(영업이익률 3.9%)으로 컨센서스는 하회하나 증익이 예상된다. 해외 주요 고객사 브랜드 리뉴얼로 인해 부진했던 수출 회복과 주력 바이어인 아모레퍼시픽향 매출도 3분기 연속 감소 이후 증가한 것으로 추정된다. 최저 임금 상승과 물류 자동화 시스템 등 비용 부담은 지속되었으나 외형 성장으로 이익 개선이 나타나고 있다. 비용 관련 요인은 2분기부터 완화될 것이고 가동률이 상승하면서 실적은 점진적으로 개선될 전망이다.

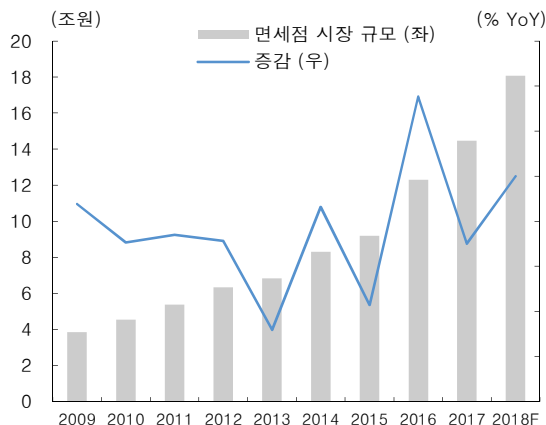
II. 내수 화장품, 변수는 중국인 관광객?

면세점: 고성장 지속, 그러나 외산과 중소형 브랜드 약진

**면세점: 시장은 성장하는데
경쟁 구조가 바뀌고 있다**

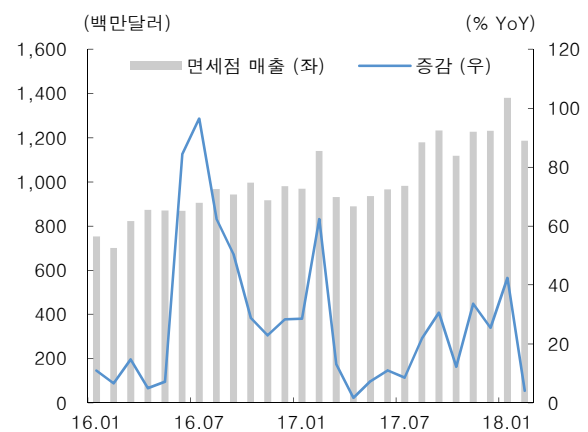
내수 화장품에서 중국인 수요에 영향을 가장 많이 받는 것은 면세점 채널이고 2차적으로 국내 오프라인 유통이다. 2017년 면세점 시장은 14.5조원을 기록했다. 당초 면세점 매출액 70% 이상을 차지하는 외국인 매출액이 관광객 급감으로 인해 위축될 것이라는 예상과 다르게 면세점은 달러 기준으로는 21%, 원화 기준 18% 성장했다. 실제 2017년 중국인 방문객수는 전년대비 48% 감소, 면세점 방문 외국인수도 1,484만명으로 전년대비 28% 감소했으나 인당 사용금액이 51% 증가한 556달러에 달하면서 전체 성장을 견인했다. 특히 2017년 외국인 월 시내 면세점 구매액은 1,229달러에 달해 시내 면세점에서 인당 구매액 증가가 전체 시장 성장을 견인했다.

[그림 3] 면세점 시장 2017년 18% 증가



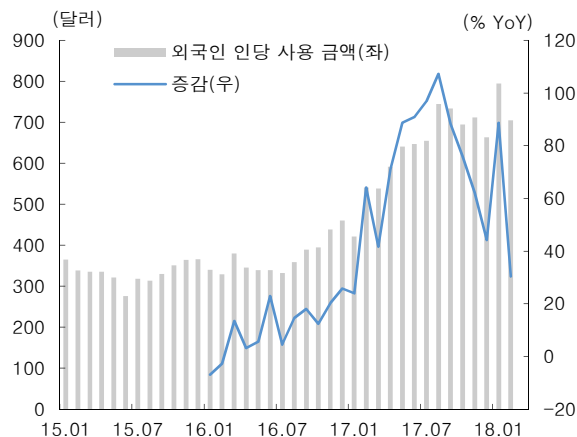
자료: 한국면세점협회, 한국투자증권

[그림 4] 지난 4~5월 일시 주춤했으나 빠르게 회복



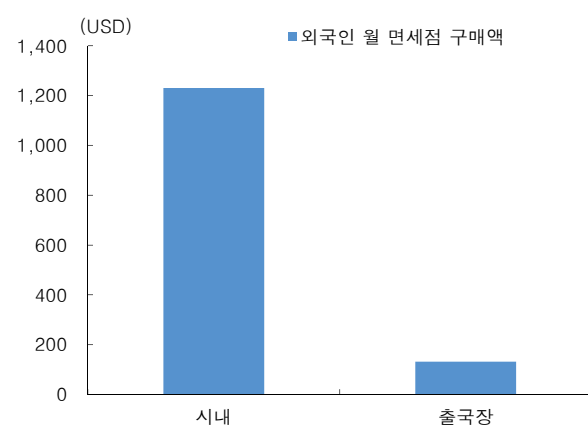
자료: 한국면세점협회, 한국투자증권

[그림 5] 외국인 객단가 추이



자료: 한국면세점협회, 한국투자증권

[그림 6] 시내 면세점 vs 공항 면세점 외국인 객단가 비교



자료: 한국면세점협회, 한국투자증권

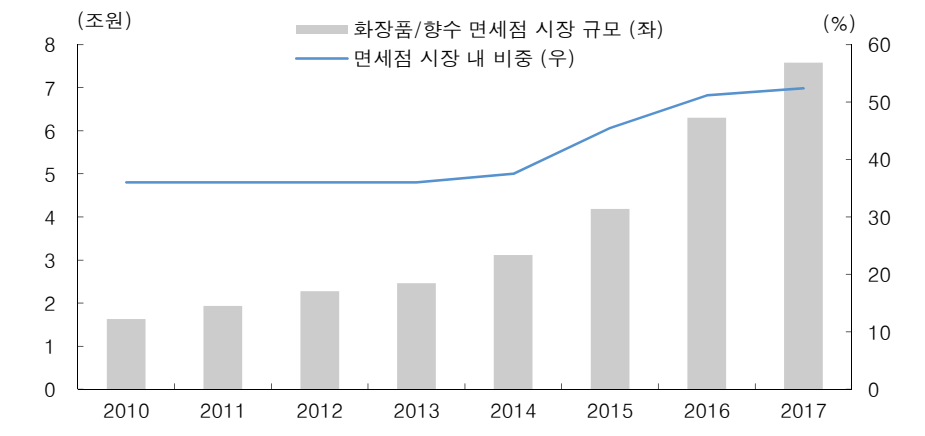
**여전히 화장품이 면세점에서
가장 중요한 품목이나**

면세점 화장품 시장도 20% 성장한 7.6조원으로 향수까지 가산 시 8조원 시장을 형성했다. 면세점 내 비중 또한 52.4%(향수까지 가산 시 55%)로 2016년보다 1.2%p 상승, 2016년 6.6조원 시장에서 1.4조원 증가한 것이다. 면세점 시장이 2.2조원 늘어난 것을 감안하면 면세점 증분의 대부분은 여전히 화장품이 설명하고 있다. 그러나 2017년 면세점 시장은 성장했으나 경쟁 양상은 크게 달라졌다.

**2017년 면세점:
해외 브랜드와 국내 중소
브랜드 시장으로 변모**

주목할 것은 2014~2016년은 국산 대형 브랜드의 시기, 2016~2017년도를 중소형 브랜드의 부상, 2017년은 외산 브랜드의 부상이다. 외국인 관광객들의 ‘설화수’ 브랜드 선호가 보따리상 수요로, 그리고 지금은 중국 리셀러의 시장으로 변모하면서 외산과 중소 브랜드들의 점유율이 가파르게 상승하고 있다.

[그림 7] 국내 면세점 화장품 시장 꾸준히 성장했으나



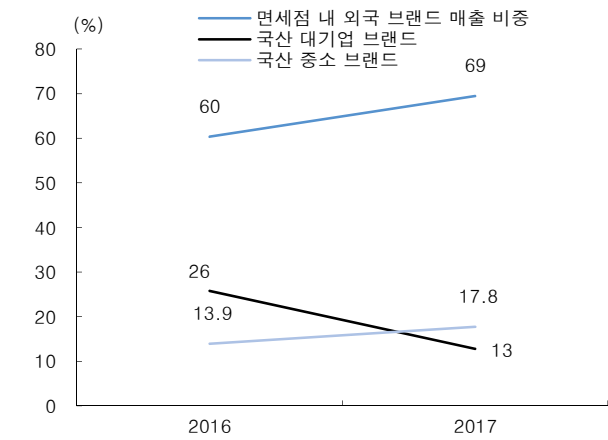
자료: 관세청, 한국투자증권

**아모레퍼시픽 점유율은
크게 하락, 중소 브랜드
성장 뒤에는 중국 리셀러
수요가 있다**

작년 가장 주목할 만한 변화는 외국 브랜드와 국내 중소형 브랜드의 선전이다. 외국산 브랜드 매출 비중이 2016년 60%에서 2017년 69.4%로 크게 상승했다. 국내 중소 브랜드의 매출 비중도 13.9%에서 17.8%로 상승했다. 반대로 국내 브랜드 매출 비중은 30.6%로 전년대비 9.1%p 하락했다. 아모레와 LG생활건강이 포함된 대기업제품 매출 비중이 대폭 하락, 이중에서도 아모레퍼시픽 점유율이 전년 21.4%에서 13.1%로 하락해 대기업 점유율 하락의 주요인이었다.

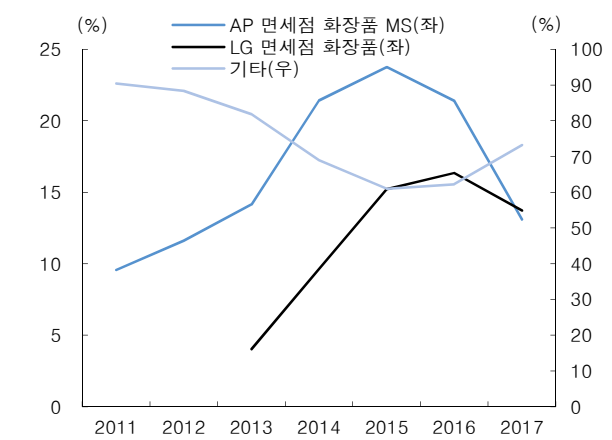
외산 화장품 매출 호조는 중국 리셀러 수요가 외국 유명 브랜드로도 확산된 것으로 추정된다. 또한 중소 브랜드 매출 호조가 돋보인다. 실제 주요 면세점 내 코스메틱 브랜드의 상위권에 ‘설화수’와 ‘후’를 제외하고 3~5위권을 중소형 브랜드가 채우고 있다. 중소형 브랜드의 경우 마스크팩 등 특정 카테고리에 집중된 경향이 있으며 국내에서 브랜드력이 높지 않다. ‘설화수’와 ‘후’가 대표 품목이 10만원 이상의 고가인 반면 마스크팩 등은 개당 1000~2000원대에 불가해 단가도 매우 낮다. 상기 매출 순위 달성을 위해서는 대량 구매가 필수적이며 중국 유통상 및 리셀러 영향이 큰 것으로 추정된다.

[그림 8] 2017년 면세점에서 외산과 중소형 브랜드 호조



자료: 관세청, 한국투자증권

[그림 9] 면세점 화장품 내 점유율



자료: 각 사, 한국투자증권

<표 2> 2017년 해외 브랜드, 국내 중소 브랜드 호조

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2015	2016	2017
면세점 전체 매출액	9,198	12,276	14,468
증감	10.7	33.5	17.9
외국산 매출액	5,795	7,404	10,047
면세점 내 비중	63.0	60.3	69.4
국산 매출액	3,404	4,872	4,422
면세점 내 비중	37.0	39.7	30.6
대기업제품 매출액	2,224	3,166	1,851
면세점 내 비중	24.2	25.8	12.8
국산 내 비중	65.3	65.0	41.9
중소중견제품 매출액	1,180	1,706	2,571
면세점 내 비중	12.8	13.9	17.8
국산 내 비중	34.7	35.0	58.1

자료: 관세청, 한국투자증권

<표 3> 주요 면세점 코스메틱 매출 순위

	롯데면세점(소공)	신라면세점(장충)	신세계면세점(명동)
1 위	설화수	후	설화수
2 위	후	설화수	후
3 위	이니스프리	닥터자르트	닥터자르트
4 위	닥터자르트	A.H.C	JM Solution
5 위	JM Solution	JM Solution	A.H.C

주: 2017년 12월 기준
자료: 업계자료, 한국투자증권

인바운드 관광객, 국내 면세점 실적과 상관 관계 낮아져

면세점 현재 변수는 중국인
유통상

2017년 중국인 인바운드 관광객이 전년대비 48% 감소, 금년 인바운드 관광객 회복에 따른 화장품 산업 성장에 대한 기대가 높다. 중국인 인바운드 관광객이 본격적으로 회복된다면 일차적으로 면세점 회복에 대한 기대가 높다.

관광객 회복 속도와
브랜드력이 주요 변수

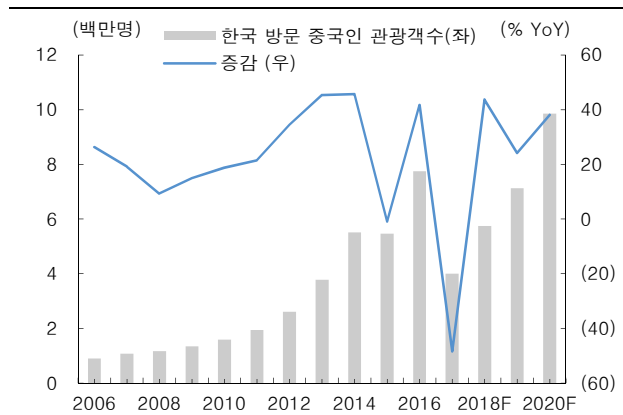
관건은 중국인 인바운드 관광객이 면세점 매출의 주요 변수가 아니고 면세점 화장품 시장은 중국인 리셀러 영향이 커졌다는 것이다. 작년 관광객 급감에도 면세점 실적이 좋았다는 것은 관광객과 면세점간의 상관관계가 낮아졌기 때문이며 금년에도 관광객 증가만큼 좋아질 것이라고 보기가 어렵다. 결국 인바운드 관광객 회복은 업체별로 편차가 달라질 것으로 예상되는데, 개별 화장품 업체의 면세점 실적은 1) 리셀러 수요보다는 일반 관광객 수요에 기반하고 있어 탄탄한 브랜드력에 힘입어 실제 인바운드 관광객 증가 수혜를 볼 수 있는가 또는 2) 중국 리셀러 수요에 적합한가이다.

중국인 인바운드 관광객
본격적인 유입은 아직, 향후
전면 개방 뉴스 flow 점검

중국인 관광객수는 2분기부터 본격 반등이 예상되며 2018년 43% 증가한 574만명으로 예상된다. 작년 중국인 관광객수는 4월 23만명을 기록하며 최저 수준을 기록한 이후 지난 2월 35만명으로 회복했다. 2분기 월 평균 46만명, 최대 성수기인 3분기 60만명, 4분기 50만명 달성이 필요하다. 중국인 관광객 방한에 대한 뉴스 플로우를 면밀히 관찰해야 할 것이다.

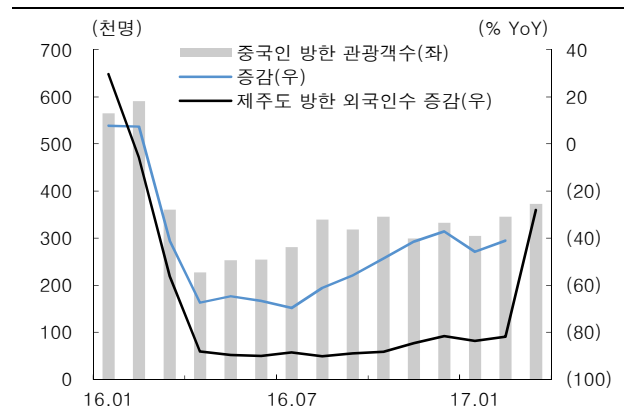
이에 최근 양체즈 중국 외교담당 정치국 위원과 문재인 대통령의 면담에서 중국 단체 관광객 정상화 문제에 대해 중국 측에서 ‘빠른 시일 내에 가시적인 성과가 있을 것’이라고 언급, 사드 보복 조치 철회가 임박했음을 시사한 점은 긍정적이다. 방한 금지령은 작년 11월 해제되었으나 베이징과 산둥 지역 일부 지역에 국한되었고, 온라인 판매가 금지되었으며 크루즈, 전세기 운항이 이루어지지 않으면서 실질적으로 인바운드 관광객의 본격 반등이 아직까지는 나타나지 않았기 때문이다. 상기 규제가 전면 완화될 시에는 관광객 급감으로 인해 타격을 입은 일부 브랜드들에 긍정적인 영업 환경이 조성될 것으로 예상된다. 브랜드력이 견고한 업체들의 경우 관광객 동향과 면세점 실적을 면밀하게 살펴봐야 할 것이다.

[그림 10] 중국인 관광객 금년 43% 증가 예상



자료: 한국관광공사, 한국투자증권

[그림 11] 본격적인 유입은 아직, 회복은 나타나고 있어



자료: 한국관광공사, 한국투자증권

순수 내수 또한 경쟁이 변수

내수 경쟁과 브랜드 경쟁력 제고 또한 관전 포인트

국내 오프라인 시장 등 순수 내수 시장은 인바운드 관광객 회복과 더불어 경쟁 영향이 완화되고 있는가가 중요해질 것이다. 2017년 화장품 산업 성장은 지속되면서 관광객 급감에 크게 흔들림이 없었다. 그러나 업체들 실적은 업황과 다르게 가는 업체가 많았다.

아모레퍼시픽 내수 브랜드 경쟁력 제고가 확인 요인

대형사에서는 아모레퍼시픽의 면세점 외 내수 매출이 부진했다. 중국인 관광객 급감 영향도 있으나 ‘아이오펜’, ‘헤라’ 등 내수 수요에 기반한 특정 브랜드의 매출 급감은 경쟁이 격화된 영향이다. 이에 동사는 제품 라인업 강화, 유통 채널 다양화 등 국내 경쟁력 제고를 위한 다양한 시도를 진행하고 있다. 상기 영향이 개별 브랜드 매출 회복으로 이어지는지 확인이 필요하다.

중소형 브랜드 실적 편차 더욱 커

중소형 브랜드도 다르지 않다. 중국인 관광객 영향보다는 중국 유통 확보 여부에 따라 실적 편차가 크다. 특히, 최근 급성장한 중소형 브랜드들의 경우 중국 도매 매출 수익성이 가장 높아 이에 따른 실적 변동성이 매우 크다. 중국향 매출 비중이 큰 업체들의 경우 국내보다 중국 등지에서 더 먼저 유통이 되면서 인지도가 높아진 경우가 더욱 많고 역으로 국내에서 브랜드 인지도가 형성되면서 기존 업체들에게 위협 요인이 되고 있다. 관광객 동향과 함께 유통 채널 및 실적 변화를 면밀히 보아야 할 것이다.

〈표 4〉 주요 화장품 브랜드 업체 매출 동향

(단위: 십억원)

매출액		2013	2014	2015	2016	2017
프리미엄	아모레퍼시픽	3,100	3,874	4,767	5,645	5,124
	LG 생활건강	4,326	4,677	5,328	6,094	6,270
원브랜드숍	더 페이스샵	547	610	629	650	567
	이니스프리	333	457	592	768	642
	에이블씨엔씨	442	438	408	435	373
	에뛰드	319	281	258	317	259
	토니모리	170	205	220	233	206
	스킨푸드	174	151	169	169	-
	잇츠한불	52	242	310	326	246
	네이처리퍼블릭	172	255	285	262	-
	더샘인터내셔널	33	44	72	140	132
중저가	리더스코스메틱	73	120	173	181	140
	한국화장품	69	76	98	161	151
	코리아나	96	101	137	124	112
	해브앤비	29	34	86	237	367
	엘엔피코스메틱		57	189	402	-
	클레어스			168	70	-
	카버코리아		50	156	430	-
	에스디생명공학			75	105	127
	제이준	30	7	8	83	130
	에프엔코	44	77	121	183	-
	클리오	34	42	107	194	194
	애경산업	359	407	459	507	630

자료: 각 사, 한국투자증권

〈표 5〉 주요 화장품 브랜드 업체 영업이익

(단위: 십억원)

영업이익		2013	2014	2015	2016	2017
프리미엄	아모레퍼시픽	370	564	773	848	596
	LG 생활건강	496	511	684	881	930
원브랜드숍	더 페이스샵	95	69	60	45	16
	이니스프리	50	76	126	196	108
	에이블씨엔씨	13	7	18	24	11
	에뛰드	30	11	2	29	4
	토니모리	19	15	17	18	(2)
	스킨푸드	3	(5)	(13)	(5)	-
	잇츠스킨	8	99	112	91	45
	네이처리퍼블릭	(0)	24	16	(10)	-
	더샵인터내셔널	(11)	(6)	(1)	20	14
중저가	리더스코스메틱	2	22	34	19	4
	한국화장품	(13)	(11)	(5)	16	8
	코리아나	(1)	(5)	6	4	2
	해브앤비	3	4	18	72	94
	엘앤피코스메틱		18	53	129	-
	클레어스		0	60	(3)	-
	카버코리아		10	48	180	-
	에스디생명공학		3	27	28	20
	제이준	(13)	(20)	(11)	13	22
	에프엔코	3	16	33	40	-
	클리오	2	1	23	26	11
	애경산업	10	8	26	40	50

자료: 각 사, 한국투자증권

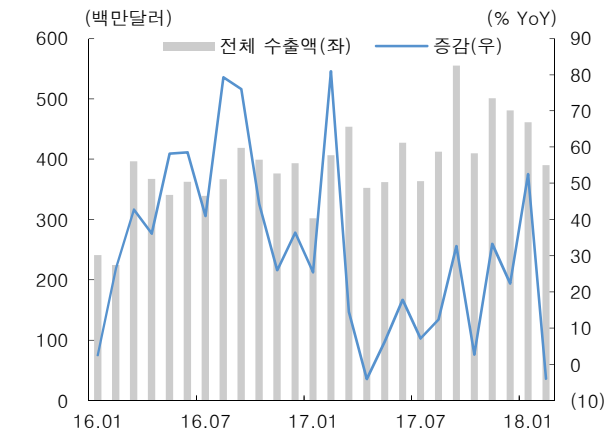
III. 수출, 업체별 전략이 중요하다

수출 호조 뒤에도 중소 브랜드가 있다

한국 화장품 수출 5년간
5배 증가, 중국 수입 1위국

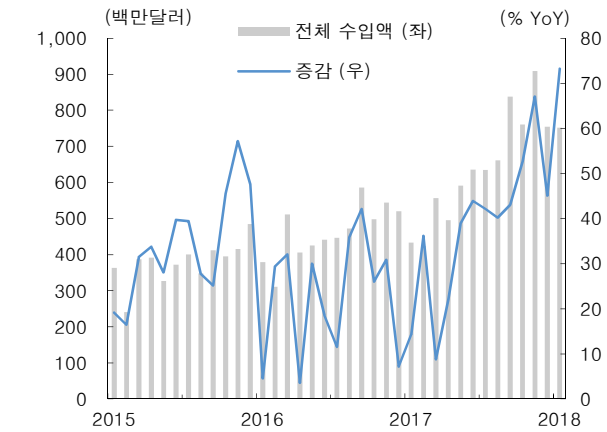
2017년 한국 화장품 수출액은 50억달러(5.5조원)로 전년보다 19% 증가했고 5년 전 10억달러와 비교하면 5배 증가했다. 금년 1~3월 누적으로도 전년대비 27% 증가해 수출 호조는 지속되고 있다. 중국 수입 화장품 시장 고성장 속에 한국은 점유율이 1위로 수출 데이터는 한국 화장품 성장을 잘 나타내고 있다. 수출 호조에는 일차적으로는 아모레퍼시픽과 같은 대기업의 해외 사업 확대 영향이 있었으나 실질적으로 수출에서 아모레퍼시픽의 점유율이 10% 미만으로 추정된다는 점을 감안하면 다른 브랜드들이 동시 다발적으로 성장하고 있는 것으로 추정된다.

[그림 12] 한국 화장품 수출 양호한 성장



자료: 한국무역협회, 한국투자증권

[그림 13] 중국 화장품 수입도 급증



자료: 한국무역협회, 한국투자증권

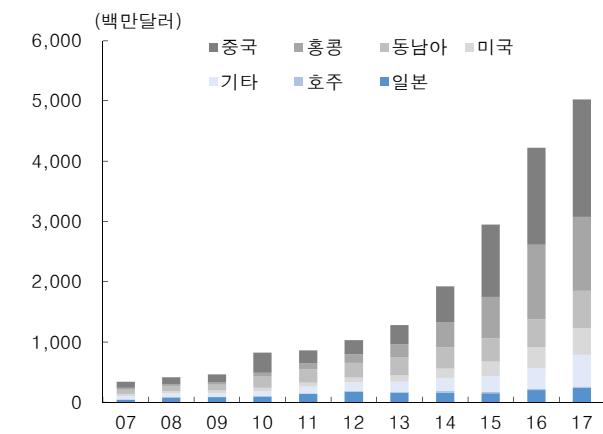
중국향 수출 호조 뒤에는
중소 브랜드 호조와 모바일,
온라인 유통 급성장에 주목

업체별로 수출 형태에 따라 수출 단가와 리테일 가격 차이가 크다. 그러나 통상적으로 화장품 수출단가가 통상 리테일가의 30~50%임을 감안하면 2017년 수출로 파생된 해외 시장 매출액은 11~18조원에 달하는 것으로 추정된다. 중국과 홍콩 합산 수출액은 3.5조원으로 전체 시장의 64%를 차지, 중국과 홍콩에서 파생되는 해외 시장 매출액만 7~12조원에 달하는 것으로 추정된다. 특히 홍콩향 수출은 2016년 82% 증가하면서 대폭 성장, 1.3조원 규모까지 증가해 압도적인 2위권 수출국인데 홍콩 현지 화장품 시장 규모가 약 2.8조원 수준에 그친다는 점을 감안하면 중국 등지로 유통되는 물량으로 추정된다. 중국 화장품 시장이 70조원 규모, 2017년 수입 시장 규모가 8.3조원이었음을 감안하면 한국의 대중 및 홍콩향 화장품 수출액 3.5조원과 관련되어 파생되는 매출 규모는 중국 시장에 상당한 영향이 있는 수준이다.

최근 중국과 홍콩 등지에서 유통되는 브랜드들은 중소 기업의 카테고리 킬러 위주의 아이템이 다수다. 브랜드 또는 제품 경쟁력으로도 물론 볼 수 있으나 1~2년 사이에 급성장하고 단일 아이템 위주로 성장한 회사들이 대부분이다. 이들의 성장 뒤에는 국내 ODM 업체들이 포진하고 있으며 중국 소비 시장의 급격한 운

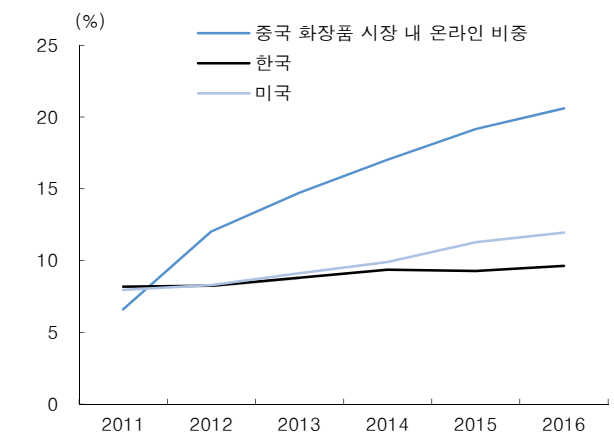
라인화와 더불어 화장품 유통업체들의 파워가 강해지고 있기 때문이다. 인지도가 낮은 브랜드라도 중국의 파워 유통업체를 확보 시 빠른 시일 내에 인지도를 확보 하게 되고, 중국의 온라인뿐 아니라 국내 역직구몰 등 다양한 채널을 활용해 동시 다발적으로 성공하게 된다. 단, 상기 브랜드들의 경우 지속 가능성은 변수다. 마 스크팩 카테고리 특히 국내 업체들이나 중저가 업체들이 상당 포진되어 있는데 타오바오몰 순위 기준으로 살펴보면 변화가 매우 잦으며 지속 가능성이 낮다. 결 국 상기 수출 데이터의 호조도 개별 업체별로 접근할 수밖에 없다는 판단이다.

[그림 14] 수출 중국과 홍콩 위주로 성장, 타지역도 호조



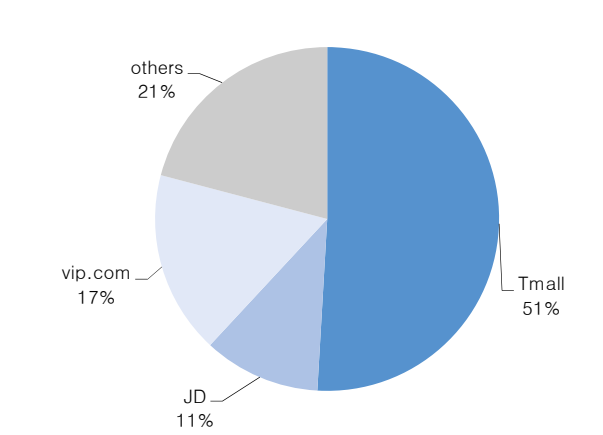
자료: 한국무역협회, 한국투자증권

[그림 15] 중국 온라인 화장품 시장 급성장



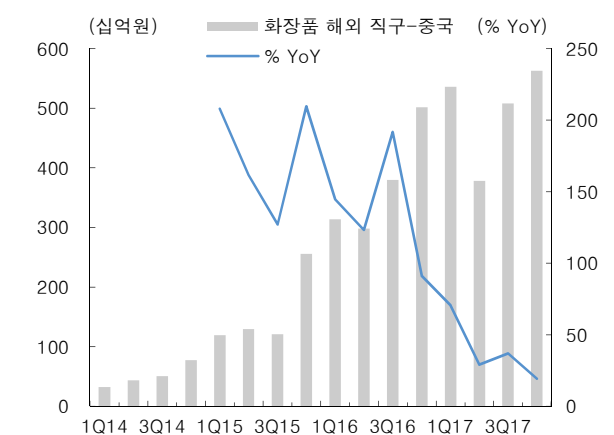
자료: 업계자료, 한국투자증권

[그림 16] 중국 온라인 화장품 업체별 점유율



주: 2016년 기준
자료: Kantar Retail, 한국투자증권

[그림 17] 한국 화장품 역직구 규모



자료: 통계청, 한국투자증권

〈표 6〉 타오바오 마스크팩: 중소형 브랜드, 잦은 순위 변동, 짧은 라이프사이클

	2018.03	2018.01	2017.06	2016.06	2015.06
1	BONOSIDAN	BONOSIDAN	膜法世家 · 1908	御泥坊	MG
2	膜法世家 · 1908	膜法世家 · 1908	One Leaf	jayjun	膜法世家 · 1908
3	SUQIE	SUQIE	御泥坊	One Leaf	Clinie
4	MG	MG	BONOSIDAN	膜法世家 · 1908	御泥坊
5	Schnaphil	Schnaphil	papa recipe	美康粉黛	CHOISKYCN
6	雨棠	雨棠	Morita Roberta	Clinie	LEADERS
7	御泥坊	御泥坊	MG	papa recipe	Morita Roberta
8	One Leaf	One Leaf	PECHOIN	Hanhoo	SNP
9	wis	wis	jayjun	Morita Roberta	我的美丽日志
10	papa recipe	papa recipe	DMC	SNP	丽娜莲
11	碧素堂	碧素堂	CHANDO	MG	One Leaf
12	jayjun	jayjun	WETCODE	SULWHASOO	PECHOIN
13	Morita Roberta	Morita Roberta	Hanhoo/韩后	自然晨露	innisfree
14	Dr.Jart+	Dr.Jart+	Dr.Jart+	FENDIFEILI	Schnaphil
15	utena	utena	SULWHASOO	真尔美	曼宁
16	Vandarlin	Vandarlin	雨棠	The history of whoo	Kans
17	JMsolution	JMsolution	wis	203040	仟佰草
18	SK-II	SK-II	SNP	PECHOIN	Hanhoo
19	PECHOIN	PECHOIN	utena	innisfree	我的心机
20	SULWHASOO	SULWHASOO	碧素堂	LEADERS	Laneige

자료: 타오바오, 한국투자증권

IV. Top-down에서 Bottom-up의 시기로

산업 데이터, 더 이상 개별
업체 실적 설명하기 어렵다

한국 화장품 산업 성장을 설명하는 면세점, 수출 데이터는 고성장함에도 불구하고 중국 파워 유통업체와 제조 업체들의 협업으로 인한 다수의 중소형 브랜드 양산으로 인해 더 이상 개별 업체와의 상관 관계가 낮아졌다. 이로 인한 투자 아이디어는 크게 3가지이다.

투자 아이디어
-대형주에서는 프리미엄
-생산업체 시장 우호적
-중소형 브랜드

첫째, 면세점과 수출에서 지속성이 높으면서 수요가 높게 증가하는 것은 프리미엄 제품이다. 대형주에서는 프리미엄 전략 위주로 실적의 변동성이 낮은 LG생활건강을 선호한다. 아모레퍼시픽의 확인 요인은 1) 인바운드 관광객 회복과 면세/내수의 상관 관계, 2) 내수 브랜드 경쟁력 제고, 3) 중국 럭셔리 브랜드 안착, 4) 글로벌화 속도다.

둘째, 생산업체 시장은 상당 기간 우호적일 것이다. Capex 피크를 지난 코스맥스를 선호한다. 코스맥스의 상반기 미국이 아직 불확실성 요인이나 미주 매출이 함께 증가하고 있어 점진적으로 미주 손실도 축소될 것으로 예상된다. 조정시 매수를 권고한다. 연우의 경우도 2분기부터 턴어라운드가 예상된다. 관심 종목이다.

셋째, 중국이나 홍콩, 면세점에서 급성장하는 중소형 브랜드 투자 전략이다. 신세계인터내셔널을 관심 종목으로 제시한다. 중소형 브랜드에는 클리오, 제이준, 애경산업, 에스디생명공학 등 다양한 업체가 있다. 그러나 앞서 언급되었던 중저가 제품들의 경우 매출 변동성이 높고 가격 방어력이 낮으며 제품 라이프사이클이 짧다. 면밀한 follow-up이 필요할 것이다. 신세계인터내셔널의 차별화 포인트는 신세계, 면세점, 시코르 등 유통 채널을 확보하고 있고 글로벌 제조사인 인터코스와의 합작으로 메이크업에서 차별화된 제조 기반을 보유하고 있다는 것이다.

내수 - 중국인 인바운드 관광객 동향+브랜드력 제고

인바운드 관광객 →
매출과의 연관도 검증 필요

내수 부문에서 가장 큰 관전 포인트는 최우선적으로 인바운드 관광객 동향이다. 트래픽 급감으로 실적이 부진했던 업체들에 긍정적인 것이다. 그러나 2017년 면세점과 내수 시장이 중국 리셀러 시장으로 상당 부분 변모, 인바운드 관광객 회복의 강도와 동시에 업체들의 실적이 인바운드 관광객 동향과 정비례하는지 여부도 확인이 필요하다. 또한 아모레퍼시픽의 경우 구매 제한 영향이 3분기까지 작용해, 비교 베이스가 동일해지는 시점은 4분기부터다.

내수 경쟁 극복 요인 보아야

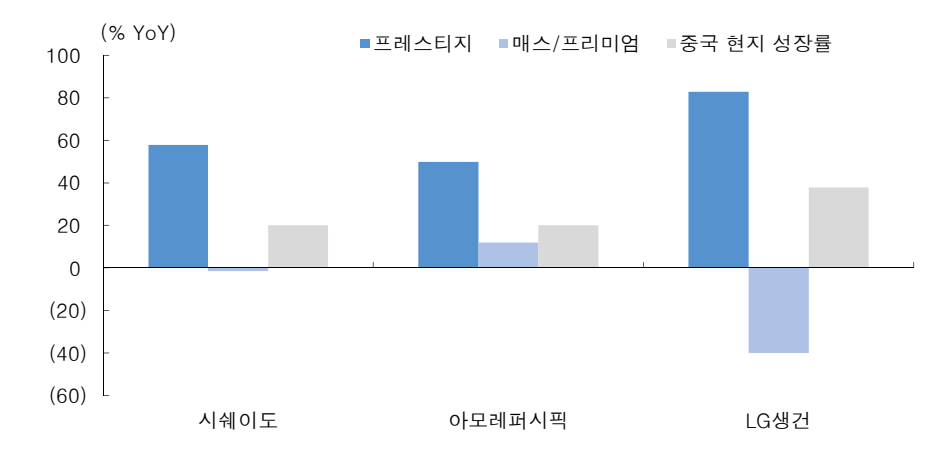
화장품 업체들의 면세뿐 아니라 순수 내수 사업 수익성이 대부분 부진하다. 중국인 관광객 급감과 채널 변화 요인을 꼽기도 하지만 기본적으로는 공급 증가로 인한 경쟁 심화다. 특히 국내의 경우 파워풀한 제조업체와 중국 유통상을 기반으로 한 카테고리 킬러 위주의 업체들이 대량으로 생겨났다. 브랜드 업체들은 이에 제품 라인업 강화, 채널 다각화 등을 통해 브랜드력 제고를 기하고 있다. 단 이러한 노력은 매출 회복으로 확인이 필요할 것이다.

해외: 중국 내 전략+높은 지역 의존도 해소 여부

중국 내 프리미엄 사업 강화

중국 시장은 빠르게 성장하는 화장품 소비만큼 트렌드와 경쟁 상황도 급변하고 있다. 특히 모바일, 온라인 등 유통 채널의 발달과 함께 중간 유통상들의 제조사, 브랜드사들과의 협업으로 경쟁 구도가 급변하고 있다. 중국 내 전략 변화도 나타나고 있다. 중국 시장은 중저가에서 변동이 큰 동시에 브랜드력에 대한 충성도가 높은 것은 여전히 프리미엄 사업이다. 2017년 글로벌 럭셔리 브랜드들의 중국 판매는 호조였다. LG생건은 럭셔리 화장품 위주의 포트폴리오로 국내 및 중국을 모두 변화시켰으며 아모레퍼시픽은 중국 내 럭셔리 비중이 약 20%로 이를 확대하는 전략 및 마케팅이 예상된다.

[그림 18] 시셰이도 vs 아모레P vs LG생건: 2017년 중국 사업 성장률 비교



자료: 각 사, 한국투자증권

글로벌화 진행형

높은 중국 의존도에서 벗어나기 위한 지역 다각화 노력도 예상된다. 아모레퍼시픽의 미주 사업을 금년 주목해야 하는 이유다. 코스맥스도 미주 비중이 금년 15% 이상으로 상승하고 동남아 비중도 상승하는 등 지역 다각화에 노력하고 있다. 아모레퍼시픽의 경우 작년 미주 사업 비중이 약 1%에 불과해 미미하고, 코스맥스의 경우 아직 영업 손실 구간이라는 점을 감안하면 사업 성과는 관전 포인트이다.

생산업체: 우호적인 시장 환경. 고정비 부담 완화 필요

생산업체: 수요보다 비용, 방향성보다 실적 레벨이 관건

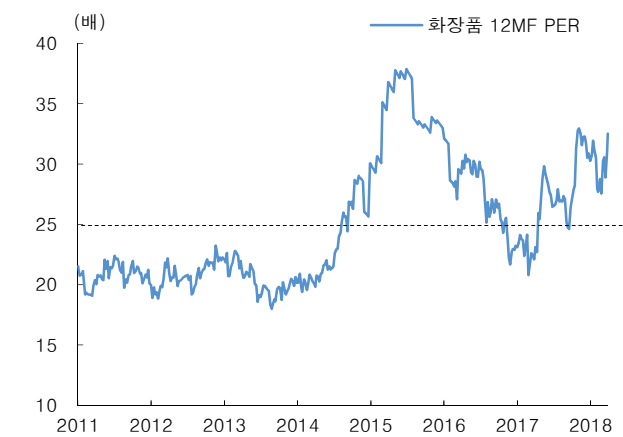
생산업체들의 2017년 실적 부진은 일부 사드로 인해 부진했던 내수 사업 영향도 있으나 보다 근본적인 것은 캐파 증설, 제품 믹스 악화, 그리고 비용이다. 코스맥스와 한국콜마는 2017년 외형은 모두 두자리수 증가했으나 이익이 크게 훼손되었다. 연우도 매출은 전년 수준이었으나 영업이익이 64% 감소했다. 원가율이 높은 산업 특성상 고정비 부담이 클 뿐 아니라 고객사들이 분산되어 있어 규모의 경제 확보가 어렵다. 향후 양질의 고객사 확보 및 고정비 부담 완화 여부가 관전 포인트이다.

밸류에이션: 회색 지대

이익 증가가 높지 않은
고 PER은 부담 요인

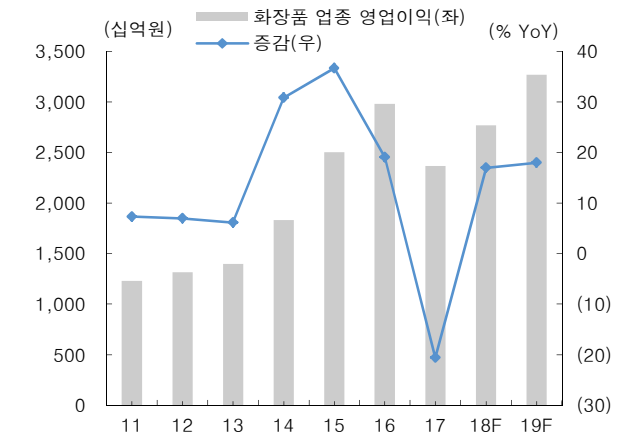
화장품 업종은 12MF PER 33배 수준에 거래되고 있다. 대중국 사업이 부각되기 시작한 2014년부터 밸류에이션이 상승, 38배까지 상승한 바 있다. 그러나 2014~2016년도 화장품 업종 매출액이 연평균 19%, 영업이익 증가율이 29%에 달했다. 사드 기저 효과가 감안된 2년 연평균 매출 및 이익 증가율 10%, 17%으로 예상되어 현 시점 밸류에이션이 낮다고 보기는 어렵다. 업체별로 차별화되는 실적 확보 여부가 중요하다.

[그림 19] 화장품 밸류에이션



자료: 한국투자증권

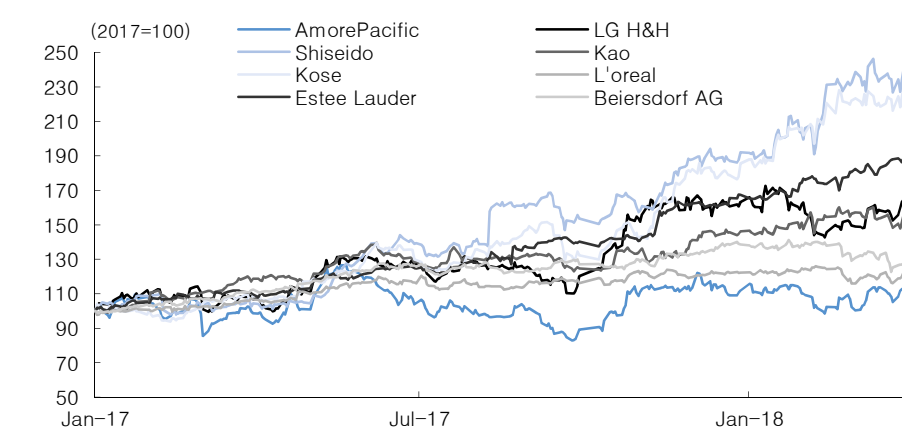
[그림 20] 화장품 산업 2018년 전년대비 18% 이익 증가



자료: 한국투자증권

2015~2016년까지 한국 화장품 업체들의 주가가 빠르게 상승한 이후 2017년에는 일본 업체들 주가 상승률이 높았다. 일본 업체들도 2017년 중국인 인바운드 관광객 시장 성장의 수혜가 극대화된 만큼 금년 한국 내 중국인 인바운드 관광객 시장 턴어라운드 기대감이 높다. 앞서 언급한 확인 요인들이 해소될 시 대형주 위주로 화장품 업체들의 추세적인 주가 상승이 가능할 것이다. 당분간 프리미엄, 중소형, 생산업체에 집중하는 전략이 유효하다.

[그림 21] 글로벌 peer 주가 동향



자료: Bloomberg, 한국투자증권

〈표 7〉 글로벌 peer valuation

(단위: USD mn, X, %, % YoY)

		한국화장품			일본 화장품			중국 화장품		글로벌 화장품	
		Amore Pacific	LG H&H	Amore G	Shiseido	Kao	Kose	Shanghai Jahwa	L'Oréal	Estée Lauder	Beiersdorf AG
Mkt Cap.		19,118	18,861	12,076	26,289	37,810	13,109	4,154	126,149	54,939	27,974
PER	2017F	53.3	32.8	58.0	95.6	25.5	26.5	63.6	27.1	25.9	33.1
	2018F	45.7	27.5	48.6	46.4	26.2	45.6	47.9	26.3	34.2	26.2
	2019F	37.3	24.8	39.8	37.8	24.2	39.2	37.3	24.8	30.5	24.4
PBR	2017F	5.1	6.9	4.0	5.1	4.7	3.5	4.6	4.2	8.1	4.4
	2018F	5.2	6.1	4.1	6.0	4.6	7.3	4.5	3.8	12.0	3.6
	2019F	4.7	5.2	3.8	5.4	4.2	6.4	4.1	3.5	10.8	3.3
EV/EBITDA	2017F	23.2	18.8	13.6	17.4	13.7	11.0	55.7	17.8	17.2	14.5
	2018F	22.0	17.7	12.4	20.0	13.6	23.8	34.1	16.9	20.4	14.3
	2019F	18.7	15.7	10.6	17.1	12.8	20.8	27.4	16.0	18.5	13.4
ROE	2017F	9.8	21.9	7.0	5.6	19.8	13.9	7.3	14.5	31.4	13.8
	2018F	12.0	23.4	8.5	14.1	18.2	16.9	9.6	14.7	34.8	14.2
	2019F	13.3	21.7	9.6	15.7	18.1	17.5	11.2	14.8	40.8	13.7
DY	2017F	0.4	0.8	0.3	0.5	1.4	1.1	0.5	1.9	1.4	0.7
	2018F	0.5	0.8	0.3	0.5	1.5	0.6	0.9	2.0	1.0	0.8
	2019F	0.6	0.9	0.3	0.7	1.6	0.7	1.1	2.2	1.2	0.8
EPS growth	2017F	(38.4)	6.8	(42.6)	(29.2)	17.7	16.1	93.3	15.3	13.0	(5.4)
	2018F	32.3	28.0	30.8	164.9	4.3	33.0	40.0	9.0	28.4	16.7
	2019F	22.3	10.8	21.9	22.8	8.0	16.5	28.4	6.0	12.1	7.1
OPM	2017F	11.6	14.8	12.1	8.0	13.7	14.7	5.7	17.3	14.3	15.5
	2018F	12.0	15.5	12.8	9.1	14.1	15.9	9.4	18.4	16.7	15.9
	2019F	13.2	16.0	14.1	10.2	14.6	16.7	10.4	18.6	17.4	16.3
Sales growth	2017F	(9.2)	2.9	(10.0)	18.2	2.2	9.6	8.9	4.4	5.0	4.5
	2018F	12.5	8.1	11.5	5.4	4.1	14.1	14.5	1.6	13.5	2.2
	2019F	11.3	7.2	10.4	7.1	3.9	9.5	18.2	4.6	7.3	4.3

주: 4월 3일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권



기업분석

LG생활건강(051900)

아모레퍼시픽(090430)

아모레G(002790)

코스맥스(192820)

신세계인터내셔널(031430)

연우(115960)

This page is left blank intentionally

LG생활건강(051900)

매수(유지) / TP: 1,450,000원(유지)

주가(4/3, 원)	1,274,000
시가총액(십억원)	19,898
발행주식수(백만)	16
52주 최고/최저가(원)	1,274,000/776,000
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	39,424
유동주식비율(%)	59.8
외국인지분율(%)	46.4
주요주주(%)	LG 외 1인 34.0
	국민연금 6.2

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2016A	6,094	881	568	33,905	23.4	1,015	25.3	14.8	5.8	24.9	0.9
2017A	6,270	930	607	36,199	6.8	1,077	32.8	18.8	6.9	21.9	0.8
2018F	6,781	1,053	772	46,319	28.0	1,214	27.5	17.6	6.1	23.4	0.8
2019F	7,270	1,160	855	51,302	10.8	1,333	24.8	15.7	5.2	21.7	0.9
2020F	7,845	1,255	931	55,874	8.9	1,438	22.8	14.2	4.5	20.1	0.9

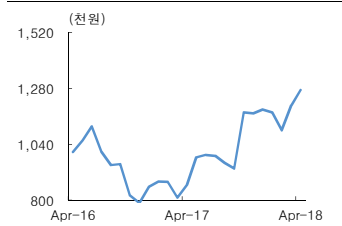
주: 순이익은 지분법적용 순이익

빈틈없는 실적과 여유 있는 밸류에이션

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	16.3	36.1	55.6
상대주가(%)	14.7	34.1	42.9

주가추이



프리미엄 전략의 힘: 1분기 영업이익은 전년대비 5% 증가한 2,720억원(영업이익률 16%)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 작년 1분기 높은 베이스에도 불구하고, 화장품 부문 매출액과 영업이익이 각각 9% 증가, 영업이익은 1,930억원(영업이익률 20.8%)으로 예상된다. 화장품 영업이익 기여도는 71%에 달해 생활용품과 음료 부문 부진을 상쇄할 전망이다. 생활용품과 음료 부문 영업이익은 경쟁 심화와 추웠던 날씨로 인해 전년대비 각각 4%, 9% 감소할 것이나 전체 실적에 미치는 영향은 제한적이다.

‘후’와 ‘SU:M’ 외 브랜드 라인업 강화: 중국 화장품 시장은 빠르게 성장하는 시장만큼 경쟁 양상도 복잡해지고 있다. 특히 중저가 시장에서는 대형 유통업체와 제조업체의 시장 진입이 활발해지면서 매년 브랜드 부침이 크다. 중국에서 브랜드 로열티가 확고한 것은 프리미엄, 럭셔리 시장이다. 동사의 화장품 성장 동력은 여전히 ‘후’와 ‘SU:M’ 브랜드이다. 명품 화장품 시장 호조와 기저 효과에 힘입어 국내 면세점 매출액은 금년 20% 증가한 1.25조원, 중국 화장품 매출액은 32% 증가한 4,790억원에 이를 전망이다. 중국 내에서 Whoo와 SU:M의 인기가 여전하다. 특히 Whoo는 매장수 200개 대로 penetration이 주춤하는 것으로 보이나 SU:M은 이제 매장수가 약 70개로, 추가 매장 확대 여지가 충분하다. 2017년 하반기 ‘오화’, ‘VDL’, ‘Belief’를 런칭해 프리미엄 라인업을 강화하고 있다. 아직 비중은 작으나 동남아시아로 확장 여지 또한 높다.

여유있는 밸류에이션: 투자의견 ‘매수’와 목표주가 145만원(SOTP, 2018F PER 30배)을 유지한다. 12MF PER은 26배다. 20배를 저점으로 주가가 상승했으나 글로벌사와 경쟁사, 일본업체 대비 저평가 국면이다. 화장품 업체들은 아시아 사업이 부각되는 일본 화장품과 아모레퍼시픽 밸류에이션이 가장 높게 형성되어 있으며 2018~2019년 평균 40배에 달한다. 동사의 화장품 사업 기여도가 70% 이상으로 일본, 국내 경쟁 화장품 업체와 비교에 무리가 없다.

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 8〉 부문별 실적 추정 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2017				2018				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,601	1,530	1,609	1,531	1,700	1,696	1,753	1,632	5,329	6,094	6,270	6,781	7,270
화장품	854	781	779	897	929	917	886	973	2,533	3,156	3,311	3,705	4,069
생활용품	430	373	436	341	439	384	453	351	1,513	1,595	1,580	1,628	1,709
음료	316	376	394	293	332	394	414	308	1,282	1,344	1,379	1,448	1,491
영업이익	260	232	253	185	272	270	290	221	684	880	931	1,053	1,160
화장품	177	148	142	170	193	182	170	196	404	577	637	741	814
생활용품	55	39	65	8	53	41	70	12	171	187	167	176	200
음료	28	45	46	8	26	47	50	13	109	116	127	136	146
매출 증가율	5.4	(1.5)	2.9	5.0	6.2	10.9	8.9	6.6	13.9	14.4	2.9	8.1	7.2
화장품	7.2	(4.7)	5.0	12.4	8.8	17.4	13.7	8.5	29.5	24.6	4.9	11.9	9.8
생활용품	2.7	(0.1)	(0.8)	(5.9)	2.0	3.0	4.0	3.0	0.7	5.4	(0.9)	3.0	5.0
음료	4.1	4.3	3.0	(1.5)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.2	4.8	2.6	5.0	3.0
영업이익 증가율	11.3	3.1	3.5	4.8	4.6	16.2	14.7	19.2	33.8	28.6	5.8	13.1	10.1
화장품	12.7	(2.7)	8.0	24.3	9.3	22.4	20.0	15.7	48.2	42.8	10.3	16.4	9.8
생활용품	1.1	3.9	(3.4)	(71.5)	(3.6)	6.0	7.5	49.7	7.1	9.0	(10.7)	5.5	13.8
음료	28.3	27.7	1.3	(40.1)	(9.0)	5.0	8.6	61.0	37.8	6.9	9.6	6.8	7.1
영업이익률	16.2	15.2	15.7	12.1	16.0	15.9	16.5	13.5	12.8	14.4	14.8	15.5	16.0
화장품	20.7	19.0	18.2	18.9	20.8	19.8	19.2	20.2	16.0	18.3	19.2	20.0	20.0
생활용품	12.7	10.4	15.0	2.3	12.0	10.7	15.5	3.3	11.3	11.7	10.5	10.8	11.7
음료	9.0	12.0	11.6	2.8	7.8	12.0	12.0	4.3	8.5	8.7	9.2	9.4	9.8

자료: LG생활건강, 한국투자증권

〈표 9〉 화장품 사업부 매출 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2017				2018				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	854	781	779	897	929	917	886	973	2,533	3,156	3,311	3,705	4,069
백화점	50	48	41	47	51	51	44	50	167	182	186	195	205
면세점	279	206	252	304	313	289	314	333	638	1,030	1,041	1,249	1,437
방문판매	94	102	91	75	101	115	97	78	267	331	363	392	423
기타	431	424	395	471	464	463	430	512	1,462	1,613	1,721	1,869	2,005
매출 증가율	7.2	(4.7)	5.0	12.4	8.8	17.4	13.7	8.5	29.5	24.6	4.9	11.9	9.8
백화점	3.7	0.1	1.2	4.4	3.0	5.0	6.0	6.2	5.5	8.8	2.4	5.0	5.0
면세점	11.0	(25.8)	2.8	18.8	12.0	40.0	25.0	9.6	112.7	61.6	1.0	20.0	15.0
방문판매	9.2	6.7	13.8	9.8	8.0	12.0	7.0	3.8	32.1	23.9	9.7	8.0	8.0
기타	4.9	6.7	5.0	9.9	7.5	9.2	8.9	8.7	12.8	10.4	6.7	8.6	7.2
매출 비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
백화점	5.8	6.2	5.3	5.2	5.5	5.5	4.9	5.1	6.6	5.8	5.6	5.3	5.0
면세점	32.7	26.4	32.3	33.9	33.7	31.5	35.5	34.3	25.2	32.7	31.4	33.7	35.3
방문판매	11.0	13.1	11.7	8.4	10.9	12.5	11.0	8.0	10.5	10.5	11.0	10.6	10.4
기타	50.5	54.3	50.7	52.5	49.9	50.5	48.5	52.6	57.7	51.1	52.0	50.4	49.3

자료: LG생활건강, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

LG생활건강은 2001년 LG화학으로부터 분사했으며, 2005년 차석용 대표 취임 이후 M&A와 사업혁신 등을 통해 급속도로 성장하며 현재 국내 생활용품 1위, 화장품 2위, 음료 2위 기업으로 손꼽히고 있다. 주요 자회사로는 코카콜라음료와 더페이스샵이 있다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,425	1,513	1,822	2,188	2,871
현금성자산	339	386	610	727	1,098
매출채권및기타채권	493	540	576	618	667
재고자산	536	547	591	634	684
비유동자산	3,078	3,265	3,541	3,742	3,876
투자자산	64	102	110	118	128
유형자산	1,464	1,617	1,773	1,919	2,066
무형자산	1,420	1,393	1,492	1,527	1,491
자산총계	4,502	4,778	5,363	5,930	6,747
유동부채	1,147	1,244	1,245	1,261	1,362
매입채무및기타채무	665	691	747	801	864
단기차입금및단기사채	92	71	51	31	31
유동성장기부채	185	265	265	265	265
비유동부채	734	451	416	280	248
사채	509	250	200	50	0
장기차입금및금융부채	8	18	18	18	18
부채총계	1,881	1,695	1,661	1,541	1,610
지배주주지분	2,532	2,997	3,601	4,271	5,001
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
기타자본	(101)	(101)	(101)	(101)	(101)
이익잉여금	2,539	3,045	3,649	4,319	5,049
비지배주주지분	88	86	101	117	136
자본총계	2,621	3,083	3,702	4,389	5,137

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	713	735	906	1,016	1,158
당기순이익	579	619	787	871	949
유형자산감가상각비	116	127	140	152	163
무형자산상각비	18	19	20	21	20
자산부채변동	(135)	(108)	(61)	(49)	2
기타	135	78	20	21	24
투자활동현금흐름	(406)	(334)	(429)	(529)	(517)
유형자산투자	(332)	(284)	(299)	(301)	(312)
유형자산매각	4	2	2	2	2
투자자산순증	0	(31)	(8)	(8)	(9)
무형자산순증	(8)	(7)	(119)	(56)	16
기타	(70)	(14)	(5)	(166)	(214)
재무활동현금흐름	(367)	(351)	(253)	(371)	(269)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(274)	(188)	(70)	(170)	(50)
배당금지급	(93)	(134)	(151)	(168)	(184)
기타	0	(29)	(32)	(33)	(35)
기타현금흐름	1	(3)	0	0	0
현금의증가	(58)	47	224	117	371

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,094	6,270	6,781	7,270	7,845
매출원가	2,434	2,461	2,568	2,714	2,926
매출총이익	3,660	3,810	4,213	4,556	4,919
판매관리비	2,779	2,879	3,160	3,396	3,665
영업이익	881	930	1,053	1,160	1,255
금융수익	4	4	8	12	18
이자수익	4	3	8	12	18
금융비용	20	15	12	9	7
이자비용	20	14	11	9	7
기타영업외손익	(119)	(59)	0	0	0
관계기업관련손익	7	1	0	0	0
세전계속사업이익	753	861	1,049	1,162	1,265
법인세비용	173	243	262	290	316
연결당기순이익	579	619	787	871	949
지배주주지분순이익	568	607	772	855	931
기타포괄이익	23	(16)	0	0	0
총포괄이익	602	602	787	871	949
지배주주지분포괄이익	591	591	772	855	931
EBITDA	1,015	1,077	1,214	1,333	1,438

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	33,905	36,199	46,319	51,302	55,874
BPS	146,927	173,155	207,245	245,074	286,255
DPS	7,500	9,000	10,000	11,000	12,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	14.4	2.9	8.1	7.2	7.9
영업이익증가율	28.8	5.6	13.2	10.1	8.2
순이익증가율	23.4	6.8	27.2	10.8	8.9
EPS증가율	23.4	6.8	28.0	10.8	8.9
EBITDA증가율	25.1	6.1	12.7	9.8	7.9
수익성(%)					
영업이익률	14.5	14.8	15.5	16.0	16.0
순이익률	9.3	9.7	11.4	11.8	11.9
EBITDA Margin	16.6	17.2	17.9	18.3	18.3
ROA	13.3	13.3	15.5	15.4	15.0
ROE	24.9	21.9	23.4	21.7	20.1
배당수익률	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
배당성향	22.1	24.9	21.7	21.6	21.6
안정성					
순차입금(십억원)	429	201	(95)	(545)	(1,176)
차입금/자본총계비율(%)	30.3	19.6	14.4	8.3	6.1
Valuation(X)					
PER	25.3	32.8	27.5	24.8	22.8
PBR	5.8	6.9	6.1	5.2	4.5
EV/EBITDA	14.8	18.8	17.6	15.7	14.2

아모레퍼시픽(090430)

중립(유지)

주가(4/3, 원)	345,000
시가총액(십억원)	20,168
발행주식수(백만)	58
52주 최고/최저가(원)	361,000/239,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	63,495
유동주식비율(%)	52.4
외국인지분율(%)	33.7
주요주주(%)	아모레퍼시픽그룹 외 3인
	47.6
국민연금	6.1

	매출액	영업이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE	DY
	(십억원)	(십억원)	(십억원)	(원)	(%)	(십억원)	(배)	(배)	(배)	(%)	(%)
2016A	5,645	848	639	9,267	10.7	1,029	34.7	19.5	5.7	17.7	0.5
2017A	5,124	596	394	5,711	(38.4)	820	53.3	23.2	5.1	9.8	0.4
2018F	5,766	694	521	7,557	32.3	973	45.7	22.0	5.2	12.0	0.5
2019F	6,418	849	638	9,244	22.3	1,137	37.3	18.7	4.7	13.3	0.6
2020F	7,231	1,010	760	11,017	19.2	1,304	31.3	16.1	4.2	14.2	0.7

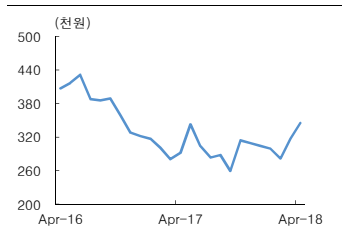
주: 순이익은 지분법적용 순이익

Back to Basic

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	25.2	32.9	23.2
상대주가(%)	23.6	30.9	10.5

주가추이



1분기 컨센서스 하회 전망: 업황 부진과 높은 기저 영향권이다. 1분기 매출액은 전년대비 11% 감소한 1.4조원, 영업이익은 30% 감소한 2,220억원(영업이익률 16%)으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 부문별로 국내 화장품 매출액이 7,310억원(-22% YoY), 영업이익 1,210억원(-44% YoY, 영업이익률 16.5%)으로 예상된다. 해외 화장품 매출액은 5,270억원(+11% YoY)에 영업이익 920억원(+4.7% YoY, 영업이익률 17.5%)으로 예상된다. 국내에서 면세점 매출액이 전년 대비 35% 감소하고 면세점 외 채널도 높은 기저로 인해 매출액이 12% 감소할 전망이다. 중국은 높은 기저 영향으로 매출액이 12% 증가가 예상되고 동남아가 20%대, 미주는 70%대 성장이 예상된다.

2분기부터 기저 효과 예상, 브랜드력 본격적인 제고 여부는 하반기에 가능될 것: 동사의 실적 부진에는 인바운드 관광객 부진이라는 요인 외에 경쟁 심화와 자체적인 브랜드력 강화를 위한 구매 제한, 그리고 브랜드 리뉴얼 단행이라는 변수들이 복합적으로 작용하고 있다. 2분기부터 인바운드 관광객 영향으로 인한 베이스 효과가 가시화될 것이나, 내수에서 브랜드 리뉴얼 효과가 작년 하반기부터 본격화, 비교 시점이 유사해지는 것은 하반기, 면세점의 구매 제한 영향을 감안한 비교 시점이 같아지는 것은 4분기부터다. 내수에서 확인 요인은 아직 산재해 있다.

중국 사업 포트폴리오 변경, 글로벌화 속도가 관전 포인트: 2014~2016년은 라네즈, 마몽드에서 이니스프리, 에뛰드로 성장의 축이 바뀌었다. 2016~2017년은 이니스프리와 설화수가 성장의 축이었다면 2018년부터 설화수와 헤라 등을 필두로 한 럭셔리 제품군 강화가 예상된다. 매출의 약 50%를 차지한 이니스프리와 에뛰드 성장률은 20%대로 둔화, 약 30%를 차지하는 라네즈와 마몽드는 브랜드력 제고가 필요하다. 매출의 약 20%를 차지하는 설화수와 헤라, 아이오페의 럭셔리 전략이 관전 포인트이다. 또한 동사는 미국 사업을 공격적으로 추진, 라네즈의 세포라 입점과 이니스프리 오프라인 샵 출점, 마몽드 얼타 매장 입점 등을 동시 다발적으로 진행했다. 미주 사업은 비중은 작으나 빠른 속도로 확대될 것으로 예상되어 향후 확장 속도와 실적 비중이 변수다.

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 10〉 실적 추정 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2017				2018F				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,569	1,205	1,210	1,140	1,399	1,428	1,462	1,478	4,767	5,646	5,124	5,766	6,418
국내 화장품	941	695	639	555	731	784	769	755	3,026	3,449	2,830	3,039	3,288
해외 화장품	477	409	427	508	527	535	547	644	1,257	1,697	1,821	2,252	2,645
국내 생활용품	163	111	151	92	155	120	154	95	533	552	517	524	541
국내 화장품 유통채널별 매출													
면세점	419	236	237	212	272	295	308	316	1,069	1,499	1,103	1,192	1,370
면세점 외	522	459	402	344	459	489	461	439	1,957	1,949	1,727	1,847	1,917
디지털	117	105	90	81	111	108	103	110	421	422	393	432	475
해외 화장품 지역별 매출													
전체	465	400	420	493	513	524	538	628	1,208	1,645	1,777	2,203	2,645
아시아	449	392	406	485	497	507	515	602	1,143	1,575	1,732	2,121	2,325
유럽	16	5	7	7	10	8	11	13	66	68	36	41	49
미국	12	11	14	16	20	20	21	29	49	53	53	90	135
영업이익	317	102	101	77	222	180	176	116	773	848	596	694	849
국내 화장품	215	85	56	48	119	125	122	84	594	668	403	450	552
해외 화장품	88	20	45	41	92	53	60	52	160	210	194	258	306
국내 생활용품	20	(2)	11	(14)	17	6	8	(12)	48	10	15	18	27
매출액 증가율	5.7	(16.5)	(13.6)	(13.4)	(10.8)	18.5	20.8	29.7	23.0	18.4	(9.2)	12.5	11.3
국내 화장품	1.6	(23.5)	(24.5)	(27.7)	(22.3)	12.8	20.4	36.0	17.3	14.0	(17.9)	7.4	8.2
해외 화장품	16.9	(2.1)	5.0	9.3	10.5	31.0	27.9	26.8	44.4	35.0	7.3	23.7	17.5
국내 생활용품	2.8	(14.9)	(6.1)	(9.6)	(5.0)	7.9	2.1	3.0	15.2	3.6	(6.2)	1.2	3.3
국내 화장품 채널별 매출 증감													
면세점	11.1	(39.6)	(34.8)	(42.6)	(35.0)	25.0	30.0	49.6	52.1	40.3	(26.4)	8.0	15.0
면세점 외	(5.0)	(11.5)	(16.7)	(13.9)	(12.2)	6.6	14.7	27.6	4.3	(0.4)	(11.4)	7.0	3.8
디지털	1.7	(1.4)	(17.4)	(12.0)	(4.9)	3.3	14.4	35.3	6.3	0.4	(7.0)	10.0	10.0
해외 화장품 지역별 매출 증감													
전체	16.3	(1.3)	6.5	10.2	10.4	31.3	28.2	27.5	45.1	36.2	8.0	24.0	20.1
아시아	18.5	1.0	8.0	12.0	10.8	29.3	26.8	24.2	51.5	37.8	9.9	22.5	9.6
유럽	6.5	(67.5)	(52.9)	(67.8)	(40.0)	45.0	50.0	87.8	(19.4)	4.0	(47.6)	15.0	20.0
미국	(15.8)	(11.7)	(11.6)	45.9	70.0	80.0	50.0	79.9	39.0	9.9	(0.8)	70.0	50.0
영업이익 증가율	(6.2)	(57.8)	(39.6)	(24.8)	(29.9)	77.3	74.0	51.0	37.1	9.7	(29.7)	16.4	22.2
국내 화장품	(12.2)	(55.8)	(61.8)	(43.4)	(44.4)	48.2	115.9	75.0	33.9	12.5	(39.6)	11.6	22.8
해외 화장품	10.9	(59.7)	(3.7)	17.7	4.7	170.6	32.3	28.2	68.1	31.9	(7.7)	33.0	18.6
국내 생활용품	(18.4)	NA	NA	NA	(12.6)	NA	(27.1)	NA	48.3	(79.4)	48.0	26.4	47.6
영업이익률	20.2	8.4	8.4	6.7	15.9	12.6	12.0	7.9	16.2	15.0	11.6	12.0	13.2
국내 화장품	22.8	12.2	8.8	8.6	16.3	16.0	15.8	11.1	19.6	19.4	14.2	14.8	16.8
해외 화장품	18.5	4.8	10.6	8.1	17.5	10.0	11.0	8.1	12.7	12.4	10.7	11.5	11.6
국내 생활용품	12.0	NA	7.0	NA	11.0	5.0	5.0	NA	8.9	1.8	2.8	3.5	5.0
매출액 비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내 화장품	60.0	57.7	52.8	48.7	52.3	54.9	52.6	51.1	63.5	61.1	55.2	52.7	51.2
해외 화장품	30.4	33.9	35.3	44.5	37.7	37.5	37.4	43.6	26.4	30.1	35.5	39.1	41.2
국내 생활용품	10.4	9.2	12.5	8.1	11.1	8.4	10.6	6.4	11.2	9.8	10.1	9.1	8.4

자료: 아모레퍼시픽, 한국투자증권

〈표 11〉 브랜드별 매출 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2017				2018F				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,569	1,205	1,210	1,140	1,399	1,428	1,462	1,478	4,767	5,646	5,124	5,766	6,418
국내 화장품	941	695	639	555	731	784	769	755	3,026	3,449	2,830	3,039	3,288
해외 화장품	477	409	427	508	527	535	547	644	1,257	1,697	1,821	2,252	2,645
국내 생활용품	163	111	151	92	155	120	154	95	533	552	517	524	541
국내 브랜드별 매출													
럭셔리 브랜드	581	433	407	344	440	502	496	494	1779	2119	1765	1933	2111
설화수	402	271	256	223	281	326	333	328	1014	1397	1153	1268	1395
헤라	118	99	82	78	95	109	90	121	529	473	377	415	448
바이탈뷰티	30	31	43	18	31	32	46	19	111	118	122	128	135
기타 럭셔리	31	33	25	25	33	35	27	26	124	132	114	122	134
프리미엄 브랜드	305	213	191	177	234	232	232	225	1066	1134	885	922	979
라네즈	152	95	100	96	114	119	130	116	407	555	444	480	518
아이오페	81	64	44	38	52	57	53	63	413	327	226	226	237
마몽드	23	18	16	14	19	19	17	16	69	76	71	71	77
기타 프리미엄	49	37	31	28	49	37	31	29	177	175	144	145	146
매스 브랜드	151	99	138	80	142	107	141	83	474	500	469	474	490
려	43	23	30	21	40	29	33	21	105	123	118	124	130
미장센	44	32	36	32	42	35	38	35	134	141	145	149	157
해피바스	22	24	24	16	21	25	25	16	88	90	86	86	89
기타 생활용품	42	19	47	12	40	18	45	11	147	147	120	114	114
오설록	12	12	13	12	13	12	13	12	56	52	49	50	51
기타	55	48	40	35	57	50	42	36	183	196	179	184	197
국내 브랜드별 매출 증가율													
럭셔리 브랜드	0.2	(22.6)	(20.0)	(27.1)	(24.2)	15.9	21.9	43.8		19.1	(16.7)	9.5	9.2
설화수	5.8	(23.8)	(23.9)	(31.1)	(30.0)	20.0	30.0	46.9		37.7	(17.5)	10.0	10.0
헤라	(14.3)	(27.2)	(16.7)	(22.3)	(20.0)	10.0	10.0	55.6		(10.7)	(20.2)	10.0	8.0
바이탈뷰티	9.9	1.6	2.8	(0.7)	5.0	5.0	5.0	5.0		5.8	3.6	5.0	5.0
기타 럭셔리	(11.0)	(11.7)	(19.0)	(14.3)	7.0	7.0	7.0	7.0		6.1	(13.8)	7.0	10.0
프리미엄 브랜드	2.5	(29.9)	(33.1)	(28.4)	(23.3)	9.0	21.2	27.2		6.3	(21.9)	4.1	6.2
라네즈	24.3	(36.9)	(32.2)	(28.0)	(25.0)	25.0	30.0	20.5		36.4	(20.0)	8.0	8.0
아이오페	(19.3)	(26.2)	(43.7)	(40.0)	(35.0)	(10.0)	20.0	68.5		(20.8)	(30.9)	0.0	5.0
마몽드	18.7	(10.2)	(17.4)	(18.1)	(20.0)	5.0	10.0	15.3		9.2	(6.4)	0.0	9.0
기타 프리미엄	(12.2)	(20.7)	(23.5)	(15.8)	0.0	0.0	0.0	3.6		(0.9)	(17.7)	0.7	0.7
매스 브랜드	4.0	(14.8)	(6.6)	(11.2)	0.0	0.0	0.0	3.0		5.5	(6.3)	1.0	3.3
려	20.3	(19.7)	(3.8)	(20.7)	(7.0)	25.0	10.0	0.3		16.8	(4.3)	5.0	5.0
미장센	16.3	(6.0)	3.1	(2.0)	(5.0)	8.0	5.0	6.7		4.7	3.2	3.0	4.7
해피바스	13.1	(3.1)	(9.9)	(14.9)	(7.0)	3.0	3.0	0.6		2.7	(4.0)	0.0	3.0
기타 생활용품	(19.4)	(31.1)	(12.8)	(4.3)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)		(0.2)	(18.0)	(5.0)	0.0
오설록	(6.7)	(10.5)	(10.3)	3.1	3.0	3.0	3.0	3.0		(7.7)	(6.6)	3.0	3.0
기타	10.6	5.8	(20.0)	(29.5)	3.0	3.0	3.0	3.0		7.1	(8.6)	3.0	7.0

자료: 아모레퍼시픽, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

아모레퍼시픽은 1945년에 설립되어 40여 년간 부동의 국내 1위의 화장품 업체이다. 대표적인 브랜드는 한방화장품 설화수로 2009년 단일 화장품 브랜드 최초로 백화점 경로 매출 1천억원 달성, 2015년 1조원을 돌파했다. 아모레퍼시픽은 중국에서 가장 성공한 한국 화장품 진출 업체로 2015년 중국 시장 내 점유율은 1.9%이다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,116	1,677	1,899	2,114	2,599
현금성자산	624	604	692	770	1,085
매출채권및기타채권	356	382	430	478	539
재고자산	410	375	422	469	529
비유동자산	3,065	3,698	4,014	4,262	4,544
투자자산	56	62	70	78	88
유형자산	2,359	2,613	2,793	2,903	3,013
무형자산	228	240	270	300	338
자산총계	5,182	5,376	5,913	6,376	7,143
유동부채	1,171	1,046	1,167	1,117	1,264
매입채무및기타채무	614	597	672	748	842
단기차입금및단기사채	96	85	74	62	51
유동성장기부채	48	0	0	0	0
비유동부채	114	154	168	182	200
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	3	43	43	43	43
부채총계	1,285	1,200	1,335	1,299	1,464
지배주주지분	3,879	4,154	4,551	5,044	5,638
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
기타자본	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)
이익잉여금	3,159	3,457	3,854	4,346	4,941
비지배주주지분	18	22	27	33	41
자본총계	3,897	4,175	4,578	5,077	5,679

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	677	513	806	760	1,053
당기순이익	646	398	527	644	768
유형자산감가상각비	181	224	280	289	294
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(163)	(93)	(7)	(180)	(17)
기타	13	(16)	6	7	8
투자활동현금흐름	(610)	(401)	(578)	(519)	(554)
유형자산투자	(495)	(769)	(461)	(400)	(405)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	(215)	396	(8)	(8)	(10)
무형자산순증	(40)	(42)	(30)	(30)	(38)
기타	139	13	(80)	(82)	(102)
재무활동현금흐름	(133)	(111)	(141)	(163)	(185)
자본의증가	2	1	0	0	0
차입금의순증	(5)	(3)	(11)	(11)	(11)
배당금지급	(95)	(109)	(88)	(124)	(145)
기타	(35)	0	(42)	(28)	(29)
기타현금흐름	2	(20)	0	0	0
현금의증가	(63)	(20)	87	78	315

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,645	5,124	5,766	6,418	7,231
매출원가	1,425	1,380	1,517	1,656	1,938
매출총이익	4,221	3,744	4,250	4,762	5,293
판매관리비	3,373	3,148	3,556	3,913	4,283
영업이익	848	596	694	849	1,010
금융수익	18	14	11	13	16
이자수익	17	14	11	13	16
금융비용	6	3	3	3	2
이자비용	4	3	3	3	2
기타영업외손익	(3)	(40)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	857	567	702	859	1,024
법인세비용	211	169	176	215	256
연결당기순이익	646	398	527	644	768
지배주주지분순이익	639	394	521	638	760
기타포괄이익	(13)	(12)	0	0	0
총포괄이익	632	386	527	644	768
지배주주지분포괄이익	626	384	521	638	760
EBITDA	1,029	820	973	1,137	1,304

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	9,267	5,711	7,557	9,244	11,017
BPS	56,222	60,206	65,959	73,099	81,711
DPS	1,580	1,280	1,800	2,100	2,400
성장성(%, YoY)					
매출증가율	18.4	(9.2)	12.5	11.3	12.7
영업이익증가율	9.7	(29.7)	16.3	22.4	19.0
순이익증가율	10.7	(38.4)	32.3	22.3	19.2
EPS증가율	10.7	(38.4)	32.3	22.3	19.2
EBITDA증가율	11.9	(20.3)	18.7	16.8	14.6
수익성(%)					
영업이익률	15.0	11.6	12.0	13.2	14.0
순이익률	11.3	7.7	9.0	9.9	10.5
EBITDA Margin	18.2	16.0	16.9	17.7	18.0
ROA	13.4	7.5	9.3	10.5	11.4
ROE	17.7	9.8	12.0	13.3	14.2
배당수익률	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7
배당성향	17.1	22.4	23.8	22.7	21.8
안정성					
순차입금(십억원)	(941)	(537)	(645)	(742)	(1,077)
차입금/자본총계비율(%)	3.8	3.1	2.5	2.1	1.7
Valuation(X)					
PER	34.7	53.3	45.7	37.3	31.3
PBR	5.7	5.1	5.2	4.7	4.2
EV/EBITDA	19.5	23.2	22.0	18.7	16.1

아모레G(002790)

중립(유지)

주가(4/3, 원)	154,500
시가총액(십억원)	12,740
발행주식수(백만)	82
52주 최고/최저가(원)	158,500/114,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	16,486
유동주식비율(%)	31.3
외국인지분율(%)	20.8
주요주주(%)	서경배 외 7 인 62.0
	국민연금 5.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	6,698	1,083	342	4,240	31.7	1,304	31.4	9.4	4.0	12.8	0.3
2017A	6,029	731	203	2,432	(42.6)	1,000	58.0	13.6	4.0	7.0	0.3
2018F	6,723	862	264	3,182	30.8	1,201	48.6	12.4	4.1	8.5	0.3
2019F	7,422	1,046	322	3,878	21.9	1,389	39.8	10.6	3.8	9.6	0.3
2020F	8,291	1,241	388	4,679	20.6	1,587	33.0	9.3	3.4	10.6	0.3

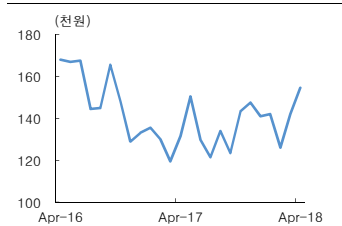
주: 순이익은 지분법적용 순이익

중저가 시장이 문제다

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	24.1	25.1	26.6
상대주가(%)	22.4	23.1	14.0

주가추이



영업 환경 부진과 중저가 화장품 경쟁 심화: 1분기 매출액은 전년대비 11% 감소한 1.65조원, 영업이익은 29% 감소한 2,700억원으로 컨센서스를 하회할 전망이다. 아모레퍼시픽 영업이익이 2,220억원으로 30% 감소하면서 이니스프리와 에뛰드 등 중저가 브랜드 실적도 부진할 것이다. 이니스프리 매출액은 10% 감소하고 영업이익은 23% 감소한 360억원 (영업이익률 20%)으로 예상된다. 에뛰드 실적도 부진, 인바운드 관광객 감소뿐 아니라 중저가 화장품 경쟁 심화 영향이다.

아모레퍼시픽 수익 구조 밸런스를 맞춰 가는 과정: 자회사인 아모레퍼시픽은 중국인 인바운드 관광객 급감과 더불어 쿠션 등 히트 제품에서 경쟁 심화 영향이다. 이에 동사는 제품 경쟁력 강화와 글로벌화로 정면돌파를 꾀하고 있으며 국내 면세점의 리셀러 수요를 최소화하려는 노력을 하고 있다. 관전 포인트는 1) 면세점 실적의 회복 강도, 2) 내수 브랜드 헤라, 아이오펜 등의 브랜드 리뉴얼 효과, 3) 중국 사업 브랜드 포트폴리오 변화와 미주 사업 등 글로벌 사업 확장 속도이다.

중저가 브랜드 글로벌 전략과 내수 바닥 확인 필요: 중저가 브랜드인 이니스프리, 에뛰드는 급변하는 국내 및 중국 유통 시장 변화 속에 경쟁이 심화되고 있다. 동사는 이에 글로벌화로 브랜드 인지도를 제고하려는 노력을 기하고 있다. 글로벌 사업은 아모레P를 통해 이루어지나 동사의 수출 매출 및 로열티 수익으로도 인식될 것이다. 국내 중저가 시장은 신규 업체 증가, H&B 스토어 부각 등 채널 변화로 격변기다. 브랜드력 제고를 통한 내수 사업 회복 여부는 향후 관전 포인트이다.

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 12〉 실적 추정 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2017				2018				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	1,855	1,413	1,419	1,342	1,648	1,678	1,693	1,704	5,661	6,698	6,029	6,723	7,422
아모레퍼시픽	1,569	1,205	1,210	1,140	1,386	1,428	1,462	1,491	4,767	5,645	5,124	5,766	6,418
이니스프리	198	154	141	149	179	177	162	175	592	768	642	692	740
에뛰드	81	59	61	58	73	67	69	77	258	317	259	287	306
에스쁘아	13	10	10	11	14	12	13	13	30	38	43	52	62
아모스프로페셔널	26	21	20	17	26	25	23	20	65	79	83	94	105
에스트라	28	35	27	25	30	38	29	26	92	103	114	122	134
영업이익	379	130	132	90	270	230	220	141	914	1,083	722	862	1,046
아모레퍼시픽	317	102	101	77	221	180	176	117	773	848	596	694	849
이니스프리	46	22	21	19	36	34	32	33	126	197	108	135	155
에뛰드	9	(1)	(1)	(3)	7	7	6	(4)	2	30	4	16	21
에스쁘아	1	(1)	(1)	(1)	0	0	0	(0)	(3)	(1)	(2)	0	0
아모스프로페셔널	7	4	5	1	7	5	5	1	13	16	18	19	22
에스트라	1	3	0	(1)	1	3	0	(2)	(3)	2	2	2	2
영업이익률	20.4	9.2	9.3	6.7	16.4	13.7	13.0	8.3	16.1	16.2	12.0	12.8	14.1
아모레퍼시픽	20.2	8.4	8.4	6.7	16.0	12.6	12.0	7.8	16.2	15.0	11.6	12.0	13.2
이니스프리	23.3	14.5	14.5	12.7	20.0	19.0	20.0	19.0	21.2	25.6	16.8	19.5	21.0
에뛰드	10.8	(0.9)	(1.1)	(5.9)	9.8	11.0	8.0	(5.7)	0.9	9.3	1.6	5.5	7.0
에스쁘아	4.0	(10.2)	(5.9)	(6.5)	3.5	0.0	0.0	(3.7)	(10.0)	(2.6)	(4.2)	0.0	0.0
아모스프로페셔널	28.4	21.3	22.5	7.9	27.0	22.0	23.0	5.6	20.4	20.3	21.1	20.1	20.7
에스트라	4.3	8.0	1.1	(4.0)	4.0	8.5	2.0	(8.8)	(3.3)	2.0	1.7	1.7	1.7
매출액 증감	5.5	(17.8)	(14.2)	(14.2)	(11.2)	18.7	19.4	27.0	20.0	18.3	(10.0)	11.5	10.4
아모레퍼시픽	5.6	(16.5)	(13.6)	(13.4)	(11.7)	18.5	20.8	30.8	23.0	18.4	(9.2)	12.5	11.3
이니스프리	6.3	(28.1)	(20.2)	(21.9)	(10.0)	15.0	15.0	17.3	29.7	29.7	(16.4)	7.8	6.8
에뛰드	(0.1)	(30.7)	(18.9)	(23.1)	(10.0)	15.0	13.0	33.4	(10.5)	22.8	(18.2)	10.8	6.8
에스쁘아	47.1	8.9	9.7	(3.6)	10.0	25.0	25.0	22.3	17.6	26.3	14.0	20.0	20.0
아모스프로페셔널	17.9	6.7	(0.5)	(5.7)	0.0	20.0	15.0	22.0	18.3	22.6	5.2	13.0	12.0
에스트라	14.0	5.8	7.2	17.0	7.0	8.0	7.0	3.6	16.5	12.4	10.3	6.6	10.0

자료: 아모레퍼시픽그룹, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

2006년 인적 분할을 통해 화장품, 생활용품, 식품 등의 제조 판매를 아모레퍼시픽으로 이전. 현재 아모레퍼시픽, 이니스프리 등 10개 자회사를 보유한 지주회사

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,943	2,526	2,910	3,657	4,417
현금성자산	969	1,208	1,479	2,078	2,653
매출채권및기타채권	360	390	435	480	536
재고자산	478	458	471	520	580
비유동자산	4,146	4,809	5,013	5,172	5,416
투자자산	47	53	59	65	73
유형자산	2,774	3,247	3,271	3,294	3,318
무형자산	749	761	848	891	995
자산총계	7,088	7,335	7,922	8,829	9,833
유동부채	1,321	1,171	1,092	1,197	1,243
매입채무및기타채무	637	588	656	724	809
단기차입금및단기사채	206	178	178	178	178
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	200	232	297	362	432
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	3	43	86	129	172
부채총계	1,522	1,403	1,389	1,559	1,675
지배주주지분	2,833	2,997	3,223	3,502	3,847
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	696	696	696
기타자본	(146)	(146)	(146)	(146)	(146)
이익잉여금	2,251	2,423	2,652	2,934	3,283
비지배주주지분	2,734	2,935	3,310	3,768	4,310
자본총계	5,567	5,932	6,533	7,270	8,157

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	877	590	1,177	1,551	1,696
당기순이익	812	490	644	785	935
유형자산감가상각비	221	268	339	342	345
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(213)	(145)	(181)	(34)	(127)
기타	57	(23)	375	458	543
투자활동현금흐름	(814)	(244)	(534)	(492)	(577)
유형자산투자	(602)	(847)	(367)	(370)	(373)
유형자산매각	2	4	4	4	4
투자자산순증	(302)	630	(8)	(8)	(10)
무형자산순증	(46)	(46)	(88)	(43)	(104)
기타	134	15	(75)	(75)	(94)
재무활동현금흐름	(99)	(87)	(372)	(460)	(544)
자본의증가	2	1	0	0	0
차입금의순증	35	29	43	43	43
배당금지급	(100)	(117)	(30)	(35)	(40)
기타	(36)	0	(385)	(468)	(547)
기타현금흐름	2	(20)	0	0	0
현금의증가	(34)	239	271	599	575

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,698	6,029	6,723	7,422	8,291
매출원가	1,641	1,614	1,667	1,915	2,222
매출총이익	5,057	4,415	5,056	5,507	6,069
판매관리비	3,974	3,683	4,194	4,461	4,828
영업이익	1,083	731	862	1,046	1,241
금융수익	29	26	25	32	42
이자수익	28	26	25	32	42
금융비용	7	5	5	6	7
이자비용	4	5	5	6	7
기타영업외손익	(18)	(55)	(24)	(27)	(30)
관계기업관련손익	2	1	1	1	1
세전계속사업이익	1,088	698	859	1,046	1,247
법인세비용	277	209	215	262	312
연결당기순이익	812	490	644	785	935
지배주주지분순이익	342	203	264	322	388
기타포괄이익	(19)	(8)	(8)	(8)	(8)
총포괄이익	792	481	636	777	927
지배주주지분포괄이익	333	202	261	318	385
EBITDA	1,304	1,000	1,201	1,389	1,587

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,240	2,432	3,182	3,878	4,679
BPS	33,440	35,285	37,829	40,964	44,845
DPS	460	360	414	476	476
성장성(%, YoY)					
매출증가율	18.3	(10.0)	11.5	10.4	11.7
영업이익증가율	18.5	(32.4)	17.9	21.3	18.6
순이익증가율	31.5	(40.8)	30.3	21.9	20.6
EPS증가율	31.7	(42.6)	30.8	21.9	20.6
EBITDA증가율	18.3	(23.3)	20.2	15.6	14.3
수익성(%)					
영업이익률	16.2	12.1	12.8	14.1	15.0
순이익률	5.1	3.4	3.9	4.3	4.7
EBITDA Margin	19.5	16.6	17.9	18.7	19.1
ROA	12.3	6.8	8.4	9.4	10.0
ROE	12.8	7.0	8.5	9.6	10.6
배당수익률	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
배당성향	11.2	14.8	13.1	12.3	10.2
안정성					
순차입금(십억원)	(1,600)	(1,183)	(1,436)	(2,015)	(2,576)
차입금/자본총계비율(%)	3.7	3.8	4.0	4.2	4.3
Valuation(X)					
PER	31.4	58.0	48.6	39.8	33.0
PBR	4.0	4.0	4.1	3.8	3.4
EV/EBITDA	9.4	13.6	12.4	10.6	9.3

코스맥스(192820)

매수(유지) / TP: 170,000원(상향)

주가(4/3, 원)	152,500
시가총액(십억원)	1,533
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저가(원)	158,500/102,500
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	16,273
유동주식비율(%)	71.8
외국인지분율(%)	24.0
주요주주(%)	코스맥스비티아이 외 4인 26.0
	국민연금 10.1

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	757	53	35	3,855	63.3	65	31.0	19.2	5.7	22.5	0.8
2017A	884	35	19	1,877	(51.3)	55	62.3	28.1	5.4	8.8	0.3
2018F	1,162	56	41	4,052	115.9	83	37.6	22.5	6.2	17.4	0.7
2019F	1,342	81	54	5,339	31.8	110	28.6	16.9	5.3	19.9	0.9
2020F	1,508	103	71	7,057	32.2	135	21.6	13.7	4.4	22.4	1.0

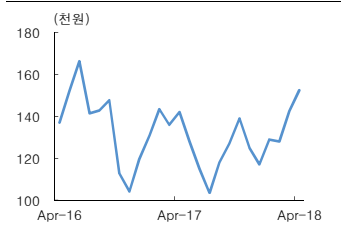
주: 순이익은 자본법적용 순이익

불확실성 완화 단계, 세계 화장품 시장 구석구석 진입

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	24.5	20.1	9.7
상대주가(%)	22.8	18.1	(3.0)

주가추이



1분기 컨센서스 부합 전망: 1분기 매출액은 전년대비 28% 증가한 2,800억원, 영업이익은 12% 증가한 106억원(영업이익률 3.8%)으로 컨센서스와 유사할 전망이다. 부진했던 국내 부문이 1분기에 소폭(+3.0% YoY) 증가하고 중국(상해+광저우) 매출액이 30% 증가할 것이다. 미주는 Nu World 인수 효과로 작년 72억원 매출액에서 430억원으로 증가할 것이다. 신규 인수한 Nu World 실적이 변수이나 비용 부담은 피크를 지난 것으로 판단된다.

2018년 실적 개선 여지 높다: 2018년은 매출액은 전년대비 31% 증가하고 영업이익은 60% 증가한 563억원으로 전망한다. 영업이익률은 2017년 3.9%를 바닥으로 금년 4.8%로 개선될 전망이다. 미국 'NuWorld' 매출이 약 1,200억원 신규 반영될 것이다. 국내 부문 수익성 개선(연간 영업이익률 3.6%→4.8%), 중국 사업 성장(+30% YoY), 미주 영업 손실폭 축소(180억원→120억원)가 주요 실적 개선 요인이다. 미주 사업에 대한 불확실성은 상반기까지 지속되고 중국은 증설 이후 상반기까지 비용 부담이 있으나 하반기 수익성 개선이 예상된다.

Capex 피크 지나 불확실성 완화 단계, 목표주가 17만원으로 상향: ODM 사업 성장 전망은 유효하다. 동사는 글로벌 1위 규모로 성장, 화장품 산업의 제조 진입 장벽을 크게 낮추었다. 국내 중저가 브랜드 ODM으로 시작, 중국 로컬 업체 및 글로벌 중저가뿐 아니라 고가 브랜드까지 수요처를 확대하면서 고성장하고 있다. 최근 동남아와 미주 등 다양한 지역으로 확장하고 있다. ODM 업체들의 성장 선조 건이 공격적인 설비 투자로 관련된 고정비 부담으로 2017년까지 수익성이 부진했다. 작년 대규모 캐파 증설이 일단락되었고 미국 손실도 피크를 지난 것으로 판단된다. 금년, 내년 높은 실적 개선이 예상되고 밸류에이션 시점 이연으로 목표주가를 기존 14.4만원에서 17만원으로 상향한다(12MF PER 38배, 업종 평균 대비 20% 할증).

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 13〉 실적 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2017				2018				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	219	232	209	224	280	299	281	302	533	757	884	1,162	1,342
국내	142	138	119	129	147	147	134	151	372	506	528	579	637
중국	77	106	88	101	100	134	113	122	215	281	371	470	567
상해	68	92	77	89	88	118	101	110	181	253	327	417	502
광저우	9	13	10	11	12	16	13	12	34	31	44	53	65
USA	7	6	12	13	43	41	48	44	2	18	38	176	209
인도네시아	3	2	2	2	3	2	3	3	1	3	9	12	15
영업이익	9	14	5	6	11	17	12	17	36	53	35	56	81
매출액 증감	26.3	17.5	12.0	12.2	27.7	28.9	34.6	34.7	37.3	41.9	16.8	31.4	15.5
국내	14.8	7.5	(3.6)	(0.7)	3.0	7.0	12.0	17.4	28.2	35.7	4.5	9.6	10.0
중국	35.1	33.0	23.8	37.1	30.4	27.0	28.8	21.2	66.2	30.5	32.2	26.5	20.8
상해	33.8	28.1	22.0	33.8	30.0	28.0	30.0	23.1	60.1	39.7	29.2	27.5	20.5
광저우	24.7	43.0	38.8	70.9	33.0	20.0	20.0	6.2	107.1	(8.9)	43.6	19.2	22.6
USA	155.3	36.3	189.1	111.5	493.6	542.9	301.2	252.0	NM	834.1	116.9	361.7	18.9
인도네시아	527.6	254.5	264.4	41.5	20.0	20.0	20.0	66.0	11.1	158.7	201.0	29.9	24.5
영업이익 증감	(28.0)	(21.2)	(57.8)	(32.5)	12.3	19.4	139.6	160.2	25.5	46.4	(33.2)	60.3	44.3
영업이익률	4.3	6.2	2.4	2.8	3.8	5.7	4.3	5.5	6.7	7.0	4.0	4.8	6.1

자료: 코스맥스, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

코스맥스는 1992년 11월 화장품 제조 및 판매를 주 사업목적으로 설립되었다. 코스맥스는 매출 기준으로 200여개 업체가 넘는 한국 화장품 OEM/ODM 시장에서 시장 점유율 2위를 차지하고 있으며, 2012년 글로벌 브랜드인 로레알그룹의 최우수 협력파트너 업체로 선정되었다. 주요 자회사로는 코스맥스 차이나, 코스맥스 광저우, 코스맥스 USA, 인도네시아 등이 있다.

- ODM(Original Development Manufacturing): 상품의 기획, 개발에서 완제품의 생산, 관리까지 토탈 서비스 제공

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	396	500	547	600	659
현금성자산	68	39	51	40	30
매출채권및기타채권	192	252	256	282	317
재고자산	125	185	209	242	272
비유동자산	270	434	492	521	561
투자자산	15	20	26	30	34
유형자산	236	307	352	372	402
무형자산	6	91	93	94	98
자산총계	666	934	1,040	1,121	1,221
유동부채	384	522	597	634	677
매입채무및기타채무	174	269	353	408	459
단기차입금및단기사채	172	220	200	180	160
유동성장기부채	18	22	26	30	33
비유동부채	75	184	190	195	199
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	60	163	164	164	164
부채총계	459	706	788	829	876
지배주주지분	211	218	249	289	344
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	151	151	151	151
기타자본	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	58	65	96	136	191
비지배주주지분	(4)	10	3	2	1
자본총계	207	228	252	291	345

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	23	(7)	115	74	92
당기순이익	31	16	34	53	70
유형자산감가상각비	12	20	25	28	30
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(26)	(41)	56	(11)	(11)
기타	5	(3)	(1)	3	2
투자활동현금흐름	(98)	(173)	(85)	(57)	(72)
유형자산투자	(90)	(81)	(71)	(48)	(60)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	(8)	(7)	(6)	(4)	(4)
무형자산순증	(1)	(85)	(4)	(2)	(6)
기타	0	(1)	(5)	(4)	(3)
재무활동현금흐름	125	150	(19)	(28)	(30)
자본의증가	93	0	0	0	0
차입금의순증	39	160	(16)	(16)	(16)
배당금지급	(6)	(10)	(3)	(10)	(13)
기타	(1)	0	0	(2)	(1)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	51	(29)	12	(11)	(10)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	757	884	1,162	1,342	1,508
매출원가	639	772	999	1,147	1,290
매출총이익	118	112	163	195	219
판매관리비	65	77	106	113	115
영업이익	53	35	56	81	103
금융수익	6	4	0	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	11	16	12	11	11
이자비용	7	9	12	11	11
기타영업외손익	(1)	2	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	46	25	45	70	93
법인세비용	15	10	11	18	23
연결당기순이익	31	16	34	53	70
지배주주지분순이익	35	19	41	54	71
기타포괄이익	(7)	1	0	0	0
총포괄이익	24	16	34	53	70
지배주주지분포괄이익	28	19	41	54	71
EBITDA	65	55	83	110	135

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,855	1,877	4,052	5,339	7,057
BPS	21,013	21,728	24,778	28,816	34,271
DPS	1,000	300	1,000	1,300	1,600
성장성(%, YoY)					
매출증가율	41.9	16.8	31.4	15.5	12.4
영업이익증가율	46.4	(33.2)	60.3	44.3	27.2
순이익증가율	63.7	(45.8)	115.9	31.8	32.2
EPS증가율	63.3	(51.3)	115.9	31.8	32.2
EBITDA증가율	44.6	(15.0)	49.9	32.9	22.2
수익성(%)					
영업이익률	7.0	4.0	4.8	6.1	6.9
순이익률	4.6	2.1	3.5	4.0	4.7
EBITDA Margin	8.6	6.3	7.1	8.2	8.9
ROA	5.7	1.9	3.4	4.9	5.9
ROE	22.5	8.8	17.4	19.9	22.4
배당수익률	0.8	0.3	0.7	0.9	1.0
배당성향	28.9	16.0	24.7	24.4	22.7
안정성					
순차입금(십억원)	179	362	332	325	319
차입금/자본총계비율(%)	120.4	177.4	154.3	127.9	103.4
Valuation(X)					
PER	31.0	62.3	37.6	28.6	21.6
PBR	5.7	5.4	6.2	5.3	4.4
EV/EBITDA	19.2	28.1	22.5	16.9	13.7

신세계인터내셔널(031430)

매수(유지) / TP: 133,000원(상향)

주가(4/3, 원)	111,500
시가총액(십억원)	796
발행주식수(백만)	7
52주 최고/최저가(원)	104,000/56,100
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	2,083
유동주식비율(%)	31.9
외국인지분율(%)	4.9
주요주주(%)	신세계 외 6인 68.1
	국민연금 10.0

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	1,021	27	17	2,432	(17.8)	61	27.2	13.4	1.0	3.7	0.9
2017A	1,103	25	24	3,371	38.6	63	22.0	14.0	1.1	5.0	0.8
2018F	1,244	40	39	5,428	61.0	77	20.5	14.7	1.5	7.6	0.5
2019F	1,365	56	53	7,381	36.0	93	15.1	12.1	1.4	9.6	0.5
2020F	1,504	66	64	8,947	21.2	103	12.5	10.9	1.3	10.6	0.5

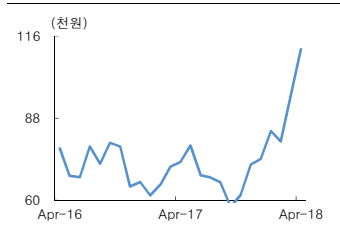
주: 순이익은 지분법적용 순이익

오랜 투자가 결실로

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	35.2	93.2	54.6
상대주가(%)	33.5	91.2	42.0

주가추이



1분기 영업이익 전년대비 72% 증가 예상: 1분기 매출액은 전년대비 13% 증가한 3,080억원, 영업이익은 72% 급증한 75억원 (영업이익률 2.7%)으로 예상된다. 부문별로 국내 패션 부문 매출액이 25% 증가하며 전체 성장을 견인할 전망이다. 국내 패션 호조는 2017년부터 급증하기 시작한 화장품 사업 호조에 기인한다. 화장품 사업은 1분기에만 전년대비 200% 이상 증가하면서 매출의 약 10%를 차지할 전망이다. 원가율이 낮고 수익성이 높아 이익 기여도는 월등하게 높다.

화장품 사업 2017년 620억원에서 금년 1,500억원 이상으로 증가: 화장품 매출액은 2016년 250억원에서 2017년 620억원, 금년 1,500억원을 무난히 돌파할 수 있을 전망이다. 작년 영업이익률 약 9%를 기록, 금년 영업이익률 12%를 가정 시 영업이익 기여도는 45%에 달할 것이다. 수입 브랜드 4개와 자체 브랜드 ‘비디비치’를 포함하여 5개 브랜드를 영위하고 있다. 메이크업과 향수 등 니치 마켓을 공략해 경쟁을 최소화, 신세계 백화점, 면세점, 화장품 멀티샵 ‘CHICOR’를 활용하고 있다. 면세점과 온라인 위주로 ‘비디비치’가 호조이며 금년 1분기에만 작년 연간 매출액 200억원을 상회하는 매출을 달성한 것으로 파악된다. 수입 명품 화장품 또한 면세점 판매가 호조다. 동사는 자회사인 신세계인터코스 ODM사를 통한 자체 생산으로 상품 경쟁력을 강화하고 있으며 신세계인터코스는 ‘비디비치’뿐 아니라 신세계 PB 브랜드, 글로벌 브랜드 오더도 수주, 본격적인 생산이 시작되고 있다.

중소형 브랜드 중 차별화될 것: 화장품이 포함된 국내 패션과 생활용품 JAJU 영업이익 기여도가 2018년 90% 이상으로 예상된다. 2018, 2019년 영업이익 증가율은 59%, 39%에 달한다. 수입 명품, 국내 패션 위주의 사업 포트폴리오에서 생활용품, 화장품 사업 구조로 변화하고 있다. 밸류에이션 비교 시점 이전과 목표 PER을 기존 17배에서 22배 (국내 화장품 업종 PER 30% 할인)로 상향, 목표주가를 기존 9.2만원에서 13.3만원으로 상향한다.

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 14〉 부문별 실적 추정

(단위: 십억원, % YoY, %)

	연간					2017				2018			
	2015	2016	2017	2018F	2019F	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF
매출 합계	1,005	1,021	1,103	1,244	1,365	272	239	269	322	308	271	301	364
해외패션	392	370	381	385	420	94	89	90	108	97	95	95	99
국내패션	319	339	387	487	547	99	74	101	113	124	93	121	150
라이프스타일	174	185	193	207	218	43	48	50	51	46	51	53	57
툼보이	116	128	144	166	183	37	29	28	51	43	33	32	58
영업이익	20	27	25	40	56	4.4	4.4	0.9	15.7	8	7	3	22
해외패션	10	9	6	8	11	1.6	1.2	0.2	3.1	2	2	0	3
국내패션	(5)	1	9	15	22	0.8	0.1	1.4	6.9	2	1	3	9
라이프스타일	12	13	14	17	18	2.0	4.7	3.4	3.6	3	5	4	4
툼보이	5	5	4	7	10	1.2	0.2	(2.0)	4.4	0	0	0	7
매출 증감	10.2	1.6	8.0	12.8	9.8	9.7	1.5	9.8	10.2	13.2	13.3	11.9	12.9
해외패션	(6.6)	(5.6)	2.9	1.3	9.1	4.7	(1.0)	2.9	4.9	3.0	7.0	5.0	(8.1)
국내패션	18.0	6.4	14.0	25.9	12.2	17.0	0.2	16.4	19.9	25.0	25.0	20.0	32.7
라이프스타일	11.2	6.2	4.6	7.4	5.2	2.1	3.1	4.9	8.0	6.0	6.0	6.0	11.3
툼보이	28.5	10.8	12.5	15.0	10.0	20.5	10.1	20.3	4.9	15.0	15.0	15.0	15.0
매출 비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
해외패션	39.0	36.2	34.5	31.0	30.8	34.5	37.1	33.6	33.4	31.4	35.1	31.5	27.2
국내패션	31.7	33.2	35.1	39.2	40.0	36.5	30.9	37.5	35.0	40.3	34.1	40.3	41.1
라이프스타일	17.3	18.1	17.5	16.7	16.0	16.0	20.1	18.7	16.0	14.9	18.8	17.7	15.8
툼보이	11.5	12.6	13.1	13.4	13.4	13.7	12.0	10.4	15.7	13.9	12.1	10.7	16.0
영업이익률	2.0	2.6	2.3	3.2	4.1	1.6	1.8	0.3	4.9	2.5	2.7	1.1	6.1
해외패션	2.6	2.5	1.6	2.0	2.5	1.7	1.4	0.2	2.8	2.3	2.4	0.4	2.9
국내패션	(1.5)	0.2	2.4	3.0	4.0	0.8	0.2	1.4	6.1	1.7	1.0	2.4	5.9
라이프스타일	6.8	7.0	7.1	8.0	8.4	4.7	9.7	6.8	7.0	5.7	10.7	7.8	7.6
툼보이	4.4	3.9	2.6	4.5	5.5	3.1	0.7	NA	8.7	0.0	0.0	0.0	12.8
영업이익 증감	25.6	35.6	(5.9)	58.8	38.5	25.5	(41.1)	59.2	1.7	71.7	68.2	268.4	40.4
해외패션	(50.5)	(6.7)	(35.6)	27.6	36.4	(31.0)	(55.8)	(86.5)	2.1	43.2	86.0	83.2	(6.7)
국내패션	NM	NM	1,368.9	57.7	49.6	NM	17.6	NM	66.7	149.3	556.9	107.5	26.7
라이프스타일	3.0	8.9	6.4	21.1	10.4	(15.8)	11.9	21.9	2.7	28.5	16.9	21.6	21.8
툼보이	25.2	(2.9)	(24.7)	100.0	34.4	(17.7)	(61.7)	NM	(8.1)	(100.0)	(100.0)	NM	69.6

자료: 신세계인테리어, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

유통 그룹인 신세계 그룹의 계열사로 신세계 백화점의 해외 사업부로 시작해 패션 비즈니스 전문화와 사업 확장을 위해 1996년 별도 법인으로 분리, 설립되었다. 2015년 기준 매출 비중은 해외 수입 사업부 45%, 국내 패션 사업부 35%, 생활용품 사업부 20%였으며 주요 브랜드로는 Armani와 Coach, St.John 등의 수입 명품 브랜드와 GAP, Banana Republic과 같은 SPA 브랜드, VOV, G-Cut 등의 국내 패션 브랜드, 주로 이마트를 통해 유통되고 있는 저가 브랜드 DAIZ 등이 있다. 주방 용품 및 가정용품, 패션의류 및 잡화 등을 아우르고 있는 '자연주의' 브랜드를 런칭해 생활용품 사업에도 진출, 'JAJU'로 리뉴얼했다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	364	368	433	489	536
현금성자산	17	3	12	27	30
매출채권및기타채권	117	134	151	166	183
재고자산	224	218	255	280	305
비유동자산	602	583	575	595	620
투자자산	115	123	130	139	150
유형자산	351	332	301	298	295
무형자산	54	46	52	57	63
자산총계	966	951	1,008	1,084	1,155
유동부채	329	304	318	338	363
매입채무및기타채무	118	86	97	106	117
단기차입금및단기사채	108	98	87	77	77
유동성장기부채	95	106	116	127	138
비유동부채	159	151	144	145	126
사채	77	72	66	61	55
장기차입금및금융부채	78	76	73	79	65
부채총계	488	455	462	483	488
지배주주지분	477	494	527	573	630
자본금	36	36	36	36	36
자본잉여금	121	121	121	121	121
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	320	337	372	420	480
비지배주주지분	2	2	2	2	2
자본총계	479	496	529	575	633

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	54	10	13	45	43
당기순이익	17	24	39	53	64
유형자산감가상각비	29	32	31	30	30
무형자산상각비	5	6	6	7	7
자산부채변동	(7)	(62)	(49)	(29)	(38)
기타	10	10	(14)	(16)	(20)
투자활동현금흐름	(33)	(28)	(17)	(42)	(43)
유형자산투자	(38)	(33)	(12)	(39)	(38)
유형자산매각	0	12	12	12	12
투자자산순증	(5)	(9)	4	5	6
무형자산순증	(5)	1	(12)	(12)	(13)
기타	15	1	(9)	(8)	(10)
재무활동현금흐름	(14)	4	(5)	4	(6)
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	(11)	8	(0)	8	(2)
배당금지급	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
기타	0	0	(1)	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	6	(14)	(9)	7	(6)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	1,021	1,103	1,244	1,365	1,504
매출원가	503	528	601	660	727
매출총이익	518	575	643	705	777
판매관리비	491	549	602	649	711
영업이익	27	25	40	56	66
금융수익	16	25	1	1	1
이자수익	1	1	1	1	1
금융비용	21	29	9	9	9
이자비용	8	9	9	9	9
기타영업외손익	(5)	1	5	5	6
관계기업관련손익	8	9	14	16	20
세전계속사업이익	25	32	51	70	84
법인세비용	8	8	12	17	20
연결당기순이익	17	24	39	53	64
지배주주지분순이익	17	24	39	53	64
기타포괄이익	(0)	(2)	(2)	(2)	(2)
총포괄이익	17	22	37	51	62
지배주주지분포괄이익	17	22	37	51	62
EBITDA	61	63	77	93	103

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,432	3,371	5,428	7,381	8,947
BPS	66,769	69,236	73,759	80,236	88,279
DPS	600	600	600	600	600
성장성(%, YoY)					
매출증가율	1.6	8.0	12.8	9.8	10.2
영업이익증가율	35.6	(5.9)	58.8	38.5	17.8
순이익증가율	(17.8)	38.6	61.0	36.0	21.2
EPS증가율	(17.8)	38.6	61.0	36.0	21.2
EBITDA증가율	18.7	3.1	23.3	20.1	10.8
수익성(%)					
영업이익률	2.6	2.3	3.2	4.1	4.4
순이익률	1.7	2.2	3.1	3.9	4.2
EBITDA Margin	6.0	5.7	6.2	6.8	6.8
ROA	1.9	2.5	4.0	5.1	5.7
ROE	3.7	5.0	7.6	9.6	10.6
배당수익률	0.9	0.8	0.5	0.5	0.5
배당성향	24.7	17.8	11.1	8.1	6.7
안정성					
순차입금(십억원)	340	348	337	330	324
차입금/자본총계비율(%)	74.9	72.2	67.7	63.7	57.6
Valuation(X)					
PER	27.2	22.0	20.5	15.1	12.5
PBR	1.0	1.1	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	13.4	14.0	14.7	12.1	10.9

연우(115960)

매수(유지) / TP: 34,000원(유지)

주가(4/3, 원)	34,100
시가총액(십억원)	423
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	36,050/22,550
일평균 거래대금(6개월, 백만원)	2,358
유동주식비율(%)	37.5
외국인지분율(%)	12.4
주요주주(%)	기중현 외 1인 61.4
	PKG Group, LLC 6.8

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	DY (%)
2016A	235	25	21	1,688	6.6	37	22.8	12.7	2.7	12.4	-
2017A	229	9	8	645	(61.8)	23	46.7	16.8	2.0	4.4	-
2018F	257	17	13	1,034	60.4	36	33.0	12.5	2.1	6.6	-
2019F	288	23	18	1,413	36.6	48	24.1	9.5	2.0	8.4	-
2020F	326	32	25	2,022	43.1	64	16.9	7.2	1.8	10.9	-

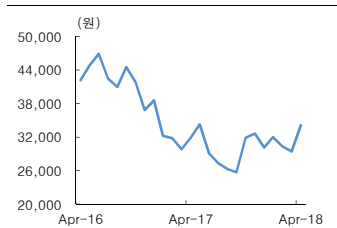
주: 순이익은 지분법적용 순이익

재도약 시점!

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	16.0	32.7	11.1
상대주가(%)	14.6	(0.9)	(27.7)

주가추이



수출과 주력 바이어 회복 긍정적: 용기 업체인 연우 실적도 바닥을 통과했다. 1분기 매출액은 전년대비 15% 증가한 640억원, 영업이익은 14% 증가한 25억원(영업이익률 3.9%)으로 예상된다. 작년 1분기 수출 주요 고객사 리뉴얼로 인해 부진했던 수출 회복과 주력 바이어인 아모레퍼시픽향 매출도 3분기 연속 감소 이후 증가한 것으로 추정된다. 아모레퍼시픽의 재고 조정 일단락과 주력 브랜드인 설화수 최저임금상승과 물류자동화시스템 등 비용 요인으로 인해 비용 부담은 지속되었으나 외형 회복으로 이익 개선도 가시화될 것이다. 비용 관련 요인은 2분기부터 완화될 것이고 가동률이 상승하면서 실적은 점진적으로 개선될 전망이다.

2018년 수요 회복과 비용 부담 완화: 2017년 약 35%의 개파가 증설되었으나 수출 주요 브랜드들의 수주 공백, 전체 매출의 약 25%를 차지하는 아모레퍼시픽 실적 부진 및 재고 조정 영향으로 매출이 전년보다 감소했다. 매출 부진에도 증가한 설비 투자로 감가상각비, 외주가공비 등 비용은 증가하면서 매출원가율이 86.9%로 전년대비 6.1%p 상승하며 수익성 부진의 주요인이었다. 수출은 작년 1분기를 바닥으로 증가하고 있으며 최근 호조인 일본향 수요도 일부 확보하고 있다. 내수는 아모레퍼시픽의 설화수 리뉴얼 제품 등이 본격적으로 출시되면서 회복되고 있다.

프리미엄 용기 1위 업체, 산업 성장 수혜 누릴 것: 한국 화장품 산업은 면세점과 수출 위주로 산업 성장률이 높아지고 있다. 이에 글로벌 고가 브랜드사들 역시 중국 수요 확대에 힘입어 양호한 매출 성장을 시현하고 있다. 랑콤 등 고가 브랜드를 확보한 동사는 프리미엄 시장 성장 수혜가 예상되고 최근 국내 설화수 등 고가 브랜드의 점유율 확대를 위한 노력 또한 긍정적이다. 동사의 주력인 펌프 제품의 경우 동사의 시장 점유율은 38%에 달하고 상위 4개사가 약 80%를 점유하는 과점 시장이다. 2018, 2019년에도 15% 내외의 외형 성장과 60%, 36% 높은 EPS 성장이 예상된다. 투자의견 '매수'와 목표주가 34,000원(12MF PER 28배)을 유지한다. 조정 시 매수를 권유한다.

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 15〉 연간 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	199	235	229	257	288
내수	104	133	127	143	159
수출	92	100	102	114	129
펌프형	142	177	167	193	213
내수	67	93	89	100	109
수출	75	84	79	93	104
튜브형	27	29	30	28	36
내수	17	18	15	16	20
수출	10	11	15	12	15
견본품	26	27	28	36	39
내수	19	22	22	27	29
수출	6	5	7	9	10
매출액 비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
내수	52.1	56.5	55.6	55.6	55.1
수출	46.0	42.7	44.6	44.4	44.9
펌프형	71.5	75.4	73.1	75.1	74.0
내수	47.3	52.4	50.0	53.0	53.0
수출	52.7	47.6	50.0	47.0	47.0
튜브형	13.8	12.4	13.0	10.9	12.4
내수	62.3	60.8	52.0	50.0	53.0
수출	37.7	39.2	48.0	50.0	47.0
견본품	12.9	11.5	12.4	14.0	13.6
내수	75.7	82.7	80.0	75.0	75.0
수출	24.3	17.3	20.0	20.0	20.0
매출액 증감	18.0	18.1	(2.7)	12.5	12.1
내수	20.9	28.0	(4.3)	12.4	11.1
수출	13.5	9.6	1.7	11.9	13.3
펌프형	18.8	24.4	(5.6)	15.6	10.4
내수	25.0	37.8	(4.7)	13.1	9.4
수출	13.7	12.3	(6.6)	18.4	11.6
튜브형	11.7	6.4	2.2	(5.8)	26.9
내수	1.4	3.9	(15.2)	8.4	24.3
수출	34.1	10.5	29.3	(20.2)	30.5
견본품	15.4	5.4	4.9	26.7	9.3
내수	28.0	15.1	(3.6)	23.7	9.6
수출	(11.7)	(24.6)	45.4	36.2	8.5

자료: 연우, 한국투자증권

〈표 16〉 분기 실적 전망

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2017				2018F			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF
매출액	56	55	59	58	64	65	64	64
증감	2.1	(13.0)	(0.7)	2.0	15.0	17.0	9.0	9.3
내수	36	29	27	33	38	37	34	33
수출	20	25	32	24	26	27	30	31
매출총이익	7	8	8	7	9	11	11	10
매출총이익률	13.3	14.5	12.9	11.9	13.8	17.0	16.5	15.7
영업이익	2	3	2	2	3	5	4	5
증감	(63.0)	(71.6)	(68.2)	(31.1)	14.0	61.9	140.7	138.8
영업이익률	3.9	5.3	3.0	3.7	3.9	7.3	6.7	8.1

자료: 연우, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

연우는 1983년 설립된 화장품 종합 포장재 기업이며, 2015년 11월 코스닥시장에 상장했다. 연우의 주요 제품은 펌프형, 튜브형, 견본용 용기로 분류되며, 펌프형 화장품 용기 시장에서 업계 1위를 기록하고 있다. 주요 고객사는 아모레퍼시픽, LG 생활건강, 미국의 화장품 포장재 제조업체인 PKG 그룹, 스페인의 쿼드팩그룹(Quadpack Group) 등이다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	87	84	89	94	100
현금성자산	26	22	18	14	10
매출채권및기타채권	34	36	41	45	51
재고자산	20	21	24	27	31
비유동자산	149	173	203	227	253
투자자산	7	5	6	7	7
유형자산	127	153	180	202	224
무형자산	2	4	5	5	6
자산총계	236	257	292	322	353
유동부채	34	48	70	83	89
매입채무및기타채무	20	22	24	27	31
단기차입금및단기사채	0	12	22	22	22
유동성장기부채	7	12	16	21	26
비유동부채	23	23	22	21	21
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	16	14	13	11	9
부채총계	57	70	93	104	110
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	67	67	67	67	67
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	106	114	127	144	169
자본총계	179	187	199	217	242

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	25	19	34	44	49
당기순이익	21	8	13	18	25
유형자산감가상각비	11	13	19	25	31
무형자산상각비	0	1	1	1	1
자산부채변동	(14)	(4)	1	0	(9)
기타	7	1	0	0	1
투자활동현금흐름	(36)	(37)	(52)	(51)	(58)
유형자산투자	(33)	(45)	(50)	(51)	(56)
유형자산매각	0	4	4	4	4
투자자산순증	(2)	3	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)
기타	0	3	(4)	(1)	(3)
재무활동현금흐름	(1)	15	13	3	3
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(1)	15	13	3	3
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	(1)	0	0	0
현금의증가	(11)	(4)	(5)	(4)	(6)

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	235	229	257	288	326
매출원가	190	199	217	239	263
매출총이익	45	30	41	50	63
판매관리비	20	21	24	27	31
영업이익	25	9	17	23	32
금융수익	3	2	0	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
금융비용	3	4	1	1	1
이자비용	0	1	1	1	1
기타영업외손익	1	0	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	26	8	16	22	31
법인세비용	5	(0)	3	4	6
당기순이익	21	8	13	18	25
기타포괄이익	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)
총포괄이익	20	8	13	17	25
EBITDA	37	23	36	48	64

주요투자지표

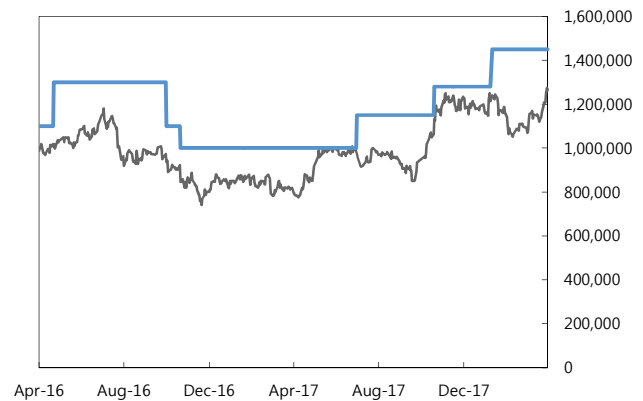
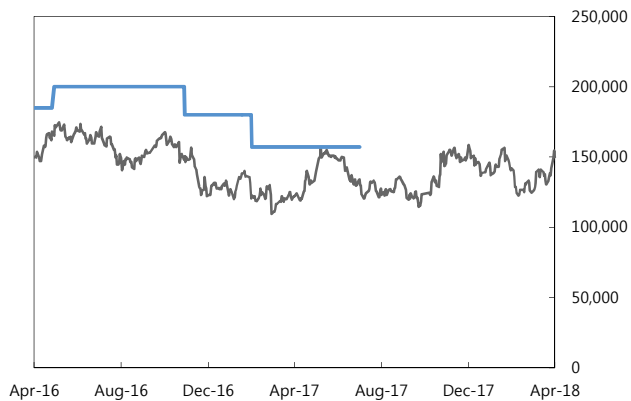
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,688	645	1,034	1,413	2,022
BPS	14,449	15,074	16,088	17,480	19,482
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% YoY)					
매출증가율	18.1	(2.7)	12.5	12.1	13.1
영업이익증가율	32.2	(63.6)	84.0	36.1	41.9
순이익증가율	37.0	(61.8)	60.3	36.6	43.1
EPS증가율	6.6	(61.8)	60.4	36.6	43.1
EBITDA증가율	24.9	(38.4)	60.7	32.8	32.0
수익성(%)					
영업이익률	10.6	4.0	6.5	7.9	9.9
순이익률	8.9	3.5	5.0	6.1	7.7
EBITDA Margin	15.7	9.9	14.2	16.8	19.6
ROA	9.3	3.2	4.7	5.7	7.4
ROE	12.4	4.4	6.6	8.4	10.9
배당수익률	-	-	-	-	-
배당성향	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	(7)	13	28	34	40
차입금/자본총계비율(%)	13.4	20.6	25.6	24.8	23.4
Valuation(X)					
PER	22.8	46.7	33.0	24.1	16.9
PBR	2.7	2.0	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	12.7	16.8	12.5	9.5	7.2

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율		종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비					평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
아모레G(002790)	2016.03.08	매수	185,000원	-18.1	-9.2	연우(115960)	2017.09.23	매수	300,000원	-7.8	8.8
	2016.05.02	매수	200,000원	-20.5	-12.8		2017.10.31	중립	-	-	-
	2016.11.01	매수	180,000원	-26.3	-13.1		2015.11.02	NR	-	-	-
	2017.02.03	매수	157,000원	-16.2	-0.3		2016.06.22	매수	60,000원	-30.5	-20.5
	2017.07.05	중립	-	-	-		2017.01.12	매수	46,000원	-31.9	-21.6
LG생활건강(051900)	2016.03.23	매수	1,100,000원	-10.7	-7.4	코스맥스(192820)	2017.07.14	매수	34,000원	-	-
	2016.04.26	매수	1,300,000원	-20.7	-9.2		2016.02.16	매수	200,000원	-36.4	-29.8
	2016.10.05	매수	1,100,000원	-17.2	-14.4		2016.05.09	매수	230,000원	-34.4	-25.0
	2016.10.25	매수	1,000,000원	-13.1	0.7		2016.10.23	매수	190,000원	-40.0	-32.6
	2017.07.05	매수	1,150,000원	-17.1	-6.9		2017.01.12	매수	167,000원	-22.0	-5.1
	2017.10.24	매수	1,280,000원	-6.6	-2.3		2017.07.14	매수	144,000원	-13.9	5.9
	2018.01.15	매수	1,450,000원	-	-		2018.04.04	매수	170,000원	-	-
아모레퍼시픽(090430)	2016.03.08	매수	500,000원	-20.2	-11.8	신세계인터내셔널(031430)	2016.02.15	중립	-	-	-
	2016.11.01	매수	430,000원	-22.9	-11.6		2016.09.28	매수	96,000원	-27.0	-13.8
	2017.01.05	매수	400,000원	-21.8	-18.8		2017.01.19	매수	83,000원	-18.9	-4.8
	2017.02.02	매수	360,000원	-21.2	-14.6		2017.12.12	매수	92,000원	-11.2	21.2
	2017.04.07	매수	330,000원	-9.1	9.4		2018.04.04	매수	133,000원	-	-
							2016.02.15	중립	-	-	-

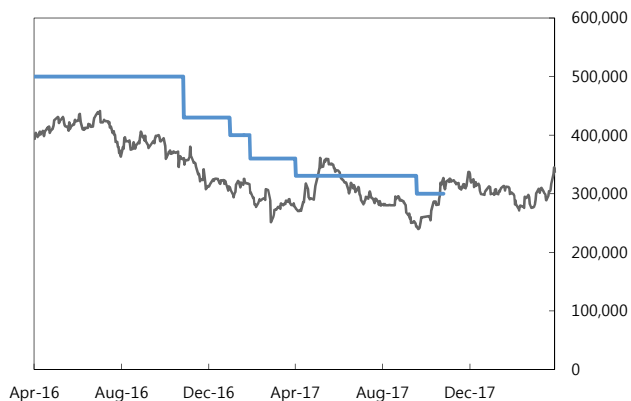
아모레G(002790)

LG생활건강(051900)



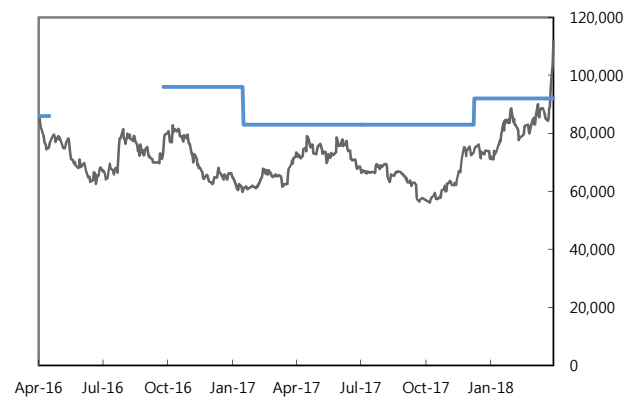
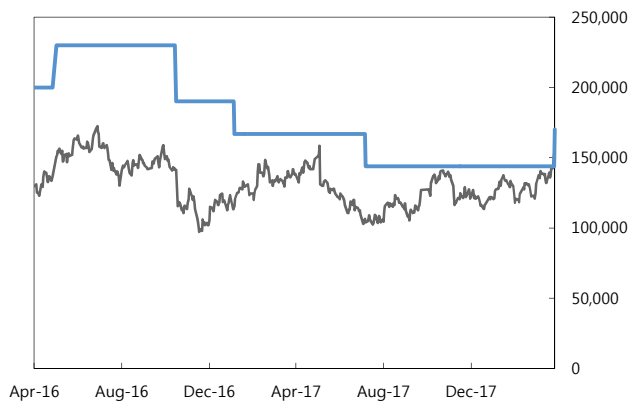
아모레퍼시픽(090430)

연우(115960)



코스맥스(192820)

신세계인터넷(031430)



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 4일 현재 아모레G, LG생활건강, 아모레퍼시픽, 연우, 코스맥스, 신세계인터내셔널 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 LG생활건강, 아모레퍼시픽 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.