

완벽한(?) 타인

중국 브랜드의 부상과 화장품 Peer 전략 분석

- Part I 심상치 않은 그들의 상승세
- Part II 프로야(珀莱雅)는 이제 프로야
- Part III 상하이자화: Made in China 럭셔리를 꿈꾸다
- Part IV 에스티로더: Luxury never stops
- Part V 시세이도: Capa가 모자랍니다



이베스트투자증권 **유통/화장품** 담당 **오린아**입니다.

중국 로컬 브랜드의 상승세가 심상치 않습니다.

기초 화장품 중 단일 브랜드로 로컬 브랜드 바이체링(百雀羚)이 시장 점유율 1위를 기록했으며, 아시아 브랜드들의 경쟁력이 상대적으로 약하고 서양 브랜드들이 강점을 가진다고 여겨졌던 색조 화장품 시장에서도 카슬란(卡姿兰), 마리따이자(玛丽黛佳) 등이 10위 안에 진입했기 때문입니다. 기존 중국 브랜드들은 최근 브랜드 리빌딩에 힘을 쏟고 있고, 신생 브랜드들은 마케팅과 과감한 투자를 통해 시장 점유율 확대를 가속화하고 있습니다.

이러한 관점에서 한국 업체들이 THAAD 이슈에 따른 공백이 있었던 동안 로컬 브랜드들은 어떻게 변화했는지, 중국 소비자들의 구매패턴과 화장품 시장의 트렌드는 어떻게 진행되고 있는지 파악하는 것은 중요합니다. 한국 업체들이 THAAD 이슈로 고전하는 동안 중국 로컬 브랜드들은 시장 점유율을 조금씩 높여왔으며, 글로벌 Peer 경쟁 업체들 또한 양호한 실적을 거뒀기 때문입니다.

그동안 중국인 인바운드 관광객이 화장품 업종의 주가를 견인해 왔지만, 중국 현지에서의 성장을 어떻게 이끌어낼 지가 더 중요하다고 판단합니다. 인바운드 관광객 감소에도, 중국 화장품 시장이 성장한다는 사실은 여전히 변하지 않았기 때문입니다.

본 자료에서는 2019년 중국 로컬 브랜드 업체들의 변화한 내용과 글로벌 Peer들의 중국 전략에 대해 살펴봅니다.

온라인 채널 고속 성장, **럭셔리 브랜드**의 견고한 매출, **색조 확대**가 가장 큰 이슈가 될 전망입니다. 브랜드 업체들의 확장 전략에 따라 수혜를 받을 수 있는 **한국콜마**를 선호주로 매수 추천합니다. 아울러 국가별 포트폴리오 확장으로 실적 확대 요소가 증가할 **코스맥스**와, 로컬 브랜드 업체들의 신규 수주가 기대되는 **연우**에도 관심을 제고해야 할 것으로 판단합니다.

유통/화장품/의류

Analyst **오린아**

02 3779 0053

lina.oh@ebestsec.co.kr



자료는 크게 5 가지 Part 로 구성했습니다.

[Part I. 심상치 않은 그들의 상승세]

중국 로컬 브랜드의 상승세가 심상치 않습니다.
기초 화장품 중 단일 브랜드로는 로컬 브랜드 바이헤링(百雀羚)이 시장 점유율 1 위를 기록했으며,
색조 화장품 시장에서도 카슬란(卡姿兰), 마리따이자(玛丽黛佳) 등이 점유율 10 위 안에 진입했기 때문입니다.
기존 중국 브랜드들은 최근 브랜드 리빌딩에 힘을 쏟고 있고,
신생 브랜드들은 마케팅과 과감한 투자를 통해 시장 점유율 확대를 가속화하고 있습니다.

이러한 관점에서 로컬 브랜드들은 최근 어떻게 변화했는지,
중국 소비자들의 구매패턴과 화장품 시장의 트렌드는 어떻게 진행되고 있는지 파악하는 것은 중요합니다.
그동안 중국인 인바운드 관광객이 화장품 업종의 주가를 견인해 왔지만,
중국 현지에서의 성장을 어떻게 이끌어낼 지가 더 중요하다고 판단하기 때문입니다.
인바운드 관광객 감소에도, 중국 화장품 시장이 성장한다는 사실은 여전히 변하지 않았습니다.

[Part II. 프로야(珀莱雅)는 이제 프로야]

2003 년 설립된 중국 로컬 화장품 브랜드 프로야의 주가는 상장 이후 3.5 배 상승했습니다.
중저가 7 개 브랜드를 바탕으로 성장 중인 프로야는 메인 브랜드들의 시장 점유율도 늘리고 있습니다.
2018 년 3 분기 실적 또한 영업이익이 YoY 60.2% 증가하는 등
오프라인 판매를 안정화함과 동시에 온라인 채널을 적극 확장하며 몸집을 키우고 있습니다.

[Part III. 상하이자화(上海家化), Made in China 럭셔리를 꿈꾸다]

오랜 역사를 자랑하는 상하이자화는 외산 브랜드 대비 약한 경쟁력으로 부진한 실적을 보여왔습니다.
2017 년부터 CEO 장동방이 취임하면서, 상하이자화는 새로운 경영방침을 세우고 회복을 위해 노력 중입니다.
1)연구 개발 강화, 2)브랜드 포지셔닝 강화, 3)소비자 중심의 품질 경영을 최우선으로 두고 있습니다.
더불어 2018 년 6 월 상하이 칭푸구 칭푸산업단지에 6 억개 Capa 의 공장을 완공했습니다.
중국 로컬 업체들은 이처럼 자체 생산 능력을 증가시키고 있는데,
중국 OEM 업체들의 품질이 브랜드 업체들의 니즈를 충족시키지 못하는데에서 비롯한다고 판단합니다.

[Part IV. 에스티로더: Luxury never stops]

에스티로더가 중국 내 시장 점유율을 늘려가는 주된 요인은 중국 내 프리스티지의 성장입니다.
국가별 화장품 프리스티지 브랜드 침투율을 비교해 봤을 때 중국은 여전히 성장 가능성이 높습니다.
미국의 프리스티지 침투율은 40%, 선진 아시아 국가 평균은 47%인데 반해
중국인 아직 26% 수준이기 때문입니다.

[Part V. 시세이도: Capa 가 모자랍니다]

시세이도는 그동안 일본 내수 매출액의 감소로 기존 6개였던 공장을 3개로 줄여 운영 중이었습니다.
2015년 이후부터 중국인 인바운드 매출액 등으로 급증한 수요 증대로 인해
시세이도는 생산 개파가 부족한 상황이고, 이로 인해 2019년은 외주 생산을 늘릴 계획이기 때문에
올해 매출총이익률의 개선은 없을 것으로 추정합니다.

Key Charts

중국 기초 화장품 시장 브랜드별 점유율 추이

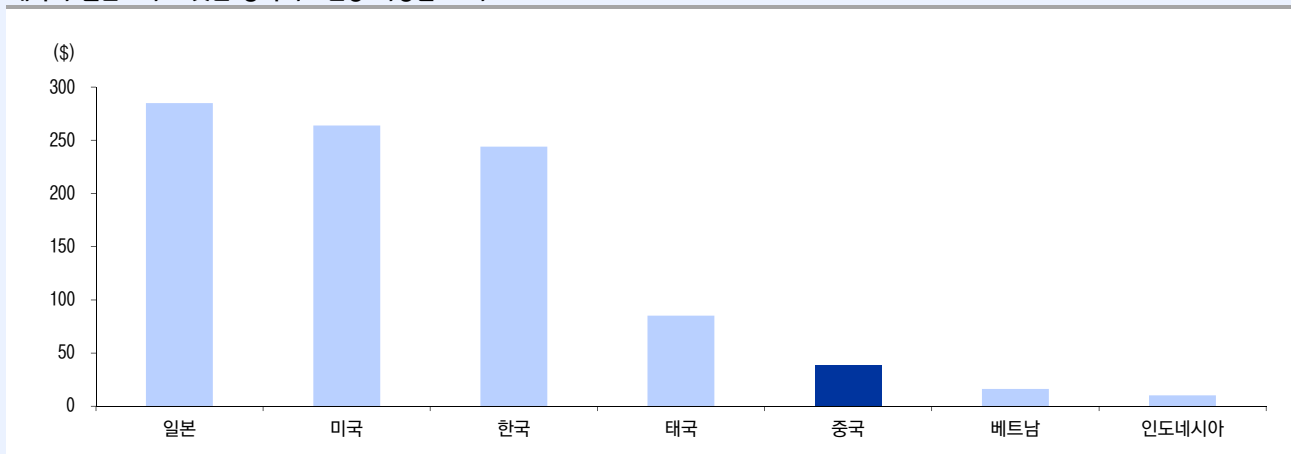
순위	브랜드명	회사명	2010년	2017년	추이
1	바이첸링	바이첸링	0.2%	4.5%	↑
2	로레알파리	로레알그룹	5.7%	4.2%	↘
3	메리케이	메리케이	4.3%	3.6%	↘
4	자연당(프란탕)	자란그룹	-	3.1%	↑
5	OLAY	P&G	6.7%	2.8%	↓
6	칸스(KANS)	상하이상메이	-	2.7%	↑
7	랑콤	로레알그룹	1.8%	2.5%	↗
8	에스티로더	에스티로더	1.5%	2.5%	↗
9	이에즈(원리프)	상하이상메이	-	2.0%	↗
10	허보리스트	상하이자화	1.1%	1.8%	↗
11	프로야	프로야	0.8%	1.8%	↗

자료: 산업 자료, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 음영 표시는 중국 브랜드

- 중국 로컬 브랜드들의 시장 점유율 상승
- 기존 중국 브랜드들은 브랜드 리빌딩에 힘을 쏟고 있고, 신생 브랜드들은 마케팅과 과감한 투자 지속

태국의 절반보다도 낮은 중국의 1인당 화장품 소비

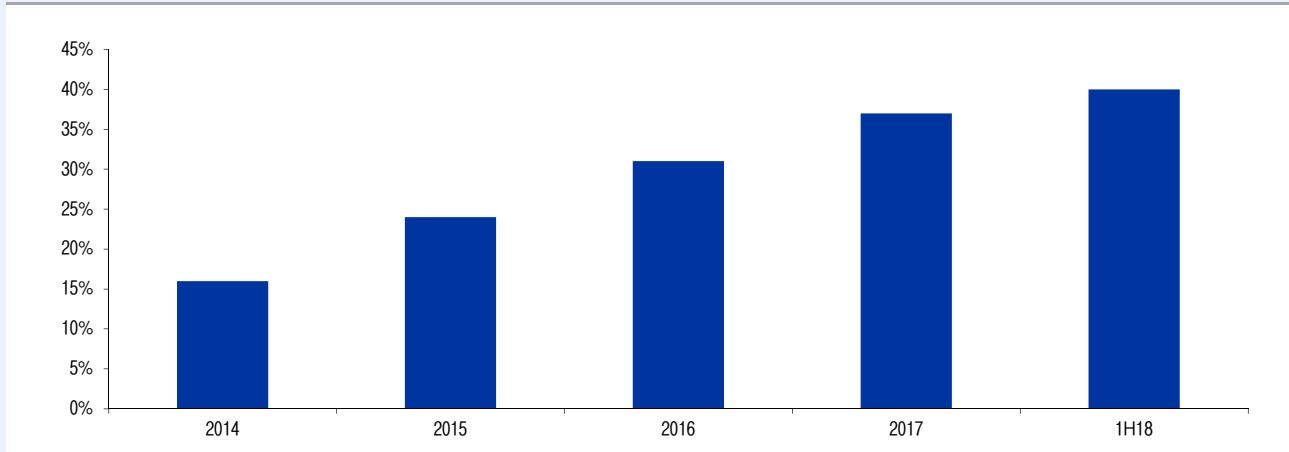


자료: 산업 자료, 이베스트투자증권 리서치센터

- 한국 업체들이 THAAD 이슈로 고전하는 동안 글로벌 Peer 경쟁 업체들 또한 양호한 실적 보임
- 중국인 인바운드 관광객보다 중국 현지에서의 성장을 어떻게 이끌어낼 지가 더 중요하다고 판단

Key Charts

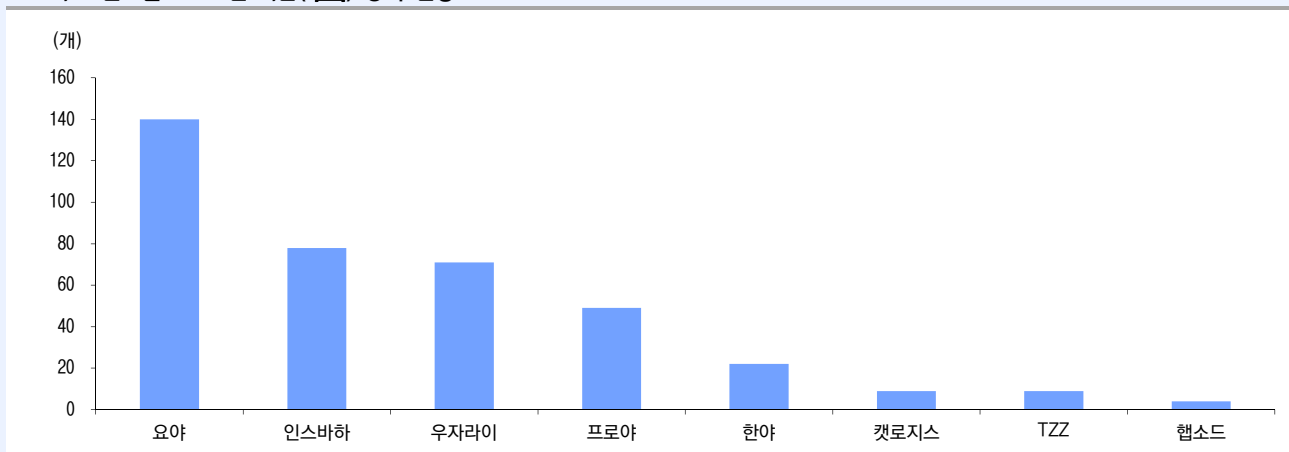
프로야 온라인 매출액 비중은 40%까지 상승



자료: 珀莱雅, 이베스트투자증권 리서치센터

- 프로야는 2018 년 상반기 매출액과 영업이익 모두 성장을 이어갔음
- 오프라인 판매를 안정화함과 동시에 온라인 채널을 적극 확장

프로야 브랜드별 2018 년 비안(备案) 등록 현황

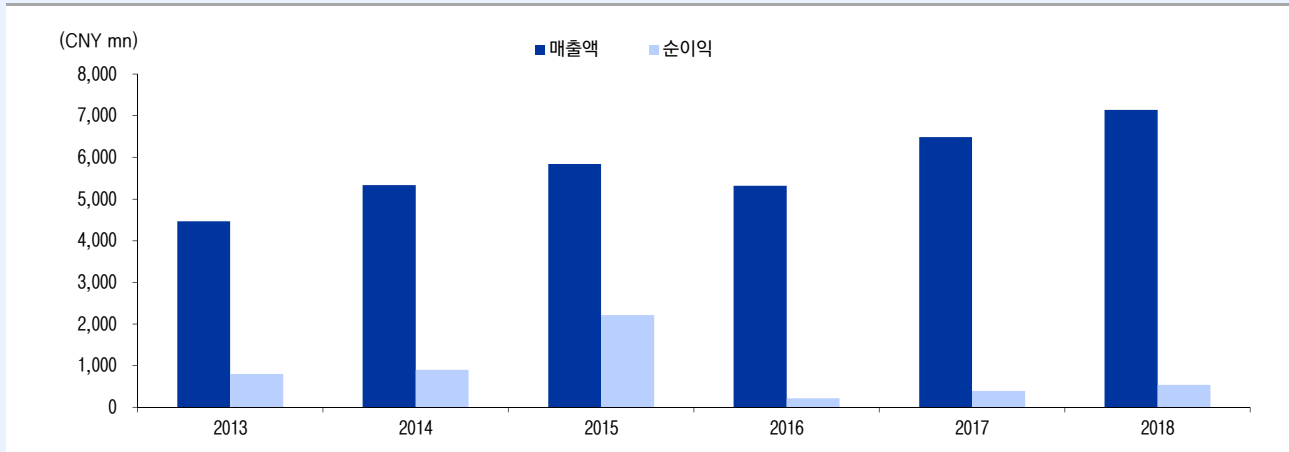


자료: 化妆品备案网, 이베스트투자증권 리서치센터

- 중국 내 로컬 화장품이 낮은 품질 때문에 고가 시장에 때문에 진입하지 못하고 있다는 시각이 확산
- 프로야의 2016~2018 년 매출액 대비 R&D 비중은 2~3% 대로 꾸준히 유지

Key Charts

상하이자화 연간 실적 추이



자료: 上海家化, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2015년 순이익 급증은 티엔장제약 자본 23.84% 매각처분이익 17.9억위안 발생에 따른 것

- 상하이자화는 전통채널들의 성장 둔화와 브랜드 노후화, 외산 브랜드에 밀려 부진한 실적 기록
- 새로운 경영 방침 1)연구 개발 강화, 2)브랜드 포지셔닝 강화, 3)소비자 중심의 품질 경영

에스티로더 대표제품보다 비싼 허보리스트 리페어 세럼



御·五行焕肌精华液

补充熟龄肌肤维持年轻美丽所需营养成分，持续修

本品传承《太玄宝典》“太玄草五行丹”，蕴含人方”，结合M3微囊现代科技*，赋活并回复肌肤无

¥ 680.00 / 30ml



ESTÉE LAUDER

Advanced Night Repair

特润修护肌透精华露

★★★★★ (34条评论)

功效
“肌因”修护，肌肤健康稳定，柔润、透亮、年轻。

产品规格
30ML ¥590.00

数量: 1 添加到购物车

立即购买

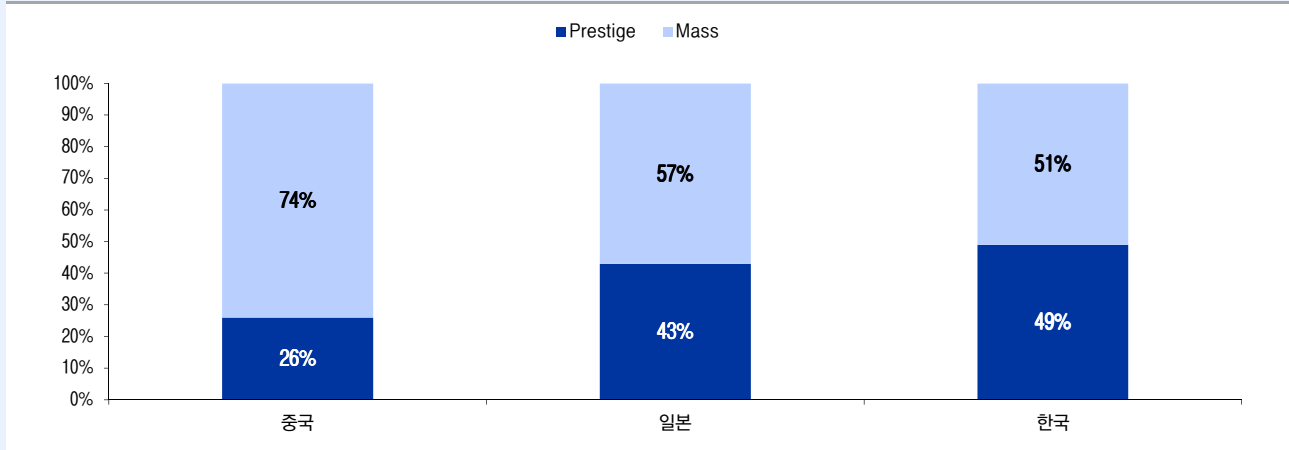
加入购物车

자료: 佰草集, 天猫, 이베스트투자증권 리서치센터

- 상하이자화의 메인 브랜드 허보리스트는 최근 럭셔리 라인을 런칭하면서 브랜드 쇄신 작업 중
- 2018년 6월 상하이 칭푸구 칭푸산업단지에 6억개 Capa의 공장을 완공

Key Charts

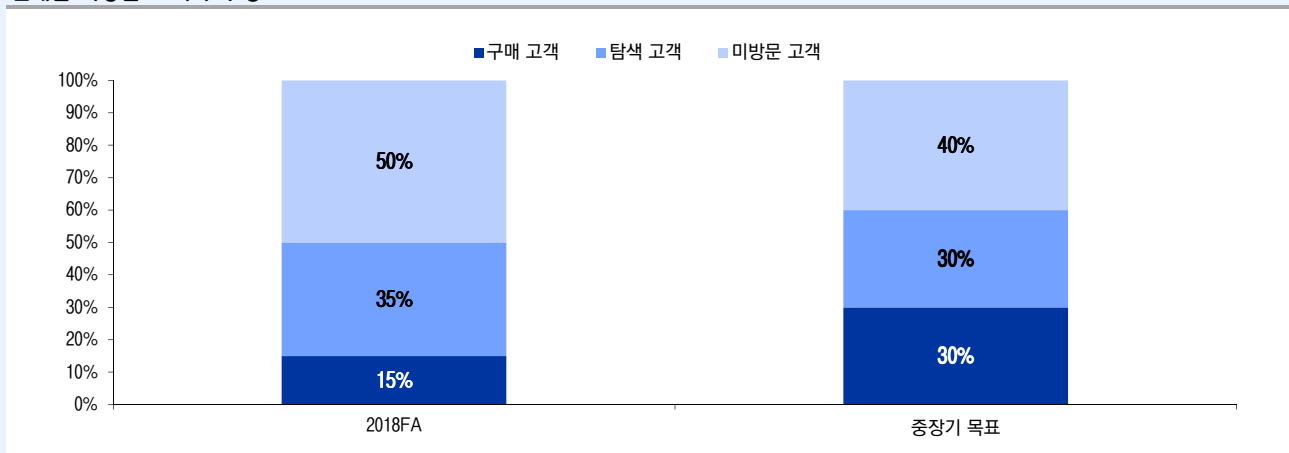
국가별 프리스티지 브랜드 침투율(2017년 기준)



자료: Estee Lauder, 이베스트투자증권 리서치센터

- 중국 내 프리스티지 부문이 성장이 에스티로더가 시장 점유율을 늘려가고 있는 주된 요인
- 국가별 프리스티지 브랜드 침투율을 비교해 봤을 때 중국은 여전히 성장 가능성이 높음

면세점 화장품 소비자 구성

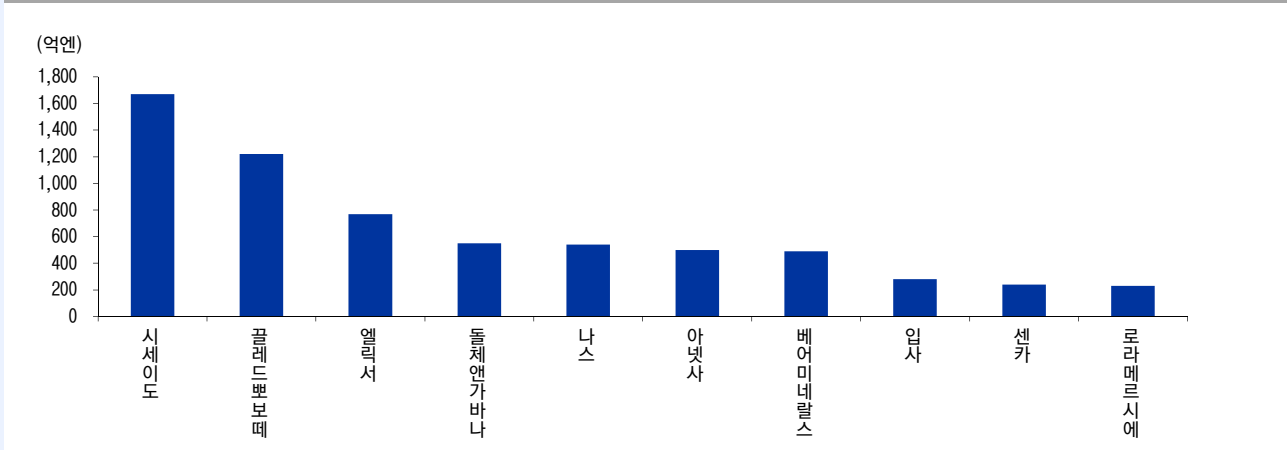


자료: Air4Cast, m1nd-set, 이베스트투자증권 리서치센터

- 에스티로더가 향후 주력하는 유통채널로 면세점과 온라인
- 2019~2020 년에 중국에서만 20 개가 넘는 면세점의 출점 계획이 있어 이를 확장 기회로 삼을 전망

Key Charts

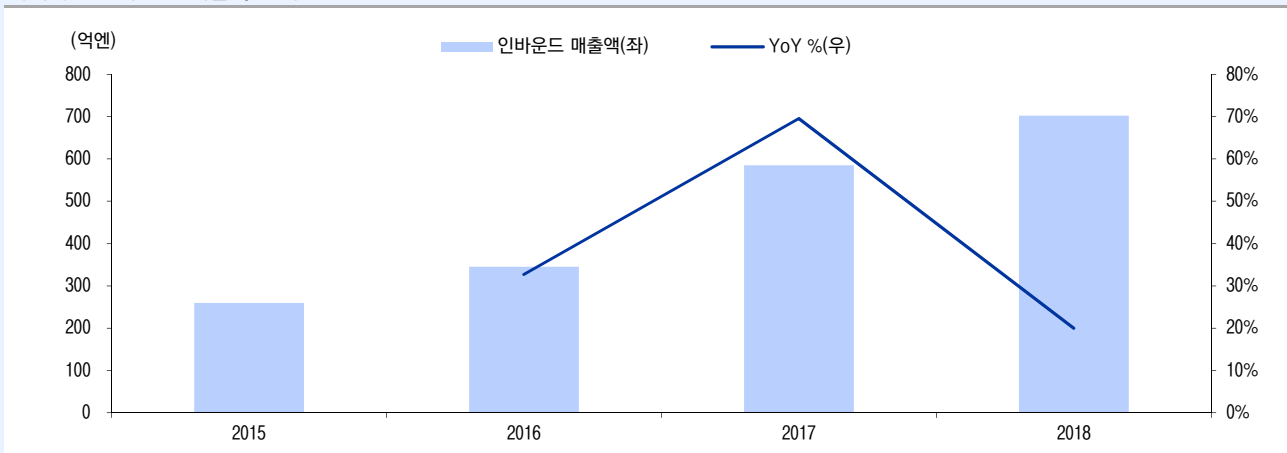
2018 년 시세이도 주요 브랜드별 매출액



자료: Shiseido, 이베스트투자증권 리서치센터

- 시세이도는 중국에서 프리스티지 브랜드 위주로 강한 매출 성장과 수익성 개선을 보임
- 2019 년 전사 마케팅 비용은 전년대비 13% 증가한 360 억엔이 예상되는데, 주로 중국에 집중될 전망

시세이도 인바운드 매출액 추이



자료: Shiseido, 이베스트투자증권 리서치센터

- 시세이도는 그동안 일본 내수 매출액의 감소로 2004 년 6 개였던 공장을 3 개로 줄여 운영
- 중국인 인바운드 매출액 등으로 급증한 수요 증대로 인해 시세이도는 생산 kapac이 부족한 상황

화장품 Overweight

완벽한(?) 타인

중국 브랜드의 부상과 화장품 Peer 전략 분석

Contents

Part I	심상치 않은 그들의 상승세	10
Part II	프로야(珀萊雅)는 이제 프로야	15
Part III	상하이자화: Made in China 럭셔리를 꿈꾸다	23
Part IV	에스티로더: Luxury never stops	31
Part V	시세이도: Capa 가 모자랍니다	37

기업분석

한국콜마 (161890)	46
코스맥스 (192820)	49
연우 (115960)	52

Part I

심상치 않은 그들의 상승세

중국 로컬 브랜드들의 시장점유율 상승

중국 로컬 브랜드의 상승세가 심상치 않습니다. 기초 화장품 중 단일 브랜드로는 로컬 브랜드 바이체링(百雀羚)이 1위를 기록했으며, 아시아 브랜드들의 경쟁력이 상대적으로 약하고 서양 브랜드들이 강점을 가진다고 여겨졌던 색조 화장품 시장에서도 카슬란(卡姿兰), 마리따이자(玛丽黛佳) 등이 10위 안에 진입했기 때문입니다. 기존 중국 브랜드들은 최근 브랜드 리빌딩에 힘을 쏟고 있고, 신생 브랜드들은 마케팅과 과감한 투자를 통해 시장 점유율 확대를 가속화하고 있습니다.

이러한 관점에서 한국 업체들이 THAAD 이슈에 따른 공백이 있었던 동안 로컬 브랜드들은 어떻게 변화했는지, 중국 소비자들의 구매패턴과 화장품 시장의 트렌드는 어떻게 진행되고 있는지 파악하는 것은 중요합니다. 한국 업체들이 THAAD 이슈로 고전하는 동안 중국 로컬 브랜드들은 시장 점유율을 조금씩 높여왔으며, 글로벌 Peer 경쟁 업체들 또한 양호한 실적을 거뒀기 때문입니다. 그동안 중국인 인바운드 관광객이 화장품 업종의 주가를 견인해 왔지만, 중국 현지에서의 성장을 어떻게 이끌어낼 지가 더 중요하다고 판단합니다. 인바운드 관광객 감소에도, 중국 화장품 시장이 성장한다는 사실은 여전히 변하지 않았기 때문입니다.

심상치 않은 그들의 상승세

중국 로컬 브랜드: 눈에 띄는 시장 점유율 상승

중국 로컬 브랜드의 상승세가 심상치 않다. [표1]에 나타나듯 2010년 0.2%에 불과했던 바이첸링(百雀羚)의 기초 화장품 시장 점유율은 2017년 4.5%까지 올라섰다. 기초 화장품 중 단일 브랜드로는 1위다. 색조 화장품에서도 이러한 추이는 이어지는데, [표2]에서 보듯 카슬란(卡姿兰, CARSLAN)이 단일 브랜드 3위, 마리따이자(玛丽黛佳, Marie Dalga)가 9위의 시장 점유율을 기록했다. 통상 아시아 브랜드들의 경쟁력이 상대적으로 약하고 서양 브랜드들이 강점을 가진다고 여겨졌던 색조 화장품 시장에서도 중국 로컬 브랜드의 부상이 나타나고 있다.

표1 중국 기초 화장품 시장 브랜드별 점유율 추이

순위	브랜드명	회사명	2010년	2017년	추이
1	바이첸링	바이첸링	0.2%	4.5%	↑
2	로레알파리	로레알그룹	5.7%	4.2%	↘
3	메리케이	메리케이	4.3%	3.6%	↘
4	자연당(프란탕)	자란그룹	-	3.1%	↑
5	OLAY	P&G	6.7%	2.8%	↓
6	칸스(KANS)	상하이상메이	-	2.7%	↑
7	랑콤	로레알그룹	1.8%	2.5%	↗
8	에스티로더	에스티로더	1.5%	2.5%	↗
9	이에즈(원리프)	상하이상메이	-	2.0%	↗
10	허보리스트	상하이자화	1.1%	1.8%	↗
11	프로아	프로아	0.8%	1.8%	↗
12	완메이	완메이	2.5%	1.8%	↘
13	오프레스	시세이도	2.3%	1.7%	↘
14	니베아	바이어스도르프	2.2%	1.7%	↘
15	한후	한후	-	1.6%	↗
16	아티스트리	암웨이	3.4%	1.5%	↓
17	이니스프리	아모레퍼시픽	-	1.5%	↗
18	이노허브	이노허브	1.1%	1.5%	↗
19	SK-II	P&G	0.3%	1.1%	↗
20	웬코드	단즈	0.3%	1.1%	↗

자료: 산업 자료, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 음영 표시는 중국 브랜드

그림1 바이체링 과거 제품 패키지



자료: 百雀羚, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 바이체링 산성화(三生花) 브랜드 패키지



자료: 百雀羚, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 중국 색조 화장품 시장 브랜드별 점유율 추이

순위	브랜드명	회사	2010년	2017년	추이
1	메이블린	로레알그룹	20.9%	13%	↓
2	로레알파리	로레알그룹	10.5%	7.4%	↓
3	카슬란	카슬란	2.9%	5%	↗
4	디올	LVMH	3%	4.7%	↗
5	맥스팩터	코티	-	3.4%	↑
6	이니스프리	아모레퍼시픽	-	2.7%	↑
7	랑콤	로레알그룹	1.3%	2.6%	↗
8	샤넬	샤넬	1.7%	2.5%	↗
9	마리파이자	상하이	0.4%	2.5%	↗
10	칸스(KANS)	상하이상메이	-	2.4%	↑
11	YSL	로레알그룹	-	2.2%	↑
12	MAC	에스티로더	0.7%	2.2%	↗
13	메리케이	메리케이	2.8%	1.9%	↘
14	에스티로더	에스티로더	1.3%	1.8%	↗
15	라네즈	아모레퍼시픽	0.7%	1.7%	↗
16	란썬(Lansur)	IMC 그룹	0.9%	1.7%	↗
17	조르지오 아르마니	로레알그룹	0.2%	1.6%	↗
18	메이크업포에버	LVMH	0.5%	1.2%	↗
19	오프레스	시세이도	1.8%	1%	↘
20	한후	한후	-	1%	↗

자료: 산업 자료, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 음영 표시는 중국 브랜드

기존 중국 브랜드들은 대체로 노후된 브랜드 이미지를 가지고 있었다. 이에 따라 최근 브랜드 리빌딩을 위해 1)로고 및 패키지 변경, 2)신제품 개발 등에 힘을 쏟고 있다. 마찬가지로 신생 브랜드들은 1)과격적인 마케팅, 2)과감한 투자 등으로 시장을 공략하는 중이다. 이처럼 마스크팩, 기초 제품 등 단순한 포트폴리오 위주로 전개되던 중국 브랜드 업체들이 최근 체질 개선을 바탕으로 시장 점유율 확대를 가속화하고 있다.

그림3 마리따이자 리뉴얼 전 로고



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 마리따이자 리뉴얼 후 로고



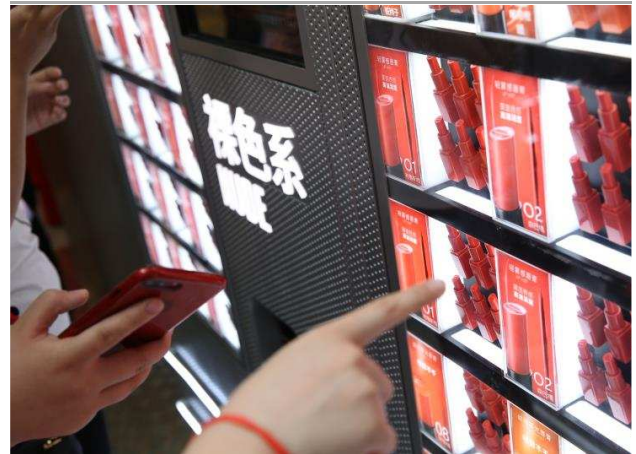
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 마리따이자 togo 매장



자료: 新浪, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 마리따이자 togo 매장 내 립스틱 자판기



자료: 新浪, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 마리따이자 세포라 매대

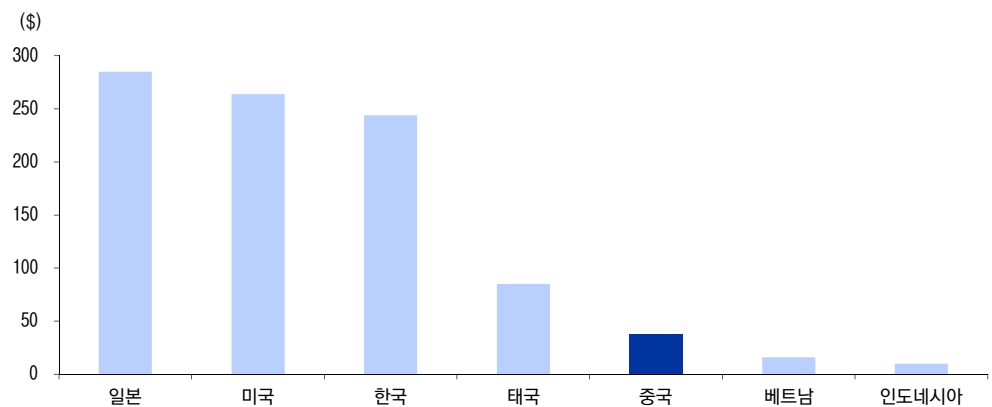


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

과연 그들은 완벽한 타인이 되어가고 있는가

THAAD 이슈 이후 감소한 중국인 관광객은 한국 화장품 업계 모든 채널에 영향을 줬다. 순수 관광객 면세점 매출이 둔화되었고, 주요 상권의 로드샵이 침체를 겪었으며, 이에 따라 원브랜드샵 업체가 회생절차에 들어가는 등 전반적인 부진을 불러일으켰다. 당사는 그동안 중국인 인바운드 관광객이 화장품 업종의 주가를 견인해 왔지만, 궁극적으로 가장 중요한 것은 중국 현지에서의 성장을 어떻게 이끌어내느냐에 있다고 판단한다. 중국 화장품 시장이 성장한다는 사실은 여전히 변하지 않았기 때문이다.

그림8 태국의 절반보다도 낮은 중국의 1인당 화장품 소비



자료: 산업 자료, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2017년 기준

한국 업체들이 THAAD 이슈에 따른 공백이 있었던 동안 로컬 브랜드들은 어떻게 변화했는지, 중국 소비자들의 구매패턴과 화장품 시장의 트렌드는 어떻게 진행되고 있는지 파악하는 것은 중요하다. 실제로 한국 업체들이 THAAD 이슈로 고전하는 동안 중국 로컬 브랜드들은 시장 점유율을 조금씩 높여왔으며, 글로벌 Peer 경쟁 업체들 또한 양호한 실적을 거뒀기 때문이다. 특히 중국 로컬 브랜드들의 변화는 가히 괄목할 만 해, 이에 대한 내용은 꾸준히 살펴볼 필요가 있다.

Part II

프로야(珀萊雅)는 이제 프로야

로컬 신흥 리더

2003년 항저우에서 설립된 중국 로컬 화장품 브랜드 프로야는 중저가 7개 브랜드를 바탕으로 성장 중입니다. 메인 브랜드 프로야는 2017년 중국 스킨케어 로컬 브랜드 중 5위, 시장점유율 1.9%을 기록했습니다. 2018년 상반기 영업수익(매출액)은 전년동기대비 24.9% 증가한 10.4억위안, 영업이익은 전년동기대비 68.9% 증가한 1.59억위안을 기록해 성장을 이어갔습니다. 오프라인 판매를 안정화함과 동시에 온라인 채널을 적극 확장하며 몸집을 키우고 있습니다.

동시에 프로야는 색조 제품들로 포트폴리오를 확대하고 있습니다. 과거 채널 확장 위주로 시장을 공략했던 중국 로컬 브랜드 업체들이 점차 브랜드 리빌딩과 타겟 마케팅으로 젊은 소비층의 소비를 이끌어내려는 움직임입니다. 또한 중국 내 로컬 화장품이 낮은 품질 때문에 고가 시장에 진입하지 못하고 있다는 시각이 확산되며 로컬 브랜드들의 연구 개발이 활발해지고 있습니다.

프로야(珀莱雅)는 이제 프로야

로컬 신흥 리더

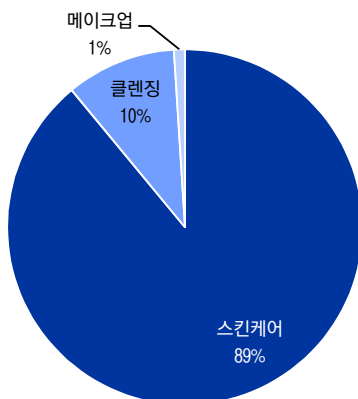
프로야는 2003년 항저우에서 설립된 중국 로컬 화장품 브랜드로, 2018년말 기준 珀莱雅(프로야), 优资莱(우즈라이), 韩雅(한야), 悠雅(요야), 猫语玫瑰(캣로지스), 悦芙媞(헵소드), 印彩巴哈(인스바하) 등 7개의 브랜드를 가지고 있다. 메인 브랜드인 프로야는 2017년 중국 스킨케어 로컬 브랜드 중 5위, 시장점유율 1.9%을 기록했다. 이는 2010년 0.8% 수준에서 1.1%p 상승한 수치다. 프로야의 브랜드는 모두 중저가 스킨케어 카테고리 위주로 전개하고 있는데, 2018년 반기보고서에 따르면 전사 매출액 중 스킨케어 비중은 89%고, 제품 가격은 대부분 30~200위안으로 대체로 중저가다.

표3 프로야 브랜드 포트폴리오

브랜드명	출시연도	브랜드 컨셉	특징
프로야 珀莱雅	2003	해양 심층수 컨셉의 스킨케어 브랜드	2~3선 도시 위주
우즈라이 优资莱	2009	차(茶) 컨셉 스킨케어 브랜드	3~4선 도시 위주, 원브랜드샵으로 전개 중
한야 韩雅	2009	고기능 스킨케어	3~4선 도시 위주, 모델 이다해
요야 悠雅	2009	내추럴 메이크업 브랜드	3~4선 도시 위주
캣로지스 猫语玫瑰	2012	10~20대 타겟 메이크업 브랜드	젊은 감성의 중저가 메이크업
헵소드 悦芙媞	2016	20~35세 젊은 소비자 타겟 브랜드	1~2선 도시 위주, 원브랜드샵 전개 중, 모델 이종석
인스바하 印彩巴哈	2018	쥬얼러우 타겟 스포츠 뷰티 색조 브랜드	2018년 신규 런칭한 색조 브랜드

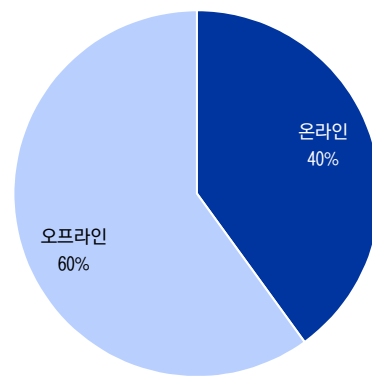
자료: 珀莱雅, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 2018년 상반기 기준 프로야 부문별 매출액 비중



자료: 珀莱雅, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 2018년 상반기 기준 프로야 채널별 매출액 비중



자료: 珀莱雅, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 프로야 주가 추이: 상장 이후 3.5배 상승

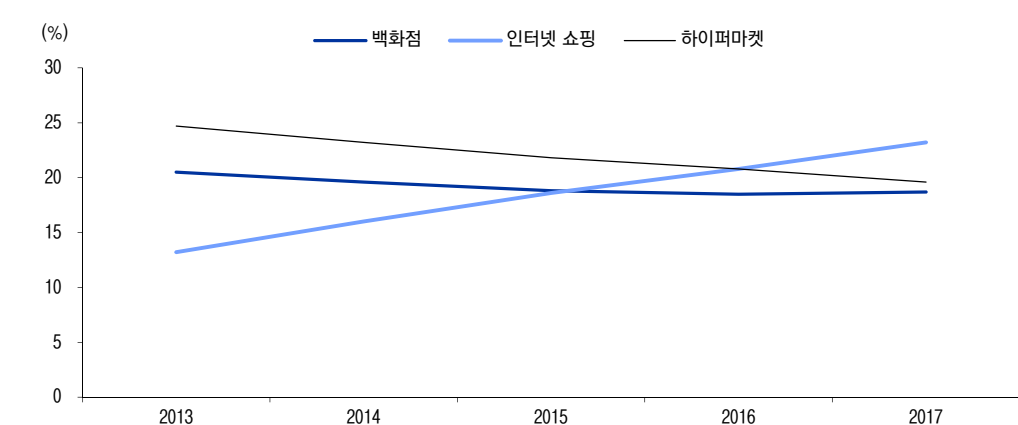


자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

온라인 주력

프로야 CEO 인터뷰에 따르면, 동사의 오프라인 고객은 주로 30세 이상이며 18~28세 고객들의 오프라인 매출액 비중은 20~30% 수준에 그치는 것으로 나타났다. 반면 온라인 매출은 오프라인과 완전히 상반된 고객층을 가지고 있어, 주력 소비 세대로 부상하고 있는 밀레니얼의 화장품 소비는 주로 온라인에서 이루어지고 있다. 실제로 중국 전체 화장품 시장 내 온라인 비중도 꾸준히 상승하고 있다. 2013년 13.2%였던 중국 화장품 온라인 판매 비중은 2017년 23.2%로 10%p 증가했다. 반면 백화점은 2013년 20.5%에서 18.7%로, 하이퍼마켓은 24.7%에서 19.6%까지 감소했다.

그림12 중국 화장품 인터넷 비중 지속 상승



자료: KOTRA, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 중국 화장품 유통채널별 판매 비중

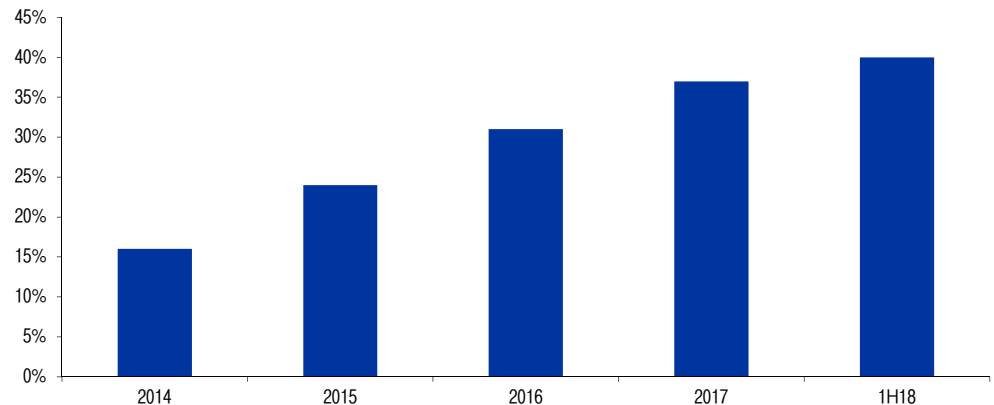
(단위: %)	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR
매장형	74.2	71.5	69.3	67.7	66.3	-2.8%
식료품 잡화점	35.9	33.4	31.3	29.6	27.7	-6.3%
편의점	1.5	1.5	1.5	1.4	1.5	0%
하이퍼마켓	24.7	23.2	21.8	20.8	19.6	-5.6%
슈퍼마켓	8.1	7.6	7.1	6.7	6.1	-6.8%
시장	1.6	1.2	0.9	0.8	0.6	-21.7%
비식료품 잡화점	17.8	18.5	19.1	19.5	19.8	2.7%
화장품 전문매장	8.9	9.2	9.5	9.8	9.9	2.7%
의약품 매장	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	-4.5%
드럭스토어	7.2	7.5	7.6	7.7	7.7	-1.7%
기타 전문매장	1.1	1.2	1.3	1.4	1.7	11.5%
백화점	20.5	19.6	18.8	18.5	18.7	-2.3%
비매장형	25.6	28.3	30.6	32.2	33.5	7.0%
직접판매	11.8	11.7	11.3	10.7	9.7	-4.8%
홈쇼핑	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0%
인터넷 쇼핑	13.2	16.0	18.6	20.8	23.2	15.1%
비유통 채널(헤어살롱 등)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0%

자료: KOTRA, 이베스트투자증권 리서치센터

2018년 프로야의 반기 보고서에 따르면 1H18 영업수익(매출액)은 전년동기대비 24.9% 증가한 10.4억위안, 영업이익은 전년동기대비 68.9% 증가한 1.59억위안을 기록했다. 2018년 상반기 탑라인의 성장은 오프라인 판매를 안정화함과 동시에 온라인 채널을 적극 확장한 것이 가장 주효했다. 프로야의 1H18 온라인 매출액은 전년동기대비 58.4% 성장해 큰 폭으로 증가했으며, 오프라인 매출액은 전년동기대비 9.6% 증가했다. 온라인 채널의 수익성이 오프라인 대비 우세해 전사 수익성에도 긍정적이었다(영업이익률 1H17 11.3% → 1H18 15.3%). 2018년 3분기 실적 또한 매출액은 YoY 36.6% 증가, 영업이익은 YoY 60.2% 증가해 이 추세를 이어갔다.

또한 동사는 2011년부터 자체 온라인 마케팅팀을 구성했고, 온라인 강화 목표에 따라 2017년부터 대대적으로 인력과 전략을 재정비했다. 더불어 샤오홍슈, 핀뉘뉘, 윈지 등 소셜 커머스에 집중해 온라인 확장을 위한 노력을 이어갔고, 이에 따라 프로야의 온라인 매출 비중은 2014년 16% 수준에서 2018년 상반기말 40%까지 상승했다. 이 외에도 2018년 11월 TZZ(缙芝)라는 웨이신 브랜드를 인수하는 등 온라인 저변을 넓히기 위한 작업을 지속하고 있다.

그림13 프로야 온라인 매출액 비중은 40%까지 상승



자료: 珀莱雅, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 TZZ 브랜드 웨이상 가격표

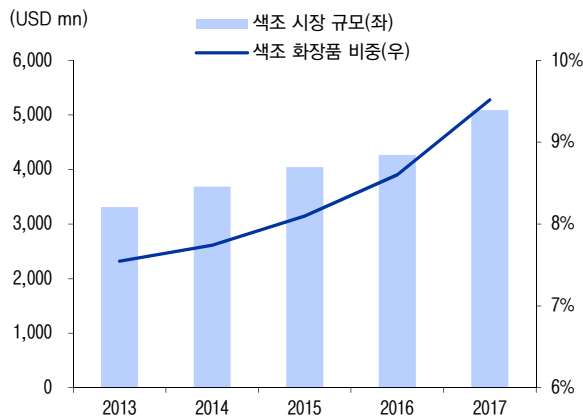
TZZ代理价格体系					
TZZ AGENT PRICING SYSTEM					
级别 产品	合伙人	金 牌	银 牌	特 约	零 售
混 批	105000	25500	5400	1000	/
气垫魔盒	70	85	108	148	188
安瓶精华	45	55	68	78	98
浓缩精华面膜	48	58	72	88	108
补货	40%	40%	40%	40%	/
推荐返利 平级推平级 首次返10% 补货返利3% (由受益者给予返利)					

자료: 珀莱雅, 이베스트투자증권 리서치센터

색조로 포트폴리오 확장

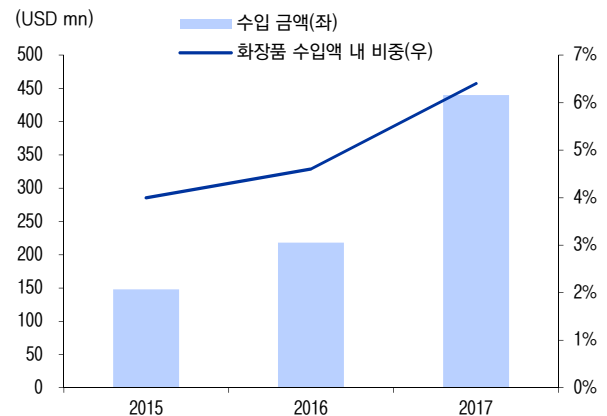
중국 색조 화장품 시장 규모는 2017년 기준 약 50억달러로 추산되며, 연평균 11%씩 꾸준히 성장 중이다. 최근 동영상 플랫폼의 확산으로 자연스럽게 많은 국가에서 색조 화장품 관련 콘텐츠 생산이 유도되고 있다. 뷰티 유튜버(Beauty YouTuber)나 왕홍(网红)들이 메이크업 동영상에서 브랜드를 소개하거나 직접 화장품 브랜드를 런칭하기도 해 인디 브랜드, 라이징 브랜드의 매우 활발해졌다.

그림15 중국 색조 화장품 시장 추이



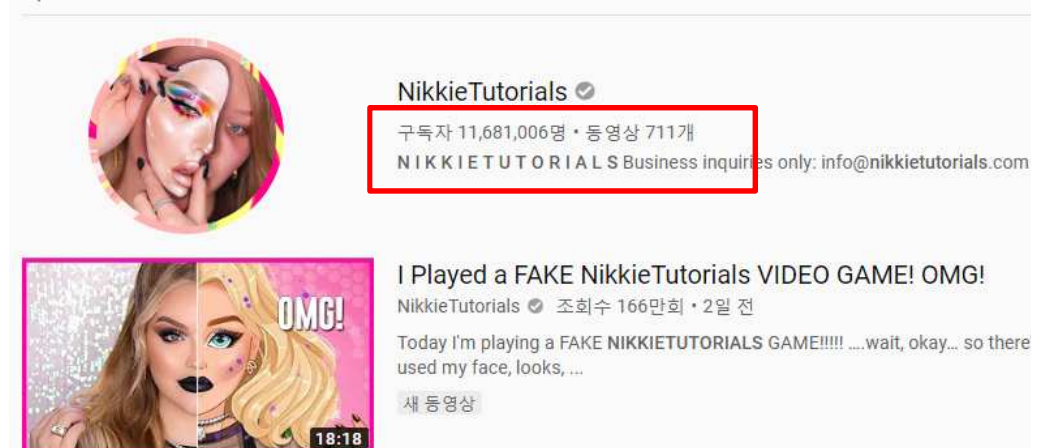
자료: 산업 자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 중국 립메이크업 수입액 2017년 YoY +101.3% 증가



자료: Global Trade Atlas, 이베스트투자증권 리서치센터

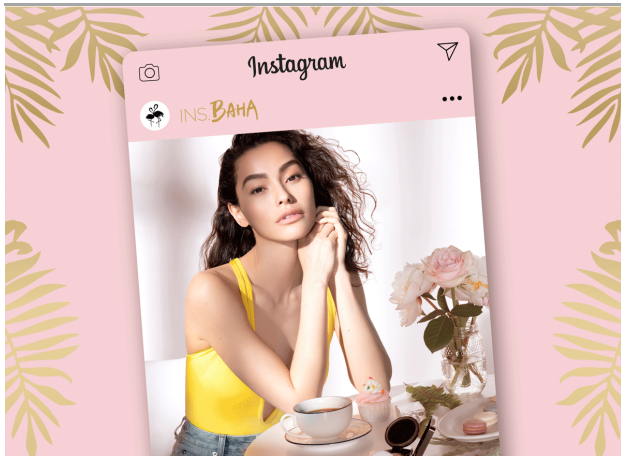
그림17 구독자 천만명 뷰티 유튜버 Nikkie Tutorials



자료: YouTube, 이베스트투자증권 리서치센터

중국 화장품 시장에서 색조가 급격히 성장하고 있는 만큼, 로컬 브랜드들의 색조 브랜드 확산도 이어지고 있다. 프로야 또한 2018년 4월 인스바하(印彩巴哈, INS.Baha) 라는 색조 브랜드를 런칭했다. 이 브랜드는 바하마, 핑크컬러, 플라멩고 등 튀는 색감과 이미지를 컨셉으로 잡고 프랑스·중국 혼혈 모델 아드리안 호를 대표 모델로 세워 광고 중이다. 과거 채널 확장 위주로 시장을 공략했던 중국 로컬 브랜드 업체들이 점차 브랜드 리빌딩과 타겟 마케팅으로 젊은 소비층의 소비를 이끌어내려는 움직임이다.

그림18 인스바하 아드리안 호 광고



자료: 珀莱雅, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 인스바하 립스틱 제품

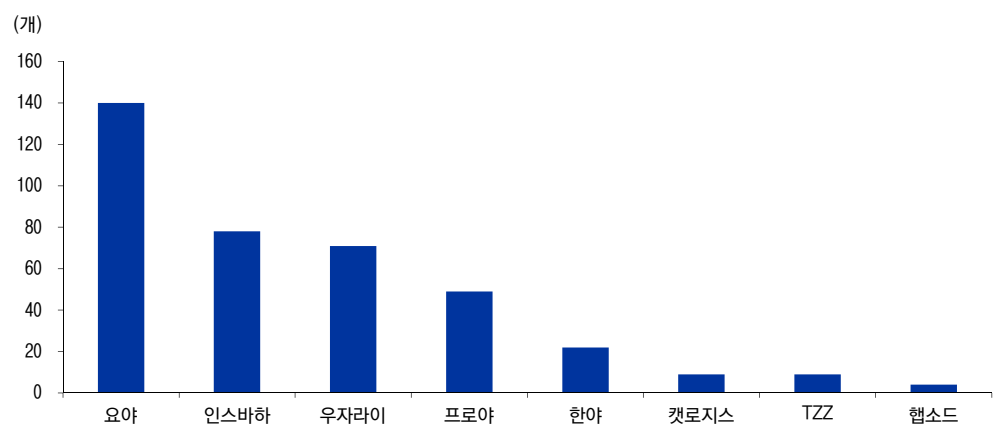


자료: 珀莱雅, 이베스트투자증권 리서치센터

연구 개발 가속화

중국 내 로컬 화장품이 낮은 품질 때문에 고가 시장에 때문에 진입하지 못하고 있다는 시각이 확산되며 로컬 브랜드들의 연구 개발이 활발해지고 있다. 최근 관세 인하로 인해 중국 내 수입 화장품이 과거 대비 가격 경쟁력을 갖게 되면서, 수입품 점유율 상승에 대한 경각심 촉구에 대한 내용이 중국 언론에 보도되고 있다. 실제로 상무부가 발간한 주요 소비자 수급실태 통계분석 보고서에 따르면, 가구당 월 소득이 2만위안 이상인 소비자는 모두 수입품을 구입했고 그 중 화장품 구입 비중은 36.1%로 1위였다. 또한 소비자의 70.2%는化妆품을 구입할 때 품질을 가장 중시한다고 답해 로컬 브랜드 업체들에게 품질 개선과 연구 개발은 더욱 더 중요해지고 있다.

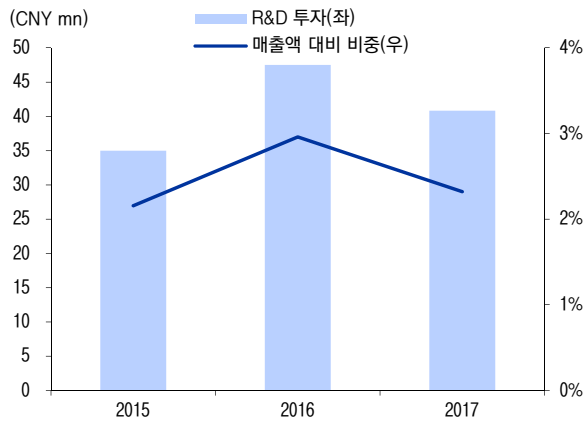
그림20 프로야 브랜드별 2018년 비안(备案) 등록 현황



자료: 化妆品备案网, 이베스트투자증권 리서치센터

프로야의 2016~2018년 매출액 대비 R&D 비중은 2~3% 대로 꾸준히 유지되고 있다. 중국 소비자들의 소득 수준 향상, 럭셔리 화장품 추구, 색조 및 외모에 대한 관심 증대에 발맞추어 가려는 모습이다. 중국 화장품 등록 비안 기준으로 볼 때 2014년부터 2018년까지 프로야가 등록한 화장품은 총 1,506개다. 누적 비중은 프로야 브랜드가 가장 높았으나 2018년에는 색조 브랜드의 등록이 증가했다. 요야 브랜드와 신규 런칭한 인스바하 비안이 2018년 각각 140개와 78개로 가장 많아, 색조 카테고리를 강화하려는 모습이 나타나고 있다.

그림21 프로야 R&D 투자 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 프로야 해양심층 앰플



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

프로야는 연구 개발을 바탕으로 매년 꾸준히 신제품을 출시하고 있으며, 2018년 히트 제품은 해양앰플이다. 2017년 티몰 글로벌에 따르면, 앰플 세럼 부문의 매출액이 전년 대비 27배로 급증해 최근 스킨케어 부문에서 성장하고 있는 카테고리다. 실제로 지난해 광군제 행사에서 코리아나 화장품의 앰플 매출이 전년대비 371% 증가하기도 했는데, 기존 강자 업체들이 주도권을 가져가는 스킨케어 시장에서 중소 브랜드들이 틈새를 노릴 수 있는 카테고리로 앰플 세럼이 부상하고 있다. 프로야도 이러한 추세에 맞춰 신제품을 출시했고, 향후에도 연구 개발을 통해 기민하게 움직이려는 전략이다.

Part III

상하이자화:

Made in China 럭셔리를 꿈꾸다

흑역사는 뒤로하고 환골탈태 중

상하이자화는 그동안 전통채널들의 성장 둔화와 브랜드 노후화, 외산 브랜드에 밀려 부진한 실적을 보여왔습니다. 2015~2016년 매출채권 회수에 어려움을 겪었으며 매출 및 영업이익이 전년대비 감소하는 등 부진을 이어갔습니다. 2017년부터 CEO 장동방이 취임하면서, 상하이자화는 새로운 경영방침을 세우고 회복을 위해 노력 중입니다. 1)연구 개발 강화, 2)브랜드 포지셔닝 강화, 3)소비자 중심의 품질 경영을 최우선으로 두고 총력을 다하고 있습니다.

상하이자화의 메인 브랜드 허보리스트는 최근 럭셔리 라인을 런칭하면서 브랜드 쇄신 작업을 하고 있습니다. 또한 2018년 하반기 이탈리아의 유명 ODM 회사와 함께 메이크업 제품들을 출시하기도 해 Made in China 럭셔리를 향해 노력 중입니다. 더불어 2018년 6월 상하이 칭푸구 칭푸산업단지에 6억개 Capa의 공장을 완공했습니다. 기존 중앙공장의 1.2억개 설비 대비 5배에 달하는 Capa입니다. 중국 로컬 업체들은 이처럼 자체 생산 능력을 증가시키고 있는데, 아직 중국 OEM 업체들의 품질 관리가 브랜드 업체들의 니즈를 충족시키지 못하는데에서 비롯한다고 판단합니다.

Made in China 럭셔리를 꿈꾸다

상하이자화, 흑역사는 뒤로하고 환골탈태 중

중국 로컬 화장품 업체 중 오랜 역사를 자랑하는 상하이자화는 2017년을 기점으로 브랜드 포트폴리오에 변화를 보였다. 1)화장품 전문점을 타겟으로 하는 젊은 브랜드, 더마 코스메틱 브랜드를 출시했고, 2)주요 브랜드의 고급화를 단행하는 한편, 3)영국 브랜드 토미티미를 인수해 기존 일본 Kao와의 기저귀 총판대리를 종료함에 따른 유아용품 매출 공백을 메우고 있다.

표5 상하이자화 브랜드 포트폴리오 요약

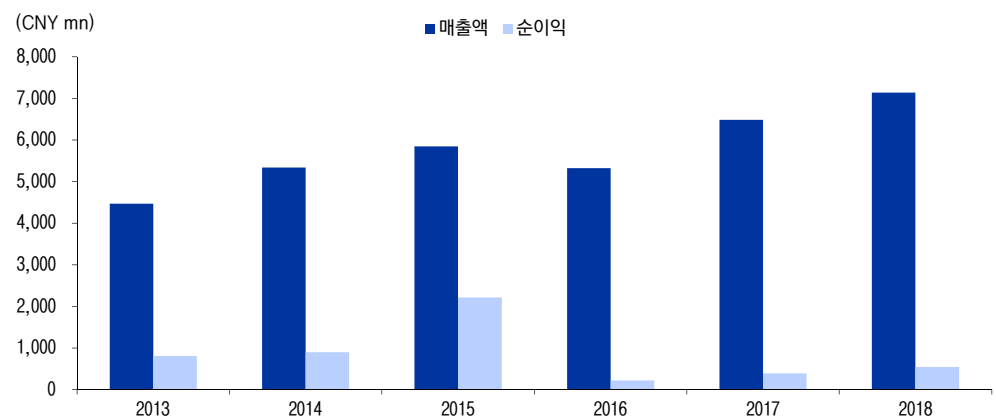
브랜드명	포지셔닝	타겟 소비자	주요 유통 채널	특징	
허보리스트 (바이차오지)		중고가	고소득 여성	백화점, 브랜드 매장, SEPHORA, 온라인	상하이자화의 주력 브랜드로 최근 럭셔리 라인을 런칭하며 고급화에 힘쓰고 있음
류션		중저가	전 연령	대형마트, 온라인	상하이자화의 안정적 매출을 이끄는 브랜드. 대표 상품 모기퇴치수 독보적인 1위. 108개 SKU 보유
VIVE (쌍메이)		고가	고소득 여성	백화점, 화장품 전문점, 온라인	상하이자화의 시초인 브랜드 쌍메이를 2010년 리브랜딩. 고급 스킨케어, 메이크업, 향수 등
닥터유 (위저)		중고가	민감성 피부	더마코스메틱 채널	병원 채널을 타겟하는 더마 코스메틱 브랜드
토미티피		프리미엄	유아	대형마트, 온라인, 유아용품점	2017년 상하이자화가 인수한 영국 프리미엄 브랜드. 수유기, 유아용 컵, 식기, 젖병, 고무 젖꼭지 등의 제품
GF (가오푸)		중고가	남성	대형마트, H&B스토어, 온라인	1992년에 출시된 남성용 브랜드. 18개 카테고리, 140여 종의 스킨케어, 클렌징, 바디워시 등의 제품 보유
MAXAM (메이자징)		중저가	전 연령	슈퍼마켓, 온라인	상하이자화의 대표 브랜드 중 하나로, 핸드크림이 대표제품. 립밤, 바디클렌저 등 슈퍼마켓 채널 위주의 바디케어 브랜드
Home Aegis (자안)		중저가	전 연령	대형마트, 온라인	가정용품 브랜드 세탁용 세제, 주방 세척제, 화장실 세척제
Giving (치추)		중고가	3세 이하 유아	대형마트, 유아용품점, 온라인	2013년 8월 출시된 고급 유아용품 브랜드 피부용품, 우유, 시리얼 등
Fresh Herb (일화일목)		중가	2000년대생	H&B 스토어, 온라인	화장품 전문점 채널 타겟 브랜드 허브를 이용한 제품 컨셉

자료: 上海家化, 이베스트투자증권 리서치센터

상하이자화는 그동안 전통채널들의 성장 둔화와 브랜드 노후화, 외산 브랜드에 밀려 부진한 실적을 보여왔었다. 특히 2015년 상하이자화의 매출액은 9.6% 증가한 반면 매출채권은 40.8%나 급증하기도 했는데, 대리상을 통해 백화점에 출점되었던 허보리스트(佰草集, 바이차오지) 브랜드 관련 매출채권 등이 대부분이었다. 당시 백화점들이 폐점을 앞두고 있는 상황에서 6개월 넘게 회수가 되지 않았고, 2016년에도 매출 및 영업이익이 전년대비 감소하는 등 실적 부진을 이어갔다.

2017년 새로운 CEO가 취임하면서 상하이자화의 실적 개선 노력은 꾸준히 이어졌고, 2018년 연간 매출액은 전년대비 10.0% 증가한 71.4억위안, 영업이익은 전년대비 34.0% 증가한 6.5억위안을 기록했다. 2018년 연간 영업이익률도 전년대비 1.6%p 개선된 9.1%를 기록했다.

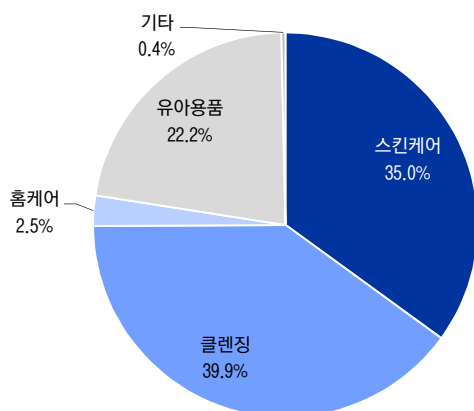
그림23 상하이자화 연간 실적 추이



자료: 上海家化, 이베스트투자증권 리서치센터

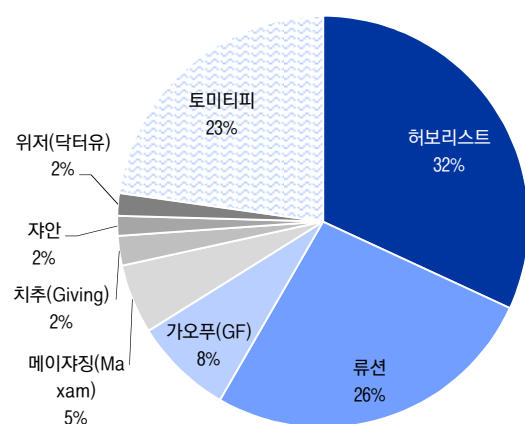
주: 2015년 순이익 급증은 티엔장제약 지분 23.84% 매각처분이익 17.9억위안 발생에 따른 것

그림24 상하이자화 카테고리별 매출액 비중



자료: 上海家化, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 상하이자화 브랜드별 매출액 비중



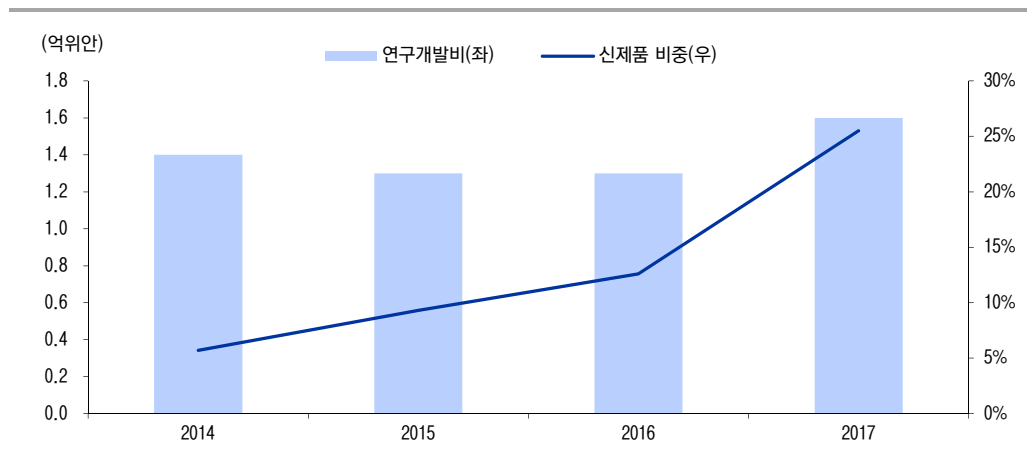
자료: 上海家化, 이베스트투자증권 리서치센터

Made in China 럭셔리를 향해

2017년부터 CEO 장동방이 취임하면서, 상하이자화는 새로운 경영방침을 세우고 회복을 위해 노력해 왔다. 주 내용은 1)연구 개발 강화, 2)브랜드 포지셔닝 강화, 3)소비자 중심의 품질 경영이었다. 실제로 2017년 8월 당사가 상하이자화와 진행했던 컨퍼런스 콜에서, 회사는 과거 채널 위주의 전략에서 브랜드 위주의 전략으로 구조를 바꿨다 밝히며 메인 브랜드는 허보리스트와 류션이 될 것이라고 언급한 바 있다. 그 이후 허보리스트 브랜드에서 프리스티지 라인들이 런칭됐고, 2018년 상반기 300개의 신제품이 개발됐다.

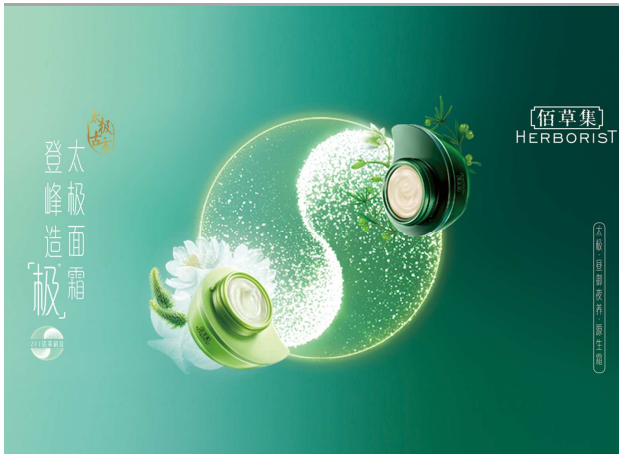
이와 관련 상하이자화의 연구개발비는 매출 대비 2~3% 수준을 꾸준히 유지하고 있으며, 2017년에는 전년대비 27.7% 증가한 1.6억위안을 R&D에 사용했다. 연구개발인력은 177명 수준이다. 연구 개발 중 신제품에 배정되는 비중도 급격히 상승했다. 2014년 5.7%에 불과했던 신제품 비중은 2017년 25.5%까지 증가했다. 브랜드별로는 주로 허보리스트, 류션, 프레쉬허브 등에서 신제품이 출시되었다. 또한 동사는 품질 제고 뿐만 아니라, 대명사급 히트 제품을 만들기 위해 주력하고 있다. 더불어 동사의 효자 상품인 류션의 화로수는 젊은 세대들에게 어필하기 위해 새로운 모델을 기용하는 등 90년대생 소비자를 대상으로 신제품을 내놓고 있다.

그림26 상하이자화 연구개발비 및 신제품 배정 비중 추이



자료: 上海家化, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 허보리스트 프리스티지 라인: 태극양미 시리즈



자료: 上海家化, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 허보리스트 프리스티지 라인: 오행 시리즈



자료: 上海家化, 이베스트투자증권 리서치센터

통상 중국 화장품 시장 내 200위안 이하 가격의 화장품은 대중 브랜드, 200~400위안 미만은 중고급 브랜드, 400위안 이상은 프리미엄 브랜드에 속한다. 400위안 이상 구간에는 상하이자화의 허보리스트(佰草集, 바이차오지) 브랜드가 제품을 많이 내놓고 있어 눈에 띈다. 허보리스트 브랜드의 매출액 비중은 전사 매출의 30% 수준으로, 상하이자화의 핵심 브랜드다.

그림29 허보리스트 리페어 세럼 30ml: 680 위안



자료: 佰草集, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 에스티로더 나이트 리페어 세럼 30ml: 590 위안



자료: 天猫, 이베스트투자증권 리서치센터

과거 허보리스트 브랜드는 아모레퍼시픽의 라네즈와 비슷한 시장을 타겟하는 브랜드였으나, 최근에는 럭셔리 라인을 런칭하면서 브랜드 쇄신 작업을 하고 있다. 동사는 지속적으로 프리미엄급으로 업그레이드 하고 있으며, 400위안 이상의 핵심 가격대 제품 라인 비중을 높이겠다는 움직임이다. 상하이자화가 내놓은 오행 시리즈의 리페어 세럼은 30ml에 680위안으로, 에스티로더의 갈색병 에센스가 30ml에 590위안임을 감안하면 매우 높은 가격이다.

또한 상하이자화는 2018년 하반기 이탈리아의 유명 ODM 회사와 함께 메이크업 제품들을 출시했다. 허보리스트 브랜드 색조 제품들이며, 2018년 7월 티몰에서 판매를 시작했다. 쿠션 388위안, 립스틱 288위안(5가지 색상), 립글로스 288위안(5가지 색상)으로 판매 중이다(정가 기준). 중국 내 색조 카테고리에서 최상위권 브랜드인 디올의 대표 제품 립스틱이 320위안임을 감안하면 상하이자화의 신규 메이크업 제품들은 다소 높게 가격이 책정되었음을 알 수 있다. 한편 디올 립스틱의 색상은 38가지에 달하는 반면 상하이자화의 색조 제품은 5가지 색상에 불과해 향후 SKU 확장이 이어질 것이라는 점을 시사한다.

그림31 허보리스트 립스틱: 288 위안



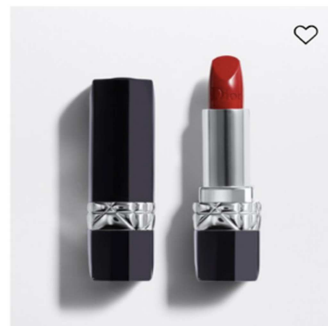
悦·溢彩唇膏-朱

采用古籍“点唇方”蝴蝶兰之活络润色，唇。

优雅而光滑柔软的使用效果，具有良好感，形成一种柔和润肤感和舒适薄膜。

¥ 288.00 / 2.8g

그림32 디올 하이 프로파일 컬러 립스틱: 320 위안



#Best Seller
Dior迪奥烈艳蓝金唇膏
高订色泽 - 缎光或哑光妆效
- 舒悦持色
38种颜色
¥ 320.00

자료: 佰草集, 이베스트투자증권 리서치센터

자료: 天猫, 이베스트투자증권 리서치센터

6억개 Capa 신공장 가동 시작

상하이자화는 중앙공장, 해남공장, 동관공장 및 해외의 모로코 공장, 영국 공장 등 총5개의 공장을 보유하고 있다. 이 중 중앙공장에서는 허보리스트, 가오푸, 기빙, 왕메이, 닥터유, Maxam 등의 브랜드가 생산되고, 해남공장은 류션 브랜드 생산이 대부분이다. 한편 영국 공장과 모로코 공장은 동사가 인수한 영국 유아용품 브랜드 토미티피를 생산하는 공장이다. 상하이자화는 일본 Kao와의 유아용품 총판 라이선스가 2016년 12월 31일자로 종료된 후 영국 브랜드 토미티피를 인수했다.

동사는 2018년 6월 상하이 칭푸구 칭푸산업단지에 공장을 완공하면서 구공장 설비를 이전했고, 순차적으로 가동을 시작했다. 칭푸 공장의 생산 능력은 연간 6억개로, 기존 중앙공장의 1.2억개 설비 대비 5배에 달한다. 공장 전체가 해외 전문가에 의해 설계되었으며, 크림 생산 설비와 하수 처리장 등이 먼저 가동에 들어갔다. 중국 로컬 업체들은 이처럼 자체 생산 능력을 증가시키고 있는데, 아직 중국 OEM 업체들의 품질 관리가 브랜드 업체들의 니즈를 충족시키지 못하는데에서 비롯한다고 판단한다.

표6 상하이자화 생산설비 및 Capa 현황

공장	Capa	가동률
중앙공장(설비 이전 중)	1.2억개/연간	청푸공장으로 이전, 과거 80%
해남공장	6,500만개/연간	75%
청푸신공장	6억개	40%(2018년 중순 가동 시작)
동관공장	3,000만개(다품류)	93%
영국공장	기저귀 플라스틱 필름(1,400만건)/기저귀 처리통(80만건)	78%
모로코공장	1,300만개(젓병)	65%

자료: 上海家化, 이베스트투자증권 리서치센터

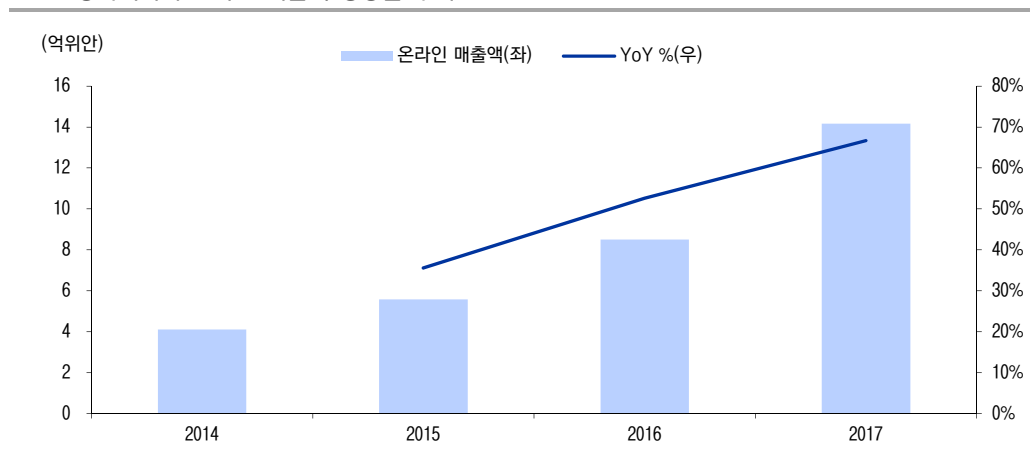
주: 2018년 연간 기준

온라인과 전문점이 유통의 미래

기존 백화점과 마트가 상하이자화의 주요 채널이었다면, 브랜드 위주의 전략을 펼치면서부터 온라인과 전문점을 집중 유통 채널로 삼고 확장하고 있다. 상하이자화도 프로야와 마찬가지로 온라인 채널 강화에 힘을 쏟고 있는데, 온라인 채널의 매출 증가 속도가 매우 빠르기 때문이다. 2017년 상하이자화의 온라인 부문 매출 성장률은 50% 수준에 달했는데, 오프라인 채널 매출 성장률은 1.13%에 불과했다.

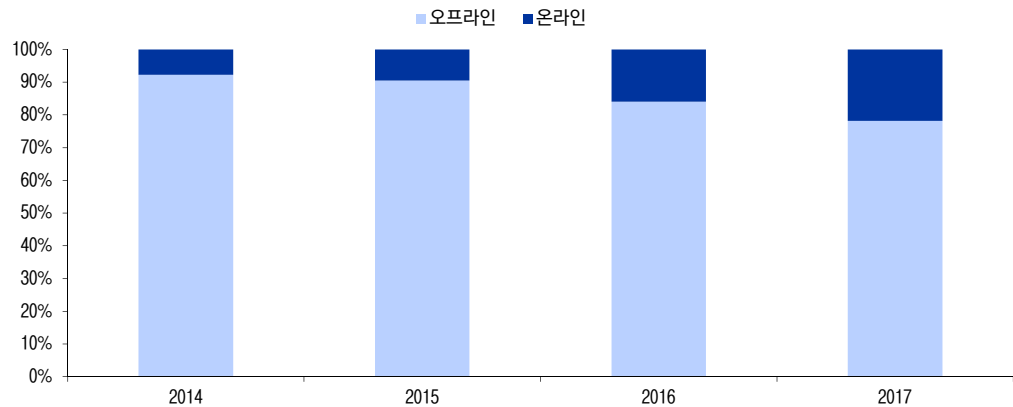
마찬가지로 2014년 7%에 불과했던 온라인 매출 비중은 2017년 20%대로 올라섰다. 향후 목표는 온라인과 오프라인 비중을 각각 50%씩 가져가는 것이다. 또한 오프라인 매장을 늘리기보다는 현재 운영하고 있는 매장을 최적화 하는데에 집중할 것이라는 입장이었다. 온라인은 티몰, 징둥 등에서는 직영 모델로 전환해 플랫폼 통제력을 높이고 소비자 데이터를 보다 직접적으로 수집하려고 한다.

그림33 상하이자화 온라인 매출액 성장률 추이



자료: 上海家化, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 상하이자화 온/오프라인 매출 비중 추이



자료: 上海家化, 이베스트투자증권 리서치센터

중국 소비자 수요가 점차 세분화하고 젊은 세대들의 화장품 소비 증가로 전문점 매출액 또한 성장하고 있다. 이에 상하이자화도 프레쉬허브 등 저가 브랜드는 왓슨스를 중심으로 한 드럭스토어 및 화장품 전문점을 공략하려는 계획이다. 프레쉬허브는 2018년 일본 후지필름과 공동개발한 신제품을 내왔고, 이 제품은 일본에서 제조 생산한 후 중국으로 수입되어 판매 중이다. 2017년 말 기준 동사는 11,700개의 화장품 전문점에 입점해 있으며, 꾸준히 출점을 늘려나갈 계획이다.

Part IV

에스티로더: Luxury never stops

럭셔리 미래: 중국에 대한 우려 해소

에스티로더는 2Q19FA(2018년 10~12월) 호실적을 기록했습니다. 중국 내 프리스티지 부문이 성장이 동사가 시장 점유율을 늘려가고 있는 주된 요인입니다. 프리스티지 부문이라 강조했습니다. 국가별 프리스티지 브랜드 침투율을 비교해 봤을 때 중국은 여전히 성장 가능성이 높습니다. 미국의 프리스티지 침투율은 40%, 선진 아시아 국가 평균은 47%인데 반해 중국은 아직 26% 수준이기 때문입니다.

또한 에스티로더는 향후 주력할 유통채널로 면세점과 온라인을 꼽았습니다. 온라인은 성장률도 거세지만, 수익성 측면에서도 유리하기 때문에 이 채널에 꾸준히 집중할 것으로 판단합니다. 더불어 2019~2020년에 중국에서만 20개가 넘는 면세점의 출점 계획이 있어 이를 확장 기회로 삼을 전망입니다.

Luxury never stops

에스티로더, 호실적 기록

에스티로더의 2Q19FA(2018년 10~12월) 매출액은 전년동기대비 7% 증가한 40억달러, 영업이익은 전년동기대비 8.6% 증가한 7.7억달러를 기록해 호실적을 보였다. 실적 발표일 당일 주가가 11% 상승했으며, 2019년 YTD 수익률도 19.4%에 달한다. 카테고리별로 보면 스킨케어 부문 매출액이 YoY 16% 성장했으며 라메르(La Mer)와 같은 초고가 브랜드가 두자릿수 성장함에 따라 스킨케어 부문 영업이익이 전년동기대비 25% 증가한 5.65억달러를 기록했다.

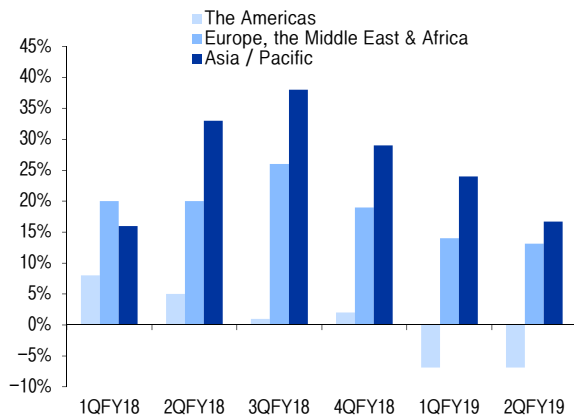
그림35 에스티로더 주가 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

지역별로는 미주 YoY 7% 감소(ASC 회계기준 도입 효과 제외 시 3% 감소), 유럽 YoY 13% 증가, 아시아 YoY 17% 증가 등 중국, 홍콩, 일본 시장의 고성장이 이어졌다. 미주 지역 매출 감소는 신회계기준 도입에 대한 부분도 있었으나 백화점 체인인 본톤(Bon-ton)의 파산으로 주요 매장이 한시적으로 닫거나 철수함에 따른 영향이 있었다. 본톤은 미국 내 24개주에 260개 매장을 운영 중이었다.

그림36 에스티로더 지역별 매출액 성장률 추이



자료: Estee Lauder, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 본톤 백화점 : 파산 신청 후 매장 철수 중



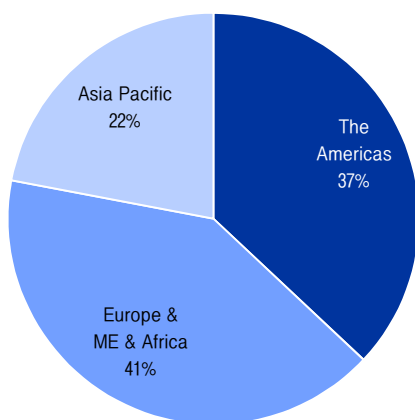
자료: Bonton, 이베스트투자증권 리서치센터

럭셔리 미래: 중국에 대한 우려 해소

에스티로더는 2Q19FA 실적 컨퍼런스 콜에서 중국 내 프리스티지 부문이 성장을 이끌었다 밝히며, 동사가 시장 점유율을 늘려가고 있는 주된 요인이 프리스티지 부문이라 강조했다. 중국 경기 둔화에 대한 우려가 있었으나, 에스티로더 분석 결과 전체 경기와는 크게 상관이 없었다 밝혔다. 밀레니얼 세대 위주로 소비가 증가하고 있으며, 중산층에서 트레이딩 업도 지속되고 있다고 보여진다.

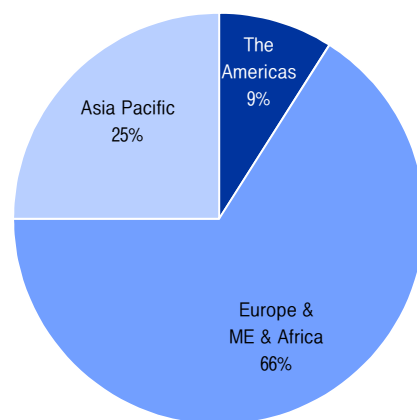
티몰에서도 메이크업 브랜드들의 성과가 좋았다. 특히 동사가 효율이 나지 않는다고 판단해 아직 매장을 출점하지 않은 도시에서는 온라인으로 매출이 발생하고 있어 이를 통해 해당 수요를 커버하고 있다. 2018FA 기준으로 에스티로더의 중국 매출액은 10억불을 돌파했으며, 이에 따라 동사의 진출 지역 중 중국은 두번째로 큰 시장으로 올라섰다.

그림38 에스티로더 지역별 매출액 비중



자료: Estee Lauder, 이베스트투자증권 리서치센터
주: FA2018 기준

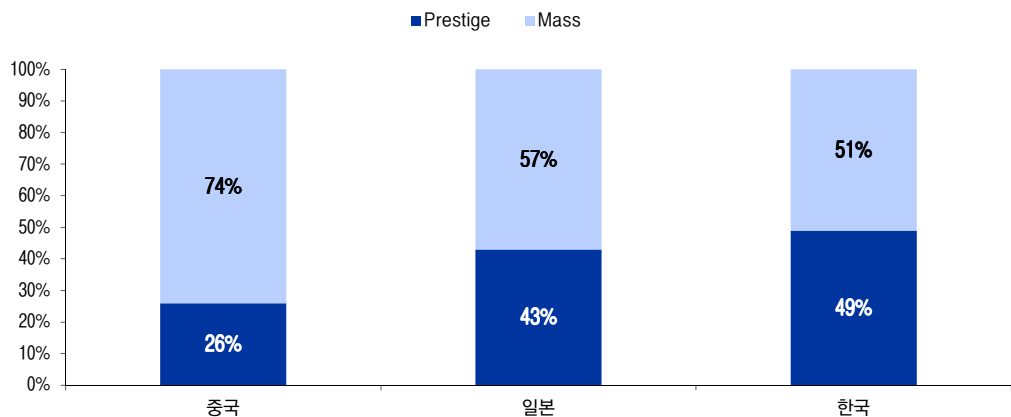
그림39 에스티로더 지역별 영업이익 비중



자료: Estee Lauder, 이베스트투자증권 리서치센터
주: FA2018 기준

국가별 프리스티지 브랜드 침투율을 비교해 봤을 때 중국은 여전히 성장 가능성이 높다. 미국의 프리스티지 침투율은 40%, 선진 아시아 국가 평균은 47%인데 반해 중국은 아직 26% 수준이기 때문이다. 더불어 15~65세 사이의 중국 프리스티지 소비자가 평균 소비 금액이 연간 23달러인데 반해 한국은 276달러, 미국은 255달러인 것으로 나타났다. 20년 전에 한국이 프리스티지 화장품 시장에서 신흥 소비 국가였기 때문에, 한국의 소비 수준까지 중국이 쫓아온다면 중국 내 럭셔리 화장품 시장의 성장은 꾸준히 이어질 수 있을 것으로 전망한다.

그림40 국가별 프리스티지 브랜드 침투율(2017년 기준)



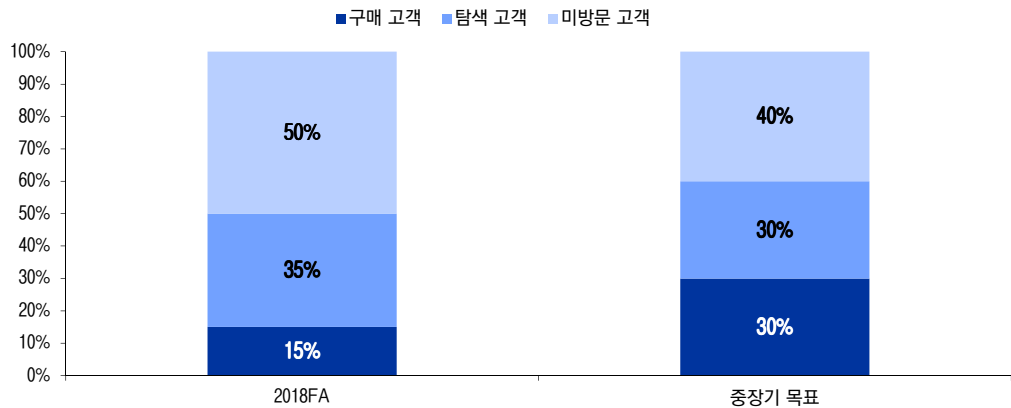
자료: Estee Lauder, 이베스트투자증권 리서치센터

온라인과 면세점에 집중할 전망

에스티로더는 2019년 3월 6일 개최된 Investor Day 행사에서, 향후 주력할 유통채널로 면세점과 온라인을 꼽았다. 중국 매출 중 온라인 비중은 30% 수준인데, 이는 9개 브랜드로만 구성된 매출액이다. 에스티로더는 30개의 브랜드를 바탕으로 지속적으로 매출 저변을 넓혀가고 있기 때문에, 향후 온라인 매출액은 꾸준히 두자릿수 성장을 추정하고 있다. 온라인에 집중하고 있는 만큼, 마케팅 비용 중 소셜 플랫폼이나 디지털 플랫폼 등 온라인에 투입되는 비중이 5년 전 22%에서 최근 75%까지 늘었다. 온라인은 성장률도 거세지만, 수익성 측면에서도 유리하기 때문에 이 채널에 꾸준히 집중할 것으로 판단한다.

또한 에스티로더는 면세채널에 대해서도 강조했는데, 실제로 동사의 유통 채널별 매출액 비중 중 면세점은 꾸준히 상승하고 있다. FA2016년에 12% 수준이었던 면세점 채널은 18%까지 올라섰다. 특히 2019~2020년에 중국에서만 20개가 넘는 면세점의 출점 계획이 있어 이를 확장 기회로 삼을 전망이다. 여행 시장 컨설팅 업체 mInd-set의 자료에 따르면, 프리스티지 브랜드 구매자의 59%가 면세점에서 첫 구매를(최초 구매) 하는 것으로 나타났다. 더불어 [그림41]에 나타나듯 통상 공항 여행객의 15% 수준이 실제 구매로 이어지는 고객들이고, 에스티로더의 중장기 목표는 이 구매 전환율을 30%까지 상승시켜 성장을 도모하는 것이다.

그림41 면세점 화장품 소비자 구성



자료: Air4Cast, m1nd-set, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 에스티로더 유통 채널별 매출액 비중 추이

	FA2016	FA2017	FA2018
International Department Stores	22%	18%	24%
North America Department Stores	24%	24%	15%
Travel Retail	12%	14%	18%
Freestanding Retail Stores	11%	11%	10%
Specialty-Multi	8%	11%	12%
Brand.com	6%	7%	5%
Perfumeries	5%	5%	5%
Other	12%	10%	11%

자료: Estee Lauder, 이베스트투자증권 리서치센터

포트폴리오 확장 지속

화장품 브랜드 선택은 통상 1)경험(trial)과 2)재구매에 기반한다. 새로운 브랜드를 경험해 본 후 구매하게 되거나, 기존에 알고 있거나 쓰던 브랜드를 재구매 하는 경우가 있어서다. 이 때 재구매는 결국 상품 품질과 효능, 브랜드 충성도에 따라 이루어지고 있는데, 1946년에 첫 선을 보인 에스티로더 브랜드는 이러한 역사와 고객 충성도 측면에서 견고하다.

다만 신규 브랜드를 경험하게 만드는 데에는 과거 대비 경쟁이 치열해지고 있다. 최근 미국 및 여러 국가에서 전통 유통채널을 거치는 단계를 생략하고 소비자에게 직접 판매 되는 작은 브랜드들이 증가하고 있다. ODM 업체들의 영역이 확대되면서 이러한 브랜드들의 성장이 나타났고, 브랜드 수가 증가하다 보니 소비자들로 하여금 새로운 제품을 경험(trial)하게 만드는 비용이 과거 대비 늘어나고 있다.

이러한 측면에서 에스티로더는 디지털 마케팅을 통해 성공한 새로운 브랜드들을 인수하면서 영역을 넓혀가고 있다. 동사가 2016년 인수한 Too faced가 대표적으로, 2019년 연간 매출액은 에스티로더의 기존 브랜드들에 못지않은 수준이 예상된다.

그림42 인수한 브랜드 Too Faced의 매출액은 기존 브랜드 못지않아

\$1bn+	ESTÉE LAUDER	MAC	CLINIQUE	LA MER.
\$500mn ~ \$1bn	JO MALONE LONDON	TOM FORD BEAUTY	AVEDA.	BOBBI BROWN
\$100mn ~ \$500mn	<i>Too Faced</i>	smashbox		
<\$100mn	GLAMGLOW®	LE LABO®		

자료: Estee Lauder, 이베스트투자증권 리서치센터

Part V

시세이도: Capa 가 모자랍니다

2019년 중국 마케팅 드라이브 계획

시세이도는 2018년 4분기 글로벌 피어들과 마찬가지로, 중국에서 프리스티지 브랜드 위주로 강한 성장을 보였습니다. 중국 지역의 영업이익률 또한 2017년 연간 7.8% 수준에서 2018년 5%p 개선된 12.8%를 기록해 전 부문 중 가장 강한 수익성 상승이 나타났습니다. 이에 2019년 전사 마케팅 비용은 전년대비 13% 증가한 360억엔이 예상되는데, 주로 중국에 집중될 전망입니다.

시세이도는 그동안 일본 내수 매출액의 감소로 2004년 6개였던 공장을 2005년 5개, 2006년 4개, 2015년 3개로 줄여 운영 중이었습니다. 2015년 이후부터 중국 인 인바운드 매출액 등으로 급증한 수요 증대로 인해 시세이도는 생산 캐파가 부족한 상황이고, 이에 올해부터는 Capa 증설 계획이 꾸준히 예정돼 있습니다. 2019년은 외주 생산을 늘릴 계획이기 때문에 매출총이익률의 개선은 없을 것으로 추정합니다.

시세이도(Shiseido)

시세이도, 중국 부문 강한 성장 확인

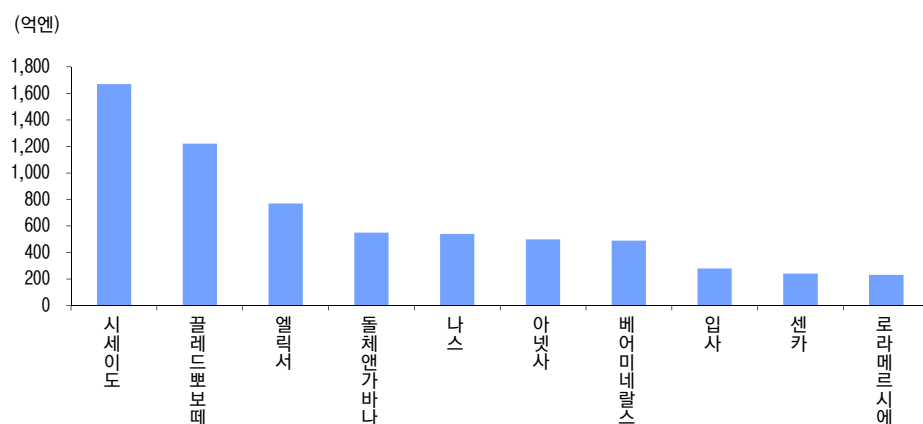
시세이도의 4Q18 매출액은 전년동기대비 6.5% 증가한 2,891억엔, 영업이익은 전년동기대비 29.1% 감소한 69억엔을 기록했다. 지역별 매출액 성장률은 중국 YoY 33%, 아시아 YoY 13%, EMEA YoY 9.9%, 면세 YoY 27%, 일본 YoY 7.9%, 미주 YoY -1% 순으로 나타났다. 글로벌 피어들과 마찬가지로, 중국에서 프리스티지 브랜드 위주로 강한 성장을 보였다. 중국 지역의 영업이익률 또한 2017년 연간 7.8% 수준에서 2018년 5%p 개선된 12.8%를 기록해 전 부문 중 가장 강한 수익성 상승이 나타났다.

표8 2018년 시세이도 연간 실적

(단위: 십억엔)	Net Sales			Operating Income			OPM	
	2018	2017	YoY %	2018	2017	YoY %	2018	2017
일본	455	417	9.0%	91	78	16.9%	20.1%	18.7%
중국	191	144	32.2%	25	11	116.8%	12.8%	7.8%
아시아	68	60	13.9%	8	7	8.3%	11.5%	12.0%
미주	132	134	-1.8%	-15	-12	25.4%	-11.2%	-8.8%
EMEA	113	109	4.3%	-8	-6	37.9%	-7.1%	-5.3%
면세	88	65	34.8%	17.6	15.0	17.3%	20.1%	23.1%
Total	1,095	1,005	8.9%	108	80	34.8%	9.9%	8.0%

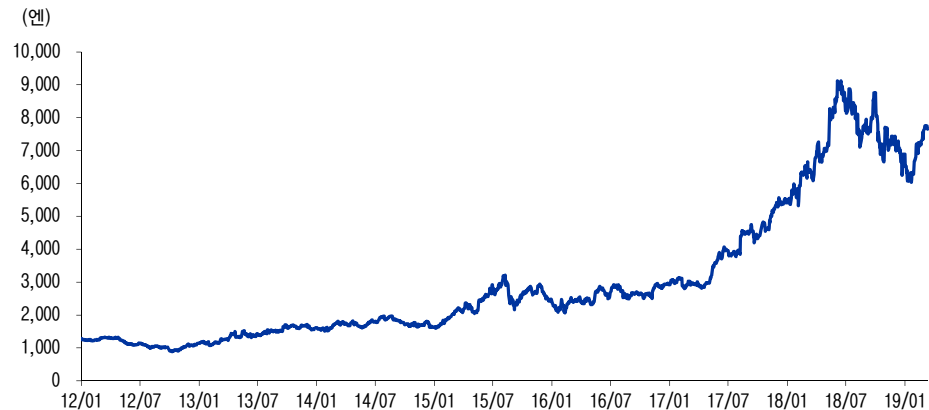
자료: Shiseido, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 2018년 시세이도 주요 브랜드별 매출액



자료: Shiseido, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 시세이도 주가 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

2019년 중국 마케팅 드라이브 계획

시세이도는 2019년 실적 가이드선으로 매출액 성장 YoY 9%, 영업이익 성장 YoY 10.8%를 제시했다. 특히 2019년 중국 매출액은 전년대비 20% 매출 성장이 목표다. 4Q18 실적 컨퍼런스 콜에 따르면, 2019년 전사 마케팅 비용은 전년대비 13% 증가한 360억 엔이 예상되는데, 이는 주로 중국에 집중될 전망이다.

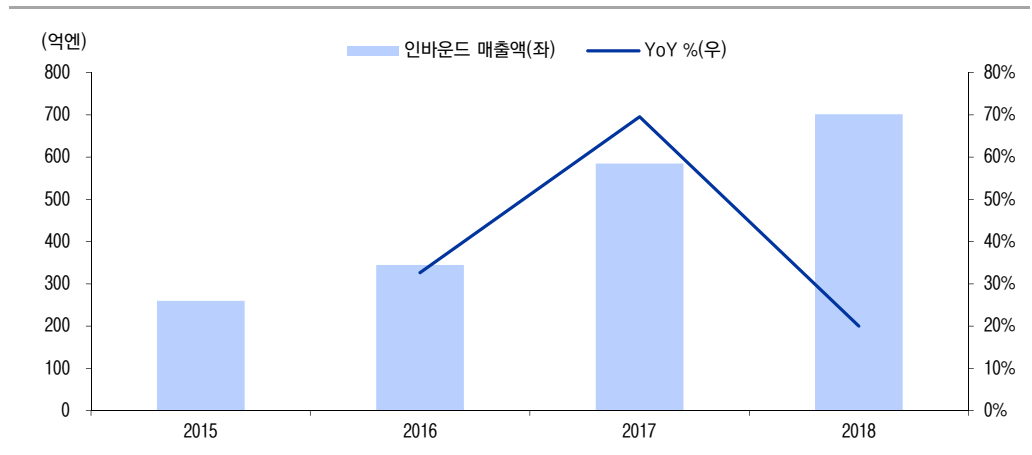
표9 시세이도 2018년 중국 부문 실적

(단위: 억엔)	2018	2017	YoY %
중국 매출액	1,909	1,442	32.4%
프리스티지	836	553	51.2%
코스메틱스	704	598	17.7%
퍼스널 케어	349	281	24.2%
기타	20	10	100.0%
영업이익	245	113	116.8%
영업이익률	12.8%	7.8%	5%p

자료: Shiseido, 이베스트투자증권 리서치센터

컨퍼런스 콜에 따르면 2019년 1~2월 중국 실적은 여전히 강한 성장을 보였던 것으로 추정된다. 중국인 관련 매출액을 각각 살펴보면 1)중국 현지 프리스티지 부문 YoY 40% 이상 성장, 2)면세점 YoY 28% 성장, 3)일본 인바운드 매출액 중 순수 관광객 YoY 10% 가량 성장, 바이어 매출액 YoY 10% 후반 감소 등이다(면세 백화점 기준). 시세이도에 따르면 2020년 중국 전체 관광객이 1억 6천만명, 일본으로의 관광객이 1,000만명에 달할 것으로 전망하는 바, 둔화되는 일본 내수 매출액을 중국인 관광객들을 통해 견인하기 위한 전략도 꾸준히 강화할 전망이다.

그림45 시세이도 인바운드 매출액 추이

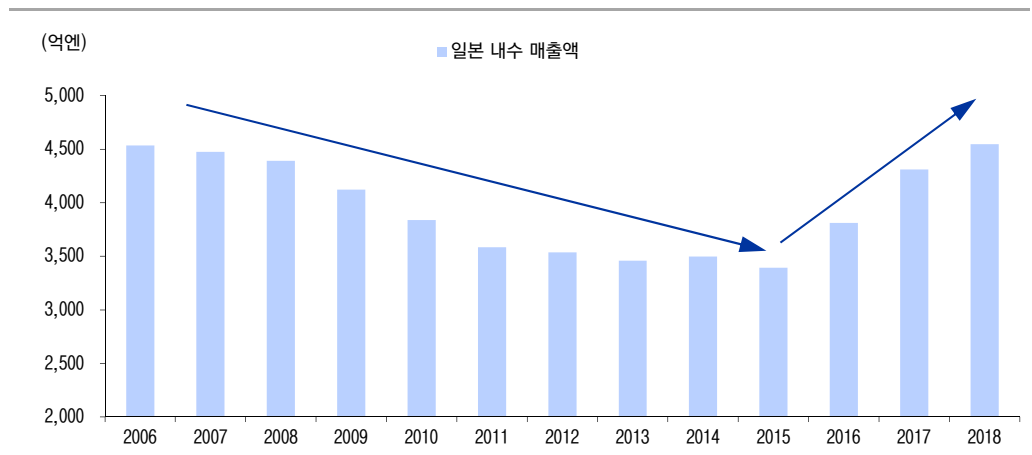


자료: Shiseido, 이베스트투자증권 리서치센터

2021년까지 Capa 증설 꾸준히 이어질 전망

시세이도는 그동안 일본 내수 매출액의 감소로 2004년 6개였던 공장을 2005년 5개, 2006년 4개, 2015년 3개로 줄여 운영 중이었다. 실제로 2006년부터 2015년까지 시세이도의 일본 지역 매출액은 4,533억엔에서 3,392억엔까지 감소했었다. 2015년 이후부터 중국인 인바운드 매출액 등으로 급증한 수요 증대로 인해 시세이도는 생산 캐파가 부족한 상황이다. 이에 올해부터는 Capa 증설 계획이 꾸준히 예정돼 있고, 2019년은 외주 생산을 늘릴 계획이기 때문에 매출총이익률의 개선은 없을 것으로 추정한다.

그림46 시세이도 일본 매출액은 2015년부터 턴어라운드 시작



자료: Shiseido, 이베스트투자증권 리서치센터

2019년은 부족한 Capa를 SKU 효율화 작업을 통해 단기적으로 대응하고, 올해 연말 나스(那須) 공장 완공을 통해 생산 캐파를 확충할 예정이다. 실제로 시세이도의 브랜드 수는 80개 이하로 줄었고, SKU 수도 2,600개로 줄었다. 나스 공장 가동 이후 2020년 말 오사카 신공장 설립, 2021년말 큐슈 후쿠오카 공장 설립을 통해 총 6개 공장에서 생산할 계획이다. 2017년 492억엔, 2018년 1,262억엔이었던 시세이도의 Capex는 2019년 1,550억엔이 예상된다. R&D는 현재 매출 대비 3% 수준인데, 향후 4%까지 상승시키려는 계획이며 2019년 4월에 글로벌 이노베이션 센터가 가동될 예정이다.

그림47 시세이도 나스(那須) 공장



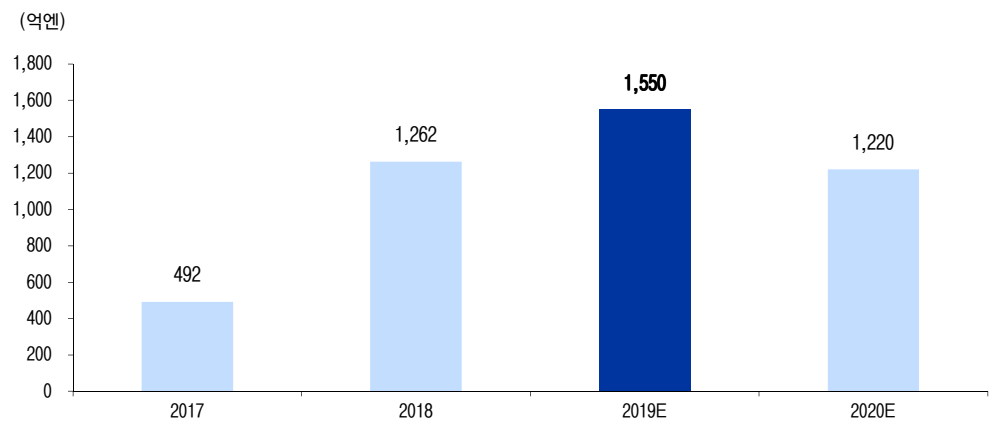
자료: Shiseido, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 시세이도 오사카 공장



자료: Shiseido, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 시세이도 연간 Capex 추이 및 전망



자료: Shiseido, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

한국콜마 (161890)	44
코스맥스 (192820)	47
연우 (115960)	50

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
한국콜마	Buy (유지)	93,000 원(상향)
코스맥스	Buy (유지)	170,000 원(상향)
연우	Buy (유지)	34,000 원(상향)

한국콜마 (161890)

중국 확대 본격 시작

2019. 3. 18

화장품

Analyst 오린아

02. 3779-0053

lina.oh@ebestsec.co.kr

1Q19 Preview: 영업이익 YoY +92.5% 성장한 346억원 예상

한국콜마의 K-IFRS 연결기준 1Q19 매출액은 전년동기대비 57.0% 증가한 3,808억원, 영업이익은 전년동기대비 92.5% 증가한 346억원을 기록할 것으로 추정한다. 국내 화장품 부문(수출 제외)은 2019년 14% 내외의 성장을 보일 것으로 추정하는데, 방판, 팝업 브랜드, H&B 스토어 向 고객사의 주문이 꾸준히 이어지고 있다. 2019년 국내 화장품 부문은 마스크팩 비중 축소와 고마진 채널 주문 확대 등 믹스 개선을 통해 수익성을 점진 제고할 것으로 전망하며, 이에 2018년 6% 수준이었던 국내 부문 영업이익률은 올해 6.5% 수준을 달성 가능할 것으로 추정한다. 제약 부문은 CKM부문 또한 케이캡정(역류성 식도염 치료제) 등의 품목이 도입되면서 8~10% 수준의 매출 성장과 영업이익률 14~15%를 유지 가능할 것으로 판단해 안정적이다.

무석 법인으로 중국 확대 본격 시작

한국콜마는 2019년 무석 법인을 본격적으로 가동하면서 중국 사업에 박차를 가할 전망이다. 올해 북경과 무석 합산 매출액은 1,100억원 수준을 전망한다. 수익성은 북경과 무석 합계 BEP가 목표다. 북경 법인은 2014년부터 중국 로컬 Top 10 업체들과 모두 거래를 하고 있으며, 최근 중국 브랜드들의 품목 확대 또한 이어지고 있다. 올해부터는 기존 고객사의 오더 증가와 함께 무석 법인으로서의 신규 고객사 유입으로 중국 화장품 시장 성장에 대한 수혜를 받을 수 있을 것으로 판단한다. 북경 법인 디자인 캐파는 1,500억원, 무석법인은 3,500억원이다.

투자의견 Buy 및 목표주가 93,000원으로 상향

한국콜마에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주는 93,000원으로 상향한다. 목표주가의 상향은 산정을 위한 예상 실적 시점 기준을 12MF로 변경함에 따른 것이다. 중국 로컬 업체들의 SKU 확대와 품목수, 라인 확대에 따라 ODM 업체와 부자재 업체들의 역할이 점차 중요해질 것으로 전망한다. 동사의 주가는 12MF 예상 실적 기준 22배에 거래되고 있고, 비우호적인 환경에서 브랜드 업체 대비 상대적으로 유리한 위치에 있다는 점을 고려하면 저평가라고 판단한다.

Buy (maintain)

목표주가 93,000 원

현재주가 78,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI (3/15)	2,176.11 pt
시가총액	17,520 억원
발행주식	22,347 천주
52 주 최고가 / 최저가	84,500 / 54,200 원
90 일 일평균거래대금	84.31 억원
외국인 지분율	41.1%
배당수익률(19.12E)	0.3%
BPS(19.12E)	23,504 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 3.1%
	6 개월 9.6%
	12 개월 8.4%
주주구성	한국콜마홀딩스외 35 인 28.7%
	국민연금공단 12.2%
	Schroder 외 2 인 7.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	667	73	71	53	2,516	16.7	85	26.2	16.6	5.1	21.6
2017	822	67	62	49	2,240	-11.0	86	36.6	21.4	5.7	16.4
2018	1,358	90	55	37	2,077	-7.2	143	37.7	18.2	3.9	12.1
2019E	1,705	154	110	86	3,361	61.8	254	23.3	10.4	3.3	15.5
2020E	1,915	177	120	93	3,805	13.2	283	20.6	9.2	2.9	14.9

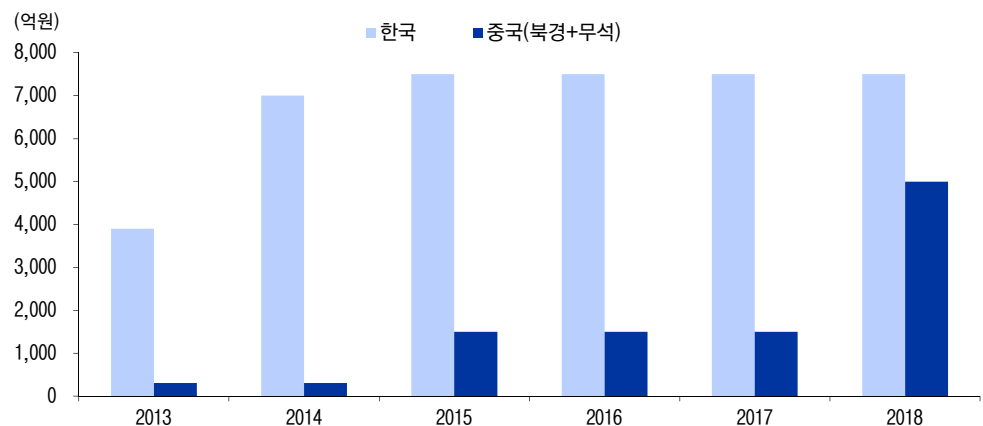
자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표10 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
추정 실적											
매출액	2,426.0	3,599.0	3,753.7	3,799.0	3,808.1	4,449.0	4,365.4	4,427.4	13,577.7	17,049.9	19,148.4
한국	2,084.0	2,458.0	2,220.0	2,154.0	2,253.6	2,746.9	2,533.3	2,486.5	8,916.0	10,020.3	11,256.8
화장품	1,564.0	1,930.0	1,774.0	1,705.0	1,770.0	2,245.3	2,019.5	1,963.4	6,973.0	7,998.2	9,093.2
제약	520.0	528.0	446.0	449.0	483.6	501.6	513.8	523.1	1,943.0	2,022.1	2,163.6
북경	158.0	217.0	184.0	185.0	134.3	184.5	156.4	157.3	744.0	632.4	569.2
무석	0.0	0.0	0.0	6.0	100.0	120.0	150.0	150.0	6.0	520.0	1,000.0
PTP	142.0	134.0	134.0	146.0	163.3	154.1	154.1	167.9	556.0	639.4	696.9
CSR	80.0	82.0	79.0	85.0	86.4	88.6	85.3	91.8	326.0	352.1	380.2
CKM	1.0	800.0	1,240.0	1,310.0	1,100.0	1,216.0	1,351.6	1,441.0	3,351.0	5,108.6	5,517.3
연결조정	-39.0	-92.0	-103.3	-87.0	-29.5	-61.0	-65.3	-67.0	-321.3	-222.8	-272.0
영업이익	179.7	245.7	77.8	396.5	345.8	396.8	388.8	404.6	899.7	1,536.1	1,773.5
영업이익률	7.4%	6.8%	2.1%	10.4%	9.1%	8.9%	8.9%	9.1%	6.6%	9.0%	9.3%
성장률(%)											
매출액	20.5%	73.8%	93.3%	73.5%	57.0%	23.6%	16.3%	16.5%	65.3%	25.6%	12.3%
한국	22.9%	43.7%	36.6%	20.7%	8.1%	11.8%	14.1%	15.4%	30.8%	12.4%	12.3%
화장품	27.2%	58.2%	55.5%	30.8%	13.2%	16.3%	13.8%	15.2%	42.5%	14.7%	13.7%
제약	11.8%	7.5%	-7.9%	-6.7%	-7.0%	-5.0%	15.2%	16.5%	1.1%	4.1%	7.0%
북경	47.7%	51.7%	61.4%	-12.7%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	-15.0%	29.2%	-15.0%	-10.0%
PTP	0.0%	-18.8%	-30.6%	0.7%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	-16.9%	15.0%	9.2%
CSR	0.0%	0.0%	113.5%	-9.6%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	16.8%	8.1%	8.0%
영업이익	-12.8%	44.8%	-49.5%	183.3%	92.5%	61.5%	399.5%	2.1%	34.3%	70.7%	15.5%

자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 한국콜마 Capa 추이



자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 디자인 Capa 기준

한국콜마 (161890)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	264	366	605	666	719
현금 및 현금성자산	27	18	201	163	206
매출채권 및 기타채권	128	161	186	217	245
재고자산	86	106	142	206	186
기타유동자산	23	81	77	80	83
비유동자산	229	303	1,594	1,648	1,713
관계기업투자등	0	4	0	0	0
유형자산	185	236	430	535	648
무형자산	40	58	1,140	1,089	1,040
자산총계	493	669	2,199	2,314	2,433
유동부채	196	212	453	485	514
매입채무 및 기타채무	114	112	177	206	233
단기금융부채	59	79	209	209	209
기타유동부채	23	21	67	69	72
비유동부채	9	124	933	935	936
장기금융부채	5	119	887	887	887
기타비유동부채	4	5	45	47	49
부채총계	205	336	1,386	1,420	1,451
지배주주지분	270	305	445	526	614
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	216	216	216
이익잉여금	141	181	221	302	389
비지배주주지분(연결)	18	28	368	368	368
자본총계	288	333	814	894	982

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	38	5	155	123	221
당기순이익(손실)	53	49	37	86	93
비현금익비용가감	35	38	98	102	108
유형자산감가상각비	11	16	30	38	47
무형자산상각비	1	3	23	62	59
기타현금익비용	1	0	45	2	2
영업활동 자산부채변동	-32	-61	59	-65	20
매출채권 감소(증가)	-28	-34	32	-31	-28
재고자산 감소(증가)	-24	-18	14	-65	20
매입채무 증가(감소)	29	-3	27	29	26
기타자산, 부채변동	-10	-6	-14	1	1
투자활동 현금	-22	-156	-1,264	-155	-173
유형자산처분(취득)	-45	-68	-92	-142	-160
무형자산 감소(증가)	-1	-8	-2	-10	-10
투자자산 감소(증가)	-1	-65	56	-2	-2
기타투자활동	25	-15	-1,226	-1	-1
재무활동 현금	11	135	1,290	-6	-6
차입금의 증가(감소)	15	141	846	0	0
자본의 증가(감소)	-4	-6	444	-6	-6
배당금의 지급	4	6	6	6	6
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	11	-13	182	-38	43
기초현금	16	27	18	201	163
기말현금	27	14	201	163	206

자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	667	822	1,358	1,705	1,915
매출원가	514	644	1,031	1,317	1,469
매출총이익	154	178	327	388	446
판매비 및 관리비	80	111	237	234	268
영업이익	73	67	90	154	177
(EBITDA)	85	86	143	254	283
금융손익	-3	-4	-32	-41	-41
이자비용	1	4	33	43	43
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	-3	-2	-16
세전계속사업이익	71	62	55	110	120
계속사업법인세비용	18	13	19	24	27
계속사업이익	53	49	37	86	93
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	53	49	37	86	93
지배주주	53	47	45	75	85
총포괄이익	55	44	37	86	93
매출총이익률 (%)	23.0	21.6	24.1	22.7	23.3
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.6	9.0	9.3
EBITDA 마진률 (%)	12.8	10.5	10.5	14.9	14.8
당기순이익률 (%)	8.0	5.9	2.7	5.1	4.9
ROA (%)	12.7	8.1	3.2	3.3	3.6
ROE (%)	21.6	16.4	12.1	15.5	14.9
ROIC (%)	20.9	13.8	5.7	7.0	7.6

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	26.2	36.6	37.7	23.3	20.6
P/B	5.1	5.7	3.9	3.3	2.9
EV/EBITDA	16.6	21.4	18.2	10.4	9.2
P/CF	15.8	20.1	12.7	9.3	8.7
배당익률 (%)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
매출액	24.6	23.1	65.3	25.6	12.3
영업이익	20.9	-8.8	34.3	70.7	15.5
세전이익	21.3	-13.0	-10.7	99.0	9.1
당기순이익	16.9	-8.6	-24.3	134.7	7.9
EPS	16.7	-11.0	-7.2	61.8	13.2
안정성 (%)					
부채비율	71.3	101.0	170.3	158.7	147.7
유동비율	134.6	172.6	133.5	137.3	139.9
순차입금/자기자본(x)	10.9	33.4	105.0	99.5	86.1
영업이익/금융비용(x)	73.4	16.9	2.7	3.6	4.1
총차입금 (십억원)	63	198	1,097	1,097	1,097
순차입금 (십억원)	31	111	854	890	846
주당지표(원)					
EPS	2,516	2,240	2,077	3,361	3,805
BPS	12,790	14,458	19,929	23,543	27,460
CFPS	4,170	4,085	6,193	8,423	8,986
DPS	250	250	250	250	250

코스맥스 (192820)

2019. 3. 18

화장품

ODM 대장이 글로벌 확장까지

Analyst 오린아

02. 3779-0053

lina.oh@ebestsec.co.kr

1Q19 Preview

코스맥스의 K-IFRS 연결기준 1Q19 매출액은 전년동기대비 15.3% 증가한 3,328억원, 영업이익은 전년동기대비 49.4% 증가한 156억원을 기록할 것으로 추정한다. 홈쇼핑 向, H&B 스토어 PB 브랜드 등의 주문이 양호하게 진행되고 있고, 마스크팩 비중은 15% 수준을 이어가고 있다. 수출 부문은 글로벌 대형 고객사에 대한 공급이 확대되고 있으며, 신제품 공급도 꾸준히 이어질 것으로 추정한다. 이에 국내 화장품 부문 영업이익률은 2018년 대비 소폭 개선될 것으로 전망한다. 미국은 코스맥스 USA와 누월드 합계 2,000억원대의 매출액과 BEP를 목표하고 있다. 인도네시아는 일본 고객사의 신제품 공급이 기대되고, 태국은 신규 주문이 예상된다.

중국 올해도 두자릿수 성장 이어갈 것

코스맥스는 2019년에도 상해와 광저우의 두자릿수 성장을 이어갈 전망이다. 상해법인인 기존 고객사의 새로운 브랜드 런칭, 기존 고객사의 신규 품목 런칭 등으로 올해 20% 중반 수준의 매출 성장이 전망된다. 상해법인 영업이익률 목표는 8% 수준이다. 또한 SNS를 기반으로 한 모바일 신규 고객들이 확보되고 있어, 고객사 포트폴리오도 다각화 진행 중이다. 중국 브랜드 업체들이 최근 체질 개선을 바탕으로 시장 점유율 확대를 가속화하고 있고, 품목 확대를 지속하면서 ODM 업체들의 수혜로 이어질 전망이다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 170,000원으로 소폭 상향

코스맥스에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 170,000원으로 소폭 상향 조정한다. 국내 실적의 회복과 중국의 양호한 성장세는 이어지고 있고, 미국 및 동남아시아 사업을 통한 포트폴리오 확장이 긍정적이다. 특히 중국 로컬 업체들의 SKU 확대와 품목수, 라인 확대에 따라 ODM 업체의 역할이 중요해지고 있으며, 동사의 주가는 12MF 예상 실적 기준 P/E 23배에 거래되고 있어 밸류에이션 매력이 있다 판단한다.

Buy (maintain)

목표주가 170,000 원

현재주가 147,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI (3/15)	2,176.11 pt
시가총액	14,823 억원
발행주식	10,050 천주
52 주 최고가 / 최저가	179,000 / 108,000
90 일 일평균거래대금	95.84 억원
외국인 지분율	30.5%
배당수익률(19.12E)	0.2%
BPS(19.12E)	30,574 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 4.8%
	6개월 1.3%
	12개월 17.7%
주주구성	코스맥스비티아이와 4인 26.5%
	국민연금공단 13.0%
	FIL LIMITED 외 17인 6.6%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	757	53	46	31	3,719	61.6	65	32.1	21.2	5.7	22.5
2017	884	35	25	16	1,876	-49.5	55	62.4	27.8	5.4	8.8
2018	1,260	52	36	21	2,557	36.3	77	57.7	24.2	5.7	10.7
2019E	1,482	78	69	48	5,884	130.1	105	25.1	17.6	4.8	20.8
2020E	1,745	96	81	59	7,270	23.6	127	20.3	14.6	4.1	21.8

자료: 코스맥스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표11 코스맥스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
추정 실적											
연결 매출액	2,887.0	3,275.3	3,146.4	3,288.4	3,328.0	3,875.8	3,752.5	3,860.4	12,597.2	14,816.7	17,448.8
국내(별도)	1,524.2	1,901.8	1,672.6	1,695.2	1,707.1	2,139.6	1,891.7	1,915.6	6,793.9	7,654.0	8,230.3
해외	1,408.5	1,599.1	1,579.6	1,685.2	1,705.2	2,011.5	1,970.3	2,167.8	6,272.4	7,854.8	10,006.5
코스맥스차이나	803.6	1,064.5	1,050.2	1,191.0	1,005.3	1,314.7	1,284.4	1,494.7	4,109.3	5,099.0	6,373.8
광저우코스맥스	187.7	151.1	152.0	176.2	225.0	182.9	182.6	212.3	667.0	802.9	963.4
인도네시아	17.3	24.4	25.0	39.7	20.8	29.8	30.8	47.6	106.4	129.0	154.8
코스맥스USA	155.4	144.5	181.6	181.0	194.4	224.3	274.6	280.1	662.5	973.4	1,508.7
누월드	272.5	242.4	280.3	195.7	300.3	293.6	342.8	237.8	990.9	1,174.4	1,409.3
연결 영업이익	104.1	185.8	132.5	101.1	155.5	206.2	200.8	215.4	523.4	777.9	962.3
국내(별도) 영업이익	50.3	77.3	39.9	53.9	68.3	85.6	75.7	76.6	221.3	306.2	411.5
영업이익률	3.6%	5.7%	4.2%	3.1%	4.7%	5.3%	5.4%	5.6%	4.2%	5.3%	5.5%
국내(별도) 영업이익률	3.3%	4.1%	2.4%	3.2%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	3.3%	4.0%	5.0%
성장률(%)											
연결 매출액	31.8%	41.0%	50.9%	46.8%	15.3%	18.3%	19.3%	17.4%	42.5%	17.6%	17.8%
국내(별도)	7.1%	38.2%	40.3%	31.4%	12.0%	12.5%	13.1%	13.0%	28.6%	12.7%	7.5%
해외	67.3%	43.6%	70.1%	53.0%	21.1%	25.8%	24.7%	28.6%	57.4%	25.2%	27.4%
코스맥스차이나	18.7%	15.5%	35.6%	33.2%	25.1%	23.5%	22.3%	25.5%	25.8%	24.1%	25.2%
광저우코스맥스	102.2%	13.0%	45.0%	55.5%	19.9%	21.1%	20.1%	20.5%	50.0%	20.4%	20.7%
인도네시아	-40.0%	31.4%	7.9%	104.9%	20.1%	22.2%	23.2%	20.0%	18.3%	21.3%	20.9%
코스맥스USA	115.4%	127.8%	52.0%	44.0%	25.1%	55.2%	51.2%	54.8%	74.0%	46.9%	55.1%
연결 영업이익	10.6%	29.7%	163.7%	58.3%	49.4%	11.0%	51.6%	113.2%	48.9%	48.6%	23.7%
국내(별도) 영업이익	-37.0%	10.8%	69.7%	264.4%	35.8%	10.7%	89.7%	42.1%	17.8%	38.3%	34.4%

자료: 코스맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	396	500	578	565	581
현금 및 현금성자산	68	39	83	101	95
매출채권 및 기타채권	192	251	246	253	301
재고자산	125	185	216	178	151
기타유동자산	11	25	32	33	35
비유동자산	270	434	452	496	549
관계기업투자등	12	17	1	1	1
유형자산	236	307	336	377	428
무형자산	6	91	94	96	97
자산총계	666	934	1,030	1,062	1,131
유동부채	384	522	587	573	585
매입채무 및 기타채무	162	256	259	243	253
단기금융부채	190	242	290	290	290
기타유동부채	32	24	38	40	41
비유동부채	75	184	197	198	199
장기금융부채	60	163	175	175	175
기타비유동부채	15	21	22	23	23
부채총계	459	706	784	771	783
지배주주지분	211	218	262	307	364
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	151	129	129	129
이익잉여금	58	65	130	175	232
비지배주주지분(연결)	-4	10	-16	-16	-16
자본총계	207	228	246	291	347

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	23	-7	37	92	80
당기순이익(손실)	31	16	21	48	59
비현금익비용가감	38	45	75	28	31
유형자산감가상각비	12	20	24	26	30
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타현금익비용	-2	0	50	1	1
영업활동 자산부채변동	-26	-41	-39	16	-11
매출채권 감소(증가)	-47	-57	-7	-7	-48
재고자산 감소(증가)	-41	-60	-31	39	27
매입채무 증가(감소)	56	94	2	-16	10
기타자산, 부채변동	6	-19	-3	0	0
투자활동 현금	-98	-173	-49	-71	-83
유형자산처분(취득)	-88	-81	-50	-68	-80
무형자산 감소(증가)	-1	-85	-1	-2	-2
투자자산 감소(증가)	-7	-7	2	0	0
기타투자활동	-2	0	0	-1	-1
재무활동 현금	125	150	56	-3	-3
차입금의 증가(감소)	39	160	59	0	0
자본의 증가(감소)	86	-10	-3	-3	-3
배당금의 지급	6	10	3	3	3
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	51	-29	44	18	-7
기초현금	17	68	39	83	101
기말현금	68	39	83	101	95

자료: 코스맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	757	884	1,260	1,482	1,745
매출원가	639	772	1,095	1,276	1,488
매출총이익	118	112	165	206	257
판매비 및 관리비	65	77	112	128	161
영업이익	53	35	52	78	96
(EBITDA)	65	55	77	105	127
금융손익	-7	-12	-16	-3	-3
이자비용	7	9	18	3	4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	2	-1	-7	-11
세전계속사업이익	46	25	36	69	81
계속사업법인세비용	15	10	15	21	22
계속사업이익	31	16	21	48	59
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	31	16	21	48	59
지배주주	35	19	26	59	73
총포괄이익	27	16	22	48	59
매출총이익률 (%)	15.6	12.7	13.1	13.9	14.7
영업이익률 (%)	7.0	4.0	4.2	5.3	5.5
EBITDA 마진률 (%)	8.6	6.3	6.1	7.1	7.3
당기순이익률 (%)	4.2	1.8	1.7	3.2	3.4
ROA (%)	6.3	2.4	2.6	5.7	6.7
ROE (%)	22.5	8.8	10.7	20.8	21.8
ROIC (%)	10.8	4.6	5.1	8.5	10.3

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	32.1	62.4	57.7	25.1	20.3
P/B	5.7	5.4	5.7	4.8	4.1
EV/EBITDA	21.2	27.8	24.2	17.6	14.6
P/CF	16.0	19.5	15.5	19.5	16.3
배당익률 (%)	0.8	0.6	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
매출액	41.9	16.8	42.5	17.6	17.8
영업이익	46.4	-33.2	48.9	48.6	23.7
세전이익	57.6	-45.6	42.4	90.8	18.6
당기순이익	66.5	-50.6	34.7	129.9	23.6
EPS	61.6	-49.5	36.3	130.1	23.6
안정성 (%)					
부채비율	221.2	309.0	319.2	265.2	225.7
유동비율	103.2	95.8	98.3	98.6	99.4
순차입금/자기자본(x)	86.5	158.4	154.7	124.5	106.1
영업이익/금융비용(x)	7.6	3.8	2.9	27.8	25.8
총차입금 (십억원)	250	405	466	466	466
순차입금 (십억원)	179	362	380	362	368
주당지표(원)					
EPS	3,719	1,876	2,557	5,884	7,270
BPS	20,990	21,704	26,090	30,574	36,184
CFPS	7,458	5,985	9,525	7,561	9,034
DPS	1,000	700	300	300	300

연우 (115960)

Made in China 럭셔리 수혜

2019. 3. 18

화장품

Analyst 오린아

02. 3779-0053

lina.oh@ebestsec.co.kr

1Q19 Preview

연우의 K-IFRS 연결기준 1Q19 매출액은 전년동기대비 8.8% 증가한 698억원, 영업이익은 전년동기대비 218% 증가한 34억원을 기록할 것으로 추정한다. 지난 4분기와 마찬가지로 수출이 호조를 보이고 있다. 수출은 지역별로 고르게 성장 중이며, 2019년 수출액은 전년대비 12% 증가한 1,496억원을 추정한다.

동사는 2018년 하반기부터 본격적인 투자회수가 시작되며 수익성이 개선되고 있었는데, 이러한 내용이 3분기 정기 상여 지급과 4분기 불용 재고 폐기에 따른 일회성 비용 반영 등으로 뚜렷하게 나타나지 않았다. 2018년 4분기 일회성 요소 제외 시 영업이익률은 6.82%로, 개선 추이가 점차 확인되고 있다. 2019년은 생산성 증대를 통한 외주가공비 감소로 수익성 개선이 좀 더 명확히 보여질 전망이다.

Made in China 럭셔리를 향해

로컬 화장품이 낮은 품질과 노후화된 이미지 때문에 고가 시장에 때문에 진입하지 못하고 있다는 시각이 확산되면서, 고급화에 주력하고 있다. 이를 위해 중국 브랜드 들은 로고 및 패키지 변경에 힘을 쏟고 있다. 연우는 올해 2분기 중 중국 현지 공장을 가동하면서 이러한 수요를 흡수할 전망이다, 2019년 중국 매출은 120억원 수준을 달성할 것으로 전망한다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 34,000원으로 상향

연우에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 34,000원으로 상향 조정한다. 2019년 국내 대규모 투자 마무리와 함께 수익성 개선이 본격 가시화 되고 있고, 중국 로컬 업체들의 품목 확대와 기존 브랜드 고급화에 따른 내용을 반영해 Target multiple 25배를 적용했다. 2019년 1)중국을 필두로 한 수출 중심 성장과 2)생산 효율성 제고를 통한 원가율 개선이 기대된다.

Buy (maintain)

목표주가 34,000 원

현재주가 27,600 원

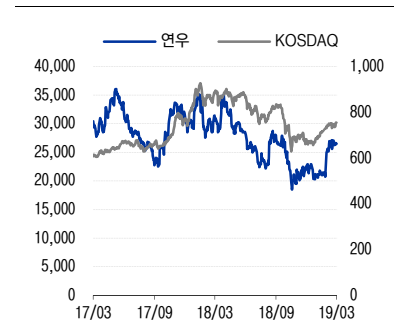
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSDAQ (3/15)	748.36 pt
시가총액	3,422 억원
발행주식	12,398 천주
52 주 최고가 / 최저가	35,050 / 18,500 원
90 일 일평균거래대금	19.36 억원
외국인 지분율	16.2%
배당수익률(18.12E)	0.0%
BPS(18.12E)	15,620 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 6.5%
	6개월 11.7%
	12개월 9.8%
주주구성	기중현외 1인 60.3%
	PKG Group, LLC 7.9%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	235	25	26	21	1,687	30.2	37	22.8	12.7	2.7	12.4
2017	229	9	7	8	628	-62.8	23	47.9	17.0	2.0	4.3
2018	273	6	9	7	596	-5.2	22	46.3	17.1	1.8	3.9
2019E	300	18	19	15	1,232	106.7	36	22.4	10.3	1.6	7.6
2020E	341	25	27	22	1,763	43.2	43	15.7	8.4	1.5	9.9

자료: 연우, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표12 연우 분기/연간 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
추정 실적											
매출액	641.4	702.3	681.6	704.0	697.6	787.3	745.0	772.9	2,729.3	3,002.8	3,406.1
제품 매출	371.7	359.7	314.6	347.0	399.6	404.6	330.9	371.3	1,392.9	1,506.4	1,702.2
제품 수출	269.7	342.6	367.0	357.0	298.1	382.7	414.0	401.6	1,336.4	1,496.4	1,703.8
원가율	88.9%	88.0%	88.8%	90.4%	85.7%	84.2%	85.2%	84.4%	89.0%	84.8%	83.9%
영업이익	10.6	24.4	16.3	11.2	33.9	53.5	39.6	56.9	62.5	183.8	245.5
영업이익률	1.7%	3.5%	2.4%	1.6%	4.9%	6.8%	5.3%	7.4%	2.3%	6.1%	7.2%
성장률											
매출액	13.2%	27.1%	15.2%	20.9%	8.8%	12.1%	9.3%	9.8%	19.0%	10.0%	13.4%
제품 매출	1.2%	21.7%	15.4%	3.0%	7.5%	12.5%	5.2%	7.0%	9.5%	8.1%	13.0%
제품 수출	35.4%	33.3%	15.1%	45.3%	10.5%	11.7%	12.8%	12.5%	30.9%	12.0%	13.9%
영업이익	-54.6%	-19.6%	5.5%	-46.4%	218.0%	119.7%	143.3%	406.5%	-30.6%	194.1%	33.6%

자료: 연우, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 (예시) 바이체링 과거 제품 패키지



자료: 百雀羚, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 (예시) 바이체링 산성화(三生花) 브랜드 패키지



자료: 百雀羚, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 (예시) 허보리스트 과거 제품 패키지



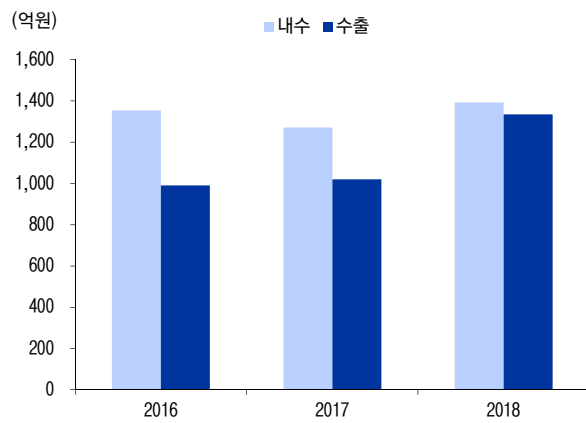
자료: 佰草集, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 (예시) 허보리스트 최근 브랜드 패키지



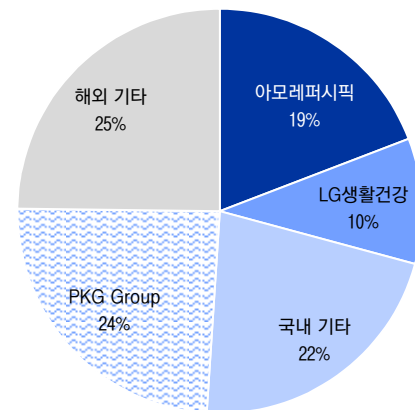
자료: 佰草集, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 내수/수출 비중 추이



자료: 연우, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 고객사별 매출 비중 (2018년 연결 기준)



자료: 연우, 이베스트투자증권 리서치센터

연우 (115960)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	91	89	101	105	121
현금 및 현금성자산	31	26	19	31	38
매출채권 및 기타채권	33	36	47	36	47
재고자산	21	23	31	34	31
기타유동자산	7	4	5	5	5
비유동자산	145	171	189	203	213
관계기업투자등	1	0	0	0	0
유형자산	127	154	170	182	192
무형자산	2	6	7	8	8
자산총계	236	259	290	308	334
유동부채	34	50	47	49	52
매입채무 및 기타채무	17	20	21	23	26
단기금융부채	8	26	20	20	20
기타유동부채	9	4	5	6	6
비유동부채	23	23	50	50	51
장기금융부채	16	14	41	41	41
기타비유동부채	7	8	8	9	9
부채총계	57	73	97	99	103
지배주주지분	179	186	194	209	231
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	67	67	67	67	67
이익잉여금	106	113	121	136	158
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	179	186	194	209	231

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	25	19	5	43	36
당기순이익(손실)	21	8	7	15	22
비현금비용가감	23	20	22	18	19
유형자산감가상각비	11	13	16	17	18
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타현금비용	0	2	6	0	0
영업활동 자산부채변동	-14	-4	-22	10	-5
매출채권 감소(증가)	-2	-3	-12	11	-11
재고자산 감소(증가)	-8	-1	-8	-3	3
매입채무 증가(감소)	2	2	1	2	3
기타자산, 부채변동	-6	-2	-3	0	0
투자활동 현금	-31	-39	-37	-32	-29
유형자산처분(취득)	-34	-42	-33	-29	-27
무형자산 감소(증가)	-1	-4	-2	-2	-2
투자자산 감소(증가)	1	4	0	0	0
기타투자활동	2	3	-3	0	-1
재무활동 현금	-1	16	25	0	0
차입금의 증가(감소)	-1	16	22	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	3	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-7	-4	-8	12	7
기초현금	38	31	26	19	31
기말현금	31	26	19	31	38

자료: 연우, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	235	229	273	300	341
매출원가	189	199	243	255	286
매출총이익	46	31	30	45	55
판매비 및 관리비	21	22	24	27	30
영업이익	25	9	6	18	25
(EBITDA)	37	23	22	36	43
금융손익	1	-3	0	-1	-1
이자비용	0	1	1	2	2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	1	2	2	4
세전계속사업이익	26	7	9	19	27
계속사업법인세비용	5	0	1	3	5
계속사업이익	21	8	7	15	22
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	21	8	7	15	22
지배주주	21	8	7	15	22
총포괄이익	21	8	7	15	22
매출총이익률 (%)	19.4	13.3	11.0	15.2	16.1
영업이익률 (%)	10.6	3.9	2.3	6.1	7.2
EBITDA 마진률 (%)	15.7	9.9	8.2	12.0	12.7
당기순이익률 (%)	8.9	3.4	2.7	5.1	6.5
ROA (%)	9.3	3.1	2.7	5.1	6.8
ROE (%)	12.4	4.3	3.9	7.6	9.9
ROIC (%)	12.9	3.6	2.5	6.4	8.1

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019E	2020E
투자지표 (x)					
P/E	22.8	47.9	46.3	22.4	15.7
P/B	2.7	2.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	12.7	17.0	17.1	10.3	8.4
P/CF	11.0	13.5	11.7	10.3	8.4
배당익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	17.8	-2.2	19.0	10.0	13.4
영업이익	32.0	-63.8	-30.6	194.1	33.6
세전이익	37.2	-71.9	18.4	115.2	45.5
당기순이익	36.9	-62.8	-5.0	108.4	43.2
EPS	30.2	-62.8	-5.2	106.7	43.2
안정성 (%)					
부채비율	31.8	39.0	49.9	47.5	44.7
유동비율	271.6	177.7	216.9	215.3	229.9
순차입금/자기자본(x)	-6.1	5.9	20.8	13.5	9.2
영업이익/금융비용(x)	57.8	15.5	5.1	11.2	15.0
총차입금 (십억원)	24	40	62	62	62
순차입금 (십억원)	-11	11	40	28	21
주당지표(원)					
EPS	1,687	628	596	1,232	1,763
BPS	14,451	15,038	15,620	16,851	18,614
CFPS	3,517	2,236	2,365	2,683	3,302
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

한국콜마

목표주가 추이

(원)

주가

목표주가

140,000

120,000

100,000

80,000

60,000

40,000

20,000

0

17/03

17/09

18/03

18/09

19/03

투자 의견

변동내역

일시

투자 의견

목표 가격

과락율(%)

최고 대비

최저 대비

평균 대비

2015.10.26

변경

오린아

2017.05.16

Buy

130,000

-30.6

-32.9

2017.06.05

Buy

105,000

-11.7

-25.4

2018.06.06

Buy

105,000

-19.5

-32.5

2018.11.15

Buy

82,000

-13.5

-18.8

2019.02.14

Buy

88,000

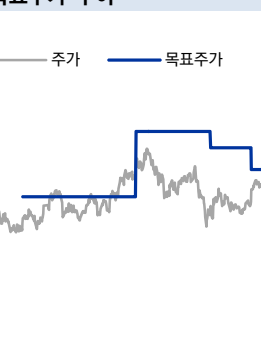
-8.8

-11.3

2019.03.18

Buy

93,000

코스맥스 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	17/03													
	17/09													
	18/03													
	18/09													
	19/03													
	2015.10.26	변경	오린아											
	2017.08.10	Buy	135,000	4.4	-8.1									
	2018.02.14	Hold	135,000	18.1	5.4									
	2018.05.11	Buy	195,000	-8.2	-23.4									
	2018.11.08	Buy	180,000	-20.8	-28.8									
	2019.02.15	Buy	160,000	-6.3	-8.7									
	2019.03.18	Buy	170,000											

연우 목표주가 추이			투자 의견 변동내역											
(원)	주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과락율(%)		
						최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	17/03													
	17/09													
	18/03													
	18/09													
	19/03													
	2016.02.29	변경	오린아											
	2017.08.14	Buy	34,000			3.5		-13.4						
	2018.02.06	Buy	40,000			-12.4		-28.8						
	2018.08.16	Buy	33,000			-12.9		-26.0						
	2018.11.15	Buy	26,000			-7.9		-17.3						
	2019.02.12	Buy	28,000			-1.4		-6.2						
	2019.03.18	Buy	34,000											

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오린아)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	96.4% 3.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 20\%$ 에서 $\pm 15\%$ 로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2018. 1. 1 ~ 2018. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)