유통/화장품 (Overweight)

성장의 체질을 바꾸는 2019년

Analyst
안 지 영
02) 6915-5675
jyahn@ibks.com

1분기 트레이딩 시즌에서 2분기 펀더멘탈 점검 시기

2019년 1분기 국내 면세 유통업은 중국의 전자상거래법 시행에 따른 다이고 감소 우려에 비해서는 양호한 산업 성장성을 시현했다. 1분기 Top3 시내 면세점의 매출 성장성에는 큰 변화 없이 긍정적 흐름이 이어진 것으로 확인된다. 다만 시내 면세점의 60~70% 비중을 나타내고 있는 다이고의 유형은 자금력을 확보하고 있는 대형사 위주로 재편이 일단락되어 피상적으로 면세점의 매출 흐름에는 영향이 없었지만 거래 주체와 연계된 소형 다이고 및 소형 화장품 밴더들의 영업 동향에는 변화가 전망된다.

중국의 전자상거래법 배경은? 온라인 일대일로(eWTP) 본격화 목적

전자상거래법은 한국 면세점 내 다이고들의 탈세 단속에 우선하지는 않는다. 중국이 정부와 기업 그리고 민간과의 협력을 통해 전세계를 무대로 전자상거래의 핵심인 eWTP(Electronic World Trade Platform) 시스템을 통해 세계무역을 활발히 하려는데 있다. 이는 낙후되고 취약한 중소기업의 무역 생태계의 성장과 고도화를 실현하기 위한 서비스 산업 기반의 플랫폼 전략으로 이를 시행하기 위해서는 해외로부터 재화를 수입해 오는 역직구 확대를 위한 통관 시스템이 갖춰져야 하기 때문이다. 전자상거래법의 취지에 맞게 가장 먼저 글로벌 사업을 전개할 것으로 기대되는 알리바바 그룹은 최근 '티몰 글로벌'이 수입 제품 유치와 글로벌 기업에 대한 중국 시장 진출을 가속화 하기 위한 2가지 계획을 지난 3월 21일 발표했다. 2019년 Tmall Global 2019 Partner Summit 은 5년간 한화 226조원이 투입될 계획으로 티몰 글로벌이 제공하는 수입 솔루션인 '중앙집중형 수입 조달 프로그램(CIP:Centralized Import Procurement)'와 '티몰 해외 물류센터(TOF:Tmall Overseas Fulfillment)'를 통해서 고품질 수입 제품에 대한 중국 소비자 수요가 증가하는 상황에서, 글로벌 브랜드들의 중국 시장 진출을 가속화할 수 있을 것으로 기대된다. 현재 티몰 글로벌은 한국을 중심으로 일본, 미국에서 해외 물류센터를 운영 중에 있으며 2019년 말 유럽까지 확대할 예정이다.

Top picks 클리오, 코스맥스, 한국콜마, 호텔신라

IBK탑픽 종목은 클리오, 코스맥스, 한국콜마, 호텔신라를 제시한다. 중국의 전자상거래법이 의미하고 있는 중국의 무역 시스템의 패러다임 변화 속에서 한국 면세유통과 K-Beauty 산업에도 중장기적으로 큰 변화가 전망되는데, 특히 클리오의 변화가 주목된다. 또한 전방 산업의 대대적인 확장으로 코스맥스와 한국콜마의 사업 모델도 차별화를 지속하고 있다. 반면에 호텔신라는 전자상거래법 적용에 따른 불확실성이 확대되고 있음에도 불구하고 당분간은 대형 웨이샹과의 거래선 변화와 해외 사업을 통해 Peer대비 상대적인 방어가 가능할 것으로 판단되어 차선호주로 추천한다.

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

CONTENTS

Summary 3

1. 백화점 Big3 면세점과의 트래픽 시너지 강화? 5

1분기 내수 성장 카테고리는 명품과 소형 가전 5

2. 중국 전자상거래법 시행 목적부터 알아야 한다 8

2019년 1월 1일자로 시행 중인 중화인민공화국의 전자상거래법이란? 8
일대일로의 온라인 버전인 eWTP 전개 전자상거래법 도입 시급 10
소형 다이고 거래 급감 → 웨이샹 대형화 완료와 소싱 기업으로 전환 가속화 13

3. IBK Top picks 17

유통, 전통 채널의 부진으로 면세 유통의 트레이딩 반복 17
화장품, K-Contents 수요는 지속 전사상거래법 수혜 모멘텀 17
19.1Q Preview 요약 19

기업분석 22

클리오 (237880):
2019년 건강한 턴어라운드 / 매수(유지) / 목표주가: 25,000원 22

코스맥스 (192820):
시장 변수에 방어력 강화로 차별화 지속 / 매수(유지) / 목표주가: 190,000원 25

한국콜마 (161890):
기존 사업과 신규 사업간의 균형 성장 전망 / 매수(유지) / 목표주가: 120,000원 29

호텔신라 (008770):
리스크 확대에도 수익 위주의 사업 모델로 강화 / 매수(유지) / 목표주가: 120,000원 32

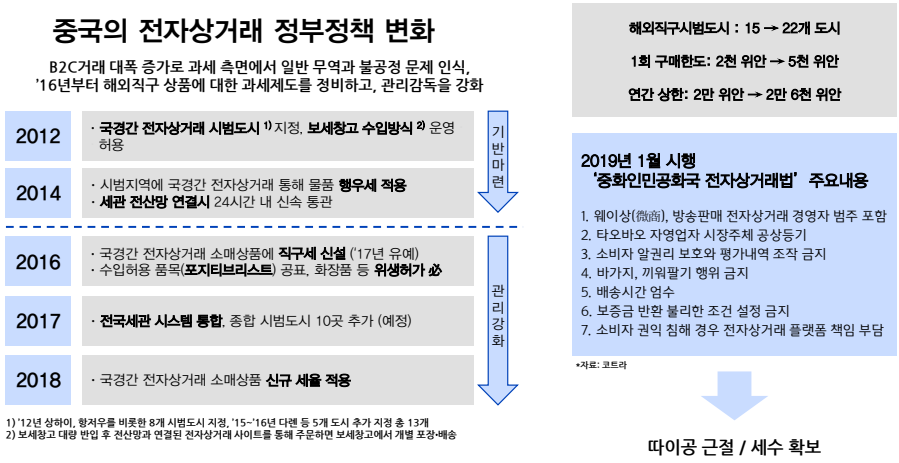
Summary

eWTP란?
Electronic World Trade Platform

장벽이 없는 원활한 e-실크로드를 구축하여 중소기업과 젊은 창업자들이 자유로운 무역을 할 수 있게 하는 것이 목적

기존의 다국적기업의 컨테이너박스 뿐만 아니라 중국 하이타오족들의 캐나다산 킹크랩 뉴질랜드산 꿀 케냐산 목조공예품 등의 제품이 들어가 있는 "장바구니" 까지 포함시키는 개념의 플랫폼 구상

그림 1. 중국 전자상거래법의 초석 2012년 보세창고 수입방식 → 직구세 신설 → 전자상거래법



자료: KOTRA, IBK투자증권

그림 2. 알리바바를 통한 중국의 eWTP 모델 제시 – 전세계를 하나로 연결하는 온라인 1:1로 버전

자료: 2018년 IBK컨슈머데이 중 ICB 특강 중, IBK투자증권

그림 3. 대형 웨이샹 그룹 중 하나인 UNIPLAZA의 2018년 11월 동대문에 한국법인 설립(20여개국 이상으로 진출 확대 중)

홍콩에 본사를 둔 UNIPLAZA는 소셜커머스형 복합쇼핑몰로 성장한 중국 회사로써 최근 중국 내 1억 명 팔로워를 이끄는 왕홍들을 대거 영입하는 등의 사업을 강화해 온 업체로, 최근 자체 쇼핑 리워드 코인인 ADE 코인을 발행할 계획을 갖고 있는데, 이 코인의 주관 거래소로 MCT한국거래소 및 기타 국가를 지정하여 거래소 상장 예정 중

자료: 2018년 IBK컨슈머데이 중 ICB 특강 중, IBK투자증권

시내 면세점 Big3 매장과 직접적인 상호관계를 맺고 있는 대형 웨이샹 그룹과 여행사, 다이고, 소형웨이샹, K-Beauty밴더

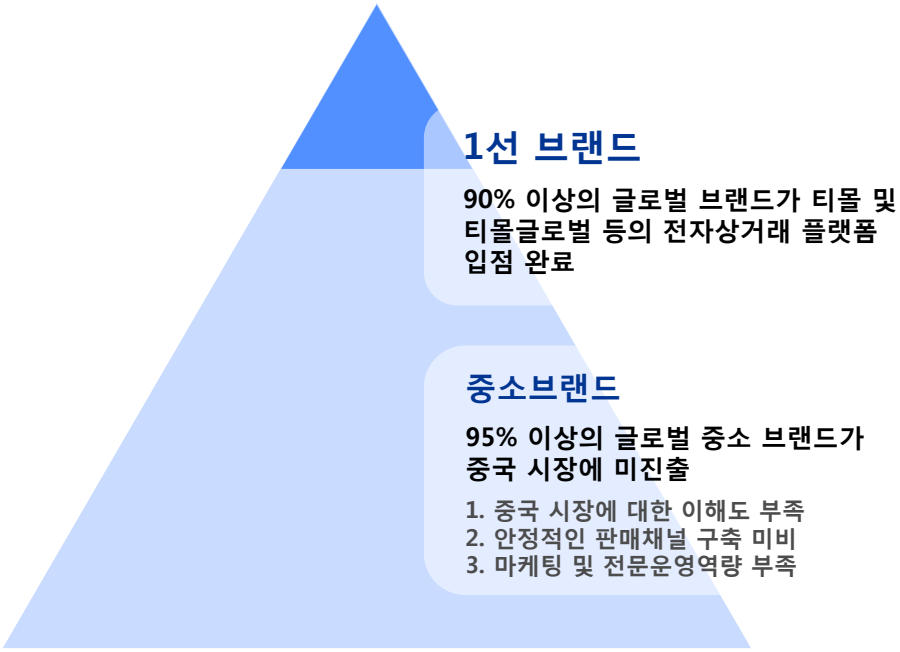
그림 4. 면세점 Big 3의 대표 점포와 국내 면세점 시장 성장 추이 – 면세점 내 화장품 매출 비중 비교

웨이샹그룹, 홍콩에 본사를 둔 화교 자본

화장품	비중	시장 규모	대형웨이샹 A	대형웨이샹 B	대형웨이샹 C
			↓	↓	↓
			롯데소공점	신라장충점	신세계남대문
2018년	65%	19.4조원	**4.2조원**	**2.9조원**	**2.0조원**
2017년	55%	14.6조원	**3.2조원**	**2.1조원**	**1.35조원**
2016년	50%	12.5조원	**3.2조원**	**1.7조원**	**4,500억원**
			↑	↑	↑
			여행사 다이고 소형웨이샹 소형화장품밴더	여행사 다이고 소형웨이샹 소형화장품밴더	여행사 다이고 소형웨이샹 소형화장품밴더

자료: 관세청, 윤호중·추경호 의원실, 데이터뉴스 2019년 1월 18일 보도자료, IBK투자증권

그림 5. 대형 웨이샹 그룹의 사업 변화 중 – 면세점(1선 브랜드)에서 온라인 크로스보더 글로벌 소싱 확대 중



자료: 2018년 IBK컨슈머데이 중 ICB 특강 중, IBK투자증권

1. 백화점 Big3 면세점과의 트래픽 시너지 강화?

1분기 내수 성장 카테고리는 명품과 소형 가전. 면세 트래픽이 주도

2019년 1분기에도
소매유통
수입명품이 성장성을 주도

2019년 1분기에도 백화점의 영업은 대형마트, 홈쇼핑, 편의점, SSM 등 기타 오프라인 유통업대비 긍정적이다. 1분기 국내 소매업계는 이커머스 업체들 사이에 '새벽배송' 경쟁이 치열해지며 식품 전문 온오프라인 채널에서 홈쇼핑까지 트래픽 간섭을 반영한 것으로 추정된다. 반면에 백화점은 명품 카테고리의 꾸준한 성장세와 미세먼지 관련 환경오염 이슈로 소형 가전 판매가 세 자리수 대의 급격한 고성장성을 반영하며 기존점 성장이 양호했기 때문이다.

반면
순수 내수 배송서비스간
트래픽 경쟁으로
수익성 훼손

여기에 면세점 Big3 매출액 또한 전년대비 1) 신규점(신세계강남 18년 7월, 현대무역점 18년 11월)오픈과, 원달러 환율상승 2) 대형 다이고 위주의 면세점 판매 재편 3) 동일 점포내 백화점과의 트래픽 시너지 등으로 우려했던 중국의 전자상거래법 영향이 예상보다 직접적이지 않았기 때문으로 판단된다.

상장사들의
회계 기준 수치와는
소폭 차이가 있지만
2018년 Top 5
4위 5위도 1조원 시현

표 1. 서울 시내면세점 2017~2018년 매출 추이 (단위: 십억원, %)

순위	면세점	2018	2017	YoY
1	롯데면세점 명동본점	4,202.3	3,161.9	32.9
2	신라면세점 서울점	2,884.2	2,123.8	35.8
3	신세계면세점 명동점	1,986.3	1,351.0	47.0
4	HDC신라면세점	1,087.8	832.6	30.7
5	롯데면세점 월드타워점	1,020.7	572.1	78.4
6	두타면세점	681.7	443.6	53.7
7	동화면세점	347.5	312.7	11.1
8	갤러리아면세점63	347.0	331.2	4.8
9	롯데면세점 코엑스점	214.6	215.9	-0.6
10	신세계면세점 강남점	178.2	-	-
11	현대백화점면세점 무역센터점	63.9	-	-
12	SM면세점 서울점	58.5	91.3	-35.9

자료: 관세청, 윤호중추경호 의원실, 데이터뉴스 2019년 1월 18일 보도자료
주: 신세계면세점 강남점은 2018년 7월에, 현대백화점 면세점무역센터점은 2018년 11월에 개점으로 제외

중국의 간편결제 시장은
2경원 규모
2018년 7월 1일

면세점은 2015년 매출액 9조원 규모에서 2018년 약 20조원 규모로 2배 이상의 산업 성장을 이뤘다. 국내 소매업계에서도 성장성과 규모 면에서 주류 소매 채널로 급부상했다. 따라서 다양한 리스크 요인들에 대해서도 우려감은 존재한다. 반면에 2019년엔 글로벌 포트폴리오를 가진 국내 면세점, 글로벌 브랜드와 국내 브랜드의 조합을 이뤄내는 백화점과의 트래픽 시너지를 낼 수 있는 면세점은 기타 면세점들에 비해 리스크 관리도 가능할 것으로 전망된다.

2015년 이후 면세점의 고성장 배경에는 화장품의 매출 비중이 50%를 상회하며 채널 성장을 주도해 온 대표적인 카테고리로 자리매김 했기 때문이다. 2018년 연간으로는 약 60%에 가까운 수준으로 마무리한 것으로 파악되는데 시내 면세점 기준으로는 65%를 상회하고 있는 것으로 추정된다. 최근 한국의 화장품 가맹점주 협회에서의 '면세화장품 불법유통 방치 규탄 집회' 등을 개최함에 따라 향후 시내 면세점에서의 한국 화장품 현장 인도 폐지와 국내 시판 제품과 면세품에 대한 엄격한 구별을 관세청에 요청이 집중되고 있다. 따라서 최근 3년간 면세점의 고성장을 주도한 K-Beauty의 유통 구조 변화에도 주목해야 할 것으로 판단된다.

국내 면세점 매출 중
화장품 비중
약 55%
시내 면세점 기준
약 65% 추정

표 2. 면세점 품목별 매출 (2016년 ~ 2018년 상반기) (단위: 억원, %)

구분	2018 1H		2017		2016	
	매출액	비중	매출액	비중	매출액	비중
화장품	50,649	55.1	75,884	52.4	62,869	51.2
향수	2,953	3.2	4,356	3.0	3,341	2.7
가방류	9,711	10.6	17,512	12.1	17,226	14.0
시계	6,241	6.8	11,450	7.9	9,311	7.6
주류	1,670	1.8	3,185	2.2	3,164	2.6
담배	3,575	3.9	6,235	4.3	6,062	4.9
귀금속류	5,135	5.6	8,256	5.7	5,735	4.7
의류	2,394	2.6	3,832	2.6	3,036	2.5
인홍삼류	1,693	1.8	2,940	2.0	2,884	2.3
안경(선글라스)류	2,105	2.3	3,191	2.2	2,728	2.2
전자제품류	1,623	1.8	2,182	1.5	1,860	1.5
식품류	982	1.1	1,712	1.2	1,990	1.6
민예품류	213	0.2	257	0.2	1,341	1.1
신발류	1,049	1.1	1,551	1.1	1,210	1.0
기타	2,002	2.2	2,141	1.5	-	-
전체	91,994	100.0	144,684	100.0	122,757	100.0

자료: 관세청, IBK투자증권

2018년 주요 면세점포들의 매출 동향을 살펴보면 1) 롯데명동점의 성장성 회복(2016년 대비 2017년 사드 이슈로 성장 정체)과 글로벌 1~2위 수준의 매출 규모 시현 2) 신라 장충점의 36% 고성장 그리고 3) 신세계명동점의 약 2조원 매출 시현으로 국내 Top3 점포로 강력한 포지셔닝을 구축한 것으로 판단된다. 그리고 롯데잠실점의 경우 강남권 처음으로 1조원 매장으로 약진 했으며 영업권 회복 이후 빠른 정상화도 확인되었다. 특히 신세계는 강남점과 공항 등 공격적인 신규 출점으로 Top3 가운데 가장 높은 성장률을 시현했다. 신라본점인 장충점을 제외한 1조원대 대형점들의 특징은 백화점의 입지를 포함하고 있는 점포들인데, 백화점 내 명품 비중의 확대와 함께 트래픽 시너지가 작용하고 있기 때문으로 분석된다.

표 3. 2018년 국내 대기업 면세점 매출 Top 5 현황 (단위: 십억원, %)

순위	업체명	2018	2017	YoY
1	롯데	7,541.9	6,275.7	20.2
2	신라	5,262.4	3,865.3	36.1
3	신세계	2,572.1	1,834.4	40.2
4	HDC	1,087.8	832.6	30.7
5	두타	681.7	443.6	53.7

자료: 관세청, 김정우·추경호 의원실, 티알앤디에프뉴스 2019년 1월 22일 보도자료, IBK투자증권

표 4. 2018년 국내 중소·중견 면세점 매출 Top 5 현황 (단위: 십억원, %)

순위	업체명	2018	2017	YoY
1	동화	347.5	312.7	11.1
2	SM	127.4	142.1	-10.3
3	듀프리토마스쥴리	93.5	85.7	9.1
4	시티플러스	70.5	134.7	-47.7
5	엔타스	58.7	80.1	-26.7

자료: 관세청, 김정우·추경호 의원실, 티알앤디에프뉴스 2019년 1월 22일 보도자료, IBK투자증권

인터넷 면세점의 매출도 순위는 오프라인 Big3와 동일하지만 절대적인 규모와 성장률은 롯데가 압도적이다. 주된 이유는 지난해 하반기 롯데가 인천공항 사업장을 철수하면서 인터넷 채널에서 공격적인 프로모션을 진행했다. 여기에 2위 신라와 3위 신세계 역시 경쟁적으로 참여하며 기타 면세점들의 오프라인 매장 매출 보다 더 높은 수준으로 레벨업 중에 있는 것으로 판단된다. 뿐만 아니라 당분간 인천공항점 철수로 인한 매출 감소를 만회하기 위해 롯데면세점이 주도하는 온라인 프로모션 경쟁은 보다 치열해질 것으로 전망된다.

표 5. 국내 Top 5 인터넷면세점 2018년 매출 추이 (단위: 십억원)

순위	업체명	2018	2017	2016
1	롯데	2,014.7	1,377.4	1,175.2
2	신라	1,260.3	886.5	781.3
3	신세계	830.0	570.9	287.5
4	두타	75.3	66.3	24.8
5	한화	72.5	81.0	36.9
국내 인터넷 면세점 총계		4,338.8	3,044.2	2,364.2

자료: 관세청, 추경호 의원실, 티알앤디에프뉴스 2019년 1월 28일 보도자료, IBK투자증권

2. 중국 전자상거래법 시행 목적부터 알아야 한다

2019년 1월 1일자로 시행 중인 중화인민공화국의 전자상거래법이란?

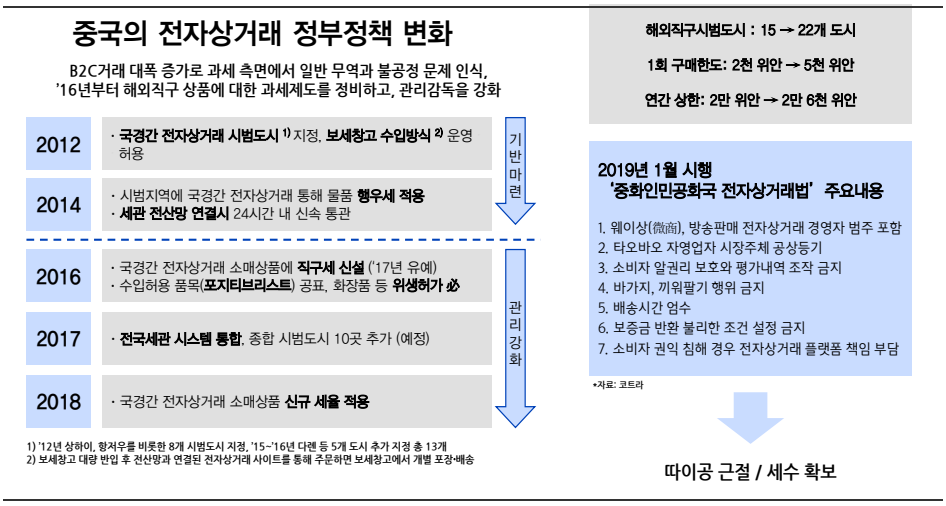
2018년 8월 31일 제13회 전국인민대표대회 상무위원회 제5차 회의를 통해

2019년 1월 1일부터 중화인민공화국 전자상거래법 시행안을 통과시킴

중국은 지난 8월 31일 제13회 전국인민대표대회 상무위원회 제5차 회의에서 '중화인민공화국 전자상거래법'을 통과시키고 내년 1월 1일부터 시행 예정을 밝혔다. 이 법안의 통과가 앞으로 중국의 전자상거래 시장을 얼마나 변화시키고 어떻게 유통과 소비에 영향을 줄지 주목되고 있다.

우선, 새롭게 시행될 중국의 전자상거래법은 총 7개 장, 89개 조항으로 이뤄졌는데 크게 1) 전자상거래 경영자 2) 계약체결 및 이행 3) 분쟁 해결 4) 전자상거래 촉진과 5) 법률책임 등 다섯 가지 분야에 대한 규정들로 요약된다.

그림 6. 중국 전자상거래법의 초석 2012년 보세창고 수입방식 → 직구세 신설 → 전자상거래법



자료: KOTRA, IBK투자증권

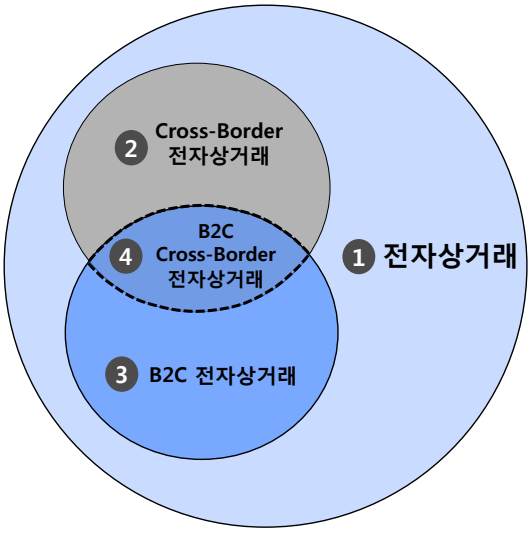
주요 내용을 보면

1) 웨이상(微商), 방송판매 전자상거래 경영자 범주 포함
2) 타오바오 자영업자 시장주체 공상등기
3) 소비자 알권리 보호와 평가내역 조작 금지
4) 바가지, 끼워팔기 행위 금지
5) 배송시간 엄수
6) 보증금 반환 불리한 조건 설정 금지
7) 소비자 권익 침해 경우 전자상거래 플랫폼 책임 부담
8) 악성 댓글 임의 삭제 시 벌금형
9) 지재권 보호 규칙 확립
10) 전자결제 관련 구체적 사항 명시 및 안전 보장 등 이에 따라 전자상거래 플랫폼 경영자, 플랫폼 내 경영자, 자체 홈페이지나 기타 네트워크 서비스를 통해 제품을 서비스하는 판매자는 경영자로 포함된다.

기존엔 개인이 온라인 쇼핑몰(타오바오 내 개인매장 개설, 온라인 플랫폼 내 자영 POP 매장, 웨이상상점 등)을 개설하면 공상 등기를 할 필요가 없어 진입 장벽도 없었다면, 앞으로 법이 적용되면 시장주체 등기가 의무화될 예정이다. 특히 대형 플랫폼의 몰인몰 운영자의 경우 ICP 면허를 요구하는 경우도 있을 것으로 보여 몰인몰도 온라인 경영자 등록업자만이 할 수 있는 환경으로 변화될 전망이다.

전자상거래법은 소비자 권익을 보호하기 위한 성격이 강하고 공급자나 플랫폼의 규정 위반 시 처벌 수준이 높다는 특징을 가지고 있어 중국에 진출한 한국 기업들도 관련법에 대한 숙지가 필수적인 상황이다. 해당 법은 플랫폼 경영자와 플랫폼에 진입한 기업(매장 운영업체)들도 관리대상으로 삼고 있으며 전자상거래의 범주를 넓게 정의하고 있어 국내 소비재 브랜드들과 거래하는 중국의 웨이샹, 왕홍, 밴더, 도매상 등의 사업 주체 역시 법에 저촉되지 않기 위해서는 법에 대한 이해가 시급한 것으로 판단된다.

그림 7. 중국 이커머스 사업규모와 구조



중국 전자상거래 사업 규모와 구조 (2017)

1 전자상거래	4,794.6조원
2 Cross-Border 전자상거래	1,348.4조원
3 B2C 전자상거래	1,199.5조원
4 B2C Cross-Border 전자상거래	199.56조원

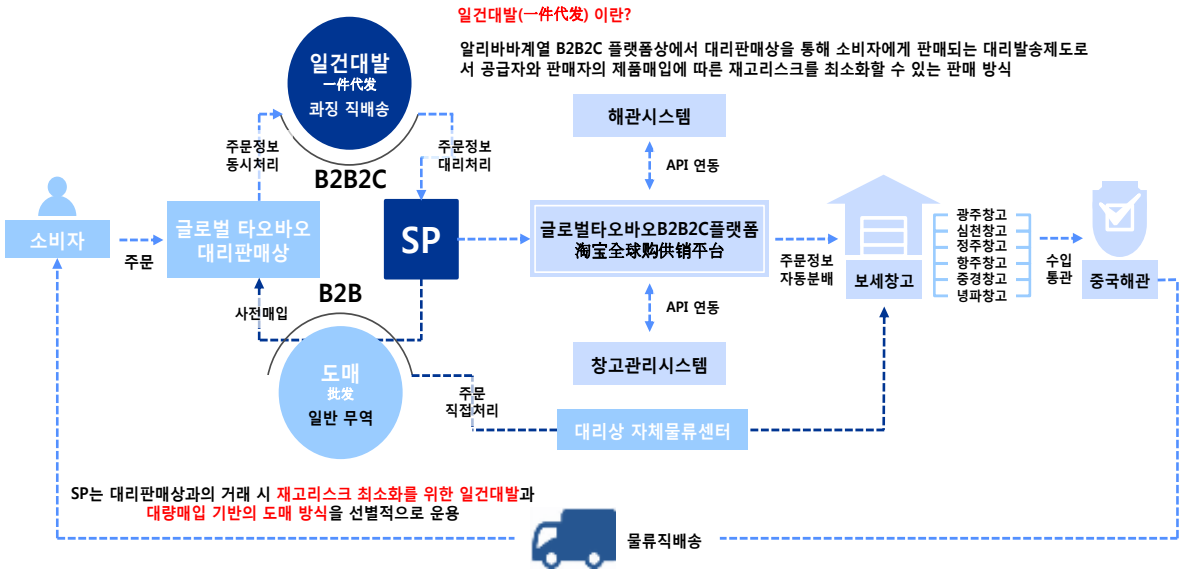
자료: 2017年度中国电子商务市场数据监测报告, The Magical Cosmetic Market in Today's China, IBK투자증권

일대일로의 온라인 버전인 eWTP 전개 전자상거래법 도입 시급

eWTP(인터넷을 통한 글로벌 무역 혁명) 전개를 위해서는 전자상거래법 도입 선행이 시급

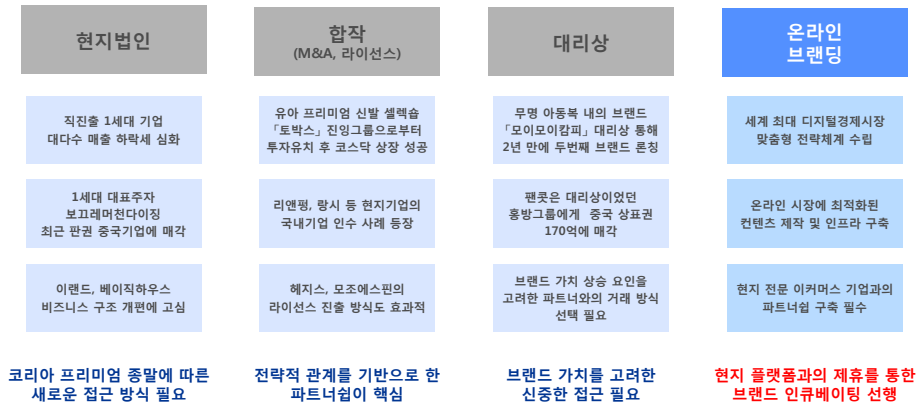
한편 전자상거래법의 초석은 2016년 '직구세 신설'로 국경간 전자상거래 소매상품에 적용되는 법 설립으로 확인된다. 이전에 중국 정부와 기업 간의 이커머스 전략에 대한 본격적인 검토가 일어난 구체적인 계기로, 중국 알리바바의 마윈 전회장은 2016년 3월 23일 하이난성 보아오 포럼에서 알리바바의 전 회장 마윈은 세계무역기구인(WTO)의 한계를 극복할 전자상거래 중심의 eWTP를 제시했다. 전세계의 중소기업, 젊은 창업자, 부녀자들이 글로벌 시장에서 무역을 할 수 있는 환경을 조성하는 것이 목표로 2016년 9월 G20 정상회의 선언문에 마윈의 '전자 세계 무역 플랫폼(eWTP)' 이라는 구상이 반영되었다. 그리고 올해 중국 최대 세일기간인 광군절 기간 동안 알리바바 그룹에서는 전자 세계 무역 플랫폼을 실현하기 위해 200여 개 국가에서 서비스를 제공할 수 있는 인프라를 마련하기 위한 투자를 본격화하기 시작했으며 국가와의 상호간의 시너지를 위한 세관 시스템 투자가 진행 중에 있다.

그림 8. 전세계를 하나로 연결하는 온라인 1:1로 버전의 eWTP 주창



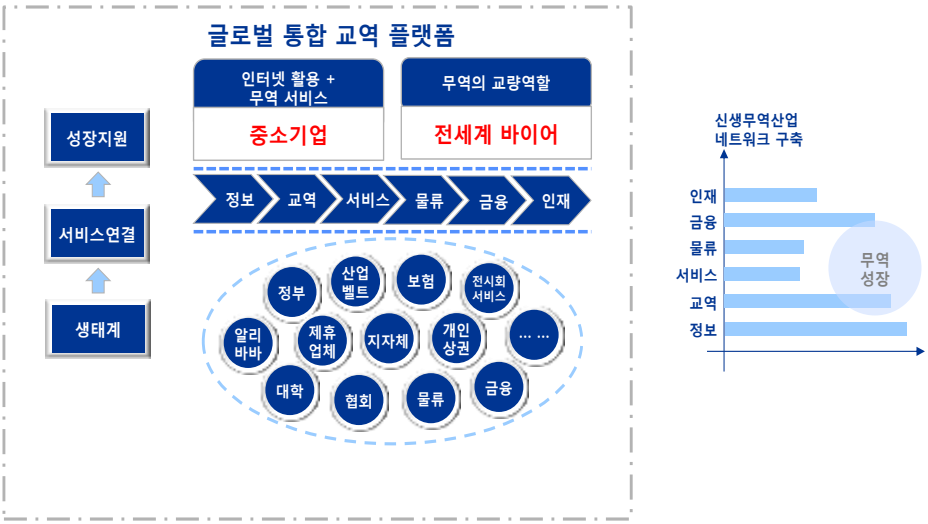
자료: 2018년 IBK컨슈머데이 중 ICB 특강 중, IBK투자증권

그림 9. 한국 기업의 중국 진출 전략 변화



자료: 2018년 IBK컨슈머데이 중 ICB 특강 중, IBK투자증권

그림 10. eWTP를 통한 글로벌 무역 혁신

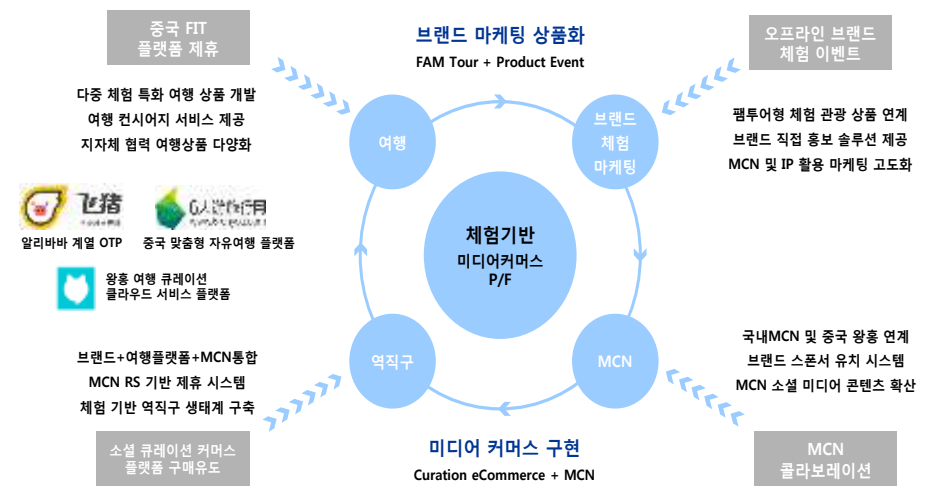


자료: 2018년 IBK컨슈머데이 중 ICB 특강 중, IBK투자증권

eWTP는?
낙후되고 취약한 중소기업의 무역 생태계의 성장과 고도화를 실현하기 위한 서비스 산업 기반의 플랫폼 전략으로 이커머스를 통한 글로벌 무역 혁명

전자상거래법에 이은 한국 면세점 내 다이고들의 탈세 단속에 우선하지는 않는다. 중국이 정부와 기업 그리고 민간과의 협력을 통해 전자상거래의 핵심인 eWTP (Electronic World Trade Platform) 시스템을 통해 전세계를 무대로 무역을 활발히 하려는 데 있다. 이는 낙후되고 취약한 중소기업의 무역 생태계의 성장과 고도화를 실현하기 위한 서비스 산업 기반의 플랫폼 전략으로, 이를 시행하기 위해서는 해외로부터 재화를 수입해 오는 역직구가 확대되기 위한 통관 시스템이 갖춰져야 하기 때문이다.

그림 11. 핵심사업모델 – 체험기반 미디어 커머스 플랫폼



자료: 2018년 IBK컨슈머데이 중 ICB 특강 중, IBK투자증권

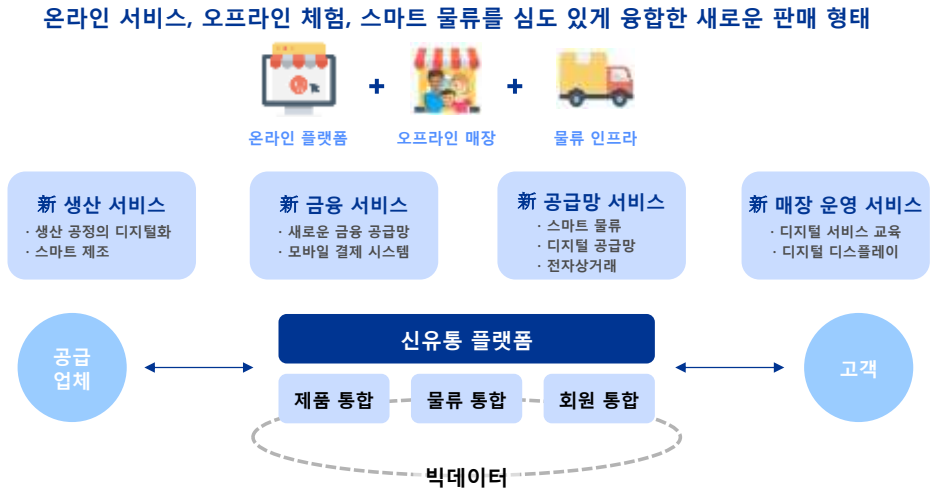
전자상거래법의 취지에 맞게 가장 먼저 글로벌 사업을 전개할 것으로 기대되는 알리바바 그룹은 최근 '티몰 글로벌'이 수입 제품 유치와 글로벌 기업에 대한 중국 시장 진출을 가속화하기 위한 2가지 계획을 지난 3월 21일 발표했다. 2019년 Tmall Global 2019 Partner Summit 은 5년간 한화 226조원이 투입될 계획으로 티몰 글로벌이 제공하는 수입 솔루션인 '중앙집중형 수입 조달 프로그램(CIP:Centralized Import Procurement)과 티몰 해외 물류센터(TOF:Tmall Overseas Fulfillment)를 통한 고품질 수입 제품에 대한 중국 소비자 수요가 증가하는 상황에서, 글로벌 브랜드들의 중국 시장 진출이 가속화될 수 있을 것으로 기대된다. 현재 티몰 글로벌은 한국을 중심으로 일본, 미국에서 해외 물류센터를 운영 중에 있으며 2019년 말 유럽까지 확대할 예정이다.

표 6. 2018년 연간 중국 온라인 화장품 시장 채널별 거래 규모 분석 (단위: %)

채널	판매액 비중	판매량 비중
티몰 Tmall	44.2	31.60
타오바오 Taobao	33.79	52.11
징동 JD	13.91	12.77
카오라 网易考拉	3.31	1.09
聚美优品 JUMEI	2.33	1.20
VIPS	1.89	0.75
苏宁易购 Suning	0.36	0.35
蜜芽 mia	0.07	0.03
贝贝 beibei	0.06	0.08
国美 Gome	0.03	0.00
寺库 SECOO	0.03	0.00
当当 dangdang	0.01	0.01
我买网 womai	0.01	0.01
顺丰优选 sfbest	0.01	0.00
宝宝树 babytree	0.00	0.00

자료: 欧特欧国际咨询公司, 化妆品报(Cosmetic Newspaper '2019.02.27 보도자료), IBK투자증권

그림 12. 알리바바의 신유통 구조



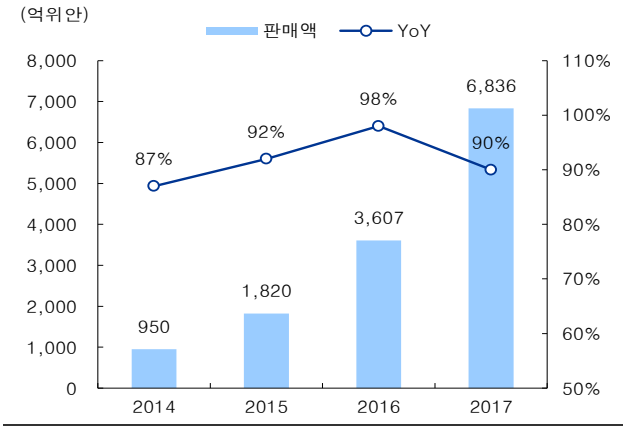
자료: 2018년 IBK컨슈머데이 중 ICB 특강 중, IBK투자증권

소형 다이고 거래 급감 → 웨이샹 대형화 완료와 소싱 기업으로 전환 가속화

중국 내수, 웨이샹 채널 상호등록 시스템 도입으로 음지에서 양지화 진행 중

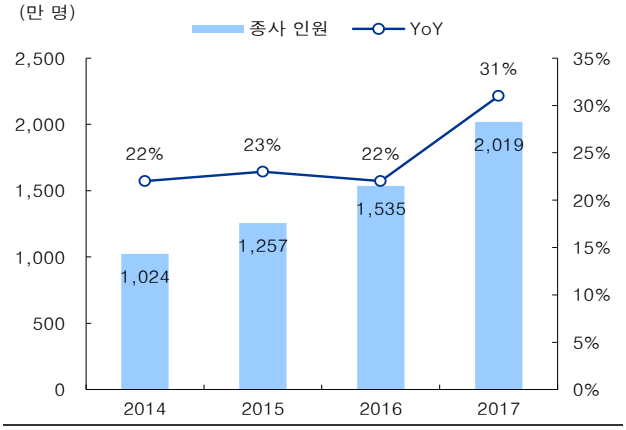
IBK에서는 최근 중국 화장품 전문가 및 국내 면세점 밴더 미팅을 통해 1) 국내 면세점 내 다이고 동향, 특히 전자상거래법 영향 2) 중국 화장품 시장 내 K-Beauty 영업 환경에 대해 점검했다. 2018년 4분기 이후 2019년 1월~2월 사이 국내 면세점 내 소형 규모의 중국 다이고는 대부분 축소된 것으로 파악된다. 이로 인해 화장품 브랜드에 대한 선호도 역시 글로벌과 국내 대형 브랜드와 중국 내 온오프라인의 대형 거래 채널을 확보하고 있는 브랜드 위주로 거래가 집중되고 있는 것으로 판단된다. 주된 이유는 지난 3월 1일부터 중국 내 대표 이커머스 채널인 티몰, JD 등이 보유한 보세창고에 대해 정부 조사가 진행되었으며, 3월 중으로 세관 시스템을 강화하고 있기 때문이다. 최근 국내 시내 면세점과 거래하는 중국 대형 바이어들 역시 국내 화장품 밴더들에게도 4월 전자상거래법 적용 구체화를 예고하고 있는 것으로 파악되고 있다.

그림 13. 2014-2017년 중국 웨이상 시장 규모



자료: 주간코스메틱 2019. 03. 13 보도자료(Euromonitor), IBK투자증권

그림 14. 2014-2017년 중국 웨이상 종사 인원



자료: 주간코스메틱 2019. 03. 13 보도자료(Euromonitor), IBK투자증권

그림 15. 다이고 발전 현황

자료: CMBIS, The Magical Cosmetic Market in Today's China, IBK투자증권

최근 대표적인 사례로 2018년 연말부터 한국의 마스크팩 상위 수출 기업들의 거래 대금이 중국 중국 대리상들로부터 결제를 받지 못해 매출채권에 대한 소송을 진행하고 있다는 뉴스가 전해지고 있다. 이는 전자상거래법의 간접적인 적용이 시작된 가운데 중국 내수 브랜드들의 경쟁력 강화가 이어지며 한국의 마스크팩이 과거처럼 물량 경쟁력 만으로 매출을 주도하기에는 어려운 환경에 직면하고 있기 때문으로 판단된다.

표 7. 전체 다이고 수입 규모와 구조 (단위: 십억 RMB)

리테일	2012	2016	2018(E)
B2C	1.1%	56.4%	65.8%
C2C	98.9%	43.6%	34.2%
규모	47.8	408.2	758.1

자료: Ujoy Consulting, The magical cosmetic market in today's china, IBK투자증권

표 8. 전체 다이고 타겟 소비층

구분	비중
1선 도시	**10.0%**
2선 도시	22.0%
3선 도시	28.0%
4선 도시	30.0%

자료: Ujoy Consulting, The magical cosmetic market in today's china, IBK투자증권

중국 유통채널은 제조사 → 총대리상 → 도시급수 별 대리상의 다양한 유통 과정을 거쳐서 공식 소매 채널로 연계된다. 한국의 명품 및 내셔널 브랜드들의 경우 제조사가 소매 채널에 직접 입점하고 있는데, 중국의 글로벌 명품 브랜드의 경우에도 지역 유지로 기득권을 가진 중소 대리상의 유통 단계를 거쳐야만 하기 때문이다. 이렇게 복잡한 유통 단계로 인해 한국 제조 브랜드 업체들의 경우 단계마다 유통 마진을 보장해 줘야 한다. 저가의 K-Beauty 브랜드 특히 마스크팩은 재고 관리에 문제가 생기면 역마진까지 책임져야 하는 사고들이 발생하고 있는 것으로 파악된다. 특히 전자상거래법의 구체화를 앞두고 대형 대리상들의 구매가 중국 내 소매채널에서 허가를 받은 브랜드들로 집중되고 있는 현상도 이 때문으로 판단된다.

표 9. 2018년 연간 채널별 화장품(색조+기초) 판매 현황 (단위: 백만위안, 백만건, 위안)

	판매액(조원)	판매량	평균호가	평균단가(천원)
인터넷	253,560.1(47.2)	5,077.3	49.9	103.9(17.5)
크로스보더	58,671.6(9.9)	714.9	82.1	167.1(28.1)

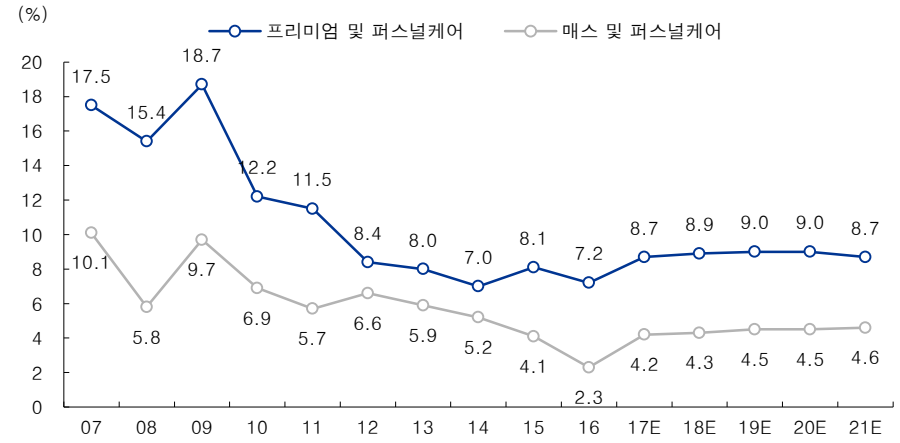
자료: 欧特欧国际咨询公司, 化妆品报(Cosmetic Newspaper '2019.02.27 보도자료), IBK투자증권

표 10. 2018년 인터넷 및 크로스보더 내 화장품(색조+기초) 판매 현황 (단위: 백만위안, 백만건, %)

	판매액(조원)	비중	판매량	비중
B2C	167,882.2(28.2)	66.2	2,431.6	47.9
C2C	85,677.4(14.4)	33.8	2,645.7	52.1

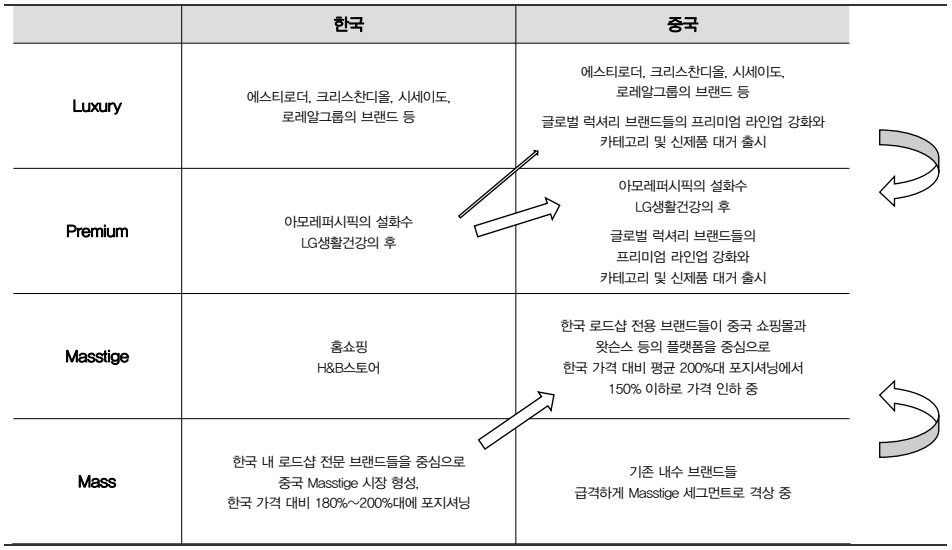
자료: 欧特欧国际咨询公司, 化妆品报(Cosmetic Newspaper '2019.02.27 보도자료), IBK투자증권

그림 16. 매스 및 프리미엄 화장품 성장률 추이



자료: Euromonitor, 중신증권연구부, The Magical Cosmetic Market in Today's China, IBK투자증권

그림 17. 한국과 중국 화장품 세그먼트간 변화 구조 – 중국 시장 내 글로벌과 로컬 브랜드의 약진



자료: CMBIS, IBK투자증권

표 11. 2018년 연간 크로스보더 이커머스 TOP 5 브랜드 거래 규모 분석 (단위: 백만위안, %, 백만건)

순위	브랜드	판매액(억원)	비중	판매량	비중
1	AHC	1,409.3(2,370.0)	2.40	10.7	1.49
2	후 THE HISTORY OF WHOO	1,130.6(1,901.0)	1.93	25.6	3.58
3	SK-II	1,114.6(1,874.1)	1.90	2.6	0.36
4	에스티로더 ESTEE LAUDER	1,062.8(1,787.0)	1.81	4.8	0.67
5	제이엠솔루션 JM SOLUTION	1,013.8(1,704.6)	1.73	17.4	2.43

자료: 欧特欧国际咨询公司, 化妆品报(Cosmetic Newspaper '2019.02.27 보도자료), IBK투자증권

한편 중국 내수의 화장품 시장의 최근 동향은 Luxury의 고성장과 Mass시장의 경쟁 심화로 확인된다. 특히 Mass 카테고리 내에서 중국 로컬 브랜드들의 매우 공격적인 신규 브랜드 출시와 광고 마케팅 강화 등이 대표적이다.

상대적으로 글로벌 브랜드들의 Luxury, Premium 등에서 브랜드력과 품질력으로 성장성을 유지하는 반면 Mass에서는 모바일 채널과 SNS 내 왕홍 마케팅에 비해 더딘 상황이다. 따라서 중국 Mass 시장 내 핵심 소비층인 Z제네레이션의 needs에는 로컬 업체들의 대응이 적극적인 가운데 최근 2년 사이 Top 10으로 진입한 로컬화장품 퍼펙트다이어리, HFP:Home facial professional(2018년 광군절 티몰 내수 판매 8위) 등이 급부상한 것으로 파악된다. 또한 중국정부가 상하이잘라(Jala/쯔란당), 상메이(Shanghai Chicmax/칸스), 바이췌링 등 전통적인 내수 기업들은 생산공장에 대한 투자를 적극 지원 중에 있어 2019년 Mass 시장 내 로컬 브랜드들의 약진은 더욱 강화될 것으로 전망된다.

표 12. 2018년 연간 중국 온라인 화장품 시장 TOP 20 브랜드 거래 규모 분석 (단위: 백만위안, 백만건, %)

순위	브랜드	영문명	판매액	비중	판매량	비중
1	로레알	L'OREAL	4,843.0	1.91	54.2	1.07
2	에스티로더	ESTEE LAUDER	3,208.6	1.27	15.0	0.30
3	SK-II	SK-II	2,894.5	1.14	6.1	0.12
4	랑콤	LANCOME	2,717.3	1.07	13.7	0.27
5	올레이	OLAY	2,591.2	1.02	16.7	0.33
6	바이췌링 百雀羚	PECHOIN	2,193.8	0.87	23.9	0.47
7	후	THE HISTORY OF WHOO	1,999.4	0.79	44.9	0.88
8	쯔란당 自然堂	CHANDO	1,949.7	0.77	16.9	0.33
9	이니스프리	INNISFREE	1,711.6	0.68	28.6	0.56
10	디올	DIOR	1,708.2	0.67	9.4	0.19
11	AHC	AHC	1,602.7	0.63	12.5	0.25
12	시세이도	SHISEIDO	1,540.5	0.61	16.7	0.33
13	MAC	MAC	1,488.8	0.59	11.3	0.22
14	입생로랑	YSL	1,486.7	0.59	8.3	0.16
15	헤드앤숄더	HEAD & SHOULDER	1,471.3	0.58	24.5	0.48
16	PROYA	PROYA	1,481.0	0.58	13.3	0.26
17	UNIFON	UNIFON	1,444.3	0.57	16.5	0.32
18	메이블린	MAYBELLINE	1,396.2	0.55	17.7	0.35
19	슈바르츠코프	SCHWARZKOPF	1,366.2	0.54	17.9	0.35
20	이예즈 一叶子	ONE LEAF	1,320.8	0.52	12.5	0.25

자료: 欧特欧国际咨询公司, 化妆品报(Cosmetic Newspaper '2019.02.27 보도자료), IBK투자증권

3. IBK Top picks

유통, 전통 채널의 부진으로 면세 유통의 트레이딩 반복

IBKS에서는 지난 3월 2019년 중국의 전자상거래법 도입이 국내 면세점 업계에 미치는 영향을 점검하기 위해 중국 내 화장품 B2B사업자와 국내 면세점 내 소형 화장품 밴더 구조에 대해 시장 조사를 진행했다. 중국은 전세계적으로 그 어떤 국가보다도 4차 산업 혁명의 패러다임이 소매 플랫폼, 내수 콘텐츠와 연계되어 신유통 모델을 강화하고 있는 것으로 확인된다. 여기에 중국 정부가 2015년 웨이샹의 등록제 실시에 이어 2017년 보세정책을 제시하며 규범화된 통관 규제를 한층 심화시켜 왔다. 뿐만 아니라 알리바바의 티몰을 중심으로 전자상거래 정부정책의 변화를 강화하고 있는 것으로 판단된다. 비록 전자상거래법이 한국 면세점 내 다이고들의 탈세 방지를 위한 목적이 아니라는 점은 확인했지만 수입상품에 대한 품질관리, 반품, 탈세 등 유통 과정에 대한 중국 정부의 통제력 또한 높아질 것으로 전망된다. 그럼에도 2019년 국내외 유통업 전망치에 근거할 때 추천 종목은 **호텔신라**(TP 120,000원 매수)를 제시한다. 전통적인 내수 채널이 배송서비스에 대한 트래픽 경쟁으로 수익성 악화가 불가피한 상황에서 면세점의 꾸준한 트래픽 회전율과 글로벌 사업을 중심으로 영업이익의 턴어라운드가 가시적이기 때문이다.

화장품, K-Contents 수요는 지속 전자상거래법 수혜 모멘텀

사업 모델 확장과 전환 노력으로 하반기는 기업별 차별화 예상

2018년 하반기 ODM/OEM Top 3사는 화장품 업종 내에서도 회복 속도를 높이며 턴어라운드를 확인시켜 주었다. 1) **국내는** 유통 채널들의 구조 개편과 패러다임 변화가 구체적이다. 이커머스의 성장, 홈쇼핑 내 성공 브랜드들의 해외 진출, 그리고 면세점의 신규 출점 등이다. 2) **중국은** 로컬 브랜드의 매스티지 카테고리 진입과 글로벌 Top 럭셔리 SKU를 중심으로 유통 채널 전반에서의 고른 성장이 확인된다. 중국 시장이 글로벌 2위로 포지셔닝을 굳건히 하는 가운데 K-ODM/OEM도 이를 반영하며 고객 기반이 확대되고 있기 때문이다.

클리오 국내외 턴어라운드 가시화

코스맥스 절대적으로 글로벌 No.1포지셔닝 구축 밸류에이션 프리미엄 본격화

중국인 관광객 수요 회복 뿐만 아니라 중국 내수 시장은 정부 주도의 화장품 산업 육성안 계획, 수입 화장품 거래에 대한 시스템이 구축됨에 따라 국내 대표 화장품업체들의 경쟁력은 오히려 차별화를 강화하고 있다. 코스맥스, 한국콜마, 코스메카코리아 개별 기업별로 중국 및 글로벌 의존도의 차이는 있지만 3분기 결과 코스맥스와 한국콜마의 중국 법인의 매출액 성장률 회복은 구체화되었다. 그러나 개별 기업별 밸류에이션 프리미엄 회복은 2018년 2분기 이후 산업 전체적인 기저효과 수준을 넘어 펀더멘털 개선의 정도와 속도에서 구체화될 것으로 전망된다.

한국콜마 제약사업부와의 포트폴리오 연계를 통해 전사 성장성과 수익성 확대 본격화

사드 이슈 이후로 K-Beauty 업계는 브랜드와 유통망의 재정비, 강도높은 구조조정, 적극적인 인수합병과 글로벌 확대에 집중하고 있다. 특히 중국 시장 내 글로벌사와 중국 내수 기업들의 공격적인 M/S 확대로 이어지고 있다. 국내 ODM 3사는 이러한 시장 트렌드를 분석, 공격적인 M&A를 통해 경쟁 우위 입증하고 있어 Valuation은 업종 대비 Premium 적용이 타당한 것으로 판단된다. 화장품 추천종목은 **클리오**(TP 25,000원/매수), **코스맥스**(TP 190,000원/매수), **한국콜마**(TP 120,000원/매수)를 제시한다.

호텔신라, 해외 사업의 턴어라운드 및 국내 사업의 리스크 관리 능력 강화

표 13. 2018년 4분기 기준 주요 화장품 관련 기업 실적 요약 (2018년 감사보고서 기준, 2019년 4월 1일 종가 기준) (단위: 십억원, %)

기업명	매출액			영업이익			당기순이익			시가총액			외국인	3개월
	2018	2017	YoY	2018	2017	YoY	2018	2017	YoY	(4/1)	(-1M)	(-3M)	지분율	수익률
아모레퍼시픽	5,277.8	5,123.8	3.0	482.0	596.4	-19.2	334.8	398.0	-15.9	11,399	11,019	10,610	33.6	-10.0
LG생활건강	6,747.5	6,105.1	10.5	1,039.3	930.0	11.7	692.3	618.3	12.0	22,100	22,131	19,757	45.2	28.7
아모레G	6,078.2	6,029.1	0.8	549.5	731.5	-24.9	376.3	489.6	-23.1	5,879	5,739	5,648	21.1	-4.3
애경산업	699.6	628.9	11.2	79.2	49.7	59.2	60.8	38.1	59.7	1,354	1,306	1,061	7.4	4.3
한국콜마	1,357.9	821.6	65.3	90.0	67.0	34.3	36.8	48.6	-24.3	1,801	1,779	1,502	41.4	12.9
코스맥스	1,259.7	884.0	42.5	52.3	35.1	48.9	21.1	15.5	35.7	1,553	1,523	1,266	30.3	16.5
잇츠한불	214.1	245.7	-12.9	19.9	45.4	-56.1	18.6	42.0	-55.8	661	660	589	3.3	12.1
한국콜마홀딩스	561.7	408.3	37.6	83.5	61.8	35.1	90.2	51.7	74.7	679	691	553	18.6	30.3
클리오	187.4	193.7	-3.3	-1.6	10.9	적자전환	1.0	7.9	-87.4	329	327	229	8.7	33.2
에이블씨엔씨	345.5	373.3	-7.4	-19.0	11.2	적자전환	-11.7	8.8	적자전환	334	342	323	10.0	16.1
제이준코스메틱	132.0	129.7	1.8	7.1	22.3	-68.0	-1.5	27.1	적자전환	272	267	290	2.5	-7.8
네오팜	66.3	53.6	23.6	19.2	14.0	36.5	15.4	11.6	33.0	436	441	332	19.6	31.3
에스디생명공학	156.6	127.4	22.9	10.4	19.4	-46.8	8.5	13.5	-37.2	216	216	206	0.1	10.6
리더스코스메틱	139.2	139.9	-0.5	-13.6	-0.3	적자지속	-13.7	-7.9	적자지속	197	194	208	4.7	-3.2
연우	272.9	229.3	19.0	6.2	9.0	-31.5	7.4	7.8	-5.5	349	355	260	16.0	24.9
씨티케이코스메틱스	110.5	113.0	-2.2	5.2	24.4	-78.6	7.8	15.3	-49.0	262	263	253	0.0	23.6
코스맥스비티아이	438.3	298.3	46.9	24.1	10.1	138.1	12.6	5.9	114.7	235	232	198	7.9	23.8
SK바이오랜드	100.6	102.6	-1.9	17.1	16.0	6.5	15.1	12.0	25.6	274	279	234	3.8	17.4
코스메카코리아	303.3	182.3	66.3	9.8	11.0	-10.6	9.2	9.9	-7.8	250	249	298	14.3	-28.3
토니모리	181.0	205.7	-12.0	-5.0	-1.9	적자지속	-7.8	-5.5	적자지속	228	228	230	1.1	15.1
코리아나	115.7	111.7	3.6	2.0	2.2	-6.0	1.7	1.8	-6.8	191	186	186	4.9	8.7
한국화장품	153.9	151.3	1.7	-7.5	7.6	적자전환	-7.8	4.0	적자전환	185	183	198	1.7	6.1
코스온	110.3	100.5	9.8	3.3	4.7	-30.4	-1.0	1.6	적자전환	176	178	191	4.5	-6.4
한국화장품제조	88.2	67.2	31.3	4.8	2.9	64.3	3.3	4.4	-25.1	160	158	169	1.0	-2.5
오가닉티코스메틱	240.0	197.7	21.4	62.1	60.7	2.3	44.9	43.2	3.8	152	151	149	52.3	0.0
보령메디앙스	107.8	120.7	-10.7	3.4	5.9	-43.0	3.2	6.0	-46.9	129	128	117	1.8	15.4
대봉엘에스	71.8	65.7	9.4	7.9	9.1	-13.3	6.6	7.8	-15.1	101	101	79	1.4	44.8
제닉	69.0	64.7	6.7	-11.4	-8.3	적자지속	-15.3	-7.5	적자지속	56	55	51	2.4	18.9
잉글우드랩	118.8	87.1	36.3	-0.3	-8.9	적자지속	-5.4	-13.9	적자지속	94	93	109	11.2	-24.9
KCI	60.6	48.5	24.9	11.3	5.1	121.5	8.9	4.0	123.1	140	132	107	2.0	50.4
에이씨티	19.3	24.1	-19.8	-2.9	0.4	적자전환	-3.8	-5.0	적자지속	122	122	154	15.1	3.6
합계	**25,786**	**23,435**	**10.0**	**2,528**	**2,745**	**-7.9**	**1,708**	**1,854**	**-7.9**	**50,315**	**49,725**	**45,560**		

자료: Quantiwise, IBK투자증권
* 2018년 감사보고서 완료 전 기업도 포함

19.1Q Preview 요약

표 14. 2018년 IBK커버리지 기준 유통업,화장품 주요 종목군 실적 전망

(단위: 십억원, %, *p*)

		2018				2019F				19.1Q 컨센서스	YoY	2018	YoY	2019F	YoY
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q						
롯데쇼핑 (연결)	총매출액	5,902	5,926	6,143	6,133	6,011	6,020	6,155	5,783	5,961	1.0	24,104	-2.0	23,969	-0.6
	순매출액	4,347	4,423	4,675	4,398	4,575	4,676	4,886	5,291	4,398	1.2	17,843	-1.8	19,428	8.9
	영업이익	221	87	199	90	183	164	195	217	213	-3.6	597	-6.5	759	27.1
	opm	3.7	1.5	3.2	1.5	3.0	2.7	3.2	3.8	3.6	-4.5	2.5	-0.1	3.2	0.7
	순이익	-10	-214	208	-448.6	64.0	61.0	78.0	83.0	99	흑자전환	-465	적자지속	286	흑자전환
신세계 (연결)	순매출액	1,095	1,183	1,366	1,541	1,356	1,405	1,565	1,753	1,399	27.7	5,185	33.9	6,079	17.2
	영업이익	113.0	80.0	70.0	134.0	96.1	69.8	77.5	123.4	97.7	-13.5	397.0	14.8	366.8	-7.6
	opm	10.3	6.8	5.1	8.7	7.1	5.0	5.0	7.0	7.0	-3.3	7.7	-1.3	6.0	-1.6
	순이익	84.2	52.1	38.0	110.7	71.4	45.0	52.0	85.4	74.8	-9.3	284.9	33.4	253.8	-10.9
이마트 (별도)	총매출액	3,724	3,505	4,029	3,588	3,931	3,758	4,327	4,005	3,848	3.3	14,846	2.6	16,021	7.9
	순매출액	3,288	3,108	3,617	3,136	3,511	3,391	3,914	3,651	3,440	4.6	13,149	5.6	14,467	10.0
	영업이익	162	55	198	75	155	68	215	171	160	-1.2	490	-23.3	609	24.3
	opm	4.4	1.6	4.9	2.1	3.9	1.8	5.0	4.3	4.2	-4.4	3.3	-1.1	3.8	0.5
	순이익	135	104	141	-18	151.0	59.0	169.0	140.0	151	11.9	362	-43.5	519	43.4
현대백화점 (연결)	총매출액	1,432	1,392	1,374	1,681	1,641	1,613	1,698	1,701	1,593	11.2	5,879	2.2	6,653	13.2
	순매출액	452	442	437	531	546	493	477	610	556.5	23.1	1,862	0.8	2,126	14.2
	영업이익	103.0	75.0	79.9	98.7	96.4	84.4	83.4	116.0	93.9	-8.9	356.6	-9.5	380.2	6.6
	opm	7.2	5.4	5.8	5.9	5.9	5.2	4.9	6.8	5.9	-18.0	6.1	-0.8	5.7	-0.4
	순이익	91.0	49.0	65.8	78.8	92.0	65.0	68.0	89.0	82.8	-9.0	284.6	-5.8	314.0	10.3
호텔신라 (연결)	매출액	1,126	1,175	1,220	1,193	**1,313**	1,361	1,405	1,370	**1,252.9**	11.3	4,714	17.5	5,449	15.6
	영업이익	44.2	69.5	68.0	27.5	**52.3**	79.8	77.5	42.3	**48.9**	10.7	209.1	186.1	251.9	20.5
	opm	3.9	5.9	5.6	2.3	**4.0**	5.9	5.5	3.1	**3.9**	-0.6	4.4	2.6	4.6	0.2
	순이익	31.7	52.6	47.2	-21.2	**37.8**	59.7	55.1	27.0	**37.0**	16.5	110.3	336.2	179.6	62.8
롯데하이마트 (별도)	매출액	953	1,087	1,113	960	1,011	1,135	1,175	1,027	991	4.1	4,113	0.2	4,348	5.7
	영업이익	41.4	66.9	64.7	13.4	37.3	62.1	66.8	31.4	38.1	-7.9	186.4	-10.0	197.6	6.0
	opm	4.3	6.2	5.8	1.4	3.7	5.5	5.7	3.1	3.8	-11.5	4.5	-0.5	4.5	0.0
	순이익	29.8	49.5	48.2	-46.3	26.4	45.4	48.7	19.7	27.3	-8.4	81.2	-47.9	140.1	72.6
GS홈쇼핑 (별도)	매출액	1,075	1,114	957	1,102	1,099	1,205	1,005	1,105	1,137	5.8	4,248	8.3	4,414	3.9
	영업이익	31.0	34.6	30.6	41.1	27.8	32.1	31.1	45.0	30.6	-1.2	137.3	-5.0	136.0	-0.9
	opm	2.9	3.1	3.2	3.7	2.5	2.7	3.1	4.1	2.7	-6.6	3.2	-0.5	3.1	-0.2
	순이익	36.6	38.2	24.9	21.0	28.3	33.5	34.1	42.1	27.0	-26.2	120.7	24.3	138	14.4
현대홈쇼핑 (별도)	총매출액	943	913	876	990	971	953	911	1,005	974	3.3	3,721	2.6	3,840	3.2
	영업이익	40.3	39.3	25.0	30.9	38.3	40.0	29.0	40.0	39.5	-2.0	135.4	-9.8	147.3	8.8
	opm	4.3	4.3	2.8	3.1	3.9	4.2	3.2	4.0	4.1	-5.1	3.6	-0.5	3.8	0.2
	순이익	45.0	33.3	21.7	-20.2	35.1	31.0	26.0	39.0	4.1	-91.0	79.8	-9.2	131	64.3
엔에스쇼핑 (연결)	매출액	352.4	352.8	334.8	323.9	359.0	363.0	351.0	375.0	360	2.2	1,364	-1.1	1,448	6.2
	영업이익	23.7	22.9	18.6	13.8	21.5	23.3	19.1	18.4	23.2	-2.1	79.0	-14.8	82	4.2
	opm	6.7	6.5	5.6	4.3	6.0	6.4	5.4	4.9	6.4	-4.2	5.8	-0.9	5.7	-0.1
	순이익	15.6	14.7	12.2	2.4	19.0	16.0	14.0	15.0	N/A	-	44.9	-34.8	64	42.5

자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 15. 2018년 IBK커버리지 기준 유통업,화장품 주요 종목군 실적 전망

(단위: 십억원, %, *p*)

		2018				2019F				19.1Q 컨센서스	YoY	2018	YoY	2019F	YoY
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q						
GS리테일 (연결)	매출액	1,995	2,199	2,325	2,173	2,121	2,367	2,550	2,401	2,098	5.2	8,692	5.1	9,439	8.6
	영업이익	21.6	55.7	77.6	25.3	26.1	58.3	63.5	38.0	25.4	17.6	180.3	8.9	186	3.1
	opm	1.1	2.5	3.3	1.2	1.2	2.5	2.5	1.6	1.2	11.9	2.1	0.1	2.0	-0.1
	순이익	19.1	45.8	61.6	5.9	23.4	47.5	53.0	38.0	22.0	15.0	132.4	15.2	162	22.3
BGF리테일 (연결)	매출액	1,317	1,479	1,539	1,441	1,375	1,563	1,651	1,551	1,365	3.7	5,776	3.4	6,140	6.3
	영업이익	26.1	56.4	65.6	41.4	27.5	60.9	66.9	48.0	29.4	12.8	189.5	-20.9	203	7.3
	opm	2.0	3.8	4.3	2.9	2.0	3.9	4.1	3.1	2.2	8.8	3.3	-1.0	3.3	0.0
	순이익	22.1	45.3	53.1	33.8	24.1	49.0	53.7	36.6	26.2	18.7	154.3	-14.3	163	5.9
코웨이 (개별)	매출액	648	678	670	712	687	720	705	724	688	6.2	2,707	7.6	2,836	4.8
	영업이익	131	129	130	129	139	137	137	125	137.3	4.5	520	9.9	538	3.5
	opm	20.3	19.1	19.5	18.1	20.2	19.0	19.4	17.3	19.9	-1.6	19.2	0.4	19.0	-0.2
	순이익	95.2	90.7	94.2	69.7	100.0	98.0	105.0	83.0	100.0	5.0	350	7.4	386	10.3
SK네트웍스 (연결)	매출액	3,477	3,432	3,530	3,553	3,292	3,261	3,225	3,200	3,449	-0.8	13,993	-8.0	12,978	-7.3
	영업이익	24.5	21.3	41.3	51.1	40.4	37.8	44.9	48.3	41.2	68.2	138.1	-3.3	171.4	24.1
	opm	0.7	0.6	1.2	1.4	1.2	1.2	1.4	1.5	1.2	69.6	1.0	0.0	1.3	0.3
	순이익	0.2	0.6	-6.6	19.6	13.4	14.3	19.6	19.8	14.1	6,855.4	13.9	-59.9	67.1	383.3
아모레 퍼시픽 (연결)	매출액	1,432	1,344	1,278	1,224	1,523	1,483	1,400	1,390	1,530	6.8	5,278	3.0	5,796	9.8
	영업이익	236	146	76	24	195	163	105	93	228	-3.5	482	-19.2	557	15.5
	opm	16.5	10.9	6.0	1.9	12.8	11.0	7.5	6.7	14.9	-9.6	9.1	-2.5	9.6	0.5
	순이익	177	110	48	0.5	164	127	83	69	166	-6.4	335	-15.8	443	32.1
LG 생활건강 (연결)	매출액	1,659	1,653	1,737	1,699	1,754	1,762	1,840	1,786	1,805	8.8	6,748	7.6	7,142	5.8
	영업이익	284	267	278	211	303	287	293	218	318	12.1	1,039	11.7	1,101	5.9
	opm	17.1	16.2	16.0	12.4	17.3	16.3	15.9	12.2	17.6	3.0	15.4	0.6	15.4	0.0
	순이익	196	187	207	101	223	204	210	116	234	18.9	693	12.0	753	8.7
코스맥스 (연결)	매출액	288.7	327.5	314.6	328.8	**348.2**	396.2	372.4	408.1	**343.5**	19.0	1,260	42.5	1,525	21.1
	영업이익	10.4	18.6	13.2	10.1	**15.5**	21.8	18.2	16.3	**15.7**	51.2	52.3	49.0	71.8	37.2
	opm	3.6	5.7	4.2	3.1	**4.5**	5.5	4.9	4.0	**4.6**	27.1	4.2	0.2	4.7	0.6
	순이익	7.6	9.7	4.2	-0.5	**9.1**	13.0	9.9	7.2	**9.3**	22.5	21.1	35.9	39.2	85.8
한국콜마 (연결)	매출액	242.5	360.0	375.4	379.9	**371.9**	400.5	432.6	431.8	**390.1**	60.9	1,358	65.3	1,637	20.6
	영업이익	18.0	24.5	7.8	39.7	**30.1**	32.8	31.2	32.8	**34.2**	90.2	90.0	34.3	126.9	41.1
	opm	7.4	6.8	2.1	10.5	**8.1**	8.2	7.2	7.6	**8.8**	18.2	6.6	-1.5	7.8	1.1
	순이익	13.3	11.9	-9.5	21.0	**18.3**	19.6	20.6	22.6	**20.0**	49.8	36.8	-24.3	81.1	120.4
토니모리 (연결)	매출액	43.0	45.9	43.7	48.3	45.4	48.5	46.3	53.2	48.9	13.7	181.0	-12.0	193.4	6.9
	영업이익	-0.4	-0.5	-0.8	-3.4	0.8	0.9	1.3	1.1	1.1	흑자전환	-5.1	적자지속	4.1	흑자전환
	opm	-0.9	-1.0	-1.9	-7.0	1.8	1.9	2.8	2.1	2.2	흑자전환	-2.8	-1.9	2.1	4.9
	순이익	3.5	-2.0	-3.5	-5.8	0.5	0.6	0.9	0.8	0.5	-85.7	-7.8	적자지속	2.8	흑자전환
클리오 (연결)	매출액	45.5	46.3	46.3	49.2	**54.1**	55.8	56.9	60.7	**50.3**	10.7	187.3	-3.3	227.5	21.4
	영업이익	0.6	-1.7	-0.6	0.9	**2.7**	2.8	2.5	3.3	**2.2**	241.8	-0.8	적자전환	11.3	흑자전환
	opm	1.4	-3.7	-1.4	1.9	**5.0**	5.0	4.4	5.4	**4.3**	208.7	-0.4	-6.0	5.0	5.4
	순이익	2.0	0.9	1.1	-2.6	**2.2**	2.6	1.9	3.0	**1.9**	-9.7	1.5	-80.7	9.7	564.7
코스메카 코리아 (연결)	매출액	53.2	79.6	95.3	75.0	81.3	85.7	105.1	94.5	88.5	66.3	303.1	66.0	366.6	21.0
	영업이익	0.6	9.6	6.0	-6.5	2.9	6.5	7.1	5.3	3.3	450.0	9.7	-11.4	21.8	124.8
	opm	0.6	12.1	6.3	-8.7	0.6	7.6	6.8	5.6	3.7	521.5	3.2	-2.8	5.9	2.7
	순이익	2.1	8.0	4.5	-6.5	1.6	3.8	4.8	4.1	1.6	-22.9	8.1	-18.4	14.3	76.3

자료: Quantiwise, IBK투자증권

Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
클리오 (237880)	매수(유지)	25,000원
코스맥스 (192820)	매수(유지)	190,000원
한국콜마 (161890)	매수(유지)	120,000원
호텔신라 (008770)	매수(유지)	120,000원

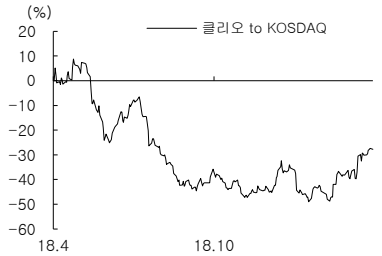
매수 (유지)

목표주가	25,000원
현재가 (4/1)	19,400원
KOSDAQ (4/1)	736.81pt
시가총액	329십억원
발행주식수	18,349천주
액면가	500원
52주 최고가	179,000원
최저가	108,000원
60일 일평균거래대금	5십억원
외국인 지분율	8.7%
배당수익률 (2019F)	3.2%
주주구성	
한현옥 외 4 인	68.86%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	23%	9%	-31%
절대기준	24%	-2%	-42%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	25,000	20,000	▲
EPS(19)	529	529	-
EPS(20)	692	692	-

클리오 상대주가 (%)



클리오 (237880)

2019년 건강한 턴어라운드

1분기 국내외 구조조정 효과 가시화

2019년 1분기는 국내외 주요 채널의 턴어라운드가 전망된다. 클리오는 2018년 하반기 핵심 채널에 대한 전략적 판단을 실행하며 구조조정을 진행해 왔다. 1) 국내 3대 채널인 클럽클리오, H&B스토어, 온라인 그리고 2) 중국은 오프라인에서 온라인으로 채널 전환을 단행하며 1분기 구조조정은 마무리 단계에 있다. 이로 인해 2019년 1분기 중국은 온라인 채널로 전환 비용이 반영이 불가피하지만 국내는 클럽클리오, H&B스토어, 온라인을 중심으로 턴어라운드가 구체적일 전망이다. 온라인 채널은 국내를 포함 중국 내 주력 채널로 전략 변화의 중심이 되고 있다. 3) 클럽클리오와 H&B스토어는 브랜드와 SKU의 재정비를 통해 1분기 매출 회복이 구체적이기 때문이다. 한편 면세점과 도매는 중국 관련 매크로 현황, 브랜드 가치와 가격 구조를 훼손하지 않는 수준에서 영업 전략을 유지할 것으로 판단된다.

펀더멘탈의 개선으로 목표주가 25,000원 상향

동사는 점차 가장 어려운 시장으로 급변하고 있는 중국에서도, 색조 브랜드로의 전문성과 고객 분석력 그리고 중국의 전자상거래 시스템을 가장 잘 이해한 K-Beauty 기업으로 중국 온라인 입점을 확대하고 있다. 2019년 IBK추정치는 매출액 2,275억원(+21.4%)으로 3년 만의 성장이 전망된다. 이는 중국 소비자들의 트렌드와 K-Beauty 포지셔닝의 급격한 변화를 분석, 고객군, 브랜드 포지셔닝, 채널, 지역에 대한 재정비를 바탕으로 중국 대표 온라인 채널에는 입점을 완료했기 때문이다. 여기에 전사 고정비 부담의 가장 큰 이슈가 되었던 국내 클럽클리오의 채널 및 브랜드 정비(총 111점 중 효율화 20개점)는 영업이익 개선에 직접적일 것으로 판단된다. 다만 상반기 중국 오프라인 채널(세포라,왓슨스)의 구조조정 영향으로 수익성 개선은 하반기 이후 보다 구체적일 전망이다. 목표주가는 12개월 Forward EPS 747원에 P/E Multiple 33배(업종 환경과 차별화 전략으로 프리미엄 30% 반영)를 적용한 25,000원으로 상향한다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	194	187	227	264	314
영업이익	11	-2	11	16	20
세전이익	10	2	12	17	20
지배주주순이익	8	1	10	13	16
EPS(원)	436	54	529	692	859
증가율(%)	-67.7	-87.5	874.6	30.7	24.1
영업이익률(%)	5.6	-0.8	5.0	6.0	6.5
순이익률(%)	4.1	0.5	4.3	4.8	5.0
ROE(%)	5.6	0.7	6.7	8.3	10.2
PER	84.3	266.1	36.7	28.0	22.6
PBR	4.7	1.9	2.4	2.3	2.3
EV/EBITDA	38.8	130.8	20.4	16.8	13.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 16. 2019년 추정치 및 2019년 1분기 컨센서스 현황 (단위: 억원, %, *p*)

	기존				변경				19.1Q 컨센서스	YoY	2019 변경	YoY
	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q				
매출액	538.2	574.0	556.0	589.0	**540.2**	558.0	569.0	607.2	503.3	10.7	2,275	21.4
영업이익	21.5	28.7	33.4	29.4	**26.8**	28.3	25.4	32.9	21.5	241.8	113.4	흑자전환
OPM	4.0	5.0	6.0	5.0	**5.0**	5.0	4.4	5.6	4.3	2.9	5.0	5.4
순이익	21.0	25.5	32.5	26.7	**22.3**	26.4	19.1	29.4	18.5	-9.7	97.2	564.8

자료: 클리오, IBK투자증권

표 17. 클리오 연결기준 2016~2018년 실적 추이 및 2019년 전망 (단위: 억원, %, *p*)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	2016	YoY	2017	YoY
매출액	**458**	**445**	**502**	**531**	**573**	**408**	**468**	**488**	**1,944**	**81.5**	**1,937**	**-0.4**
클럽클리오	128	122	109	119	111	98	98	96	478	73.1	403	-15.7
H&B	60	59	96	71	108	122	140	92	286	36.9	462	61.5
온라인	39	40	54	65	56	44	48	65	197	91.3	213	8.0
면세점	16	81	91	114	93	40	45	56	301	-58.9	235	-21.9
도매	169	84	89	90	152	50	76	104	431		382	-11.3
글로벌	47	60	62	72	52	54	60	76	241	58.7	242	0.1
영업이익	**112.3**	**42.0**	**78.0**	**25.3**	**58.5**	**1.7**	**11.8**	**36.7**	**257.0**	14.0	**108.7**	-57.7
영업이익률	*24.5*	*9.4*	*15.5*	*4.8*	*10.2*	*0.4*	*2.5*	*7.5*	*14.2*	*-6.9*	*5.6*	*-60.5*
순이익	88.3	30.8	55.5	33.1	43.6	23.6	37.5	-25.4	207.0	17.0	79.3	-61.7
순이익률	*19.3*	*6.9*	*11.1*	*6.2*	*7.6*	*5.8*	*8.0*	*-5.2*	*10.5*	*-6.0*	*4.1*	*-61.0*
	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	2018	YoY	2019	YoY
매출액	**455**	**463**	**463**	**492**	**540**	**558**	**569**	**607**	**1,873**	**-3.3**	**2,275**	**21.4**
클럽클리오	96	110	121	139	123	138	135	141	466	15.7	537	15.2
H&B	107	119	126	108	128	125	135	138	459	-0.8	526	14.7
온라인	78	78	90	120	124	130	138	141	366	72.1	533	45.5
면세점	51	59	49	66	63	55	41	60	225	-4.3	219	-2.6
도매	57	28	42	22	48	30	31	30	149	-61.1	139	-6.5
글로벌	66	70	35	38	55	80	89	97	208	-13.7	321	54.0
영업이익	**6.3**	**-16.9**	**-6.5**	**9.4**	**26.8**	**28.3**	**25.4**	**32.9**	**-7.7**	적자전환	**113.4**	흑자전환
영업이익률	*1.4*	*-3.7*	*-1.4*	*1.9*	*5.0*	*5.1*	*4.5*	*5.4*	*-0.4*	*-0.4*	*5.0*	*흑자전환*
순이익	20.5	8.8	11.4	-26.1	22.3	26.4	19.1	29.4	14.6	-81.6	97.2	565.8
순이익률	*4.5*	*1.9*	*2.5*	*-5.3*	*4.1*	*4.7*	*3.4*	*4.8*	*0.8*	*-3.3*	*4.3*	*3.5*

자료: 클리오, IBK투자증권

표 18. 클리오 목표주가 25,000원과 매수 유지 (단위: 원, 억원, %)

	내용
2019년 예상 EPS 및 12개월 FW EPS	529원, 747원
12개월 FW EPS 747원 P/E 33배 적용	중국의 시장 구조 변화와 전자상거래법을 이해 온라인 채널 전략에 활용함에 따라 국내외 화장품 영업 환경의 변동성을 최소화 전망으로 업종 평균 P/E대비 30% 프리미엄 적용
발행주식수	8,999,509주(유상증자 이후 10,049,509 주)
목표주가	25,000원

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	194	187	227	264	314
증가율(%)	0.0	-3.3	21.4	16.1	19.0
매출원가	76	82	101	116	143
매출총이익	118	106	127	148	171
매출총이익률 (%)	60.7	56.4	55.6	56.2	54.5
판관비	107	107	115	133	151
판관비율(%)	55.1	57.2	50.6	50.2	48.0
영업이익	11	-2	11	16	20
증가율(%)	-57.7	적전	흑전	39.2	29.2
영업이익률(%)	5.6	-0.8	5.0	6.0	6.5
순금융손익	0	5	1	2	1
이자손익	-3	-2	2	1	0
기타	3	6	-1	1	2
기타영업외손익	-1	-1	-2	-1	-1
종속/관계기업손익	-1	0	1	-1	0
세전이익	10	2	12	17	20
법인세	2	1	3	4	5
법인세율	16.8	59.0	23.1	23.8	23.0
계속사업이익	8	1	9	13	16
중단사업손익	0	0	1	0	0
당기순이익	8	1	10	13	16
증가율(%)	-61.9	-87.4	875.2	30.7	24.1
당기순이익률 (%)	4.1	0.5	4.3	4.8	5.0
지배주주당기순이익	8	1	10	13	16
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	8	1	10	13	16
EBITDA	14	2	14	18	22
증가율(%)	-50.6	-87.7	707.9	27.5	23.6
EBITDA마진율(%)	7.1	0.9	6.0	6.6	6.9

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	183	118	141	144	149
현금및현금성자산	13	9	51	27	31
유가증권	75	32	18	25	28
매출채권	18	20	18	18	17
재고자산	23	30	27	39	35
비유동자산	50	71	64	63	63
유형자산	27	38	40	42	46
무형자산	2	2	2	1	1
투자자산	17	27	18	15	9
자산총계	233	189	205	207	212
유동부채	81	39	50	50	51
매입채무및기타채무	20	16	21	22	20
단기차입금	0	18	20	18	19
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	7	8	4	4	4
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	88	47	54	54	55
지배주주지분	145	141	151	154	157
자본금	8	8	8	8	8
자본잉여금	65	66	66	66	66
자본조정등	-4	-8	-8	-8	-8
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	76	75	85	87	90
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	145	141	151	154	157
비이자부채	88	29	34	36	36
총차입금	0	18	20	18	19
순차입금	-88	-23	-49	-35	-40

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	436	54	529	692	859
BPS	7,894	7,692	8,221	8,370	8,541
DPS	100	0	600	750	750
밸류에이션(배)					
PER	84.3	266.1	36.7	28.0	22.6
PBR	4.7	1.9	2.4	2.3	2.3
EV/EBITDA	38.8	130.8	20.4	16.8	13.4
성장성지표(%)					
매출증가율	0.0	-3.3	21.4	16.1	19.0
EPS증가율	-67.7	-87.5	874.6	30.7	24.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.3	0.0	3.2	4.0	4.0
ROE	5.6	0.7	6.7	8.3	10.2
ROA	3.3	0.5	4.9	6.2	7.5
ROIC	-45.7	2.4	11.5	14.6	16.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	61.0	33.6	36.0	35.1	35.3
순차입금 비율(%)	-61.1	-16.1	-32.4	-22.5	-25.5
이자보상배율(배)	2.1	-0.3	6.6	10.2	13.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	10.4	9.9	12.0	14.7	18.0
재고자산회전율	8.7	7.1	8.0	7.9	8.5
총자산회전율	0.8	0.9	1.2	1.3	1.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-23	62	19	4	21
당기순이익	8	1	10	13	16
비현금성 비용 및 수익	9	7	2	1	1
유형자산감가상각비	2	3	2	1	1
무형자산상각비	1	1	0	0	0
운전자본변동	-34	53	5	-11	4
매출채권등의 감소	-1	-2	2	1	0
재고자산의 감소	-2	-9	2	-12	5
매입채무등의 증가	-9	-4	6	1	-1
기타 영업현금흐름	-6	1	2	1	0
투자활동 현금흐름	-13	-23	19	-15	-10
유형자산의 증가(CAPEX)	-6	-13	-3	-4	-5
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	3	-10	8	3	5
기타	-9	1	14	-14	-10
재무활동 현금흐름	-5	-43	3	-12	-11
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-5	-43	3	-12	-11
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-41	-4	42	-23	0
기초현금	54	13	9	51	27
기말현금	13	9	51	27	28

코스맥스 (192820)

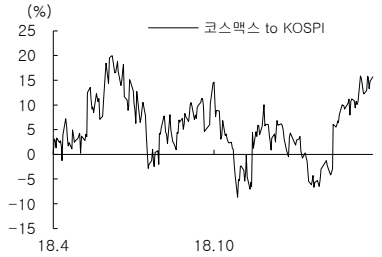
매수 (유지)

목표주가	190,000원
현재가 (4/1)	154,500원
KOSPI (4/1)	2,168.28pt
시가총액	1,553십억원
발행주식수	10,050천주
액면가	500원
52주 최고가	179,000원
최저가	108,000원
60일 일평균거래대금	9십억원
외국인 지분율	30.2%
배당수익률 (2019F)	0.6%
주주구성	
코스맥스비티아이 외 6 인	26.49%
국민연금	13.03%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	7%	2%	22%
절대기준	5%	-5%	8%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	190,000	178,000	▲
EPS(19)	3,856	3,856	-
EPS(20)	4,669	4,669	-

코스맥스 상대주가 (%)



시장 변수에 방어력 강화로 차별화 지속

글로벌의 K-Beauty 인수로 수출 수요 증가

2019년 동사의 연결 매출액은 21% 증가하는 15,249억원을 전망한다. 1) **한국**은 매출액 19%, 영업이익 53%가 전망되는데, 중국 수출향의 국내 고객사의 꾸준함과 해외 수출 증가, 홈쇼핑 제품 호조 때문이다. 2) **중국**은 상해(매출 +26%, 순이익 +42%), 광저우(매출액 +28%, 순이익 +50%)로 상해의 고정비 부담 완화와 광저우의 색조 중심 내수 기업 증가 추세가 이어질 전망이다. 3) **미국**은 지난 4분기 대대적인 일회성 비용 반영과 기존 및 신규 법인간 통합 작업이 구체화될 전망이다. 누월드의 회계적 정상화로 연간 영업이익률은 3%로 정상화를 전망한다. 4) **인도네시아**는 내수 고객사 및 일본 고객사를 중심으로 신제품 공급 확대, 태국은 최근 고성장하는 트렌드를 반영하며 신규 주문 증가가 예상된다. 반면에 당분간 고정비 부담도 불가피할 전망이다.

넘사벽 화장품 사업 모델로 글로벌 포지셔닝 강화

코스맥스는 2019년 상반기 미국 누월드와 유에스에이간 점진적인 IT통합 및 R&D 통합으로 사업 연계도 가시화되고 있는 것으로 판단된다. 2019년 미국의 순적자는 40억원 수준으로 2018년 210억원 적자대비 턴어라운드가 구체적일 전망이다. 또한 국내외 화장품 산업은 SNS매채널이 강화되고 있으며, K뷰티 브랜드에 대한 중소규모의 M&A가 활발해지고 있어 전통적인 글로벌 고객사들의 수출 확대도 증가할 전망이다. 궁극적으로 제조사의 매출액은 브랜드사의 원가 수준인 점에 근거할 때 2019년 동사의 시장지배력은 보다 강화될 것으로 판단되며 목표주가를 기존 178,000원에서 190,000원으로 상향한다. 매수의견을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	884	1,260	1,525	1,784	2,089
영업이익	35	52	72	82	94
세전이익	25	36	55	66	75
지배주주순이익	19	33	39	47	53
EPS(원)	1,876	3,246	3,856	4,669	5,261
증가율(%)	-50.0	73.0	18.8	21.1	12.7
영업이익률(%)	4.0	4.2	4.7	4.6	4.5
순이익률(%)	1.8	1.7	2.6	2.7	2.6
ROE(%)	8.8	13.5	13.5	14.4	14.5
PER	62.4	40.0	40.1	33.1	29.4
PBR	5.4	4.9	5.1	4.5	4.0
EV/EBITDA	28.0	22.6	20.3	18.3	15.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 19. 2019년 추정치 및 2019년 1분기 컨센서스 현황 (단위: 억원, %, *p*)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	2017	YoY	2018	YoY
매출액	2,191	2,323	2,085	2,240	2,887	3,275	3,146	3,288	8,840	16.8	12,597	42.5
영업이익	94	143	50	64	104	186	132	101	351	-33.2	523	48.9
OPM	4.3	6.2	2.4	2.8	3.6	5.7	4.2	3.1	4.0	-3.0	3.4	-0.5
순이익	25	95	29	6	76	97	42	-5	155	-50.6	211	35.7
	기존				변경				19.1Q 컨센서스	YoY	2019 변경	YoY
	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	**19.1Q**	19.2Q	19.3Q	19.4Q				
매출액	3,841	3,962	3,724	4,081	**3,482**	3,962	3,724	4,081	3,435	19.0	15,249	21.1
영업이익	154	218	168	204	**155**	218	182	163	157.2	51.2	718	37.2
OPM	4.0	5.5	4.5	5.0	**4.5**	5.5	4.9	4.0	4.6	1.0	4.7	1.3
순이익	91	134	94	118	**91**	130	99	72	93.1	22.5	392	85.8

자료: 코스맥스, IBK투자증권

표 20. 코스맥스 2018~2019년 부문별 실적 및 전망 (단위: 억원, %, *p*)

부문			구분	2018				2019F				YoY	2017	2018	YoY	2019F	YoY
				1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q						
연결	코스맥스(연결)		매출	2,887	3,275	3,146	3,288	3,482	3,962	3,724	4,081	46.8	8,840	12,597	42.5	15,249	21.1
			영업이익	104	186	132	101	155	218	182	163	58.4	351	523	48.9	718	37.2
			세전이익	101	166	67	28	121	186	132	110	29.0	253	362	43.4	493	36.0
			순이익	76	97	42	-5	91	130	99	72	적전	155	211	35.7	392	85.8
별도	코스맥스(한국)		매출	1,524	1,902	1,673	1,695	1,793	2,234	2,007	2,019	31.4	5,282	6,794	28.6	8,053	18.5
			영업이익	50	77	40	54	67	111	80	81	264.1	188	221	17.8	338	52.8
			세전이익	48	134	25	59	58	100	74	70	흑전	118	265	124.9	302	13.8
			순이익	38	98	18	59	49	80	62	58	흑전	102	214	109.3	249	16.5
	중국	차이나	매출	804	1,065	1,050	1,191	1,004	1,308	1,354	1,513	33.2	3,268	4,109	25.8	5,179	26.0
			순이익	25	60	35	75	51	73	54	98	192.8	150	196	30.1	277	41.5
		광저우	매출	188	151	152	176	220	203	196	232	55.5	445	667	50.0	851	27.7
			순이익	45	-4	15	29	40	32	19	37	168.7	60	86	41.5	128	50.0
	코스맥스 인도네시아		매출	17	24	25	40	38	33	30	43	104.9	90	106	18.3	145	36.4
			순이익	-8	-11	-7	3	1	0	0	4	흑전	-4	-23	적지	6	흑전
	코스맥스 유에스에이		매출	155	145	182	181	206	182	200	215	44.0	381	662	74.0	802	21.1
			순이익	-36	-38	-36	-45	-34	-31	-30	-10	적지	-201	-156	-22.7	-104	적지
	누월드		매출	273	242	280	196	255	267	303	261	신규	-	991	신규	1,087	9.7
			순이익	-2	7	18	-78	6	8	20	22	신규	-	-56	신규	56	흑전
	코스맥스 아이큐어		매출	19	21	22	21	23	25	24	25	44.6	52	83	59.3	97	17.8
			순이익	6	2	4	0	4	3	5	3	-79.9	10	13	33.5	13	2.7
	코스맥스 향약원		매출	0	0	0	0	1	0	1	1	41.2	1	2	36.0	2	15.1
			순이익	0	0	0	0	0	0	0	0	흑전	-1	0	-96.9	1	흑전
	씨엠테크		매출	7	8	14	20	16	17	20	21	128.5	18	48	162.8	73	52.8
			순이익	-1	-1	-1	1	0	0	0	0	흑전	-4	-2	적전	0	흑전
	코스맥스 태국		매출	7	6	49	50	57	50	57	60	신규	0	112	신규	225	100.4
			순이익	-1	-11	0	-17	-10	-8	-7	-9	적지	-1	-30	적지	-34	적지

자료: 코스맥스, IBK투자증권

표 21. 코스맥스 목표주가 190,000원 상향 및 매수 유지

(단위: 원, 억원, %)

	내용
2019년 예상 EPS 및 12개월 FW EPS	3,856원, 4,127원
기업가치 ①+②-③ 19,900→ 22,094	Target P/E 20배 ① **기업가치: 8,010** **국내 사업가치** F/W 영업순이익에 근거한 수정 F/W 2019년 EPS **4,500원** (내수 고객사의 차별화, 해외 수출 안정적 기조 유지)
	중국 사업가치 F/W 영업순이익에 근거한 수정 F/W 2019년 EPS 5,000원 **Target P/E 35배 / ② 기업가치 15,749** 중국 ODM/OEM 1위 업체 프리미엄은 유지하지만 프리미엄 정도 축소 (중국 관련 최대규모 전문ODM/OEM 업체의 가치 부여는 유지)
	③ 연결 순차입규모 4,000
사업부문별 합산 기업가치 상대가치(12개월 FW EPS 4,127원 3년 평균 38배 적용)	**19,759(219,556원)** **14,114(156,826원)**
발행주식수 / 산출주가	8,999,509주 / 188,191

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	884	1,260	1,525	1,784	2,089
증가율(%)	16.8	42.5	21.1	17.0	17.2
매출원가	772	1,105	1,357	1,565	1,839
매출총이익	112	155	168	219	251
매출총이익률 (%)	12.7	12.3	11.0	12.3	12.0
판관비	77	102	96	136	157
판관비율(%)	8.7	8.1	6.3	7.6	7.5
영업이익	35	52	72	82	94
증가율(%)	-33.2	48.9	37.3	14.8	14.0
영업이익률(%)	4.0	4.2	4.7	4.6	4.5
순금융손익	-12	-18	-17	-19	-18
이자손익	-9	-18	-21	-20	-18
기타	-3	0	4	0	0
기타영업외손익	2	2	0	3	-1
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	25	36	55	66	75
법인세	10	15	16	19	21
법인세율	38.6	41.9	28.5	28.5	28.5
계속사업이익	16	21	39	47	54
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	21	39	47	54
증가율(%)	-50.6	35.7	86.3	21.0	12.7
당기순이익률 (%)	1.8	1.7	2.6	2.7	2.6
지배주주당기순이익	19	33	39	47	53
기타포괄이익	1	1	0	0	0
총포괄이익	16	22	39	47	54
EBITDA	55	78	96	104	114
증가율(%)	-15.0	40.2	23.3	9.1	9.3
EBITDA마진율(%)	6.3	6.2	6.3	5.8	5.5

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	500	596	648	636	565
현금및현금성자산	39	35	55	31	57
유가증권	3	10	4	5	6
매출채권	238	307	306	314	209
재고자산	185	209	245	241	251
비유동자산	434	466	476	477	466
유형자산	307	333	335	319	305
무형자산	91	96	95	94	93
투자자산	20	18	23	36	37
자산총계	934	1,062	1,124	1,113	1,032
유동부채	522	650	669	622	496
매입채무및기타채무	208	181	245	241	167
단기차입금	220	314	265	217	146
유동성장기부채	22	57	57	57	57
비유동부채	184	169	170	169	171
사채	0	17	17	17	17
장기차입금	163	128	128	128	128
부채총계	706	820	839	791	667
지배주주지분	218	265	307	344	387
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	129	138	138	138
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	-3	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	65	135	167	204	247
비지배주주지분	10	-24	-23	-23	-22
자본총계	228	242	284	322	365
비이자부채	300	303	372	371	318
총차입금	405	516	467	419	348
순차입금	363	471	408	383	286

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	1,876	3,246	3,856	4,669	5,261
BPS	21,704	26,411	30,588	34,258	38,519
DPS	300	600	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배)					
PER	62.4	40.0	40.1	33.1	29.4
PBR	5.4	4.9	5.1	4.5	4.0
EV/EBITDA	28.0	22.6	20.3	18.3	15.9
성장성지표(%)					
매출증가율	16.8	42.5	21.1	17.0	17.2
EPS증가율	-50.0	73.0	18.8	21.1	12.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6
ROE	8.8	13.5	13.5	14.4	14.5
ROA	1.9	2.1	3.6	4.2	5.0
ROIC	3.3	3.3	5.7	7.1	8.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	309.0	338.9	295.2	245.8	182.5
순차입금 비율(%)	158.9	194.7	143.5	119.1	78.2
이자보상배율(배)	3.8	2.8	3.3	4.1	5.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.2	4.6	5.0	5.8	8.0
재고자산회전율	5.7	6.4	6.7	7.3	8.5
총자산회전율	1.1	1.3	1.4	1.6	1.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-7	-55	88	57	98
당기순이익	16	21	39	47	54
비현금성 비용 및 수익	45	66	41	38	39
유형자산감가상각비	20	24	23	21	19
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	-41	-114	30	-9	23
매출채권등의 감소	-48	-78	1	-8	105
재고자산의 감소	-60	-25	-35	3	-9
매입채무등의 증가	82	-27	64	-3	-74
기타 영업현금흐름	-26	-28	-21	-20	-18
투자활동 현금흐름	-173	-57	-31	-30	-9
유형자산의 증가(CAPEX)	-81	-49	-25	-5	-5
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-85	-2	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-5	0	-3	-14	-1
기타	-2	-6	-2	-12	-3
재무활동 현금흐름	150	107	-38	-50	-68
차입금의 증가(감소)	107	39	0	0	0
자본의 증가	0	0	9	0	0
기타	43	68	-47	-50	-68
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	-29	-4	20	-24	21
기초현금	68	39	35	55	31
기말현금	39	35	55	31	52

한국콜마 (161890)

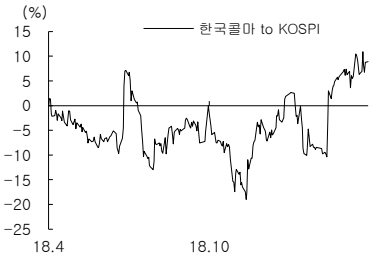
매수 (유지)

목표주가	120,000원
현재가 (4/1)	80,600원
KOSPI (4/1)	2,168.28pt
시가총액	1,801십억원
발행주식수	22,347천주
액면가	500원
52주 최고가	84,500원
최저가	54,200원
60일 일평균거래대금	9십억원
외국인 지분율	41.3%
배당수익률 (2019F)	0.4%
주주구성	
한국콜마홀딩스 외 35 인	28.71%
국민연금	12.47%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	3%	10%	16%
절대기준	2%	2%	3%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	–
목표주가	120,000	100,000	▲
EPS(19)	3,073	3,073	–
EPS(20)	4,003	4,003	–

한국콜마 상대주가 (%)



기존 사업과 신규 사업간의 균형 성장 전망

19.1Q(yoy) CKM 반영 효과, 매출액 53%, 영업이익 67%

2019년 국내 사업은 로드샵 업체들의 성장 정체성 문제에도 고객사 다변화를 통해 10% 성장 수준을 유지할 전망이다. 특히 홈쇼핑 고객사의 매출 비중(15년 1%, 18년 25%) 확대와 H&B스토어 브랜드들의 약진을 바탕으로 로드샵 브랜드 업체들(과거 35% 비중에서 최근 5%)의 영업 부담을 충분히 상쇄해 가능할 것으로 전망하기 때문이다. 또한 중국 매출액은 연간 950억원으로 회사 가이던스 1,000억원에 부합할 전망이다. 북미는 지난해 PTP의 폭설에 따른 생산 지연 여파로 거래처와 문제, ERP교체 등으로 성장 모멘텀은 다소 둔화세를 유지할 전망이다. 반면에 CSR의 안정적인 거래선을 바탕으로 19년 북미 매출액은 가이던스 10%를 다소 하회하는 6.3% 수준이 전망된다. 그럼에도 동사는 2019년 CKM(CJ헬스케어)의 신약 유입으로 전사의 외형 성장과 수익성을 주도할 것으로 전망된다. 2019년 매출액은 5,334억원 영업이익률은 14%는 충분히 상회 가능할 전망이다. 또한 전사적으로 인수금융 6천억원에 대한 연간 적용금리 현재 5%에서 최소 3.5%~4% 수준으로 하향 안정화가 예상된다.

신사업 효과, 수익성 턴어라운드 목표주가 12만원 상향

동사는 CJ헬스케어 인수로 국내 Top 5위의 제약사로 도약하며 사업적 시너지도 긍정적일 전망이다. 한편 인수 과정에서 SPC설립을 통해 50%의 지분율을 확보한 가운데 그 중 FI 비중이 75%로 자금 조달 또한 긍정적이란 평가를 받았음. 반면에 연간 한국콜마의 이자비용도 100억원이며 연결기준은 300억원 수준이 추정되나 CKM의 배당과 적용금리 하향으로 순이익의 턴어라운드는 충분할 전망이다. 향후 CKM의 2022년 IPO 계획을 달성하기 까지 2019년 화장품과 시너지를 통해 연결법인의 수익성 개선을 이어나갈 것으로 목표주가는 2019년 12개월 FW EPS 4,700원 P/E Multiple 25배(국내 화장품 10% 수준의 매출 성장성 고려 화장품평균 대비 20% 할인율 적용)를 반영한 120,000원으로 상향한다.

(단위:십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	822	1,358	1,637	1,856	2,201
영업이익	67	90	127	143	165
세전이익	62	55	106	129	160
지배주주순이익	47	42	69	89	111
EPS(원)	2,240	1,954	3,073	4,003	4,972
증가율(%)	-11.0	-12.8	57.3	30.3	24.2
영업이익률(%)	8.2	6.6	7.8	7.7	7.5
순이익률(%)	5.9	2.7	5.0	4.9	5.2
ROE(%)	16.4	11.4	14.6	16.5	17.5
PER	36.6	36.1	26.2	20.1	16.2
PBR	5.7	3.6	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	21.7	21.9	18.4	16.4	15.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 22. 2019년 추정치 및 2019년 1분기 컨센서스 현황 (단위: 억원, %, *p*)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	2017	YoY	2018	YoY
매출액	2,014	2,071	1,942	2,189	2,425	3,601	3,754	3,800	8,216	23.1	13,579	65.3
영업이익	206	170	154	140	180	246	78	397	670	−8.8	900	34.3
OPM	10.2	8.2	7.9	6.4	7.4	6.8	2.1	10.4	8.2	−2.8	6.6	−1.5
순이익	157	131	126	72	133	119	−95	210	486	−8.6	368	−24.3
	기존				변경				19.1Q 컨센서스	YoY	2019 변경	YoY
	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	**19.1Q**	19.2Q	19.3Q	19.4Q				
매출액	3,372	4,177	4,330	4,325	**3,719**	4,005	4,326	4,318	3,901	60.9	16,368	20.6
영업이익	236	376	346	342	**301**	328	312	328	342	162.0	1,269	41.1
OPM	7.0	9.0	8.0	7.9	**8.1**	8.2	7.2	7.6	8.8	1.3	7.8	1.1
순이익	148	197	193	177	**183**	196	206	226	200	49.8	811	120.4

자료: 한국콜마, IBK투자증권

표 23. 한국콜마 2016~2019년 부문별 실적 및 전망 (단위: 억원, %, *p*)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	2016	YoY	2017	YoY
연결매출액	1,486	1,730	1,602	1,857	2,014	2,071	1,942	2,189	6,675	24.6	8,216	23.1
화장품	1,091	1,247	1,044	1,160	1,230	1,220	1,141	1,304	4,542	21.1	4,895	7.8
제약	354	419	429	452	465	491	484	481	1,654	25.8	1,921	16.1
별도매출	1,445	1,665	1,473	1,612	1,695	1,711	1,625	1,785	6,196	22.3	6,816	10.0
중국	71	129	166	155	107	143	114	212	521	40.4	576	10.6
미국	–	–	–	136	232	247	230	239	136	–	948	597.1
CKM	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
연결조정	−30	−64	−37	−46	−20	−30	−27	−47	−177	124.1	−124	적자지속
영업이익(연결)	175	215	155	190	206	170	154	140	735	21.1	670	−8.8
OPM(연결)	11.8	12.4	9.7	10.2	10.2	8.2	7.9	6.4	11.0	−2.8	8.2	−2.9
영업이익(별도)	171	209	142	177	177	151	137	148	700	27.5	613	−12.4
OPM(별도)	11.8	12.6	9.6	11.0	10.4	8.8	8.4	8.3	11.3	4.2	9.0	−2.3
	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	2018	YoY	2019F	YoY
연결매출액	2,425	3,600	3,754	3,799	3,719	4,005	4,326	4,318	13,578	65.3	16,368	20.5
화장품	1,564	1,930	1,774	1,705	1,730	2,052	2,035	1,996	6,973	42.5	7,813	12.0
제약	520	529	446	449	548	543	483	485	1,944	1.2	2,059	5.9
별도매출	2,084	2,459	2,220	2,154	2,278	2,595	2,518	2,481	8,917	30.8	9,872	10.7
중국	158	217	184	191	171	225	249	305	750	30.2	950	26.7
미국	222	216	213	231	231	215	258	234	882	−7.0	938	6.3
CKM	–	800	1,240	1,310	1,275	1,275	1,391	1,393	–	–	5,334	–
연결조정	−39	−92	−103	−87	−238	−305	−90	−95	−1,049	746.0	−728	–
영업이익(연결)	180	245	78	397	301	328	312	328	900	34.3	1,269	41.0
OPM(연결)	7.4	6.8	2.1	10.5	8.1	8.2	7.2	7.6	6.6	−1.5	7.8	1.1
영업이익(별도)	171	223	116	200	201	231	195	203	710	15.8	830	16.9
OPM(별도)	8.2	9.1	5.2	9.3	8.8	8.9	7.7	8.2	8.0	−1.0	8.4	0.4

자료: 한국콜마, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	822	1,358	1,637	1,856	2,201
증가율(%)	23.1	65.3	20.5	13.4	18.6
매출원가	644	1,001	1,233	1,418	1,717
매출총이익	178	357	404	438	484
매출총이익률 (%)	21.6	26.3	24.7	23.6	22.0
판관비	111	267	277	295	319
판관비율(%)	13.5	19.7	16.9	15.9	14.5
영업이익	67	90	127	143	165
증가율(%)	-8.8	34.3	41.1	12.8	15.3
영업이익률(%)	8.2	6.6	7.8	7.7	7.5
순금융손익	-4	-31	-20	-10	-5
이자손익	-3	-31	-20	-9	-5
기타	-1	0	0	-1	0
기타영업외손익	-1	-3	-1	-4	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	62	55	106	129	160
법인세	13	19	25	38	47
법인세율	21.6	33.6	23.8	29.1	29.1
계속사업이익	49	37	81	92	114
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	49	37	81	92	114
증가율(%)	-8.6	-24.3	120.2	12.9	24.2
당기순이익률 (%)	5.9	2.7	5.0	4.9	5.2
지배주주당기순이익	47	42	69	89	111
기타포괄이익	-9	-3	0	0	0
총포괄이익	39	34	81	92	114
EBITDA	86	132	169	181	200
증가율(%)	1.0	53.2	28.1	7.3	10.1
EBITDA마진율(%)	10.5	9.7	10.3	9.8	9.1

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	366	555	673	888	1,016
현금및현금성자산	14	77	89	218	186
유가증권	68	81	92	106	126
매출채권	160	200	259	278	330
재고자산	106	177	194	238	330
비유동자산	303	1,631	1,597	1,569	1,549
유형자산	236	421	388	359	332
무형자산	58	1,151	1,142	1,133	1,125
투자자산	4	17	19	22	26
자산총계	669	2,186	2,271	2,457	2,565
유동부채	212	517	522	618	609
매입채무및기타채무	101	112	127	233	264
단기차입금	77	152	151	149	154
유동성장기부채	2	136	136	136	136
비유동부채	124	859	865	872	882
사채	100	160	160	160	160
장기차입금	20	659	659	659	659
부채총계	336	1,377	1,387	1,490	1,491
지배주주지분	305	438	500	582	685
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	216	216	216	216
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	181	213	275	357	460
비지배주주지분	28	371	384	386	388
자본총계	333	810	883	968	1,074
비이자부채	138	270	281	386	382
총차입금	198	1,107	1,106	1,104	1,109
순차입금	115	949	925	779	797

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,240	1,954	3,073	4,003	4,972
BPS	14,458	19,616	22,359	26,031	30,673
DPS	300	330	330	330	330
밸류에이션(배)					
PER	36.6	36.1	26.2	20.1	16.2
PBR	5.7	3.6	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	21.7	21.9	18.4	16.4	15.0
성장성지표(%)					
매출증가율	23.1	65.3	20.5	13.4	18.6
EPS증가율	-11.0	-12.8	57.3	30.3	24.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	16.4	11.4	14.6	16.5	17.5
ROA	8.4	2.6	3.6	3.9	4.5
ROIC	12.7	3.4	4.6	5.2	6.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	101.0	170.0	157.0	153.9	138.8
순차입금 비율(%)	34.7	117.2	104.7	80.5	74.2
이자보상배율(배)	16.9	2.7	5.2	10.0	14.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.7	7.6	7.1	6.9	7.2
재고자산회전율	8.6	9.6	8.8	8.6	7.7
총자산회전율	1.4	1.0	0.7	0.8	0.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	5	63	62	178	36
당기순이익	49	37	81	92	114
비현금성 비용 및 수익	38	102	63	52	39
유형자산감가상각비	16	31	33	30	27
무형자산상각비	3	11	9	8	8
운전자본변동	-61	-29	-61	44	-112
매출채권등의 감소	-34	14	-59	-19	-52
재고자산의 감소	-18	-21	-17	-44	-92
매입채무등의 증가	-3	-15	15	106	31
기타 영업현금흐름	-20	-47	-20	-9	-5
투자활동 현금흐름	-156	-1,293	-37	-32	-31
유형자산의 증가(CAPEX)	-69	-79	0	0	0
유형자산의 감소	0	3	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-8	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-15	-1,226	-2	-3	-4
기타	-65	10	-35	-29	-27
재무활동 현금흐름	135	1,294	-13	-16	-37
차입금의 증가(감소)	41	847	0	0	0
자본의 증가	0	450	0	0	0
기타	94	-3	-13	-16	-37
기타 및 조정	3	-1	0	0	0
현금의 증가	-13	62	12	130	-32
기초현금	27	14	77	89	218
기말현금	14	77	89	218	186

호텔신라 (008770)

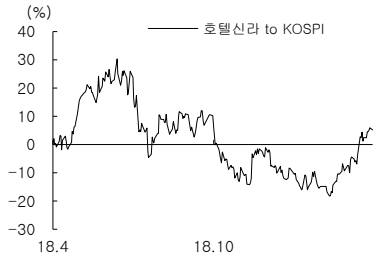
매수 (유지)

목표주가	120,000원
현재가 (4/1)	95,700원
KOSPI (4/1)	2,168.28pt
시가총액	3,793십억원
발행주식수	40,000천주
액면가	5,000원
52주 최고가	132,000원
최저가	69,500원
60일 일평균거래대금	65십억원
외국인 지분율	25.0%
배당수익률 (2019F)	0.4%
주주구성	
삼성생명보험 외 5 인	17.34%
국민연금	12.18%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	18%	-4%	13%
절대기준	17%	-11%	0%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	120,000	90,000	▲
EPS(19)	4,497	4,497	-
EPS(20)	5,089	5,089	-

호텔신라 상대주가 (%)



리스크 확대에도 수익 위주의 사업 모델로 강화

19.1Q 연결 매출액 17%, 영업이익 18% 전망

2019년 1분기(yoy) 매출액은 13,133억원(+16.7% yoy), 영업이익 523억원(+18.3% yoy), 순이익은 378억원(+19.2% yoy)로 컨센서스를 상회할 전망이다. 주된 이유는 해외 영업실적은 싱가폴의 개선이 구체적이며, 홍콩은 해외 부문의 안정적인 수익 기반을 확고히 할 것으로 전망하기 때문이다. 2018년 싱가폴은 연간 매출액 약 6천억원 적자 100억원 수준으로 전년대비 50% 가까이 축소시켰으며 2019년에는 BEP수준으로 개선도 가능할 전망이다. 홍콩은 2018년 매출액 약 4천억원, 흑자 약 30억원대로로 해외 사업의 수익성 개선을 주도 했으며 2019년 약 20% 성장하는 4,500억원대 영업이익률은 약 3% 수준으로 해외 공항의 흑자전환이 가능할 전망이다.

산업 리스크는 여전하지만 포트폴리오 우위 지속

2019년 국내 면세점 업계는 정부의 사업자 면허 대형 사업자간 경쟁 심화와 중국의 전자상거래법의 시행 본격화를 앞두고 우려감이 반복되고 있다. 그럼에도 동사는 해외 면세점의 수익성 회복을 통한 사업 포트폴리오의 경쟁력 강화를 바탕으로 Peer대비 차별화 우위가 보다 강화될 전망이다. 지난 3월 중국의 양회 결과 한국으로의 여객 운행 횟수 확대 등 단체관광에 대한 분위기는 보다 긍정적으로 전개되고 있는 것으로 예상된다. 또한 동사는 지난 4분기 일회성 부담 이슈를 일시에 반영했으며 19.1Q 국내 사업도 온라인과 본점을 중심으로 중국인 대형 다이고의 구매력 우위를 확인시켜 줄 전망이다. 여기에 해외 사업이 속도를 내며 수익성 개선의 가시성이 나타나고 있어 목표주가는 2019F 12개월 FW EPS 4,753원 기준 Target P/E 25배를 적용한 120,000원으로 상향하며 매수의견을 유지한다. 다만 국내 면세 산업 전체적인 구매자의 수요 구조와 판매 가격에 조세 형평의 원칙에 대한 잠재 리스크는 존재하기 때문에 화장품 업종 대비 밸류에이션 프리미엄은 제한적 상황으로 판단된다.

(단위: 십억원,배)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,515	4,714	5,449	6,148	6,885
영업이익	73	209	252	274	299
세전이익	45	147	240	276	299
지배주주순이익	25	110	180	204	221
EPS(원)	632	2,758	4,497	5,089	5,528
증가율(%)	-9.1	336.3	63.1	13.2	8.6
영업이익률(%)	2.1	4.4	4.6	4.5	4.3
순이익률(%)	0.7	2.3	3.3	3.3	3.2
ROE(%)	3.8	15.4	21.2	19.8	18.1
PER	134.3	27.7	21.3	18.8	17.3
PBR	5.1	4.0	4.1	3.4	2.9
EV/EBITDA	26.1	12.0	12.6	11.7	11.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 24. 2019년 추정치 및 2019년 1분기 컨센서스 현황 (단위: 억원, %, *p*)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	2017	YoY	2018	YoY
매출액	10,211	8,997	10,672	10,234	11,255	11,749	12,204	11,928	40,114	8.0	47,136	34.1
영업이익	100	173	303	155	442	695	680	275	731	-7.4	2,092	186.2
OPM	1.0	1.9	2.8	1.5	3.9	5.9	5.6	2.3	1.8	-0.3	4.4	2.4
순이익	27	30	126	70	317	526	472	-212	253	-9.1	1,103	387.9
	기존				변경				19.1Q 컨센서스	YoY	2019 변경	YoY
	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	**19.1Q**	19.2Q	19.3Q	19.4Q				
매출액	13,133	13,608	14,054	13,695	**13,133**	13,608	14,054	13,695	12,529	11.3	54,490	15.6
영업이익	523	798	775	423	**523**	798	775	423	489	10.7	2,519	20.4
OPM	4.0	5.9	5.5	3.1	**4.0**	5.9	5.5	3.1	3.9	-0.0	4.6	0.2
순이익	381	604	553	323	**378**	597	551	270	369	16.5	1,796	62.8

자료: 호텔신라, IBK투자증권

표 25. 호텔신라 연결기준 2016~2019년 부문별 실적 및 전망 (단위: 억원, %, *p*)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	2016	YoY	2017	YoY
매출액	8,889	9,541	9,377	9,346	8,786	8,010	9,431	8,921	37,153	14.3	35,148	-5.4
TR	8,031	8,577	8,293	8,356	7,827	6,913	8,251	7,762	33,257	14.0	30,753	-7.5
시내	4,870	5,382	5,183	5,248	4,765	3,982	5,099	4,752	20,683	28.9	18,598	-10.1
공항	3,161	3,195	3,110	3,108	3,062	2,931	3,152	3,010	12,574	-4.3	12,155	-3.3
호텔&레저	858	964	1,084	990	959	1,097	1,180	1,159	3,896	16.8	4,395	12.8
서울	303	384	366	383	301	373	369	369	1,436	4.4	1,412	-1.7
제주	147	190	251	178	161	199	235	169	766	7.4	764	-0.3
스테이	-	-	-	-	215	280	319	334	-	-	1,148	-
레저	202	175	190	165	253	237	231	231	732	35.3	952	30.1
기타	206	215	277	264	29	8	26	56	962	36.3	119	-87.6
영업이익	193	187	253	156	100	173	303	155	789	2.3	731	-7.4
TR	278	154	185	173	169	82	235	99	790	-13.2	585	-25.9
호텔&레저	-85	33	68	-17	-69	91	68	56	-1	-99.3	146	흑자전환
OPM	2.2	2.0	2.7	1.7	1.1	2.2	3.2	1.7	2.1	-0.2	2.1	0.0
당기순이익	126	28	108	16	27	3	126	70	278	50.6	226	-18.8
	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	2018	YoY	2019F	YoY
매출액	11,255	11,749	12,204	11,928	13,125	13,613	14,053	13,696	47,136	34.1	54,487	15.6
TR	10,137	10,549	10,935	10,715	11,918	12,392	12,702	12,354	42,336	37.7	49,366	16.6
시내	5,814	6,132	6,255	6,209	7,335	7,399	7,569	7,222	24,410	31.3	29,525	21.0
공항	4,323	4,417	4,680	4,506	4,583	4,993	5,133	5,132	17,926	47.5	19,841	10.7
호텔&레저	1,118	1,200	1,269	1,213	1,207	1,221	1,351	1,342	4,800	9.2	5,121	6.7
서울	340	396	395	426	411	388	425	453	1,557	10.3	1,677	7.7
제주	164	194	237	145	175	220	235	167	740	-3.1	797	7.7
스테이	287	318	335	351	293	325	387	383	1,291	12.5	1,388	7.5
레저	294	288	266	278	303	283	259	304	1,126	18.3	1,149	2.0
기타	33	4	36	13	25	5	45	35	86	-27.7	110	27.9
영업이익	442	695	680	275	515	799	780	425	2,092	186.2	2,518	20.4
TR	476	640	594	251	505	738	690	390	1,961	235.2	2,322	18.4
호텔&레저	-34	55	85	24	10	61	90	35	130	-11.0	196	50.8
OPM	3.9	5.9	5.6	2.3	3.9	5.9	5.6	3.1	4.4	2.4	4.6	0.2
당기순이익	317	526	472	-212	381	602	545	271	1,103	387.9	1,799	63.0

자료: 호텔신라, IBK투자증권
주: 2016년 K-IFRS 1115 반영 전, 2016년 호텔&레저 스테이 부문은 기타로 분류

포괄손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	3,515	4,714	5,449	6,148	6,885
증가율(%)	-5.4	34.1	15.6	12.8	12.0
매출원가	1,866	2,462	2,786	3,083	3,453
매출총이익	1,649	2,252	2,662	3,064	3,432
매출총이익률 (%)	46.9	47.8	48.9	49.8	49.8
판관비	1,576	2,042	2,420	2,790	3,133
판관비율(%)	44.8	43.3	44.4	45.4	45.5
영업이익	73	209	252	274	299
증가율(%)	-7.4	186.1	20.4	8.9	9.1
영업이익률(%)	2.1	4.4	4.6	4.5	4.3
순금융손익	-15	-8	-6	-2	-4
이자손익	-15	-8	-6	-2	-4
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-13	-54	-7	3	4
종속/관계기업손익	0	0	2	0	0
세전이익	45	147	240	276	299
법인세	19	37	60	72	78
법인세율	43.5	24.9	25.2	26.1	26.1
계속사업이익	25	110	180	204	221
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	110	180	204	221
증가율(%)	-9.1	336.2	63.1	13.2	8.6
당기순이익률 (%)	0.7	2.3	3.3	3.3	3.2
지배주주당기순이익	25	110	180	204	221
기타포괄이익	-6	0	0	0	0
총포괄이익	19	110	180	204	221
EBITDA	145	284	313	328	346
증가율(%)	-5.8	96.3	10.4	4.7	5.5
EBITDA마진율(%)	4.1	6.0	5.8	5.3	5.0

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,168	1,272	1,638	1,914	1,820
현금및현금성자산	474	282	501	615	365
유가증권	0	10	11	13	15
매출채권	77	95	109	124	139
재고자산	469	704	808	923	1,034
비유동자산	1,051	1,032	1,007	995	988
유형자산	693	697	645	599	558
무형자산	44	48	39	31	25
투자자산	286	253	285	321	355
자산총계	2,219	2,304	2,645	2,909	2,807
유동부채	879	1,003	1,222	1,390	1,076
매입채무및기타채무	241	284	326	373	417
단기차입금	22	10	11	13	14
유동성장기부채	200	150	200	300	300
비유동부채	672	536	491	397	403
사채	649	499	449	349	349
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	1,551	1,539	1,714	1,787	1,479
지배주주지분	667	764	931	1,121	1,327
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
자본조정등	-104	-104	-104	-104	-104
기타포괄이익누계액	-6	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	382	475	642	832	1,038
비지배주주지분	1	1	1	1	1
자본총계	668	765	932	1,122	1,328
비이자부채	681	880	1,053	1,125	816
총차입금	870	659	660	662	663
순차입금	396	367	148	34	284

투자지표

(12월 결산)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	632	2,758	4,497	5,089	5,528
BPS	16,687	19,110	23,275	28,032	33,182
DPS	350	350	350	400	400
밸류에이션(배)					
PER	134.3	27.7	21.3	18.8	17.3
PBR	5.1	4.0	4.1	3.4	2.9
EV/EBITDA	26.1	12.0	12.6	11.7	11.8
성장성지표(%)					
매출증가율	-5.4	34.1	15.6	12.8	12.0
EPS증가율	-9.1	336.3	63.1	13.2	8.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	3.8	15.4	21.2	19.8	18.1
ROA	1.2	4.9	7.3	7.3	7.7
ROIC	3.0	13.4	21.7	25.2	21.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	232.1	201.1	183.9	159.3	111.4
순차입금 비율(%)	59.2	48.0	15.9	3.0	21.4
이자보상배율(배)	3.3	11.3	14.2	15.1	16.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	36.0	54.8	53.5	52.7	52.2
재고자산회전율	7.5	8.0	7.2	7.1	7.0
총자산회전율	1.7	2.1	2.2	2.2	2.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	207	154	163	173	186
당기순이익	25	110	180	204	221
비현금성 비용 및 수익	130	178	63	52	47
유형자산감가상각비	58	62	52	46	41
무형자산상각비	13	12	9	8	6
운전자본변동	66	-117	-74	-81	-78
매출채권등의 감소	40	-16	-14	-16	-15
재고자산의 감소	-37	-230	-104	-115	-111
매입채무등의 증가	72	43	42	46	45
기타 영업현금흐름	-15	-17	-6	-2	-4
투자활동 현금흐름	-162	-103	-62	-68	-64
유형자산의 증가(CAPEX)	-65	-78	0	0	0
유형자산의 감소	4	6	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	1	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-103	-31	-32	-36	-34
기타	0	0	-30	-32	-30
재무활동 현금흐름	85	-245	119	9	-372
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	85	-245	119	9	-372
기타 및 조정	-3	1	0	0	0
현금의 증가	128	-193	219	114	-250
기초현금	347	474	282	501	615
기말현금	474	282	501	615	365

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당사항없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

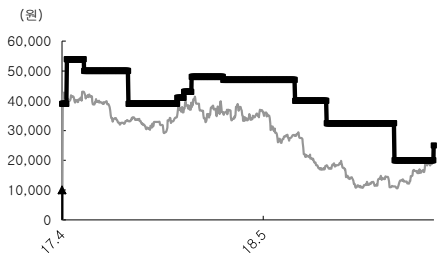
투자등급 통계 (2018.04.01~2019.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	132	85.2
중립	23	14.8
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

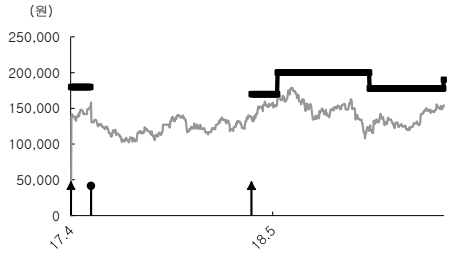
(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

클리오 주가 및 목표주가 추이



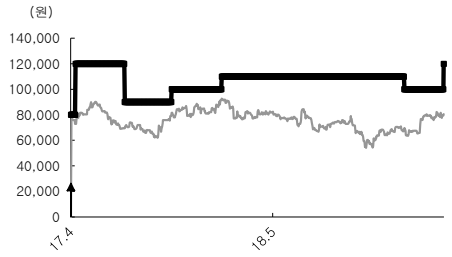
추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
2017.04.11	매수	54,000	-24.52	-20.37					
2017.05.15	매수	50,000	-25.69	-15.30					
2017.08.10	매수	39,000	-17.00	-11.41					
2017.11.14	매수	41,000	-9.47	-7.44					
2017.11.27	매수	43,000	-10.86	-7.67					
2017.12.12	매수	48,000	-22.76	-13.75					
2018.02.12	매수	47,000	-29.98	-17.13					
2018.07.03	매수	40,000	-45.90	-26.50					
2018.09.03	매수	32,500	-57.30	-39.08					
2019.01.14	매수	20,000	-23.80	-3.00					
2019.04.01	매수	25,000							

코스맥스 주가 및 목표주가 추이



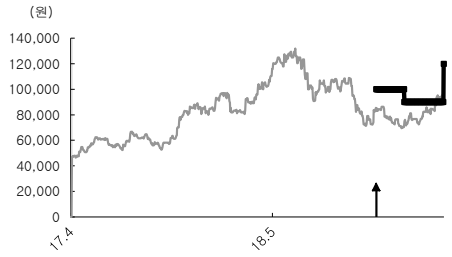
추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
2017.05.11	중립		-	-					
2018.03.21	매수	170,000	-11.83	-6.18					
2018.05.11	매수	200,000	-25.25	-10.50					
2018.11.07	매수	178,000	-24.47	-12.64					
2019.04.01	매수	190,000							

한국콜마 주가 및 목표주가 추이



추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
2017.04.11	매수	120,000	-33.59	-24.83					
2017.07.16	매수	90,000	-23.03	-12.22					
2017.10.16	매수	100,000	-16.33	-8.50					
2018.01.22	매수	110,000	-32.65	-16.27					
2019.01.14	매수	100,000	-25.97	-17.70					
2019.04.01	매수	120,000							

호텔신라 주가 및 목표주가 추이



추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
2018.11.20	매수	100,000	-22.16	-13.70					
2019.01.14	매수	90,000	-8.76	6.00					
2019.04.01	매수	120,000							