

화장품 (비중확대)

3Q19 Preview: 다시, 브랜드



Analyst 김혜미

02)6923-7337

consumer@capefn.com

3Q19 화장품 업종의 주가는 대체로 하락하였습니다. 그러나, 부진한 부가에도 불구하고, 산업 관련 지표는 대체로 양호한 것으로 파악됩니다. 현재 시장의 성장은 매출 호조세를 보이는 일부 업체들에 기인하고 있는 것으로 추측되며, 최근 전방 환경의 변화를 고려해 시장 지배력 확대해가는 개별 브랜드 종목의 대응을 추천합니다.

Top pick으로 아모레퍼시픽을 추천하며, 기타 관심 종목으로는 제로투세븐을 제시합니다. 기존 최선호주었던 제조업체(코스맥스, 한국콜마)는 역사적 밸류에이션 최저점 메리트 존재하나, 실적 안정성 재확인에 따른センチメント 회복이 주가 상승에 선행되어야 한다는 판단입니다.

Contents

1	3Q19 주가흐름 및 실적 Preview 정리.....	04
2	산업 동향 지표 점검.....	06
3	4Q19 전망 및 투자전략.....	14
4	Peer Valuation Table.....	17
5	기업분석.....	19
	아모레퍼시픽 (090430KS Buy 유지 TP 200,000원 유지)	
	3Q19 Preview: 턴어라운드 길목에 진입하는 하반기.....	20
	아모레G (002790KS Hold 유지 TP 70,000원 상향)	
	3Q19 Preview: 지주사 이상의 의미가 필요한 시점.....	25
	LG생활건강 (051900KS Hold 하향 TP 1,500,000원 유지)	
	3Q19 Preview: 꾸준한 성장.....	30
	한국콜마 (161890KS Buy 유지 TP 70,000원 유지)	
	3Q19 Preview: 퇴색된 기저효과.....	35
	코스맥스 (192820KS Buy 유지 TP 130,000원 유지)	
	3Q19 Preview: 새옹지마.....	39

화장품 (비중확대)

Analyst 김혜미 · 02)6923-7337 · consumer@capefn.com

3Q19 Preview: 다시, 브랜드

3Q19 화장품 업종의 주가는 평균 15% 하락하였습니다. 그러나, 부진한 부가에도 불구하고, 산업 관련 지표는 대체로 양호한 것으로 파악됩니다. 현재 시장의 성장은 매출 호조세를 보이는 일부 업체들에 기인하고 있는 것으로 추측되며, 최근 전방 환경의 변화를 고려해 시장 지배력 확대해가는 개별 브랜드 종목의 대응을 추천드립니다.

화장품 산업 관련 지표는 전반적으로 양호한 모습 시현

- 3Q19 중 일시적으로 역성장을 기록하기까지 한 부진했던 전체 소매판매에도 불구하고, 국내 화장품 판매는 10% 중 후반대의 우월한 성장세 시현. 화장품 CPI 역시 총 CPI 상회해 객단가 증가세 지속
- 화장품 수출은 3Q19 yoy +5.3% 증가해 전분기 역성장에서 벗어난 모습. 면세 매출도 전분기 대비 증가 폭 확대되어 고무적 분위기

산업 트렌드 분석: 마케팅비 부담으로 업체 차별화, OEM/ODM 매력도 저하에 따른 돌출한 브랜드 부각

- 중국 로컬과의 경쟁에서 도태되지 않기 위해 작년 하반기부터 국내 브랜드사들의 비용 부담 증가했으나, 2Q19부터 업체별로 차별화되며 체력의 차이를 증명: 중소형 브랜드사 광고성 마케팅비 ↓, 대형 브랜드사 지속 지출 ↑
- 트렌드 수명주기가 단축되고 있는 양상이 국내는 물론 중국에서도 대세인데다, 중국의 소비 경기 회복과 함께 화장품 소매판매 성장률이 확대되고 있음을 근거로 OEM/ODM 업체의 수혜를 예상했으나, 올해 이후 상관관계 약화 현상 지속: 중국 내 브랜드 경쟁 강도 격화가 제조업체까지 이르렀다는 가능성 거론, 중국에서도 1세대 브랜드(대형 로컬 업체)의 시대가 저물고 신규 업체가 시장 활황을 주도하는 극심한 구조변화 감지
- 제조업체와 브랜드업체 모두 매력도가 저하된 현 시점에서, 단기적인 투자 방향은 결국 시장 지배력 확대해가는 개별 브랜드 종목의 대응이 바람직

화장품 업종 투자의견 Overweight 유지. 최선호주 아모레퍼시픽으로 변경, 제조업체는 지속 관심 유지 추천

- 업황 불확실성 증대에도 과도하게 하락한 일부 업체 주가 감안해 투자의견 Overweight 유지
- 현 시점 최선호주로 마케팅 확대를 통해 브랜드력을 강화하고 기저효과로 실적 회복이 가시화되는 아모레퍼시픽을 추천하며, 기타 종목으로는 중국 영유아 화장품 시장에서 선제적으로 인지도를 확대하는 제로투세븐도 관심. 기존 최선호주였던 제조업체들은 역사적 밸류에이션 최저점 메리트 존재하나, 센터먼트 회복이 주가 상승의 선행 조건

주요 기업 투자의견

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자의견	목표주가	현재주가	상승여력	2019E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
아모레퍼시픽	Buy	200,000	150,000	33%	4,649	32.3	2.2	6.7	-712
아모레G	Hold	70,000	72,700	-4%	1,813	40.1	1.9	5.3	-1,579
LG생활건강	Hold	1,500,000	1,320,000	14%	43,875	30.1	5.6	20.2	-413
한국콜마	Buy	70,000	41,600	68%	2,557	16.3	1.9	6.9	871
코스맥스	Buy	130,000	72,600	79%	3,222	22.5	2.5	8.2	490

자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

3Q19 주가흐름 및 실적 Preview 정리

3Q19 업종 주가 하락, 안팎으로 어려운 업황

3Q19 업종 주가
대체로 하락

3Q19 화장품 업종 주가는 평균 15% 하락하였다(당사 커버리지 9개사 기준). 3개월간(7월-9월)의 주요 업체별 주가 등락 폭은 아모레퍼시픽 -14%, LG생활건강 -1%, 아모레G +4%, 한국콜마 -31%, 코스맥스 -33%를 기록해 전반적으로 브랜드 업체 대비 제조업체들의 주가가 크게 하락하였다. 지난 1Q19에 이어 2Q19의 실적에서도 기대치에 못 미치는 제조사들의 중국 성장세가 확인됨에 따라 이에 대한 실망감이 반영된 가운데, 개별 업체 측면에서는 구설수 등 부정적 이슈가 발생해 실적 훼손에 대한 우려가 더욱 증대되었기 때문이다.

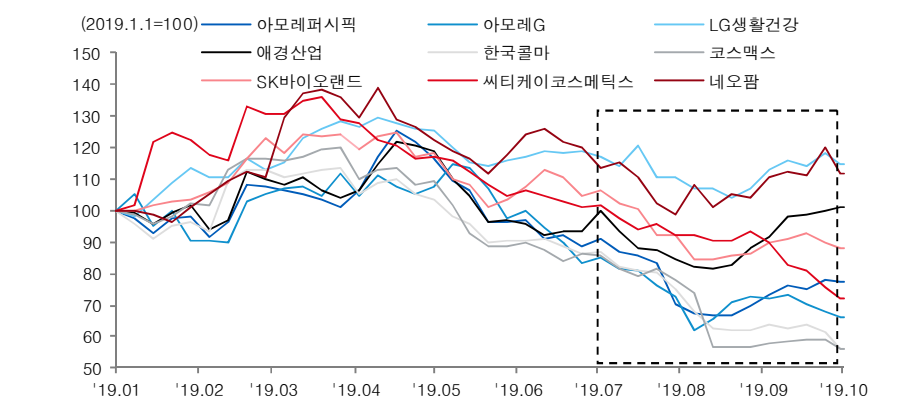
그러나, 부진한 주가에도 불구하고 화장품 산업과 관련한 지표는 대체로 양호한 흐름을 시현하였다. 국내 화장품 판매는 역성장을 기록하기까지 했던 전체 소매판매 대비 월등한 수준의 성장세를 시현하였고, 전분기 역성장하며 우려를 자아냈던 화장품 수출도 플러스 성장세로 전환했으며, 마찬가지로 인바운드 증가율을 하회하던 면세점 매출 역시 견조한 성장률을 기록했다. 다만, 이러한 시장 성장은 매출 호조세를 보이는 일부 업체들에 기인하고 있는 것으로 추측되므로, 전방 환경의 개선이 곧 전체 업종의 주가 상승을 의미하지는 않는다.

최선후주
: 아모레퍼시픽 제시,

제조업체들의
Valuation 바닥에도,
주가 상승을 위해서는
실적 안정성 회복이
선행 조건

후술할 내용들을 종합할 때, 현재 화장품 업종의 투자 전략은 단기적 관점의 유연한 대응이 바람직하며, 지금 시점에서는 마케팅 확대를 통해 브랜드력을 강화하고 기저효과로 실적 회복이 가시화되는 아모레퍼시픽을 추천한다. 이밖에, 지난 7월과 9월 당사 리포트를 통해 언급한 제로투세븐도 중국 영유아 화장품 시장에서 선제적으로 인지도를 확대하고 있어 관심을 가져볼 만 하다. 기존의 최선후주였던 제조업체 코스맥스와 한국콜마 역시 현 주가에서는 역사적 밸류에이션 최저점이라는 메리트가 있으나, 실적 안정성에 대한 확인이 선행되어야 상승 무드가 조성될 것으로 예상된다.

그림1. 3Q19 국내 화장품 업체 주가 흐름



자료: Data Guide, 케이프투자증권 리서치본부

주요 기업 투자 의견 및 추천 종목

아모레퍼시픽, Buy,
200,000원

아모레퍼시픽에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 200,000원을 유지한다. 전년도 기저효과로 하반기 이익 성장이 기대되는 가운데, 설화수, 해라, 라네즈 등 동사의 프리미엄급 브랜드 매출이 고성장하고 있는 것으로 파악되어 긍정적 관점이다.

아모레G, Hold,
70,000원

아모레G에 대해 투자 의견 Hold를 유지하며 목표주가를 70,000원으로 상향한다. 실적 내 아모레퍼시픽 의존도 여전히 높고 타자회사들이 부진한 구조적 한계로 지주사 할인이 불가피하다는 판단이다.

LG생활건강, Hold,
1,500,000원

LG생활건강에 목표주가 1,500,000원을 유지하나 투자 의견은 Hold로 하향한다. '후'와 '숨'을 중심으로 중국 럭셔리 시장에서 견조한 실적을 달성하는 중이나, 뉴에이본 실적 반영 시작으로 향후 이익률 확대가 지속되기는 어려울 전망이다.

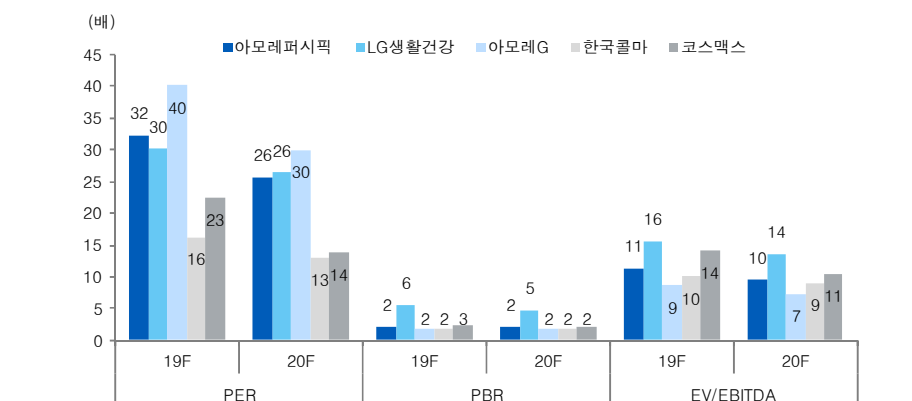
한국콜마, Buy,
70,000원

한국콜마에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 70,000원을 유지한다. 센티먼트 악화 이슈가 실적 훼손에 미치는 정도가 큰 것으로 파악되어 파급효과 지속에 대해 여전히 우려스러운 상황이나, 충분히 낮아진 주가 수준도 고려할 필요가 있다.

코스맥스, Buy,
130,000원

코스맥스에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 130,000원을 유지한다. 중국 내 상위 고객사들의 매력도 하락으로 실적 변동성이 확대되며 주가 하락했으나, 역사적 밸류에이션 저점 구간임을 감안해 우려 요인 제거 시 회복을 전망한다.

그림2. 국내 화장품 업체 Valuation 비교



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표1. 케이프투자증권 화장품 3Q19 Preview 요약

		아모레퍼시픽	LG 생활건강	아모레 G	한국콜마	코스맥스
투자 의견		Buy	Hold	Hold	Buy	Buy
목표주가		200,000 원	1,500,000 원	70,000 원	70,000 원	130,000 원
당사추정치	매출액	13,559 억원	19,571 억원	15,099 억원	3,670 억원	3,257 억원
	YoY %	6.1	12.7	3.2	-2.2	3.5
	영업이익	1,010 억원	3,011 억원	1,134 억원	293 억원	123 억원
	YoY %	-32.1	8.5	-33.9	276.0	-7.4
컨센서스	매출액	13,532 억원	19,050 억원	15,122 억원	3,973 억원	3,392 억원
	YoY %	5.9	9.7	3.4	5.9	7.8
	영업이익	840 억원	3,113 억원	850 억원	322 억원	125 억원
	YoY %	-9.8	12.2	-0.4	314.1	-5.4

자료: Data Guide, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

산업 동향 지표 점검

3Q19 양호한 화장품 소매판매 지속, 수출 실적 성장세 전환

화장품 소매판매
두 자리 수 성장,
전체 소매판매 상회
추이 지속

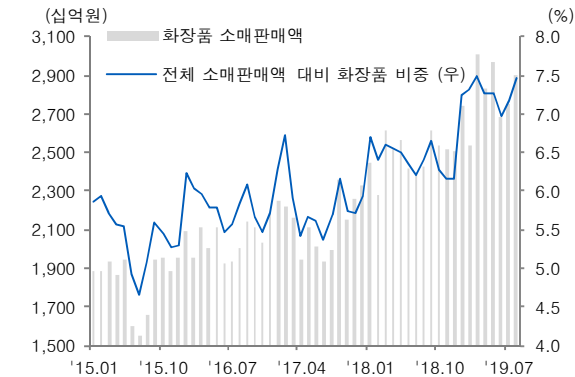
지난 7월과 8월, 국내에서의 화장품 소매판매 금액은 각각 yoy +14.8%, +19.6% 증가한 2조 7,496억원과 2조8,985억원을 기록하였다. 반면, 7월 및 8월의 국내 총 소매판매액은 38조4,037억원(yoy -0.5%), 38조7,784억원(yoy +2.6%)을 기록해 전체 소매판매액이 전년도 하반기 이후 계속해서 부진한 성장을 시현하고 있는 것과 달리, 상대적으로 월등한 성장세를 유지하고 있다. 한편, 이러한 성장 폭의 격차 지속으로 전체 소매판매액 가운데 화장품 판매가 차지하는 비중 역시 전년대비 꾸준히 상승해 7월, 8월 각각 7.2%, 7.5%로 yoy +1.0p, +1.1p 증가하였다.

화장품 수출은
2Q19 역성장에서
턴어라운드

한편, 산업통상자원부에 따르면 3Q19 우리나라의 화장품 수출 금액은 16억 달러(yoy +5.3%)로 역성장을 기록했던 전분기 대비 성장세로 전환하였다. 3Q19에 우리나라의 전체 수출액이 yoy -12.2%로 부진했던 것과 비교하면 상대적으로 고무적인 결과였다. 3Q19 중 화장품 수출의 월별 추이는 7월 yoy +0.3%, 8월 yoy +1.0%, 9월 yoy +15.1%로 증가 폭이 더욱 확대되는 모습을 나타내었는데, 이는 전년도 9월 화장품 수출이 역성장했던 기저효과의 영향이 일부 반영된 것으로 보인다. 또한, 수출 화장품의 물량 증가 폭(19년 9월 누적기준 yoy +2.4%)이 미미한 것으로 미루어 짐작했을 때, 객단가가 더 큰 영향을 미쳤을 것으로 파악되는데, 이는 후술하는 화장품 가격 지표에서 확인되는 모습이다.

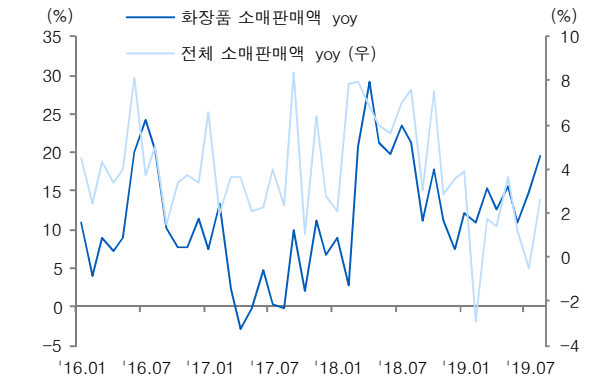
수출 화장품을 카테고리별(관세청 HS코드 기준)로 분류하면, 기초화장품이 7월과 8월 각각 yoy +20.7%, +16.5% 증가하고 색조화장품은 yoy +2.7%, -5.4%를 기록한 것으로 나타났다. 주요 국가별로는, 미국향 기초화장품의 수출이 7월 yoy -3.2%, 8월 yoy +5.1%를, 색조화장품 수출은 7월 yoy +14.0%, 8월 yoy -4.9% 기록한 한편, 중국향 수출은 기초화장품의 경우 7월 yoy +33.7%, 8월 yoy +34.9%, 색조화장품은 7월 yoy +20.3%, 8월 yoy +20.0%를 기록해 대체적으로 기초화장품 성장세가 수출 턴어라운드에 기여한 것임을 파악할 수 있다.

그림3. 화장품 소매판매액 추이



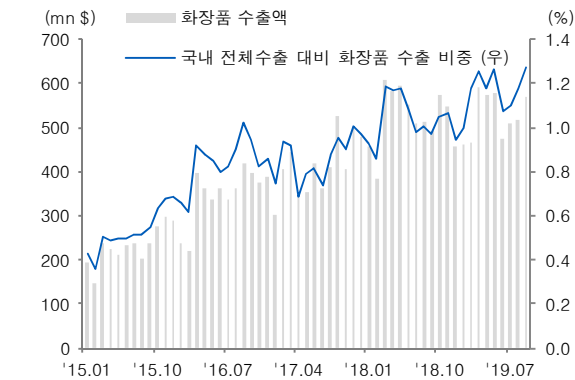
자료: 통계청, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 화장품 및 전체 소매판매액 증감률 비교



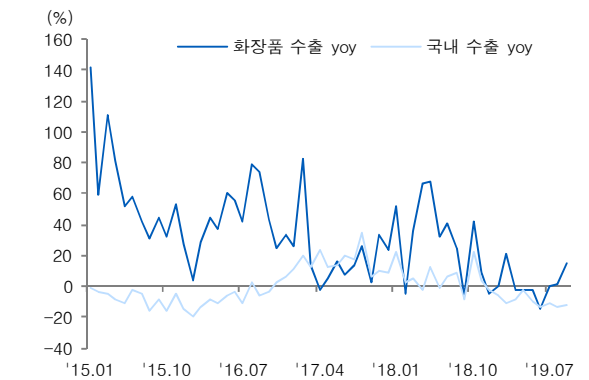
자료: 통계청, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 화장품 수출액 및 전체 수출대비 비중 추이



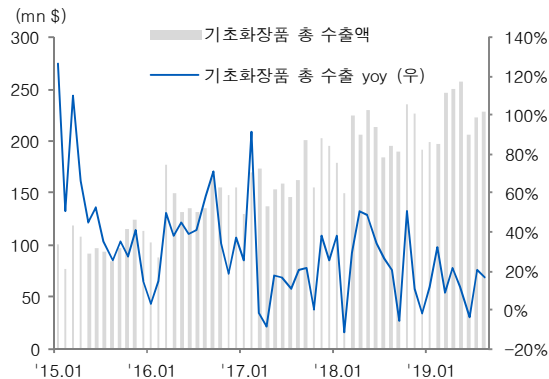
자료: 관세청, 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 화장품 수출 및 국내 총수출 증감률 비교



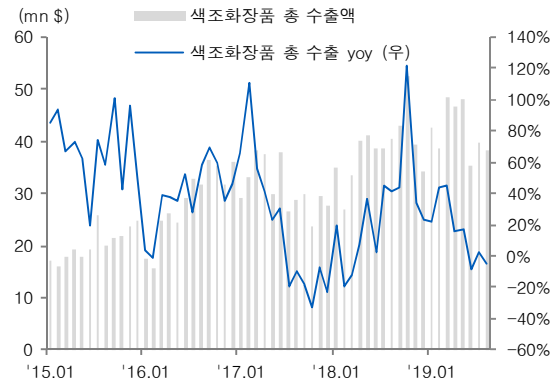
자료: 관세청, 케이프투자증권 리서치본부

그림7. 기초화장품 수출액 추이



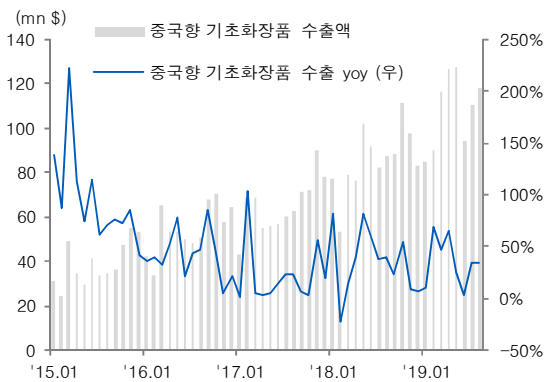
자료: 관세청, 케이프투자증권 리서치본부

그림8. 색조화장품 수출액 추이



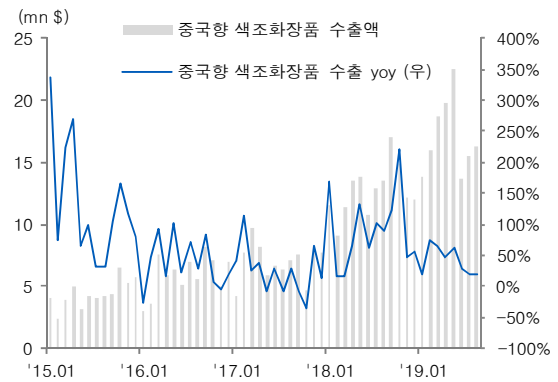
자료: 관세청, 케이프투자증권 리서치본부

그림9. 중국향 기초화장품 수출액 추이



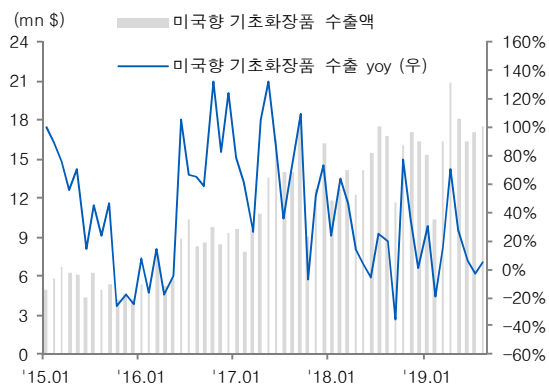
자료: 관세청, 케이프투자증권 리서치본부

그림10. 중국향 색조화장품 수출액 추이



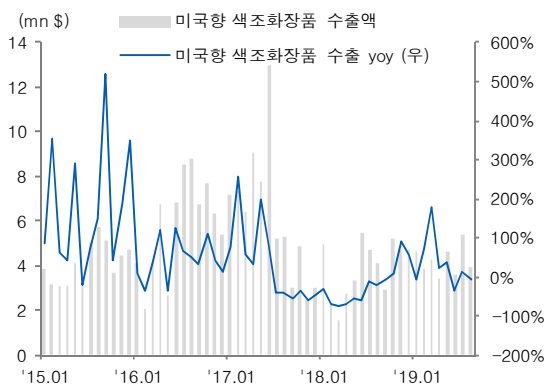
자료: 관세청, 케이프투자증권 리서치본부

그림11. 미국향 기초화장품 수출액 추이



자료: 관세청, 케이프투자증권 리서치본부

그림12. 미국향 색조화장품 수출액 추이



자료: 관세청, 케이프투자증권 리서치본부

내수 침체 지속에도 온라인 호조와 화장품 가격 상승세 유지

3Q19 내수 경기는
상반기 대비 더욱 침체

소비자심리지수는 4월에 일시적으로 101.6P를 기록한 것을 제외하면 올해 지속적으로 100P를 하회하고 있다. 3Q19는 대체로 지난 상반기 대비 더욱 하락했으며 8월에는 2019년 현재까지 최저점인 92.5P를 기록했다. 소비자충전감지수도 1Q19와 2Q19 이후 지속 하락해 8월에 가장 낮은 수준(105P)을 기록했으며 9월에도 크게 회복되지 못해, 내수 소비 회복 가능성은 여전히 불투명해 보인다.

유통채널별 내수판매
: 오프라인 부진 지속

유통채널별 내수 판매를 살펴보면 여전히 오프라인의 부진이 지속되었다. 먼저, 대형마트는 7월 yoy -13.3% (Q yoy -11.6%, P yoy -1.9%), 8월 yoy -0.8% (Q yoy -5.0%, P yoy +4.4%)를 기록하였으며, 백화점은 7월 yoy -4.0% (Q yoy -13.7%, P yoy +11.3%), 8월 yoy +5.7% (Q yoy -8.3%, P yoy +15.3%)를 기록했다. 오프라인 채널 내에서 그나마 견조하던 편의점도 작년 하반기부터 성장 폭이 한자리 대로 둔화된 추세 유지되어 7월 yoy +2.4% (Q yoy -0.6%, P yoy +3.0%), 8월 yoy +3.5% (Q yoy +0.8%, P yoy +2.7%) 증가하였다. 전반적으로 객단가의 성장이 구매건수의 하락세를 상쇄하는 모습이 지속되고 있는 가운데, 특히 대형마트와 백화점에서는 가장 크게 구매건수가 감소하는 모습이 이어져, 온라인 채널로의 이동 및 소비 양극화가 영향이 여전함을 유추할 수 있다.

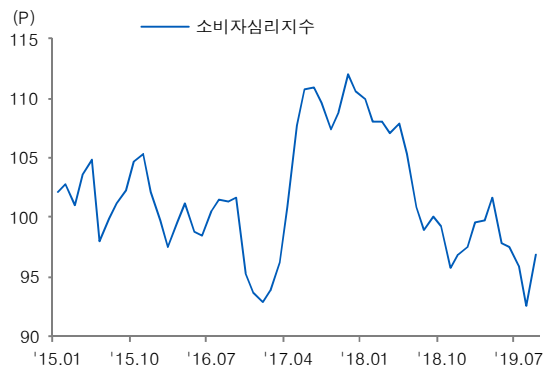
유통채널별 내수판매
: 온라인 성장 지속

반면, 7월과 8월 온라인 유통 매출은 각각 yoy +8.7%, +15.2% 증가해 상대적으로 견조한 모습을 나타냈다. 이 가운데 온라인판매중개(오픈마켓) 채널은 같은 기간 각각 yoy +10.8%, yoy +17.1% 증가하였으며, 온라인판매(소셜커머스, 종합유통몰)는 각각 yoy +3.6%, yoy +10.6% 증가하였다. 온라인을 통한 화장품 판매의 경우 7월과 8월에 온라인판매중개 채널에서는 yoy +27.8%, yoy +20.2% 증가했으며, 온라인판매 채널을 통한 판매는 yoy +15.3%, yoy +12.5%를 기록했으나, 이들의 총 매출에서 화장품이 차지하는 비중은 4%대로 유지되었다.

화장품 CPI 상승 지속,
전체 CPI 증가율 상회

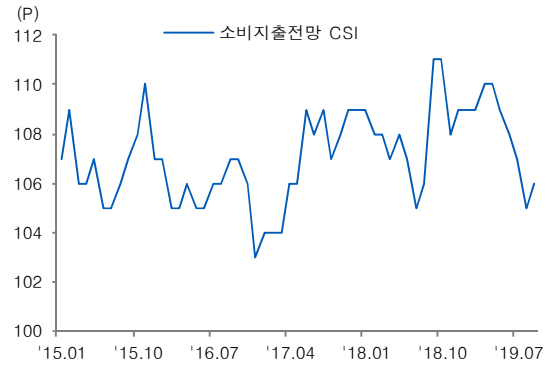
한편, 화장품 가격은 올해 초 이후 상승세가 지속되고 있으며 지난 2Q19부터는 총 CPI의 상승률을 상회하기 시작했는데, 3Q19에도 미미하게나마 이런 현상이 나타났다. 여기에는 1) 전년도 크게 성장했던 마스크팩 등 저단가 제품의 판매 감소와 후술할 면세 산업 호조에 따른 럭셔리 화장품 매출 성장으로 인한 화장품 시장 내 제품 mix 개선, 2) 당사가 기존에 발간한 리포트를 통해 언급한 적이 있는 소규모 브랜드 업체 중심의 구조조정 등 여러가지 요인이 영향을 미쳤을 것으로 해석된다. 1)과 2)는 서로 일맥상통하며 화장품 산업의 급성장에 따라 최근까지 난립하던 매스 카테고리 위주의 업체 증가세가 일정 부분 정비됨으로써 나타난 결과라고 보여진다.

그림13. 소비자심리지수



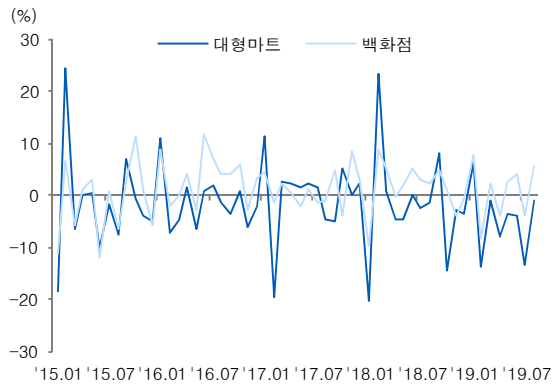
자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림14. 소비지출전망



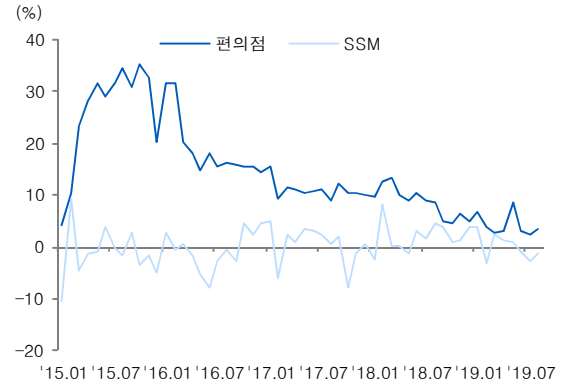
자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림15. 오프라인 유통채널 매출(1): 대형마트, 백화점



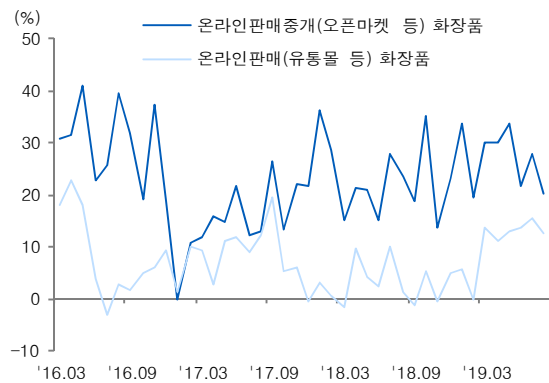
자료: 산업통상자원부, 케이프투자증권 리서치본부

그림16. 오프라인 유통채널 매출(2): 편의점, SSM



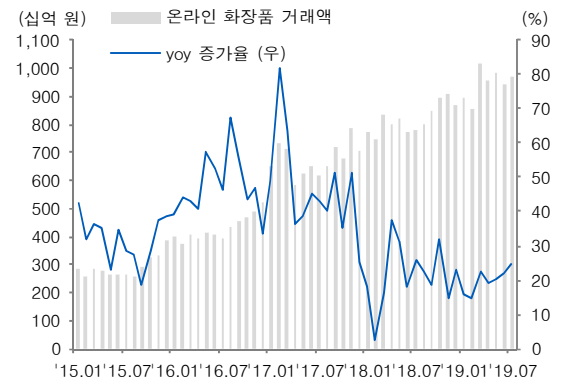
자료: 산업통상자원부, 케이프투자증권 리서치본부

그림17. 온라인 형태별 화장품 판매 증가율



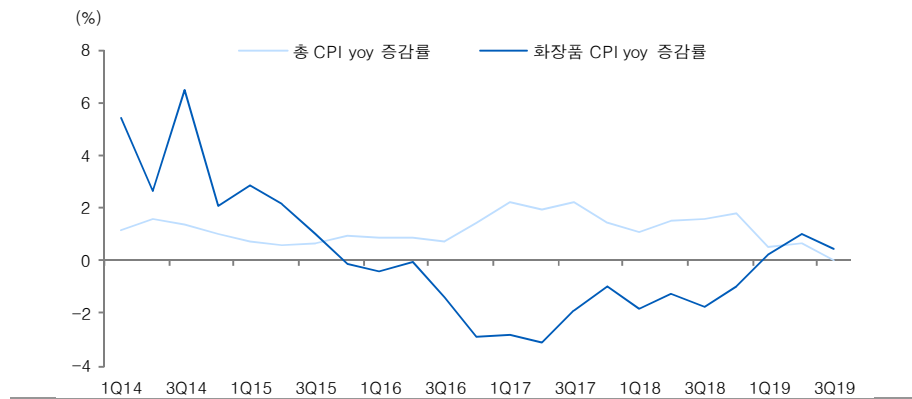
자료: 산업통상자원부, 케이프투자증권 리서치본부

그림18. 온라인 화장품 판매액 동향



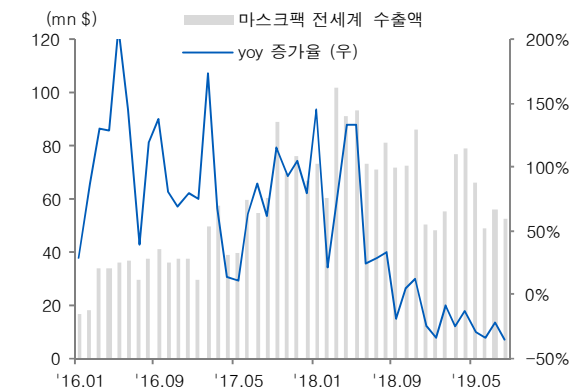
자료: 통계청, 케이프투자증권 리서치본부

그림19. 총 CPI 및 화장품 CPI



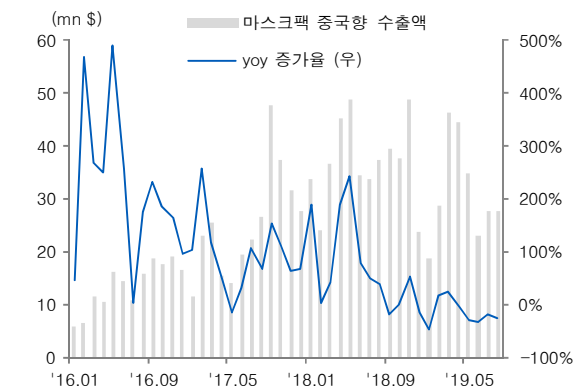
자료: 통계청, 케이프투자증권 리서치본부

그림20. 마스크팩 수출 (전세계)



자료: 관세청, 케이프투자증권 리서치본부

그림21. 마스크팩 수출 (중국)



자료: 관세청, 케이프투자증권 리서치본부

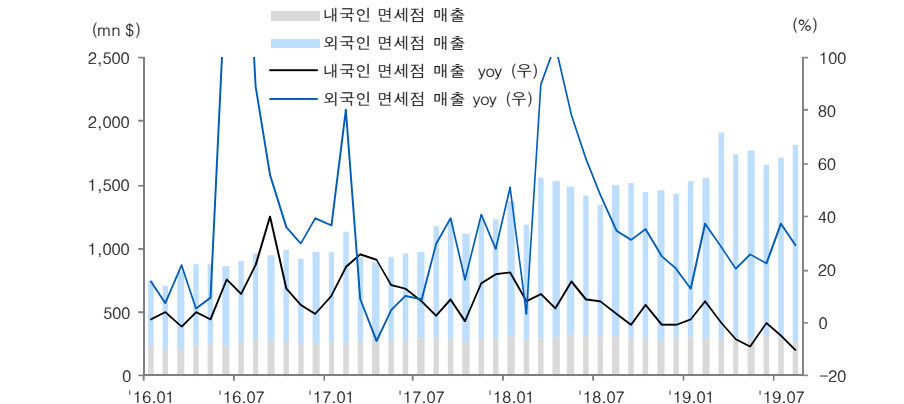
중국인 인바운드 증가에 동행한 면세 매출

인바운드 회복세 시현

중국인 입국자 수는 연초 이후 mom개선행세가 지속되며, 지난 8월 약 58만명 수준에 이르렀다. 이는 지난 2017년 3월 사드 이슈로 중국인 인바운드의 급격한 감소가 발생하기 직전인 2017년 2월과 유사하나, 계절성을 고려할 때 충분히 회복된 것으로 판단되지는 않는다. 그러나, 현 추세대로라면 기존에 당사가 예상했던 올해 중국인 인바운드 추정치 600만명에는 부합할 가능성이 높다. 7월과 8월에 대한 중국인은 각각 yoy +26.5%, yoy +20.9% 증가하였다.

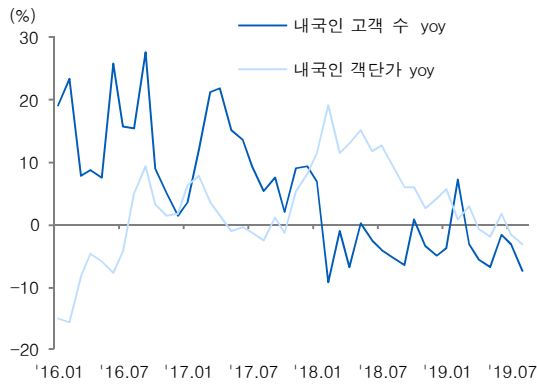
면세 매출 성장은 인바운드 성장률 하회

그림24. 국내 면세점 월별 판매실적 추이 (내국인/외국인)



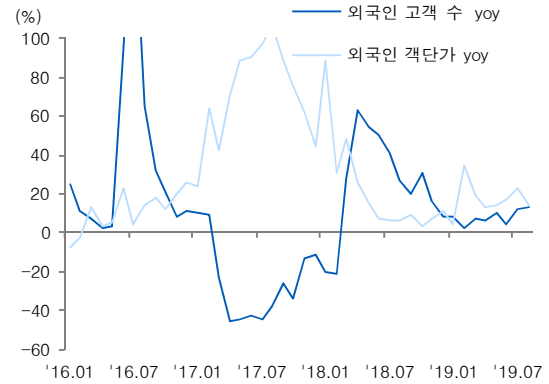
자료: 면세점협회, 케이프투자증권 리서치본부

그림25. 내국인 면세 매출 Q/P 증가율



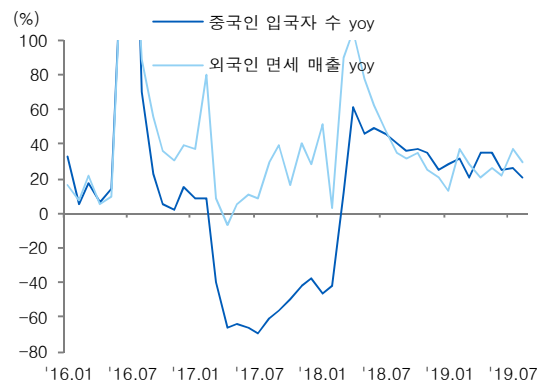
자료: 면세점협회, 케이프투자증권 리서치본부

그림26. 외국인 면세 매출 Q/P 증가율



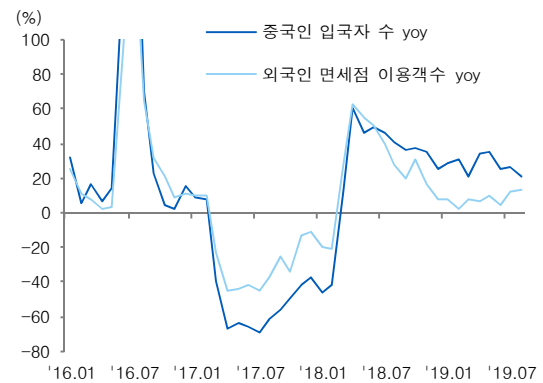
자료: 면세점협회, 케이프투자증권 리서치본부

그림27. 중국인 인바운드와 외국인 면세 매출액 증가율



자료: 한국관광공사, 면세점협회, 케이프투자증권 리서치본부

그림28. 중국인 인바운드와 외국인 면세 이용객 증가율



자료: 한국관광공사, 면세점협회, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

4Q19 전망 및 투자전략

늘어난 비용 부담으로 체력의 차별화 증명

국내 브랜드 업체들의
비용 증가 추이는
2Q19부터 차별화

중국 로컬 업체들과의 경쟁에서 도태되지 않기 위해 작년 하반기부터 늘어나기 시작한 국내 브랜드 업체들의 비용 부담은, 대체로 1Q19까지 지속되었으나 2Q19부터는 업체별로 차별화되며 체력의 차이를 드러냈다. 중소형 브랜드사들은 2Q19에 광고성 마케팅비 지출을 줄이는 모습을 확인했으며, 대형 브랜드사들은 계속해서 관련 비용을 늘렸던 것으로 파악된다. 이는, 격화된 브랜드간 경쟁에서 향후의 승자를 예견할 수 있는 지표이기도 하다. 버티기 싸움에서 살아남기 위해서는 재원이 필요하고, 결국 여기에는 상대적으로 대형 업체가 유리하다.

그러나, 무작정 브랜드에 투자한다고 모두 성과로 이어지는 것은 아니다. 근래에 국내 뿐 아니라 중국에서도 럭셔리 세그먼트의 성장이 전체 시장을 이끌어가는 추세가 지속되고 있어, 적절한 마케팅 지출이 요구된다. 또한, 이에 대한 효율성을 검증하는 방법으로 업체의 매출 증가율을 확인하는데, 럭셔리 브랜드일수록 지출에 대한 효과가 더욱 컸음을 알 수 있다. 지난 2Q19, 아모레퍼시픽은 중국에서 설화수와 헤라 브랜드의 매출이 각각 yoy +30%, +80% 성장했으며, LG생활건강도 중국에서 화장품 부문의 매출이 yoy +30% 증가했는데, 이 중 90% 이상의 비중이 후, 슢 등 럭셔리 브랜드임을 감안할 필요가 있다. 반면, 애경산업은 광고선전비를 크게 늘렸음에도 불구하고, 2Q19 화장품 매출이 yoy -25%로 역성장(수출 yoy -36%, 면세 yoy -25%)했다. 이밖에 잇츠한불과 에이블씨엔씨는 2Q19 매출이 각각 yoy +4%, +24% 증가했는데, 이는 선제적인 비용 투입에 따른 결과로 풀이되나, 앞서 말한 바와 같이 추가 지출 여력 측면에서는 다소 부담이 있을 것으로 예상된다.

표2. 기업별 마케팅 비용(매출액 대비 광고선전비율) 추이 표

(%)	아모레퍼시픽	yoy%p	아모레 G	yoy%p	LG 생활건강	yoy%p	애경산업	yoy%p	에이블씨엔씨	yoy%p	잇츠한불	yoy%p
1Q17	8.1	-1.4	8.4	-0.8	4.7	-3.1	5.9	-	1.6	0.6	6.3	-2.9
2Q17	12.1	3.0	12.0	2.9	4.8	-3.6	7.1	-	2.2	0.7	11.8	11.8
3Q17	10.2	0.3	10.1	0.1	5.1	-1.9	9.6	-	1.9	0.6	4.5	4.5
4Q17	12.2	0.9	12.3	0.6	5.4	-2.7	6.0	-	0.7	-1.9	4.9	-23.9
1Q18	9.4	1.3	9.2	0.8	4.8	0.1	3.8	-2.0	1.8	0.2	4.8	-1.6
2Q18	10.4	-1.7	10.5	-1.6	5.3	0.5	4.1	-3.0	7.2	5.0	8.9	-2.9
3Q18	11.8	1.6	11.7	1.7	5.3	0.2	4.6	-5.0	5.8	3.9	7.2	2.7
4Q18	13.7	1.5	14.7	2.4	6.4	1.0	7.1	1.1	4.8	4.2	6.3	1.4
1Q19	10.6	1.2	10.7	1.5	5.7	0.9	4.7	0.9	6.4	4.6	7.0	2.3
2Q19	13.6	3.2	13.4	3.0	5.4	0.2	8.2	4.1	6.1	-1.1	4.2	-4.8

자료: 각 사, 케이프투자증권 리서치본부

OEM/ODM 매력도 저하 → 브랜드 위주의 개별 업체

OEM/ODM 업체들의 매력도 하락

그간 당사에서는 트렌드 수명주기가 단축되고 있음을 이유로, 브랜드사 대비 제조업체의 수혜가 클 것으로 예상해 이를 선호종목으로 추천하였다. 그러나, 지금까지 여기에 부합하던 모습이 올해 이후 조금씩 달라지는 형국이다. 국내는 물론 글로벌 탑티어가 된 화장품 OEM/ODM업체 한국콜마와 코스맥스의 지난 상반기 중국 실적은 시장의 기대보다 부진한 성과를 기록하였다. 1Q19에 처음 이러한 추세 전환이 발생했을때만 하더라도, 당사에서는 이를 중국 화장품 소매판매 추이와 연결지어 고객사인 로컬 브랜드의 호조에 힘입어 우리나라 제조업체들의 실적도 후행적으로 성장이 가능할 것으로 예상하였다. 그러나, 2Q19 중국 소비 증가 폭 확대에도, 제조사들의 실적은 여전히 부진했다.

중국 내 제조업체 경쟁심화 가능성 대두

이에 대해서는 다양한 원인이 거론될 수 있는데, 가장 우려되는 점은 경쟁 심화이다. 브랜드업체 대비 상대적으로 수익성이 낮은 제조업체의 특성 상 중국과의 경쟁이 첨예해질 경우 단가 측면에서 메리트를 확보하기가 어려워 국내 업체에 큰 타격을 주기 때문에, 이에 대한 우려는 항상 예의주시 해야 하는 포인트였다. 그러나, 그동안 중국 시장에서 매스 브랜드 업체들의 경쟁만이 부각되었을 뿐, 제조업체까지 이러한 모습이 나타나지는 않았었다. 여전히 경쟁 강도의 변화를 확인할 수 없으나, 화장품 시장의 성장에도 불구하고, 후방업체인 제조업체의 실적이 기대를 충족하지 못했다는 점에서 가능성이 높아진 것으로 해석되며センチ먼트 악화를 야기하였다.

중국 화장품 산업 내 Key Player 재편

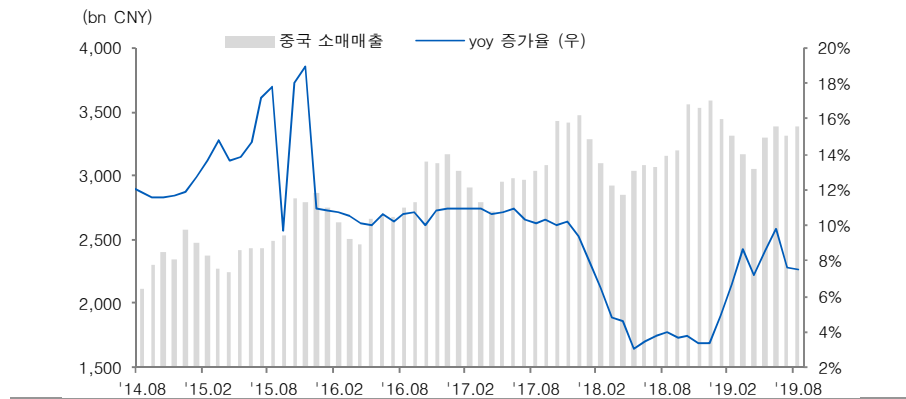
또 다른 이유로, 중국 화장품 시장 자체가 극심한 구조변화를 지속하고 있는 것이다. 국내 화장품 제조업체들이 중국에서 크게 성장하는 동안 밀바탕이 되었던 것은 중국 전통 로컬 업체로부터의 대형 수주 덕분이다. 그러나, 최근 수 년간 국내에서 시장 환경이 변한 것과 같이 중국에서도 신생 브랜드의 향연이 펼쳐지고 있으며, 1세대 브랜드 업체들은 인기가 시들한 모습이다. 이에 따라, 기존 고객사들이 안정적인 실적을 받쳐주는 가운데 신규 업체들을 추가로 확보하며 꾸준히 성장하던 제조업체들은 실적 변동성이 급격히 확대되었고, 이는 곧 주가 하락으로 이어졌다.

최선호주 변경 : 아모레퍼시픽 제시

제조업체들의 Valuation 역대급 저점이나, 주가 상승을 위해서는 실적 안정성 회복이 선행 조건

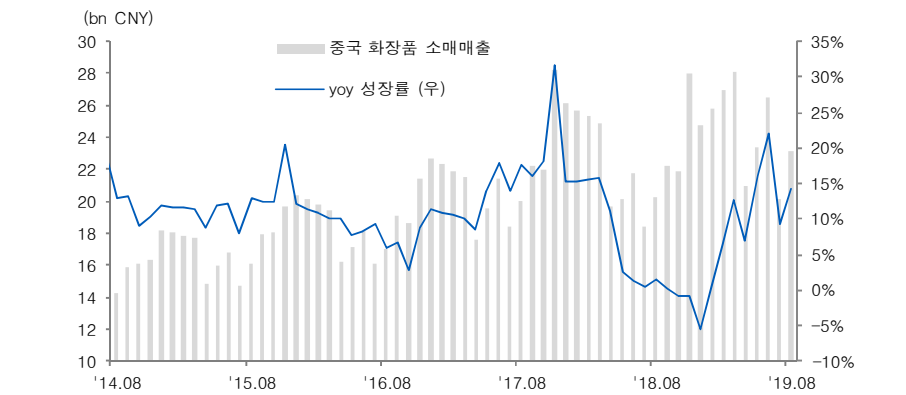
제조업체와 브랜드업체 모두 매력도가 저하된 현 시점에서, 단기적인 투자 방향은 결국 시장 지배력 확대해가는 개별 브랜드 종목으로 대응하는 것이 옳다는 판단이다. 특히 이 중에서도, 마케팅 확대를 통해 브랜드력을 강화하고 실적 회복이 가시화되는 아모레퍼시픽을 추천한다. 이밖에, 당사에서 탐방 후기를 통해 언급한 적 있는 제로투세븐도 아직은 무주공산인 중국 영유아 화장품 시장에서 선제적으로 인지도를 확대하고 있어 관심을 가져볼 만 하다. 기존 최선호주였던 제조업체 코스맥스와 한국콜마 역시 주가 측면에서는 밸류에이션 역대 최저점이라는 메리트가 있으나, 앞서 언급한대로 실적 안정성에 대한 확인이 주가 회복을 위한 선행 조건이 될 것이라 예상한다.

그림29. 중국 소매판매 추이



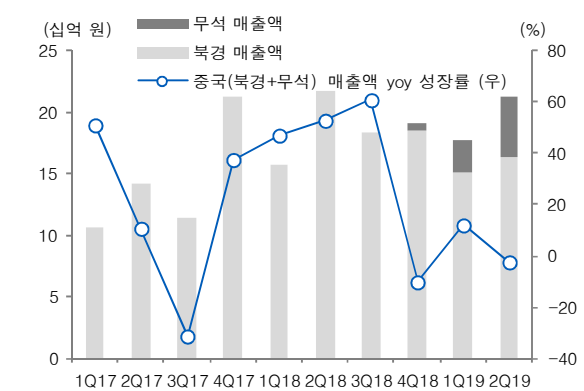
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림30. 중국 화장품 소매판매 추이



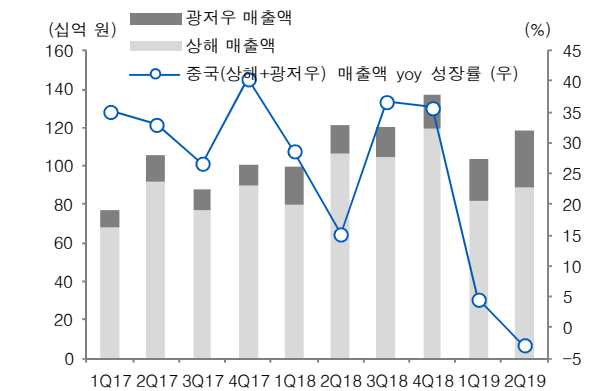
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림31. 한국콜마 중국 매출 추이



자료: 한국콜마, 케이프투자증권 리서치본부

그림32. 코스맥스 중국 매출 추이



자료: 코스맥스, 케이프투자증권 리서치본부

표3. Domestic Peer Valuation Table

		아모레퍼시픽	아모레 G	LG 생활건강	애경산업	한국콜마	코스맥스	SK 바이오랜드	씨타케이코스 메티스	네오팜	클리오
티커		090430 KS Equity	002790 KS Equity	051900 KS Equity	018250 KS Equity	161890 KS Equity	192820 KS Equity	052260 KQ Equity	260930 KQ Equity	092730 KQ Equity	237880 KQ Equity
회계연말		12/2018	12/2018	12/2018	12/2018	12/2018	12/2018	12/2018	12/2018	12/2018	12/2018
회계기준		연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결
주가	19/10/08	150,000	72,700	1,320,000	30,300	41,600	72,600	13,600	14,700	48,800	18,550
시가총액	(백만)	8,768,774	5,994,710	20,616,020	798,300	951,857	729,594	204,000	148,796	400,519	314,754
매출액	2018	5,277,845	6,078,179	6,747,537	699,584	1,357,865	1,259,717	100,589	110,467	66,275	187,378
	2019E	5,534,631	6,206,842	7,667,785	678,019	1,554,379	1,338,059	114,316	117,949	86,277	241,775
	2020E	6,089,287	6,684,393	8,776,210	695,925	1,698,163	1,449,049	129,582	130,431	102,392	277,700
영업이익	2018	481,981	549,474	1,039,250	79,171	89,967	52,338	17,056	5,225	19,162	-1,575
	2019E	438,591	498,900	1,149,208	55,895	133,879	53,171	16,244	6,244	23,662	18,898
	2020E	574,681	652,686	1,297,262	56,180	156,493	81,253	19,844	10,882	27,097	24,600
EBITDA	2018	748,090	860,453	1,196,697	87,489	131,985	77,622	23,240	6,280	19,997	1,701
	2019E	774,147	916,864	1,395,706	72,533	220,293	84,174	22,637	7,351	26,117	25,800
	2020E	904,503	1,050,989	1,554,556	68,686	233,853	111,166	34,794	12,085	28,956	30,500
지배주주	2018	332,195	142,286	682,743	60,789	42,307	32,621	15,047	7,978	15,370	996
순이익	2019E	320,844	161,202	777,372	45,031	57,853	32,384	12,715	11,204	17,906	8,435
	2020E	403,109	215,317	886,388	46,188	73,380	52,737	14,952	10,876	20,342	16,575
EPS	2018	4,813	1,600	38,534	2,409	1,954	3,246	1,003	788	2,060	59
(각국화폐)	2019E	4,649	1,813	43,875	1,710	2,557	3,222	848	1,107	2,268	483
	2020E	5,841	2,422	50,028	1,753	3,207	5,248	997	1,074	2,478	944
PER(x)	2018	43.5	45.4	28.6	19.8	36.1	40.0	15.8	26.6	21.8	244.9
	2019E	32.3	40.1	30.1	17.7	16.3	22.5	16.0	13.3	21.5	38.4
	2020E	25.7	30.0	26.4	17.3	13.0	13.8	13.6	13.7	19.7	19.7
PBR(x)	2018	3.3	2.0	5.4	4.0	3.6	4.9	1.6	1.2	5.4	1.7
	2019E	2.2	1.9	5.6	2.3	1.9	2.5	1.3	0.8	5.4	2.2
	2020E	2.1	1.8	4.8	2.1	1.7	2.2	1.2	0.8	4.4	2.0
EV/	2018	17.0	9.2	15.7	12.8	21.9	22.6	10.7	21.2	14.7	115.8
EBITDA(x)	2019E	11.4	8.6	15.7	8.5	10.0	14.1	9.5	8.5	13.2	11.1
	2020E	9.5	7.3	13.7	8.3	9.0	10.5	5.8	5.1	11.3	9.4
EPS	2018	-15.7	-29.8	12.6	35.0	-12.8	73.0	25.6	-58.5	33.0	-87.5
growth(%)	2019E	-3.4	13.3	13.9	-29.0	30.9	-0.7	-15.5	40.4	10.1	718.6
	2020E	25.6	33.6	14.0	2.5	25.4	62.8	17.6	-2.9	9.3	95.4
OP margin(%)	2018	9.1	9.0	15.4	11.3	6.6	4.2	17.0	4.7	28.9	-0.8
	2019E	7.9	8.0	15.0	8.2	8.6	4.0	14.2	5.3	27.4	7.8
	2020E	9.4	9.8	14.8	8.1	9.2	5.6	15.3	8.3	26.5	8.9
ROE(%)	2018	7.8	6.2	20.7	28.5	6.4	9.0	10.5	4.6	28.8	0.7
	2019E	6.7	5.3	20.2	13.8	6.9	8.2	8.3	6.2	27.3	5.8
	2020E	8.6	6.7	19.7	12.8	8.6	13.4	9.2	5.8	25.5	10.5

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

표4. Global Peer Valuation Table

		L'OREAL	Unilever	P&G	Estee Lauder	Shiseido	Beiersdorf	Johnson & Johnson	KAO	COTY	Shanghai Jahwa
티커		OR.FP Equity	UNA.NA Equity	PG.US Equity	EL.US Equity	4911.JP Equity	BEI.GR Equity	JNJ.US Equity	4452.JP Equity	COTY.US Equity	600315.CH Equity
회계연말		12/2018	12/2018	06/2019	06/2019	12/2018	12/2018	12/2018	12/2018	06/2019	12/2018
회계기준		연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결	연결
통화		EUR	EUR	USD	USD	JPY	EUR	USD	JPY	USD	CNY
주가	19/10/08	248.0	54.8	122.8	195.2	8,702.0	105.7	133.2	8,060.0	10.3	34.6
시가총액	(백만)	139,323	147,960	307,423	70,499	3,480,800	26,636	351,431	3,884,920	7,799	23,252
매출액	2018	26,937	50,982	67,684	14,863	1,094,825	7,233	81,581	1,508,007	8,649	7,082
	2019E	29,429	52,177	67,424	14,801	1,170,348	7,690	81,516	1,554,308	8,662	7,904
	2020E	31,121	54,507	70,182	16,018	1,256,587	8,130	85,027	1,611,110	8,169	8,872
영업이익	2018	4,912	9,408	13,165	2,607	108,350	1,103	23,724	213,988	607	616
	2019E	5,459	9,603	14,273	2,564	122,618	1,116	25,479	221,530	949	813
	2020E	5,877	10,720	15,389	2,922	150,353	1,189	28,222	237,635	1,001	905
EBITDA	2018	6,021	11,155	15,989	3,164	152,195	1,268	30,653	274,650	1,343	745
	2019E	6,753	11,563	17,012	3,110	180,692	1,302	29,475	288,694	1,332	825
	2020E	7,224	12,488	18,359	3,489	212,964	1,393	32,344	309,154	1,379	979
자배주주	2018	3,895	9,389	3,897	1,785	61,403	728	15,297	153,698	-3,784	540
순이익	2019E	4,336	6,514	11,767	1,935	82,620	772	22,898	158,987	485	662
	2020E	4,674	7,160	12,700	2,190	97,709	829	24,036	170,923	525	738
EPS	2018	7.0	2.4	4.4	5.3	162.5	3.2	6.8	323.0	0.3	0.9
(각국화폐)	2019E	7.8	2.5	4.5	5.2	203.8	3.4	8.6	328.6	0.6	1.0
	2020E	8.4	2.8	4.9	6.0	243.2	3.6	9.1	354.8	0.7	1.1
PER(x)	2018	28.9	13.5	25.1	34.3	44.8	28.4	18.8	25.9	46.5	33.7
	2019E	31.9	21.8	27.4	37.2	42.7	31.0	15.5	24.5	16.0	35.6
	2020E	29.7	19.8	25.3	32.6	35.8	29.0	14.6	22.7	15.0	31.6
PBR(x)	2018	4.2	10.7	6.0	15.1	6.1	3.7	5.7	4.8	2.2	3.2
	2019E	4.9	11.6	4.7	16.3	6.9	3.9	5.6	4.4	1.2	3.7
	2020E	4.5	11.0	5.2	14.4	6.1	3.5	5.2	4.0	1.7	3.4
EV/	2018	18.2	13.0	18.4	21.0	18.1	12.8	11.4	13.9	13.0	22.5
EBITDA(x)	2019E	20.6	15.0	19.4	22.8	19.6	17.2	12.4	13.7	11.7	25.5
	2020E	19.3	13.9	17.9	20.3	16.6	16.1	11.3	12.8	11.3	21.5
EPS	2018	8.3	5.6	4.8	18.3	0.1	8.3	5.7	6.5	-11.5	50.9
growth(%)	2019E	10.7	5.9	2.4	-1.8	25.4	5.9	27.5	1.7	124.7	13.5
	2020E	7.4	10.0	8.5	14.1	19.3	6.8	5.9	8.0	6.8	12.7
OP	2018	18.2	18.5	19.5	17.5	9.9	15.2	29.1	14.2	7.0	8.7
margin(%)	2019E	18.5	18.4	21.2	17.3	10.5	14.5	31.3	14.3	11.0	10.3
	2020E	18.9	19.7	21.9	18.2	12.0	14.6	33.2	14.7	12.3	10.2
ROE(%)	2018	15.1	74.5	7.6	39.3	14.1	13.6	25.5	18.9	-56.3	9.7
	2019E	15.5	52.8	21.2	41.0	17.3	13.0	34.8	18.6	6.2	10.5
	2020E	15.8	56.7	25.7	45.9	18.4	12.6	35.7	18.4	11.6	10.8

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

기업분석

아모레퍼시픽 (090430KS Buy 유지 TP 200,000원 유지)	20
아모레G (002790KS Hold 유지 TP 70,000원 상향)	25
LG생활건강 (051900KS Hold 하향 TP 1,500,000원 유지)	30
한국콜마 (161890KS Buy 유지 TP 70,000원 유지)	35
코스맥스 (192820KS Buy 유지 TP 130,000원 유지)	39

Analyst 김혜미 · 02)6923-7337 · consumer@capefn.com

아모레퍼시픽 (090430KS | Buy 유지 | TP 200,000원 유지)**3Q19 Preview: 턴어라운드의 길목에 진입하는 하반기**

아모레퍼시픽에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 200,000원을 유지합니다. 전년도 국내 수익성을 크게 훼손했던 일회성 비용 요인 제거, 중국 내 마케팅 지출 베이스 차이 제거 등으로 하반기 이익 성장이 기대되는 가운데, 설화수, 헤라, 라네즈 등 동사의 프리미엄급 브랜드 매출이 고성장하고 있는 것으로 파악되어 긍정적인 관심 제고를 제안합니다.

3Q19F 역대급 이익 기저효과로 전년대비 수익성 회복 예상

- 3Q19F 연결 매출액 1조3,559억원(yoy +6.1%), 영업이익 1,010억원(yoy +32.1%) 전망
- 국내 화장품 매출 yoy +5.1%, 영업이익 yoy +54.0% 전망. 면세점 채널은 전반적으로 양호했던 산업 성장률과 유사한 흐름을 보였던 것으로 파악. 특히 설화수 및 라네즈 브랜드 중심의 호조세 긍정적(국내 화장품 면세 실적 내 두 브랜드 매출 비중은 약 80%). 이익 측면에서도 수익성 높은 면세점, 온라인 채널 위주의 매출 성장과 전년동기의 일회성비용 220억원 지출 효과 소거로 큰 폭의 회복 전망
- 생활용품 및 오설록 매출 yoy +3.2%, 영업이익 yoy +95.7% 전망
- 해외 매출 yoy +8.6%, 영업이익 yoy +1.7% 전망, 지역별로 아시아 매출 yoy +8.1%, 영업이익 yoy +3.4%, 유럽 매출 yoy -9.2%, 영업손실 -37억원, 미국 매출 yoy +26.0%, 영업손실 -7억원으로 추정. 고성장중인 설화수, 라네즈의 현지 모델 선정 등 상반기까지의 마케팅 집중 투자와 신제품 런칭 등으로 중국 매출은 yoy +8.4% 성장 예상. 여전히 이니스프리는 부진하나, 10% 이상의 매출 하락세 시현 중인 기존점을 폐점하고 3-4선 도시 중심의 출점으로 전환해 효율성 향상에 주력. 이니스프리의 온라인 매출은 성장하고 있어 그나마 희망적. 하반기에도 중국 마케팅비는 상반기와 같은 수준(매출액 대비 약 20%)을 유지할 예정이나, 3Q18부터 공격적 지출을 시작했음을 감안할 때, 동일한 베이스로 추가적인 마진 하락은 발생하지 않을 것으로 예상. 다만, 부진한 홍콩의 상황은 일부 부정적 영향 예상

투자 의견 Buy와 목표주가 200,000원 유지

- 전년도 이익 기저효과로 편안한 하반기 이익 성장 기대
- 현재 주가 12M fwd PER 27배로 경쟁사와 비슷한 수준이나, 향후 실적 회복 및 럭셔리 비중 확대 가능성으로 매력도 우위 판단

Stock Data

주가(10/8)	150,000원		
액면가	500원		
시가총액	9,566십억원		
52주 최고/최저가	235,500원/ 120,500원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	9.9	-25.2	-32.7
상대주가(%)	7.9	-19.2	-25.9

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	5,124	5,278	5,535	6,089	6,631
영업이익	(십억원)	596	482	439	575	696
영업이익률	(%)	11.6	9.1	7.9	9.4	10.5
지배주주순이익	(십억원)	394	332	321	403	494
EPS	(원)	5,709	4,813	4,649	5,841	7,153
증감률	(%)	-38.4	-15.7	-3.4	25.6	22.5
PER	(배)	53.3	43.5	32.3	25.7	21.0
PBR	(배)	5.1	3.0	2.2	2.1	1.9
ROE	(%)	9.9	7.8	6.7	8.6	9.8
EV/EBITDA	(배)	23.2	17.0	11.4	9.5	8.0
순차입금	(십억원)	-537	-664	-712	-996	-1,373
부채비율	(%)	28.7	20.8	20.9	21.1	21.0

아모레퍼시픽 | 3Q19 Preview: 턴어라운드의 길목에 진입하는 하반기

표1. 아모레퍼시픽 목표주가 산출내역

방식	내용	금액	비고
①PER	12M fwd EPS (원)	5,623	
	Target PER (배)	32	: L'oreal, Estee Lauder, Shiseido, Shagnhai Jahwa 등 글로벌 메이저 업체 2020 년 예상 평균 valuation
	주당가치 (원)	179,936	
②SOTP	12M fwd EBITDA (십억원)	887	(a)
	Target EV/EBITDA (배)	15	(b)
	영업가치 (십억원)	13,305	(c)=(a)*(b)
	투자자산가치 (십억원)	498	(d)투자부동산, 2Q19 말 기준
	순현금	670	(e)2019 년 말 예상 기준
	우선주 가치	786	(f)2019 년 10 월 8 일 종가 기준
	총발행주식수	58,458,490	(g)보통주 기준
	자기주식수	509,086	(h)
	수정 발행주식수	57,949,404	(i)=(g)-(h)
	주당가치 (원)	236,197	(c+d+e-f)/(i)
	적정주가 (원)	208,067	
	목표주가 (원)	200,000	
	현재가 (원)	150,000	
	Upside Potential	33.3%	

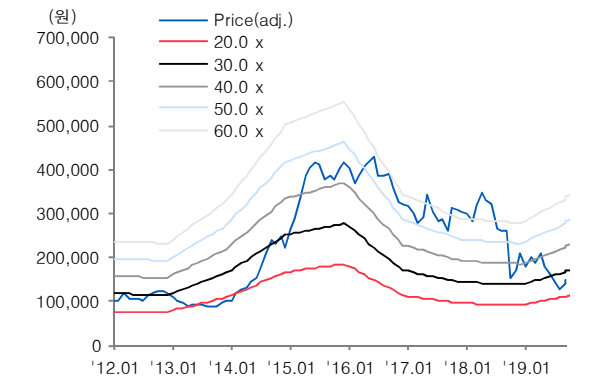
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 아모레퍼시픽 실적 전망치 변경 내용

(십억원, 원)	변경 후		변경 전		차이(%)	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	5,535	6,089	5,549	6,107	-0.3	-0.3
영업이익	439	575	458	592	-4.2	-2.9
당기순이익	303	406	317	419	-4.4	-3.0
EPS(지배주주)	4,649	5,841	4,861	6,022	-4.4	-3.0
영업이익률 (%)	7.9	9.4	8.3	9.7	-0.3%p	-0.3%p
당기순이익률 (%)	5.5	6.7	5.7	6.9	-0.2%p	-0.2%p

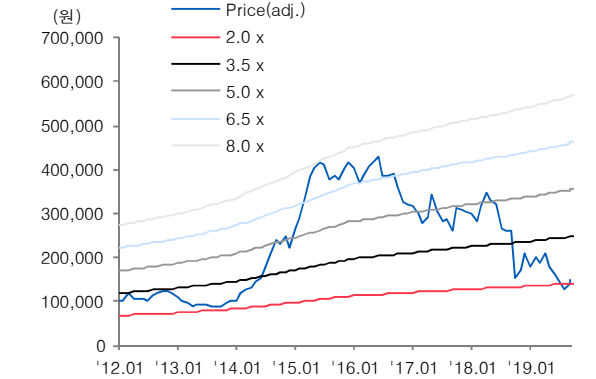
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 아모레퍼시픽 12M fwd PER Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 아모레퍼시픽 12M fwd PBR Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

아모레퍼시픽 | 3Q19 Preview: 턴어라운드의 길목에 진입하는 하반기

표 3. 아모레퍼시픽 실적 전망 Table

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액(억원)	TOTAL	14,316	13,437	12,784	12,242	14,513	13,931	13,559	13,344	52,779	55,346	60,893
	Korea	9,408	8,777	8,397	6,890	9,407	8,919	8,795	7,444	33,472	34,566	37,012
	Cosmetics	7,807	7,608	6,971	5,959	7,894	7,717	7,323	6,484	28,344	29,419	31,829
	M&O	1,602	1,169	1,427	931	1,513	1,202	1,472	960	5,128	5,147	5,184
	Overseas	5,008	4,767	4,472	5,455	5,218	5,121	4,857	6,021	19,704	21,217	24,360
	Asia	4,779	4,562	4,223	5,173	4,978	4,856	4,564	5,670	18,737	20,069	22,962
	Europe	76	63	64	87	58	48	58	82	290	247	254
	North America	153	142	186	195	182	217	234	268	676	901	1,145
	yoy %	(8.8)	11.5	5.7	7.4	1.4	3.7	6.1	9.0	3.0	4.9	10.0
	TOTAL	(14.8)	9.0	6.3	6.4	(0.0)	1.6	4.7	8.0	(0.0)	3.3	7.1
Sales portion %	Korea	(17.1)	9.5	9.1	7.3	1.1	1.4	5.1	8.8	0.1	3.8	8.2
	Cosmetics	(1.8)	5.5	(5.7)	1.3	(5.5)	2.8	3.2	3.1	(0.8)	0.4	0.7
	M&O	5.0	16.7	4.7	7.5	4.2	7.4	8.6	10.4	8.2	7.7	14.8
	Overseas	6.5	16.4	3.8	6.7	4.2	6.4	8.1	9.6	8.2	7.1	14.4
	Asia	(53.7)	16.7	(11.1)	29.9	(23.7)	(23.8)	(9.2)	(5.3)	(18.8)	(15.0)	3.0
	Europe	30.8	25.7	35.8	20.4	19.0	52.8	26.0	37.5	27.8	33.3	27.0
	North America	65.7	65.3	65.7	56.3	64.8	64.0	64.9	55.8	63.4	62.5	60.8
	Cosmetics	54.5	56.6	54.5	48.7	54.4	55.4	54.0	48.6	53.7	53.2	52.3
	M&O	11.2	8.7	11.2	7.6	10.4	8.6	10.9	7.2	9.7	9.3	8.5
	Overseas	35.0	35.5	35.0	44.6	36.0	36.8	35.8	45.1	37.3	38.3	40.0
영업이익(억원)	Asia	33.4	34.0	33.0	42.3	34.3	34.9	33.7	42.5	35.5	36.3	37.7
	Europe	0.5	0.5	0.5	0.7	0.4	0.3	0.4	0.6	0.5	0.4	0.4
	North America	1.1	1.1	1.5	1.6	1.3	1.6	1.7	2.0	1.3	1.6	1.9
	TOTAL	2,359	1,458	765	238	1,866	878	1,010	632	4,819	4,386	5,747
	Korea	1,574	926	491	(153)	1,294	736	769	349	2,837	3,148	3,958
	Cosmetics	1,405	944	462	31	1,176	760	712	454	2,841	3,102	3,894
	M&O	169	(18)	29	(184)	118	(24)	57	(105)	(4)	46	64
	Overseas	815	454	262	535	459	201	266	404	2,066	1,330	1,886
	Asia	850	536	301	554	539	241	311	417	2,241	1,507	1,996
	Europe	(19)	(35)	(33)	(29)	(30)	(35)	(37)	(21)	(116)	(123)	(76)
	North America	(16)	(47)	(6)	10	(50)	(5)	(7)	8	(59)	(54)	(34)
yoy %	TOTAL	(25.5)	43.5	(24.3)	(69.1)	(20.9)	(39.8)	32.1	165.3	(19.2)	(9.0)	31.0
	Korea	(32.7)	12.1	(26.5)	적전	(17.7)	(20.5)	56.5	흑전	(32.1)	10.9	25.7
	Cosmetics	(34.5)	11.6	(17.9)	(93.5)	(16.2)	(19.4)	54.0	1,356.1	(29.5)	9.2	25.5
	M&O	(13.3)	적지	(72.6)	적지	(30.1)	적지	95.7	적지	적전	흑전	40.8
	Overseas	(7.5)	129.3	(42.3)	30.5	(43.7)	(55.8)	1.7	(24.5)	6.3	(35.6)	41.8
	Asia	(3.0)	66.6	(42.1)	20.4	(36.6)	(55.1)	3.4	(24.8)	2.9	(32.7)	32.4
	Europe	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
	North America	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	(22.2)	적지	적지	적지
	OPportion %	66.7	63.5	64.2	(64.2)	69.4	83.9	76.1	55.2	58.9	71.8	68.9
	Cosmetics	59.6	64.7	60.4	13.1	63.1	86.6	70.4	71.8	59.0	70.7	67.8
OPM (%)	M&O	7.2	(1.2)	3.8	(77.3)	6.3	(2.7)	5.6	(16.6)	(0.1)	1.0	1.1
	Overseas	34.6	31.1	34.2	224.6	24.6	22.9	26.4	63.9	42.9	30.3	32.8
	Asia	36.1	36.8	39.3	232.7	28.9	27.4	30.8	66.0	46.5	34.4	34.7
	Europe	(0.8)	(2.4)	(4.3)	(12.2)	(1.6)	(4.0)	(3.7)	(3.3)	(2.4)	(2.8)	(1.3)
	North America	(0.7)	(3.2)	(0.8)	4.2	(2.7)	(0.6)	(0.7)	1.2	(1.2)	(1.2)	(0.6)
	TOTAL	16.5	10.8	6.0	1.9	12.9	6.3	7.5	4.7	9.1	7.9	9.4
	Korea	16.7	10.5	5.8	(2.2)	13.8	8.3	8.7	4.7	8.5	9.1	10.7
	Cosmetics	18.0	12.4	6.6	0.5	14.9	9.9	9.7	7.0	10.0	10.5	12.2
	M&O	10.6	(1.5)	2.0	(19.8)	7.8	(2.0)	3.9	(11.0)	(0.1)	0.9	1.2
	Overseas	16.3	9.5	5.9	9.8	8.8	3.9	5.5	6.7	10.5	6.3	7.7
yoy %p	Asia	17.8	11.7	7.1	10.7	10.8	5.0	6.8	7.4	12.0	7.5	8.7
	Europe	(25.0)	(55.6)	(51.6)	(33.3)	(51.7)	(72.9)	(64.5)	(25.2)	(40.0)	(50.0)	(30.0)
	North America	(10.5)	(33.1)	(3.2)	5.1	(27.5)	(2.3)	(2.9)	2.9	(8.7)	(6.0)	(3.0)
	TOTAL	(3.7)	2.4	(2.4)	(4.8)	(3.6)	(4.5)	1.5	2.8	(2.5)	(1.2)	1.5
	Korea	(4.5)	0.3	(2.6)	(7.5)	(3.0)	(2.3)	2.9	6.9	(4.0)	0.6	1.6
	Cosmetics	(4.8)	0.2	(2.2)	(8.1)	(3.1)	(2.6)	3.1	6.5	(4.2)	0.5	1.7
	M&O	(1.4)	0.3	(5.0)	(4.9)	(2.7)	(0.5)	1.8	8.8	(2.9)	1.0	0.4
	Overseas	(2.2)	4.7	(4.8)	1.7	(7.5)	(5.6)	(0.4)	(3.1)	(0.2)	(4.2)	1.5
	Asia	(1.7)	3.5	(5.6)	1.2	(7.0)	(6.8)	(0.3)	(3.4)	(0.6)	(4.4)	1.2
	Europe	(32.3)	112.0	25.5	22.6	(26.7)	(17.4)	(12.9)	8.1	8.0	(10.0)	20.0
	North America	(4.5)	(3.5)	3.7	12.8	(17.0)	30.8	0.3	(2.2)	3.1	2.7	3.0

자료: 아모레퍼시픽, 케이프투자증권 리서치본부

아모레퍼시픽 | 3Q19 Preview: 턴어라운드의 길목에 진입하는 하반기

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,567	1,644	1,999	2,445	매출액	5,278	5,535	6,089	6,631
현금및현금성자산	736	773	1,044	1,407	증가율(%)	3.0	4.9	10.0	8.9
매출채권 및 기타채권	319	334	367	400	매출원가	1,435	1,520	1,574	1,627
재고자산	403	423	465	507	매출총이익	3,843	4,015	4,515	5,005
비유동자산	3,804	3,871	3,893	3,899	매출총이익률(%)	72.8	72.5	74.1	75.5
투자자산	54	57	58	60	판매비와 관리비	3,361	3,576	3,940	4,309
유형자산	2,713	2,778	2,798	2,803	영업이익	482	439	575	696
무형자산	254	254	254	254	영업이익률(%)	9.1	7.9	9.4	10.5
자산총계	5,371	5,514	5,892	6,344	EBITDA	748	774	905	1,021
유동부채	763	787	849	908	EBITDA M%	14.2	14.0	14.9	15.4
매입채무 및 기타채무	548	575	633	689	영업외손익	-29	-18	-10	-5
단기차입금	71	61	50	38	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	10	12	15	20
비유동부채	162	167	179	191	기타영업외손익	-39	-30	-25	-25
사채 및 장기차입금	45	45	45	45	세전이익	453	420	564	691
부채총계	925	954	1,028	1,099	법인세비용	118	118	158	194
지배기업소유지분	4,422	4,554	4,854	5,231	당기순이익	335	303	406	498
자본금	35	35	35	35	지배주주순이익	332	321	403	494
자본잉여금	720	720	720	720	지배주주순이익률(%)	6.3	5.5	6.7	7.5
이익잉여금	3,726	3,958	4,258	4,635	비지배주주순이익	3	-18	3	4
기타자본	-59	-159	-159	-159	기타포괄이익	24	0	0	0
비지배지분	24	6	9	13	총포괄이익	358	303	406	498
자본총계	4,446	4,560	4,864	5,245	EPS 증가율(%, 지배)	-15.7	-3.4	25.6	22.5
총차입금	116	106	95	83	이자손익	10	12	15	20
순차입금	-664	-712	-996	-1,373	총외환관련손익	3	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	647	632	725	811	총발행주식수(천주)	58,458	58,458	58,458	58,458
영업에서 창출된 현금흐름	791	737	868	984	시가총액(십억원)	12,247	8,769	8,769	8,769
이자의 수취	12	14	17	22	주가(원)	209,500	150,000	150,000	150,000
이자의 지급	-2	-2	-2	-2	EPS(원)	4,813	4,649	5,841	7,153
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	64,092	67,450	71,801	77,266
법인세부담액	-154	-118	-158	-194	DPS(원)	1,180	1,300	1,500	1,700
투자활동 현금흐름	-414	-403	-353	-333	PER(X)	43.5	32.3	25.7	21.0
유동자산의 감소(증가)	47	-1	-2	-2	PBR(X)	3.3	2.2	2.1	1.9
투자자산의 감소(증가)	8	-2	-2	-1	EV/EBITDA(X)	17.0	11.4	9.5	8.0
유형자산 감소(증가)	-404	-400	-350	-330	ROE(%)	7.8	6.7	8.6	9.8
무형자산 감소(증가)	-14	0	0	0	ROA(%)	6.2	5.6	7.1	8.1
재무활동 현금흐름	-103	-191	-100	-115	ROIC(%)	11.8	10.3	13.4	16.1
사채및차입금증가(감소)	-13	-10	-11	-12	배당수익률(%)	0.6	0.9	1.0	1.1
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	20.8	20.9	21.1	21.0
배당금 지급	-88	-81	-89	-103	순차입금/자기자본(%)	-14.9	-15.6	-20.5	-26.2
외환환산으로 인한 현금변동	2	0	0	0	유동비율(%)	205.3	208.9	235.6	269.4
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	206.4	207.6	300.4	410.6
현금증감	131	37	271	363	총자산회전율	1.0	1.0	1.1	1.1
기초현금	604	736	773	1,044	매출채권 회전율	15.1	17.0	17.4	17.3
기말현금	736	773	1,044	1,407	재고자산 회전율	13.6	13.4	13.7	13.6
FCF	241	232	375	481	매입채무 회전율	2.5	2.7	2.6	2.5

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 김혜미 · 02)6923-7337 · consumer@capefn.com

아모레G (002790KS | Hold 유지 | TP 70,000원 상향)**3Q19 Preview: 지주사 이상의 의미가 필요한 시점**

아모레G에 대해 투자의견 Hold를 유지하며, 목표주가는 70,000원으로 상향 제시합니다. 동사의 주가는 최근 아모레퍼시픽의 주가가 바닥대비 약 22% 회복되며 동반 상승했으나, 실적 내 아모레퍼시픽 의존도가 여전히 높고 기타 자회사들이 부진한 구조적 한계에 따라 지주사로의 할인이 불가피하다는 판단입니다.

3Q19F 실적은 아모레퍼시픽 턴어라운드에 힘입어 성장할 전망

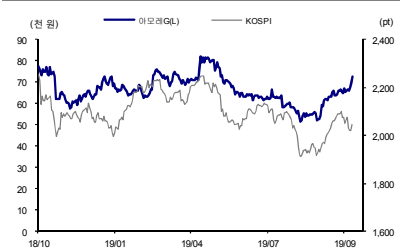
- 3Q19F 매출액 1조5,099억원(yoy +3.2%), 영업이익 1,134억원(yoy +33.9%) 전망
- 화장품 매출 yoy +3.9%, 영업이익 yoy +37.7% 전망. 아모레퍼시픽(매출 yoy +6.1%, 영업이익 yoy +32.1%) 외 이니스프리(매출 yoy -7.7%, 영업이익 yoy -20.9%), 에뛰드(매출 yoy -21.6%, 영업이익 -35억원으로 적자지속) 등 주요 원브랜드 화장품 자회사 매출과 영업이익은 역성장 할 것으로 예상
- 비화장품 매출 yoy +5.6%, 영업이익 16억원 (흑자전환) 전망

아모레퍼시픽 외 기타 화장품 자회사 실적 부진 지속 중

- 중국인 인바운드 증가하고 있으나, 과거와 다르게 면세점 채널 내 고가 화장품 중심의 성장세만이 두드러지고 있으며, 현지에서 매스 카테고리 내 로컬 업체들의 점유율이 급격히 확대됨에 따라 로드샵 브랜드의 회복은 불투명
- 또한, 최근 수년 간 공격적으로 확대되었던 화장품 채널 H&B 스토어로의 전환 역시, 아모레G가 보유한 원브랜드보다 한울, 마몽드 등 아모레퍼시픽이 보유한 매스 브랜드 중심으로 이루어지고 있어 돌파구 마련이 절실한 상황
- 이니스프리와 에뛰드 모두 매장당 효율성 떨어지는 가운데, 국내에서 점포 수 지속 감소 중

투자의견 Hold 유지, 목표주가 70,000원 상향 제시

- 실적전망치 수정 및 valuation 배수 조정으로 목표주가 70,000원으로 상향 조정하나, 투자의견은 Hold 유지
- 최근 아모레퍼시픽 주가 바닥대비 약 22% 회복해 아모레G 역시 동반 상승했으나, 실적 내 아모레퍼시픽 의존도 여전히 높고 타자회사들 부진한 구조적 한계로 지주사 할인 불가피하다 판단

Stock Data

주가(10/8)	72,700원		
액면가	500원		
시가총액	6,177십억원		
52주 최고/최저가	81,900원/ 51,600원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	18.6	2.5	-6.2
상대주가(%)	16.4	10.8	3.3

경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	6,029	6,078	6,207	6,684	7,181
영업이익	(십억원)	731	549	499	653	786
영업이익률	(%)	12.1	9.0	.	9.8	10.9
지배주주순이익	(십억원)	203	142	161	215	263
EPS	(원)	2,279	1,600	1,813	2,422	2,963
증감률	(%)	-40.8	-29.8	13.3	33.6	22.4
PER	(배)	61.9	45.4	40.1	30.0	24.5
PBR	(배)	4.0	2.0	1.9	1.8	1.7
ROE	(%)	8.5	6.2	5.3	6.7	7.7
EV/EBIT A	(배)	13.8	9.2	8.6	7.3	6.4
순차입금	(십억원)	-1,183	-1,359	-1,579	-1,997	-2,518
부채비율	(%)	23.7	18.3	17.8	17.7	17.4

아모레G | 3Q19 Preview: 지주사 이상의 의미가 필요한 시점

표1. 아모레퍼시픽 목표주가 산출내역

		지분율 (%)	장부가 (억원)	주당 평가액 (원)	비고
+)영업가치	아모레퍼시픽	35.4		61,473	(1) 12M fwd EPS(지분율 고려) * Target P/E 32 배 적용
	이니스프리	81.8		4,497	(2) 12M fwd EPS(지분율 고려) * Target P/E 20 배 적용
	기타 화장품 자회사			196	(3) 12M fwd EPS(지분율 고려) * Target P/E 18 배 적용
+)비화장품 자회사 자산가치				20,913	(4) (a+b+c+d-e-f)/(i)
	퍼시픽글라스	100	426		(a)
	퍼시픽패키지	100	359		(b)
	오설록농장	98.4	422		(c)
	코스비전	100	736		(d)
-)순차입금			-15,788		(e)2019년 말 예상 기준
-)우선주가치			1,778		(f)2019년 10월 8일 종가 기준
총발행주식수			82,458,180		(g)보통주 기준
자기주식수			6,208,913		(h)
수정 발행주식수			76,249,267		(i)=(g)-(h)
주당가치 (NAV)				87,080	(1+2+3+4)
적정주가 (원)				69,664	지주회사 감안, NAV 대비 20% 할인
목표주가 (원)			70,000		
현재가 (원)			72,700		
Upside Potential			-3.7%		

자료: 케이프투자증권 리서치본부

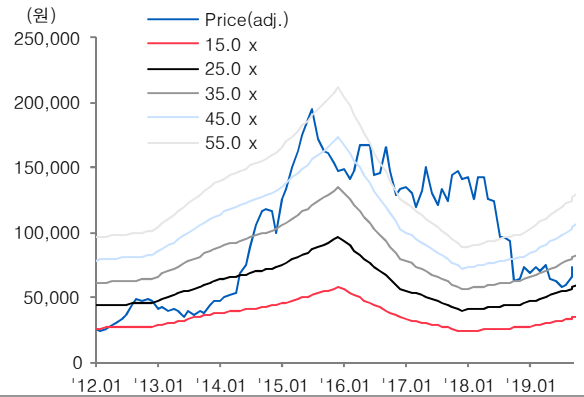
표2. 아모레G 실적 전망치 변경 내용

₩(십억원, 원)	변경 후		변경 전		차이(%)	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	6,207	6,684	6,228	6,704	-0.3	-0.3
영업이익	499	653	522	665	-4.3	-1.8
당기순이익	338	451	354	460	-4.6	-1.9
EPS(지배주주)	1,813	2,422	1,900	2,470	-4.6	-1.9
영업이익률 (%)	8.0	9.8	8.4	9.9	-0.3%p	-0.2%p
당기순이익률 (%)	5.4	6.8	5.7	6.9	-0.2%p	-0.1%p

자료: 케이프투자증권 리서치본부

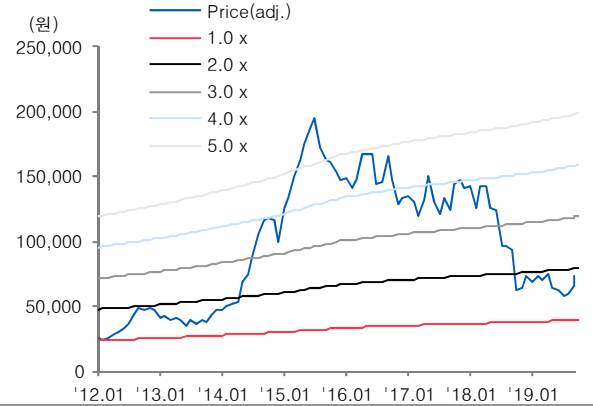
아모레G | 3Q19 Preview: 지주사 이상의 의미가 필요한 시점

그림1. 아모레G 12M fwd PER Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 아모레G 12M fwd PBR Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 아모레G 실적 전망 Table

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액(억원)	TOTAL	16,643	15,537	14,626	13,976	16,425	15,689	15,099	14,856	60,782	62,068	66,844
	화장품	17,257	16,223	15,245	14,493	17,194	16,569	15,833	15,514	63,218	65,109	70,191
	아모레퍼시픽	14,316	13,437	12,784	12,242	14,513	13,931	13,559	13,344	52,779	55,346	60,893
	이니스프리	1,627	1,596	1,453	1,312	1,546	1,476	1,341	1,319	5,989	5,682	5,607
	에뛰드	648	572	475	488	501	456	372	377	2,183	1,706	1,257
	에스앤아	124	107	103	87	115	123	105	93	421	436	457
	에스트라	282	295	229	195	275	369	239	209	1,001	1,092	1,106
	아모스프로페셔널	259	216	200	169	244	214	216	172	845	846	872
	비화장품	415	410	385	422	400	458	406	459	1,632	1,723	1,777
yoY %	TOTAL	(10.3)	10.0	3.1	4.1	(1.3)	1.0	3.2	6.3	0.8	2.1	7.7
	화장품	(9.9)	9.4	3.7	3.6	(0.4)	2.1	3.9	7.0	0.9	3.0	7.8
	아모레퍼시픽	(8.8)	11.5	5.7	7.4	1.4	3.7	6.1	9.0	3.0	4.9	10.0
	이니스프리	(18.0)	4.0	2.9	(11.9)	(5.0)	(7.5)	(7.7)	0.5	(6.7)	(5.1)	(1.3)
	에뛰드	(20.3)	(2.4)	(22.6)	(15.4)	(22.7)	(20.3)	(21.6)	(22.7)	(15.7)	(21.8)	(26.4)
	에스앤아	(0.6)	9.3	1.1	(18.7)	(7.5)	14.8	2.0	7.3	(2.7)	3.8	4.8
	에스트라	1.9	(15.2)	(14.5)	(21.4)	(2.6)	25.1	4.2	7.0	(12.2)	9.0	1.3
	아모스프로페셔널	0.9	4.3	(1.9)	2.4	(5.9)	(0.9)	8.0	1.8	1.4	0.1	3.0
	비화장품	(6.7)	22.5	4.6	0.2	(3.6)	11.5	5.6	8.7	4.0	5.6	3.1
Salesportion %	화장품	103.7	104.4	104.2	103.7	104.7	105.6	104.9	104.4	104.0	104.9	105.0
	아모레퍼시픽	86.0	86.5	87.4	87.6	88.4	88.8	89.8	89.8	86.8	89.2	91.1
	이니스프리	9.8	10.3	9.9	9.4	9.4	9.4	8.9	8.9	9.9	9.2	8.4
	에뛰드	3.9	3.7	3.2	3.5	3.1	2.9	2.5	2.5	3.6	2.7	1.9
	에스앤아	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
	에스트라	1.7	1.9	1.6	1.4	1.7	2.4	1.6	1.4	1.6	1.8	1.7
	아모스프로페셔널	1.6	1.4	1.4	1.2	1.5	1.4	1.4	1.2	1.4	1.4	1.3
	비화장품	2.5	2.6	2.6	3.0	2.4	2.9	2.7	3.1	2.7	2.8	2.7

아모레G | 3Q19 Preview: 지주사 이상의 의미가 필요한 시점

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
영업이익 (억원)	TOTAL	2,781	1,703	847	163	2,048	1,104	1,134	704	5,494	4,989	6,527
	화장품	2,760	1,728	839	196	2,105	1,131	1,156	691	5,523	5,082	6,626
	아모레퍼시픽	2,359	1,458	765	238	1,866	878	1,010	632	4,819	4,386	5,747
	이니스프리	329	269	146	60	211	192	115	55	804	574	673
	에뛰드	-15	-61	-92	-95	-58	-32	-35	-42	-262	-167	-94
	에스앤아	0	-5	-4	-9	0	5	3	-1	-18	7	5
	에스트라	11	24	-7	-19	28	48	24	18	9	118	113
	아모스프로페셔널	76	43	32	20	56	40	39	30	171	165	183
	비화장품	-13	3	-3	-3	16	31	16	11	-16	74	81
<i>yoY %</i>	<i>TOTAL</i>	<i>(26.5)</i>	<i>30.6</i>	<i>(36.0)</i>	<i>(81.9)</i>	<i>(26.3)</i>	<i>(35.2)</i>	<i>33.9</i>	<i>330.4</i>	<i>(24.9)</i>	<i>(9.2)</i>	<i>30.8</i>
	화장품	<i>(27.5)</i>	<i>33.5</i>	<i>(32.9)</i>	<i>(78.7)</i>	<i>(23.7)</i>	<i>(34.5)</i>	<i>37.7</i>	<i>252.1</i>	<i>(24.1)</i>	<i>(8.0)</i>	<i>30.4</i>
	아모레퍼시픽	<i>(25.5)</i>	<i>43.5</i>	<i>(24.3)</i>	<i>(69.1)</i>	<i>(20.9)</i>	<i>(39.8)</i>	<i>32.1</i>	<i>165.3</i>	<i>(19.2)</i>	<i>(9.0)</i>	<i>31.0</i>
	이니스프리	<i>(28.9)</i>	<i>21.3</i>	<i>(28.9)</i>	<i>(68.1)</i>	<i>(35.8)</i>	<i>(28.6)</i>	<i>(20.9)</i>	<i>(8.2)</i>	<i>(25.4)</i>	<i>(28.6)</i>	<i>17.2</i>
	에뛰드	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지
	에스앤아	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적지	흑전	<i>(34.5)</i>
	에스트라	<i>(8.3)</i>	<i>(13.0)</i>	적전	적지	<i>158.2</i>	<i>100.0</i>	흑전	흑전	<i>(72.2)</i>	<i>1,195.4</i>	<i>(4.3)</i>
	아모스프로페셔널	<i>4.1</i>	<i>(1.4)</i>	<i>(30.9)</i>	<i>58.7</i>	<i>(25.8)</i>	<i>(7.0)</i>	<i>22.4</i>	<i>48.5</i>	<i>(2.5)</i>	<i>(3.4)</i>	<i>10.9</i>
	비화장품	적지	흑전	적지	적전	흑전	<i>1,090.6</i>	흑전	흑전	적지	흑전	<i>9.2</i>
<i>OPportion %</i>	화장품	<i>99.3</i>	<i>101.4</i>	<i>99.1</i>	<i>120.0</i>	<i>102.8</i>	<i>102.4</i>	<i>101.9</i>	<i>98.2</i>	<i>100.5</i>	<i>101.9</i>	<i>101.5</i>
	아모레퍼시픽	<i>84.8</i>	<i>85.6</i>	<i>90.4</i>	<i>145.7</i>	<i>91.1</i>	<i>79.5</i>	<i>89.1</i>	<i>89.8</i>	<i>87.7</i>	<i>87.9</i>	<i>88.0</i>
	이니스프리	<i>11.8</i>	<i>15.8</i>	<i>17.2</i>	<i>36.8</i>	<i>10.3</i>	<i>17.4</i>	<i>10.2</i>	<i>7.8</i>	<i>14.6</i>	<i>11.5</i>	<i>10.3</i>
	에뛰드	<i>(0.5)</i>	<i>(3.6)</i>	<i>(10.9)</i>	<i>(57.8)</i>	<i>(2.8)</i>	<i>(2.9)</i>	<i>(3.1)</i>	<i>(6.0)</i>	<i>(4.8)</i>	<i>(3.4)</i>	<i>(1.4)</i>
	에스앤아	<i>(0.0)</i>	<i>(0.3)</i>	<i>(0.5)</i>	<i>(5.4)</i>	<i>0.0</i>	<i>0.5</i>	<i>0.2</i>	<i>(0.2)</i>	<i>(0.3)</i>	<i>0.1</i>	<i>0.1</i>
	에스트라	<i>0.4</i>	<i>1.4</i>	<i>(0.8)</i>	<i>(11.5)</i>	<i>1.4</i>	<i>4.3</i>	<i>2.1</i>	<i>2.5</i>	<i>0.2</i>	<i>2.4</i>	<i>1.7</i>
	아모스프로페셔널	<i>2.7</i>	<i>2.5</i>	<i>3.8</i>	<i>12.2</i>	<i>2.8</i>	<i>3.6</i>	<i>3.4</i>	<i>4.2</i>	<i>3.1</i>	<i>3.3</i>	<i>2.8</i>
	비화장품	<i>(0.4)</i>	<i>0.2</i>	<i>(0.4)</i>	<i>(1.7)</i>	<i>0.8</i>	<i>2.8</i>	<i>1.4</i>	<i>1.6</i>	<i>(0.3)</i>	<i>1.5</i>	<i>1.2</i>
OPM (%)	TOTAL	16.7	11.0	5.8	1.2	12.5	7.0	7.5	4.7	9.0	8.0	9.8
	화장품	16.0	10.6	5.5	1.4	12.2	6.8	7.3	4.5	8.7	7.8	9.4
	아모레퍼시픽	16.5	10.8	6.0	1.9	12.9	6.3	7.5	4.7	9.1	7.9	9.4
	이니스프리	20.2	16.8	10.0	4.6	13.7	13.0	8.6	4.2	13.4	10.1	12.0
	에뛰드	<i>(2.3)</i>	<i>(10.6)</i>	<i>(19.4)</i>	<i>(19.4)</i>	<i>(11.5)</i>	<i>(7.0)</i>	<i>(9.5)</i>	<i>(11.2)</i>	<i>(12.0)</i>	<i>(9.8)</i>	<i>(7.5)</i>
	에스앤아	<i>(0.1)</i>	<i>(4.7)</i>	<i>(4.0)</i>	<i>(10.1)</i>	0.3	4.1	2.6	<i>(1.2)</i>	<i>(4.3)</i>	1.6	1.0
	에스트라	3.9	8.1	<i>(3.1)</i>	<i>(9.6)</i>	10.3	13.0	10.0	8.4	0.9	10.8	10.2
	아모스프로페셔널	29.3	19.9	15.9	11.8	23.1	18.7	18.0	17.3	20.2	19.5	21.0
	비화장품	<i>(3.0)</i>	0.6	<i>(0.8)</i>	<i>(0.7)</i>	4.0	6.8	3.9	2.4	<i>(1.0)</i>	4.3	4.6
<i>yoY %p</i>	<i>TOTAL</i>	<i>(3.7)</i>	<i>1.7</i>	<i>(3.5)</i>	<i>(5.6)</i>	<i>(4.2)</i>	<i>(3.9)</i>	<i>1.7</i>	<i>3.6</i>	<i>(3.1)</i>	<i>(1.0)</i>	<i>1.7</i>
	화장품	<i>(3.9)</i>	<i>1.9</i>	<i>(3.0)</i>	<i>(5.2)</i>	<i>(3.8)</i>	<i>(3.8)</i>	<i>1.8</i>	<i>3.1</i>	<i>(2.9)</i>	<i>(0.9)</i>	<i>1.6</i>
	아모레퍼시픽	<i>(3.7)</i>	<i>2.4</i>	<i>(2.4)</i>	<i>(4.8)</i>	<i>(3.6)</i>	<i>(4.5)</i>	<i>1.5</i>	<i>2.8</i>	<i>(2.5)</i>	<i>(1.2)</i>	<i>1.5</i>
	이니스프리	<i>(3.1)</i>	<i>2.4</i>	<i>(4.5)</i>	<i>(8.1)</i>	<i>(6.6)</i>	<i>(3.8)</i>	<i>(1.4)</i>	<i>(0.4)</i>	<i>(3.4)</i>	<i>(3.3)</i>	<i>1.9</i>
	에뛰드	<i>(13.1)</i>	<i>(9.9)</i>	<i>(18.2)</i>	<i>(13.5)</i>	<i>(9.2)</i>	<i>3.6</i>	<i>9.9</i>	<i>8.1</i>	<i>(13.7)</i>	<i>2.2</i>	<i>2.3</i>
	에스앤아	<i>(4.1)</i>	<i>5.1</i>	<i>1.9</i>	<i>(3.7)</i>	<i>0.4</i>	<i>8.7</i>	<i>6.6</i>	<i>8.9</i>	<i>(0.2)</i>	<i>5.9</i>	<i>(0.6)</i>
	에스트라	<i>(0.4)</i>	<i>0.2</i>	<i>(4.2)</i>	<i>(5.6)</i>	<i>6.4</i>	<i>4.9</i>	<i>13.1</i>	<i>18.1</i>	<i>(2.0)</i>	<i>9.9</i>	<i>(0.6)</i>
	아모스프로페셔널	<i>0.9</i>	<i>(1.2)</i>	<i>(6.7)</i>	<i>4.2</i>	<i>(6.2)</i>	<i>(1.2)</i>	<i>2.1</i>	<i>5.4</i>	<i>(0.8)</i>	<i>(0.7)</i>	<i>1.5</i>
	비화장품	<i>4.2</i>	<i>1.3</i>	<i>3.3</i>	<i>(1.3)</i>	<i>7.0</i>	<i>6.1</i>	<i>4.7</i>	<i>3.1</i>	<i>2.0</i>	<i>5.3</i>	<i>0.3</i>

자료: 아모레G, 케이프투자증권 리서치본부

아모레G | 3Q19 Preview: 지주사 이상의 의미가 필요한 시점

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,490	2,719	3,199	3,786	매출액	6,078	6,207	6,684	7,181
현금및현금성자산	1,297	1,503	1,893	2,386	증가율(%)	0.8	2.1	7.7	7.4
매출채권 및 기타채권	342	349	376	404	매출원가	1,619	1,676	1,771	1,846
재고자산	498	509	548	589	매출총이익	4,459	4,531	4,913	5,335
비유동자산	4,898	4,931	4,917	4,889	매출총이익률(%)	73.4	73.0	73.5	74.3
투자자산	77	78	82	87	판매비와 관리비	3,910	4,032	4,260	4,549
유형자산	3,322	3,354	3,335	3,303	영업이익	549	499	653	786
무형자산	774	774	774	774	영업이익률(%)	9.0	8.0	9.8	10.9
자산총계	7,387	7,650	8,116	8,675	EBITDA	860	917	1,051	1,168
유동부채	898	903	950	1,000	EBITDA M%	14.2	14.8	15.7	16.3
매입채무 및 기타채무	557	568	612	658	영업외손익	-15	-23	-17	-8
단기차입금	169	159	149	139	지분법관련손익	1	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	26	26	32	41
비유동부채	247	252	267	284	기타영업외손익	-41	-50	-50	-50
사채 및 장기차입금	45	45	45	45	세전이익	535	476	636	778
부채총계	1,145	1,155	1,218	1,284	법인세비용	159	138	184	226
지배기업소유지분	3,119	3,195	3,362	3,566	당기순이익	376	338	451	552
자본금	44	44	44	44	지배주주순이익	142	161	215	263
자본잉여금	696	696	696	696	지배주주순이익률(%)	6.2	5.4	6.8	7.7
이익잉여금	2,546	2,672	2,839	3,043	비지배주주순이익	234	177	236	289
기타자본	-167	-217	-217	-217	기타포괄이익	25	0	0	0
비지배지분	3,124	3,300	3,536	3,825	총포괄이익	402	338	451	552
자본총계	6,242	6,496	6,898	7,391	EPS 증가율(%, 지배)	-29.8	13.3	33.6	22.4
총차입금	214	204	194	184	이자손익	23	27	33	42
순차입금	-1,359	-1,579	-1,997	-2,518	총외환관련손익	6	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	731	746	836	923	총발행주식수(천주)	82,458	82,458	82,458	82,458
영업에서 창출된 현금흐름	898	857	987	1,107	시가총액(십억원)	5,995	5,995	5,995	5,995
이자 수취	25	31	37	46	주가(원)	72,700	72,700	72,700	72,700
이자 지급	-5	-4	-4	-4	EPS(원)	1,600	1,813	2,422	2,963
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	36,653	38,075	39,948	42,242
법인세부담액	-187	-138	-184	-226	DPS(원)	310	420	590	720
투자활동 현금흐름	-540	-455	-401	-371	PER(X)	45.4	40.1	30.0	24.5
유동자산의 감소(증가)	-27	-5	-18	-18	PBR(X)	2.0	1.9	1.8	1.7
투자자산의 감소(증가)	11	-1	-4	-4	EV/EBITDA(X)	9.2	8.6	7.3	6.4
유형자산 감소(증가)	-435	-450	-380	-350	ROE(%)	6.2	5.3	6.7	7.7
무형자산 감소(증가)	-13	0	0	0	ROA(%)	5.1	4.5	5.7	6.6
재무활동 현금흐름	-102	-86	-45	-59	ROIC(%)	9.2	8.3	11.0	13.3
사채및차입금증가(감소)	-8	-10	-10	-10	배당수익률(%)	0.4	0.6	0.8	1.0
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	18.3	17.8	17.7	17.4
배당금 지급	-92	-26	-35	-49	순차입금/자기자본(%)	-21.8	-24.3	-28.9	-34.1
외환환산으로 인한 현금변동	2	0	0	0	유동비율(%)	277.4	301.1	336.7	378.7
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	120.5	114.3	157.0	199.1
현금증감	90	205	390	493	총자산회전율	0.8	0.8	0.8	0.9
기초현금	1,208	1,297	1,503	1,893	매출채권 회전율	16.5	18.0	18.4	18.4
기말현금	1,297	1,503	1,893	2,386	재고자산 회전율	12.7	12.3	12.7	12.6
FCF	294	296	456	573	매입채무 회전율	2.8	3.0	3.0	2.9

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 김혜미 · 02)6923-7337 · consumer@capefn.com

LG생활건강 (051900KS | Hold 하향 | TP 1,500,000원 유지)**3Q19 Preview: 꾸준한 성장**

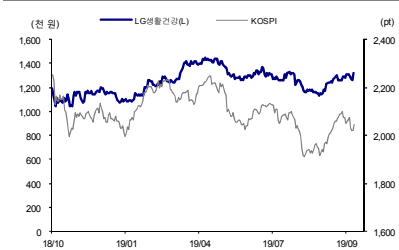
LG생활건강에 대한 목표주가 1,500,000원을 유지하나 투자의견은 Hold로 하향합니다. 동사는 중국에서 꾸준히 성장하는 럭셔리 화장품 시장에서 '후'와 '숨'을 중심으로 견조한 실적을 달성하는 중이나, 뉴에이본 실적 반영 시작으로 향후 이익률 확대가 지속되기는 어려울 것으로 전망합니다. 현재 주가 수준을 고려해 하락 시 매수가 바람직하다는 판단입니다.

3Q19F 실적 안정적인 성장 전망

- 3Q19F 매출액 1조9,571억원(yoy +12.7%), 영업이익 3,011억원(yoy +8.5%) 전망
- 화장품 매출 yoy +19.8%, 영업이익 yoy +10.2% 전망. 전반적으로 3Q19 면세 채널의 시장 성장률 양호해, 럭셔리 브랜드(후, 숨)의 면세 매출 역시 yoy +25% 수준 성장할 것으로 기대. 중국 현지 매출은 yoy +30% 성장을 예상하며 이에 대한 근거는, 3Q19가 전년도 6월 '후' 브랜드의 최고가 라인 천을단 출시로 인한 ASP 기저효과가 이론적으로 제거되기 시작하는 분기이나, 실질적인 매출 mix는 출시 이후 꾸준히 확대된다는 점을 고려해야 한다는 점과, '숨' 브랜드 역시 지난 2Q19 현지 인기모델 기용 이후 매출 호조와 브랜드 내 최고가 라인 로시크숨마의 비중이 확대되고 있는 점. 한편, 당분기 반영되기 시작하는 뉴에이본의 실적(9월 한달 분) 매출액 515억원과 영업이익 -50억원 예상
- 생활용품 매출 yoy +2.5%, 영업이익 yoy +4.2% 전망. H/C 카테고리에는 쿠팡 입점 중단에 따라 2Q19부터 발생한 온라인 매출 감소세 지속되는 중이며, 전통적 성수기(추석 선물세트 관련) 영향 사라지고 있어 여전히 부진. P/C 프리미엄 비중 확대(1H19: 35% 파악, yoy +5%p) 전략 순조롭게 진행되는 점 긍정적으로 이익률 향상에 기여할 전망
- 음료 매출 yoy +5.4%, 영업이익 yoy +6.0% 전망. 작년 초 실시한 가격인상 효과가 올해 지속 반영되는 추세 유지 중이며, 일본 관련 제품의 불매운동으로 반사이익 기대

투자의견 Hold 하향, 목표주가 1,500,000원 유지

- 럭셔리 브랜드의 호조에도 뉴에이본 실적 반영(내년 화장품 부문 내 매출 비중 11% 추정) 효과로 이익률 확대 지속은 어려울 것으로 전망. 이에 따라 밸류에이션 리레이팅 가능성에 대한 기대도 낮다고 판단
- 기존 목표가 150만원 유지하나 상승 여력 축소로 투자의견 Hold로 하향. 현 주가에서는 트레이딩 매수 추천

Stock Data

주가(10/8)	1,320,000원		
액면가	5,000원		
시가총액	22,170십억원		
52주 최고/최저가	1,453,000원/ 1,044,000원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.9	-6.0	10.9
상대주가(%)	3.9	1.6	22.2

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	6,105	6,748	7,668	8,776	9,504
영업이익	(십억원)	930	1,039	1,149	1,297	1,468
영업이익률	(%)	15.2	15.4	15.0	14.8	15.4
지배주주순이익	(십억원)	606	683	777	886	1,012
EPS	(원)	34,226	38,534	43,875	50,028	57,126
증감률	(%)	6.7	12.6	13.9	14.0	14.2
PER	(배)	34.7	28.6	30.1	26.4	23.1
PBR	(배)	6.9	5.4	5.6	4.8	4.1
ROE	(%)	21.7	20.7	20.2	19.7	19.2
EV/EBITDA	(배)	18.9	15.7	15.7	13.7	11.9
순차입금	(십억원)	225	94	-413	-1,020	-1,757
부채비율	(%)	55.1	46.8	42.3	38.8	34.4

케이프투자증권

표1. LG생활건강 목표주가 산출내역

방식	내용	금액	비고
①PER	12M fwd EPS (원)	47,548	
	Target PER (배)	32	화장품 부문(프리미엄 비중 약 80%) 35 배 적용, 생활용품 및 음료 20 배 적용
	주당가치 (원)	1,505,845	
②SOTP	12M fwd EBITDA (십억원)	1,501	(a)
	Target EV/EBITDA (배)	17	(b)최근 3 개년(2016-2018) 평균 값
	영업가치 (십억원)	24,767	(c)=(a)*(b)
	투자자산가치 (십억원)	45	(d)투자부동산, 2Q19 말 기준
	순현금	413	(e)2019 년 말 예상 기준
	우선주 가치	1,558	(f)2019 년 10 월 8 일 종가 기준
	총발행주식수	15,618,197	(g)보통주 기준
	자기주식수	958,412	(h)
	수정 발행주식수	14,659,785	(i)=(g)-(h)
	주당가치 (원)	1,614,382	(c+d+e-f)/(i)
	적정주가 (원)	1,560,114	
	목표주가 (원)	1,500,000	
	현재가 (원)	1,308,000	
	Upside Potential	14.7%	

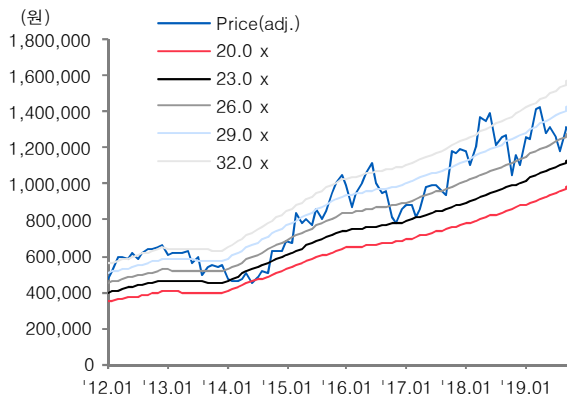
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. LG생활건강 실적 전망치 변경 내용

(십억원, 원)	변경 후		변경 전		차이(%)	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	7,668	8,776	7,440	8,072	3.1	8.7
영업이익	1,149	1,297	1,163	1,303	-1.2	-0.5
당기순이익	790	900	799	905	-1.2	-0.5
EPS(지배주주)	43,875	50,028	44,423	50,278	-1.2	-0.5
영업이익률 (%)	15.0	14.8	15.6	16.1	-0.6%p	-1.4%p
당기순이익률 (%)	10.3	10.3	10.7	11.2	-0.4%p	-1.0%p

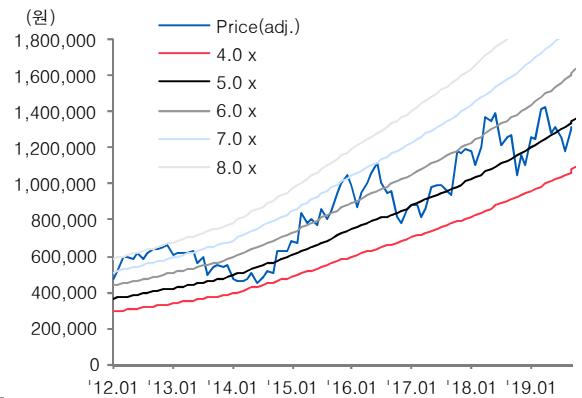
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. LG생활건강 12M fwd PER Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. LG생활건강 12M fwd PBR Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. LG생활건강 실적 전망 Table

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액(억원)	TOTAL	16,592	16,526	17,372	16,985	18,748	18,325	19,571	20,035	67,475	76,678	87,762
	Beautiful	9,477	9,534	9,542	10,501	11,396	11,089	11,429	13,415	39,054	47,329	57,395
	Healthy	3,947	3,372	3,895	3,398	4,014	3,434	3,994	3,400	14,612	14,842	15,202
	Refreshing	3,168	3,620	3,935	3,086	3,337	3,803	4,148	3,220	13,809	14,507	15,165
yoy %	TOTAL	6.4	11.1	10.6	14.2	13.0	10.9	12.7	18.0	10.5	13.6	14.5
	Beautiful	12.1	23.2	23.5	18.2	20.2	16.3	19.8	27.7	19.1	21.2	21.3
	Healthy	(4.5)	(6.0)	(7.6)	4.9	1.7	1.8	2.5	0.1	(3.7)	1.6	2.4
	Refreshing	5.7	1.8	4.5	12.0	5.3	5.0	5.4	4.3	5.6	5.1	4.5
Sales portion %	Beautiful	57.1	57.7	54.9	61.8	60.8	60.5	58.4	67.0	57.9	61.7	65.4
	Healthy	23.8	20.4	22.4	20.0	21.4	18.7	20.4	17.0	21.7	19.4	17.3
	Refreshing	19.1	21.9	22.7	18.2	17.8	20.8	21.2	16.1	20.5	18.9	17.3
영업이익(억원)	TOTAL	2,837	2,673	2,775	2,107	3,221	3,015	3,011	2,245	10,393	11,492	12,973
	Beautiful	2,121	1,944	1,840	1,922	2,462	2,260	2,028	2,054	7,826	8,803	10,095
	Healthy	418	273	427	85	434	281	445	86	1,204	1,246	1,360
	Refreshing	298	456	508	100	325	475	538	106	1,363	1,443	1,518
yoy %	TOTAL	9.2	15.1	9.8	13.8	13.5	12.8	8.5	6.6	11.8	10.6	12.9
	Beautiful	20.0	30.2	30.7	13.7	16.1	16.2	10.2	6.9	23.1	12.5	14.7
	Healthy	(23.6)	(27.5)	(35.5)	7.9	3.8	2.7	4.2	0.8	(27.7)	3.5	9.1
	Refreshing	5.1	1.0	11.2	20.9	9.2	4.1	6.0	5.5	7.0	5.9	5.2
OP portion %	Beautiful	74.8	72.7	66.3	91.2	76.4	74.9	67.3	91.5	75.3	76.6	77.8
	Healthy	14.7	10.2	15.4	4.0	13.5	9.3	14.8	3.8	11.6	10.8	10.5
	Refreshing	10.5	17.1	18.3	4.7	10.1	15.8	17.9	4.7	13.1	12.6	11.7
OPM (%)	TOTAL	17.1	16.2	16.0	12.4	17.2	16.5	15.4	11.2	15.4	15.0	14.8
	Beautiful	22.4	20.4	19.3	18.3	21.6	20.4	17.7	15.3	20.0	18.6	17.6
	Healthy	10.6	8.1	11.0	2.5	10.8	8.2	11.2	2.5	8.2	8.4	8.9
	Refreshing	9.4	12.6	12.9	3.2	9.7	12.5	13.0	3.3	9.9	10.0	10.0
yoy %p	TOTAL	0.4	0.6	(0.1)	(0.0)	0.1	0.3	(0.6)	(1.2)	0.2	(0.4)	(0.2)
	Beautiful	1.5	1.1	1.1	(0.7)	(0.8)	(0.0)	(1.5)	(3.0)	0.7	(1.4)	(1.0)
	Healthy	(2.7)	(2.4)	(4.8)	0.1	0.2	0.1	0.2	0.0	(2.7)	0.2	0.5
	Refreshing	(0.1)	(0.1)	0.8	0.2	0.3	(0.1)	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1

자료: LG생활건강, 케이프투자증권 리서치본부

LG생활건강 | 3Q19 Preview: 꾸준한 성장

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,691	2,313	3,070	3,885	매출액	6,748	7,668	8,776	9,504
현금및현금성자산	397	842	1,387	2,061	증가율(%)	10.5	13.6	14.5	8.3
매출채권 및 기타채권	582	661	757	820	매출원가	2,696	3,220	3,774	4,182
재고자산	615	699	800	866	매출총이익	4,051	4,447	5,002	5,322
비유동자산	3,585	3,685	3,777	3,857	매출총이익률(%)	60.0	58.0	57.0	56.0
투자자산	63	70	79	85	판매비와 관리비	3,012	3,298	3,705	3,854
유형자산	1,813	1,908	1,992	2,067	영업이익	1,039	1,149	1,297	1,468
무형자산	1,545	1,544	1,542	1,541	영업이익률(%)	15.4	15.0	14.8	15.4
자산총계	5,276	5,998	6,847	7,741	EBITDA	1,197	1,396	1,555	1,734
유동부채	1,359	1,443	1,555	1,611	EBITDA M%	17.7	18.2	17.7	18.2
매입채무 및 기타채무	725	824	943	1,021	영업외손익	-83	-53	-47	-40
단기차입금	211	181	151	121	지분법관련손익	-1	0	0	0
유동성장기부채	164	144	124	104	금융손익	-6	-3	3	10
비유동부채	323	339	361	371	기타영업외손익	-76	-50	-50	-50
사채 및 장기차입금	107	97	87	77	세전이익	956	1,097	1,250	1,428
부채총계	1,682	1,782	1,916	1,982	법인세비용	264	307	350	400
지배기업소유지분	3,512	4,122	4,824	5,635	당기순이익	692	790	900	1,028
자본금	89	89	89	89	지배주주순이익	683	777	886	1,012
자본잉여금	97	97	97	97	지배주주순이익률(%)	10.3	10.3	10.3	10.8
이익잉여금	3,563	4,173	4,875	5,686	비지배주주순이익	10	12	14	16
기타자본	-237	-237	-237	-237	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배지분	82	94	108	124	총포괄이익	692	790	900	1,028
자본총계	3,594	4,216	4,932	5,759	EPS 증가율(%, 지배)	12.6	13.9	14.0	14.2
총차입금	508	448	388	329	이자손익	-6	-3	3	10
순차입금	94	-413	-1,020	-1,757	총외화관련손익	-2	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	817	1,009	1,124	1,266	총발행주식수(천주)	15,618	15,618	15,618	15,618
영업에서 창출된 현금흐름	1,058	1,317	1,468	1,654	시가총액(십억원)	17,196	20,616	20,616	20,616
이자의 수취	5	6	11	16	주가(원)	1,101,000	1,320,000	1,320,000	1,320,000
이자의 지급	-12	-9	-7	-6	EPS(원)	38,534	43,875	50,028	57,126
배당금 수입	2	2	2	2	BPS(원)	202,222	236,634	276,253	322,024
법인세부담액	-237	-307	-350	-400	DPS(원)	9,250	10,000	11,000	12,000
투자활동 현금흐름	-430	-350	-352	-348	PER(X)	28.6	30.1	26.4	23.1
유동자산의 감소(증가)	0	-2	-3	-2	PBR(X)	5.4	5.6	4.8	4.1
투자자산의 감소(증가)	48	-7	-9	-6	EV/EBITDA(X)	15.7	15.7	13.7	11.8
유형자산 감소(증가)	-353	-330	-330	-330	ROE(%)	20.7	20.2	19.7	19.2
무형자산 감소(증가)	-174	-10	-10	-10	ROA(%)	13.8	14.0	14.0	14.1
재무활동 현금흐름	-378	-215	-227	-244	ROIC(%)	22.2	22.7	24.7	26.9
사채및차입금증가(감소)	-120	-60	-60	-60	배당수익률(%)	0.8	0.8	0.8	0.9
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	46.8	42.3	38.8	34.4
배당금 지급	-162	-155	-168	-184	순차입금/자기자본(%)	2.6	-9.8	-20.7	-30.5
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	124.5	160.3	197.5	241.1
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	102.5	134.7	173.7	229.3
현금증감	10	445	545	675	총자산회전율	1.3	1.4	1.4	1.3
기초현금	386	397	842	1,387	매출채권 회전율	12.0	12.3	12.4	12.1
기말현금	397	842	1,387	2,061	재고자산 회전율	11.6	11.7	11.7	11.4
FCF	461	679	794	936	매입채무 회전율	3.8	4.2	4.3	4.3

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 김혜미 · 02)6923-7337 · consumer@capefn.com

한국콜마 (161890KS | Buy 유지 | TP 70,000원 유지)**3Q19 Preview: 퇴색된 기저효과**

한국콜마에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 70,000원을 유지합니다. 3Q19 중 발생한センチメント 악화 이슈가 실적 훼손에 미치는 정도가 큰 것으로 파악되어 파급효과 지속에 대해 여전히 우려스러운 상황이나, 충분히 낮아진 주가 수준도 고려할 필요가 있다고 판단합니다.

3Q19F 기저효과로 이익 고성장 전망되나, 본업 훼손으로 낮아진 기대치

- 3Q19F 매출액 3,670억원(yoy -2.2%), 영업이익 293억원(yoy +276.0%) 전망
- 별도 화장품(내수+수출) 매출 yoy -15.4% 전망. 내수 역성장의 원인은 1) 전년도 매출 기여도 상위업체 J사향 물량 축소, 2) 중국 현지에서의 전자상거래 규제 심화가 국내 브랜드 업체에 부정적 영향, 3) 소비자 불매 운동 등이며, 수출 부진은 1) 전년동기 역기저 효과, 2) 중국 법인항 원료 매출 감소 등에 기인. 불매에 따른 화장품 매출 감소분이 대체로 수익성 측면에서 크게 기여하던 홈쇼핑 채널 고객사임을 감안할 때, 마진 하락도 불가피할 전망
- 별도 제약 매출 yoy +9.7% 전망. 고혈압치료제 매출 감소에도, 기저 효과(CSO 사업 종료에 따른 매출 감소) 종료에 따른 결과로 외형 성장 기대. 또한, 전년도 사업부문 구조조정에 따른 일회성 비용 지출로 인한 기저효과 및 원가(고혈압제제 원료 발사르탄 관련) 상승했던 부분에 대한 절감 노력 등의 지속으로 수익성은 개선될 전망
- 해외 법인별, 중국(북경+무석) 매출 yoy -2.4%, PTP(미국) 매출 yoy +4.7%, CSR(캐나다) 매출 yoy +10.5% 예상
- 씨케이엠(CJ헬스케어) 매출 yoy +58.7% 전망. 불매운동의 영향으로 B2C 위주인 OTC 제품의 매출이 10~20% 감소했을 것으로 파악되나, 씨케이엠 내 매출 비중 15% 수준으로 크지 않고 1Q19 출시된 신약(케이캡) 판매 호조 효과가 더욱 두드러졌을 것으로 예상

투자의견 Buy와 목표주가 70,000원 유지

- 3Q19 중 경영진 구설수로부터 비롯된センチメント 악화에 따라 당분간 부진한 주가 흐름 예견했음에도, 불매운동 현실화 등 예상대비 실적 훼손 정도가 큰 것으로 파악되어 파급효과 지속에 대해서는 여전히 우려 존재하는 상황
- 그러나, 실적전망치 수정 감안해도 현 주가는 12M fwd PER 14배로 바닥 구간

**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	822	1,358	1,554	1,698	1,842
영업이익	(십억원)	67	90	134	156	174
영업이익률	(%)	8.2	6.6	8.6	9.2	9.5
지배주주순이익	(십억원)	47	42	58	73	87
EPS	(원)	2,240	1,954	2,557	3,207	3,807
증감률	(%)	-11.0	-12.8	30.9	25.4	18.7
PER	(배)	36.6	36.1	16.3	13.0	10.9
PBR	(배)	5.7	3.6	1.9	1.7	1.5
ROE	(%)	15.7	6.4	6.9	8.6	9.4
EV/EBITDA	(배)	21.7	21.9	10.0	9.0	8.2
순차입금	(십억원)	115	949	871	773	667
부채비율	(%)	101.0	170.0	151.2	141.1	129.7

한국콜마 | 3Q19 Preview: 퇴색된 기저효과

표1. 한국콜마 목표주가 산출내역

방식	내용	금액	비고
PER	12M fwd EPS (원)	3,042	
	Target PER (배)	23	화장품 부문 27 배 적용, 제약부문(콜마+헬스케어, 이익 비중 63%) 20 배 적용
	주당가치 (원)	68,749	
목표주가 (원)		70,000	
현재가 (원)		41,600	
Upside Potential		68.3%	

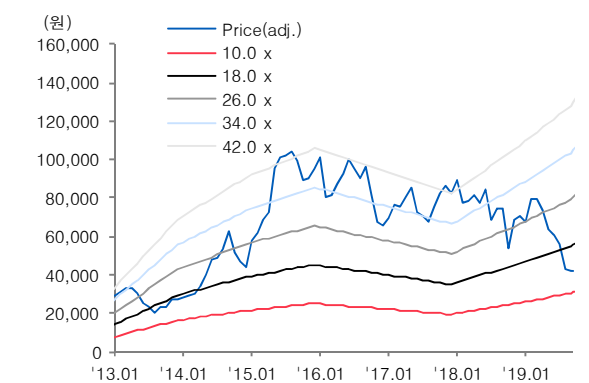
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 한국콜마 실적 전망치 변경 내용

(십억원, 원)	변경 후		변경 전		차이(%)	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	1,554	1,698	1,621	1,831	-4.1	-7.2
영업이익	134	156	143	170	-6.5	-8.1
당기순이익	58	76	64	86	-10.1	-11.2
EPS(지배주주)	2,557	3,207	2,844	3,611	-10.1	-11.2
영업이익률 (%)	8.6	9.2	8.8	9.3	-0.2%p	-0.1%p
당기순이익률 (%)	3.7	4.5	4.0	4.7	-0.2%p	-0.2%p

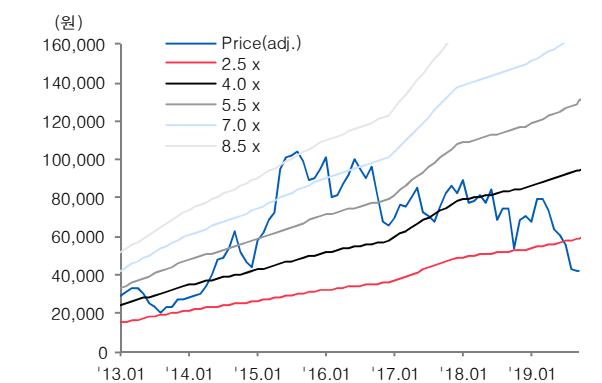
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 한국콜마 12M fwd PER Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 한국콜마 12M fwd PBR Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 한국콜마 실적 전망 Table

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액(억원)	TOTAL	2,425	3,601	3,754	3,799	3,806	4,098	3,670	3,969	13,578	15,544	16,982
	별도	2,084	2,459	2,220	2,154	2,209	2,395	1,990	2,112	8,917	8,706	9,209
	화장품	1,564	1,930	1,774	1,705	1,747	1,921	1,501	1,626	6,973	6,793	7,104
	내수	1,462	1,758	1,593	1,582	1,624	1,821	1,392	1,542	6,395	6,380	6,656
	수출	102	172	181	123	123	99	108	83	578	414	447
	제약	520	528	446	449	462	475	490	486	1,944	1,913	2,106
	내수	509	516	429	429	444	455	470	464	1,884	1,832	2,015
	수출	11	12	17	20	19	20	19	22	60	80	91
	중국(북경+무석)	158	158	217	184	191	177	212	225	259	750	872
	북미	222	216	213	231	225	267	228	243	882	963	1,028
	PTP	142	134	134	146	139	164	141	149	556	593	629
	CSR	80	82	79	85	86	103	87	94	326	370	400
	씨케이엠(CJ헬스케어)	-	-	801	1,240	1,310	1,263	1,271	1,302	1,421	3,351	5,257
	연결조정 및 기타	(39)	(39)	(92)	(104)	(87)	(68)	(47)	(74)	(66)	(322)	(255)
yoy %	TOTAL	20.4	73.9	93.3	73.5	56.9	13.8	(2.2)	4.5	65.3	14.5	9.3
	별도	22.9	43.7	36.6	20.7	6.0	(2.6)	(10.4)	(2.0)	30.8	(2.4)	5.8
	화장품	27.1	58.2	55.5	30.8	11.7	(0.5)	(15.4)	(4.7)	42.4	(2.6)	4.6
	내수	27.0	52.5	51.6	30.2	11.1	3.6	(12.6)	(2.5)	39.9	(0.2)	4.3
	수출	28.9	155.5	101.1	38.2	20.2	(42.3)	(40.2)	(32.1)	77.6	(28.4)	8.1
	제약	11.9	7.6	(7.8)	(6.5)	(11.1)	(10.1)	9.7	8.3	1.2	(1.6)	10.1
	내수	13.9	9.2	(9.1)	(7.4)	(12.9)	(12.0)	9.6	8.1	1.5	(2.7)	9.9
	수출	(38.9)	(35.1)	41.7	16.4	74.2	68.8	12.2	12.5	(8.3)	34.8	13.2
	중국(북경+무석)	47.0	47.0	52.8	60.8	(10.2)	12.0	(2.4)	22.0	35.8	30.1	16.3
	북미	(4.3)	(12.6)	(7.2)	(3.3)	1.5	23.7	6.8	5.1	(6.9)	9.2	6.8
	PTP	(14.5)	(19.0)	(30.4)	0.7	(2.0)	22.6	4.7	2.3	(16.9)	6.7	6.0
	CSR	21.2	0.1	113.4	(9.6)	7.7	25.5	10.5	10.0	16.9	13.5	8.0
	씨케이엠(CJ헬스케어)	-	-	-	-	-	-	58.7	5.0	8.5	-	56.9
	연결조정 및 기타	91.8	91.8	210.3	280.0	84.7	73.7	(48.7)	(28.4)	(24.3)	158.8	(20.7)
Salesportion %	별도	85.9	68.3	59.1	56.7	58.0	58.5	54.2	53.2	65.7	56.0	54.2
	화장품	64.5	53.6	47.3	44.9	45.9	46.9	40.9	41.0	51.4	43.7	41.8
	내수	60.3	48.8	42.4	41.6	42.7	44.4	37.9	38.9	47.1	41.0	39.2
	수출	4.2	4.8	4.8	3.2	3.2	2.4	3.0	2.1	4.3	2.7	2.6
	제약	21.5	14.7	11.9	11.8	12.1	11.6	13.3	12.3	14.3	12.3	12.4
	내수	21.0	14.3	11.4	11.3	11.7	11.1	12.8	11.7	13.9	11.8	11.9
	수출	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.4	0.5	0.5
	중국(북경+무석)	6.5	6.5	6.0	4.9	5.0	4.7	5.2	6.1	6.5	5.5	5.6
	북미	9.2	6.0	5.7	6.1	5.9	6.5	6.2	6.1	6.5	6.2	6.1
	PTP	5.9	3.7	3.6	3.8	3.7	4.0	3.8	3.8	4.1	3.8	3.7
	CSR	3.3	2.3	2.1	2.2	2.3	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
	씨케이엠(CJ헬스케어)	-	-	22.2	33.0	34.5	33.2	31.0	35.5	35.8	24.7	33.8
	연결조정 및 기타	(1.6)	(1.6)	(2.6)	(2.8)	(2.3)	(1.8)	(1.2)	(2.0)	(1.7)	(2.4)	(1.6)
영업이익 (억원)	TOTAL	180	246	78	397	317	380	293	349	900	1,339	1,565
	별도	171	223	116	201	183	215	141	166	710	704	797
yoy %	TOTAL	(12.6)	44.5	(49.5)	183.3	76.1	54.8	276.0	(12.1)	34.3	48.7	16.9
	별도	(3.5)	47.9	(15.7)	35.6	7.2	(3.7)	21.3	(17.4)	15.9	(0.9)	13.2
OPM(%)	TOTAL	7.4	6.8	2.1	10.4	8.3	9.3	8.0	8.8	6.6	8.6	9.2
	별도	10.9	11.5	6.5	11.8	10.5	11.2	9.4	10.2	10.2	10.4	11.2
yoy %p	TOTAL	(2.8)	(1.4)	(5.9)	4.0	0.9	2.5	5.9	(1.7)	(1.5)	2.0	0.6
	별도	(3.5)	(0.8)	(5.5)	0.4	(0.4)	(0.4)	2.8	(1.6)	(2.3)	0.2	0.9

자료: 한국콜마, 케이프투자증권 리서치본부

한국콜마 | 3Q19 Preview: 퇴색된 기저효과

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	555	574	695	813	매출액	1,358	1,554	1,698	1,842
현금및현금성자산	77	26	96	164	증가율(%)	65.3	14.5	9.3	8.5
매출채권 및 기타채권	202	231	253	274	매출원가	1,001	1,113	1,209	1,307
재고자산	177	202	221	240	매출총이익	357	442	489	535
비유동자산	1,631	1,585	1,540	1,501	매출총이익률(%)	26.3	28.4	28.8	29.1
투자자산	17	17	17	17	판매비와 관리비	267	308	333	361
유형자산	421	408	390	373	영업이익	90	134	156	174
무형자산	1,151	1,118	1,091	1,069	영업이익률(%)	6.6	8.6	9.2	9.5
자산총계	2,186	2,159	2,235	2,314	EBITDA	132	220	234	244
유동부채	517	474	529	573	EBITDA M%	9.7	14.2	13.8	13.2
매입채무 및 기타채무	203	232	254	275	영업외손익	-35	-51	-47	-45
단기차입금	152	172	192	212	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	136	40	50	50	금융손익	-31	-51	-47	-45
비유동부채	859	825	779	734	기타영업외손익	-3	0	0	0
사채 및 장기차입금	819	779	729	679	세전이익	55	83	109	130
부채총계	1,377	1,299	1,308	1,307	법인세비용	19	25	33	39
지배기업소유지분	438	488	552	629	당기순이익	37	58	76	91
자본금	11	11	11	11	지배주주순이익	42	58	73	87
자본잉여금	216	216	216	216	지배주주순이익률(%)	2.7	3.7	4.5	4.9
이익잉여금	213	263	327	404	비지배주주순이익	-6	0	3	4
기타자본	-2	-2	-2	-2	기타포괄이익	-3	0	0	0
비지배지분	371	372	375	378	총포괄이익	34	58	76	91
자본총계	810	860	927	1,007	EPS 증가율(% , 지배)	-12.8	30.9	25.4	18.7
총차입금	1,107	991	971	941	이자손익	-31	-51	-47	-45
순차입금	949	871	773	667	총외환관련손익	-1	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	63	125	139	146	총발행주식수(천주)	22,347	22,881	22,881	22,881
영업에서 창출된 현금흐름	110	201	219	229	시가총액(십억원)	1,575	952	952	952
이자의 수취	3	3	3	4	주가(원)	70,500	41,600	41,600	41,600
이자의 지급	-26	-54	-50	-49	EPS(원)	1,954	2,557	3,207	3,807
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	19,616	21,336	24,143	27,501
법인세부담액	-24	-25	-33	-39	DPS(원)	330	350	400	450
투자활동 현금흐름	-1,293	-52	-42	-39	PER(X)	36.1	16.3	13.0	10.9
유동자산의 감소(증가)	-13	-12	-9	-9	PBR(X)	3.6	1.9	1.7	1.5
투자자산의 감소(증가)	-13	0	0	0	EV/EBITDA(X)	21.9	10.0	9.0	8.2
유형자산 감소(증가)	-76	-40	-33	-30	ROE(%)	6.4	6.9	8.6	9.4
무형자산 감소(증가)	-1,104	0	0	0	ROA(%)	2.6	2.7	3.5	4.0
재무활동 현금흐름	1,294	-123	-28	-39	ROIC(%)	8.3	5.7	6.6	7.5
사채및차입금증가(감소)	909	-116	-20	-30	배당수익률(%)	0.5	0.8	1.0	1.1
자본금및자본잉여금 증감	100	0	0	0	부채비율(%)	170.0	151.2	141.1	129.7
배당금 지급	-6	-7	-8	-9	순차입금/자기자본(%)	117.2	101.4	83.4	66.2
외환환산으로 인한 현금변동	-1	0	0	0	유동비율(%)	107.3	121.1	131.4	141.9
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	2.7	2.5	3.1	3.6
현금증감	62	-50	70	68	총자산회전율	1.0	0.7	0.8	0.8
기초현금	14	77	26	96	매출채권 회전율	7.5	7.2	7.0	7.0
기말현금	77	26	96	164	재고자산 회전율	9.6	8.2	8.0	8.0
FCF	-16	85	106	116	매입채무 회전율	6.2	5.1	5.0	4.9

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 김혜미 · 02)6923-7337 · consumer@capefn.com

코스맥스 (192820KS | Buy 유지 | TP 130,000원 유지)**3Q19 Preview: 새옹지마**

코스맥스에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 130,000원을 유지합니다. 중국 내 상위 고객사들의 매력도 하락으로 실적 변동성이 확대되며 주가 하락했으나, 역사적 밸류에이션 저점 구간임을 감안해 우려 요인 제거 시 회복을 전망합니다.

3Q19F 실적은 전분기 흐름과 유사할 전망

- 3Q19F 연결 매출액 3,257억원(yoy +3.5%), 영업이익 123억원(yoy -7.4%) 전망
- 국내 매출 yoy +2.3% 전망. 전년도의 높은 베이스 효과가 2Q19부터 지속되고 있는데다, 비수기 영향 불가피할 전망. 최근 화장품 시장 동향이 전체적으로 물량보다 객단가 위주의 성장세를 보이는 것으로 미루어, 매스 제품 위주의 생산을 주력으로 하는 제조업체에는 불리한 점으로 작용한다고 짐작. 수출 역시 전년도 수주 증가했던 주요 고객사들의 제품 리뉴얼로 다소 부진할 전망이나, 신규로 편입되는 고객사들로의 제품 공급이 연말부터 발생할 것으로 기대
- 중국 매출 지역별로, 상해 yoy -8.7%, 광저우 yoy +105.0% 전망. 하반기가 성수기인 중국 시장의 특성 상 매출은 qoq 증가할 전망이나 중국 로컬업체 중에서도 1세대 브랜드는 선호도가 크게 하락했음을 고려해, 2Q19에 이어 상해보다 광저우의 매출 호조가 두드러질 것으로 예상
- 기타 지역의 매출로, 미국은 코스맥스 USA yoy +19.4%, 누월드 yoy -16.5%, 인도네시아 yoy +61.5% 전망

급격한 전방 산업의 변화에 따른 수혜가 리스크로 전환

- 브랜드 업체들이 빠르게 변화하는 화장품 시장의 트렌드에 부합할 수 있도록 함에 따라 그간 동사의 역할이 크게 부각되어 왔으나, 중국 내에서 전통적으로 비중이 컸던 상위 고객사들의 매력도 하락으로 실적 변동성이 확대되었음을 지난 2Q19에 확인. 최악의 우려 요인인 OEM/ODM의 경쟁 심화 이슈는 아니지만, 가동률이 중요한 제조업의 특성상, 다량의 소규모 고객 확보를 통한 성장을 위해서는 기본적으로 상위 고객사 위주의 안정적인 매출처 확보가 바탕이 되어야 한다는 점에서 리스크 증가한 것으로 판단

투자의견 Buy와 목표주가 130,000원 유지

- 국내 경쟁사 이슈 등으로 코스맥스에 일부 반사수혜 가능하다고 판단하나, 당분간 중국 실적의 불확실성 우려가 더 크게 부각될 것으로 예상됨에 따라 이를 지켜볼 필요. 다만, 현재 밸류에이션은 역사적 최저점으로 우려요인 제거 시 빠른 주가의 회복 기대

Stock Data

주가(10/8)	72,600원		
액면가	500원		
시가총액	730십억원		
52주 최고/최저가	155,500원/ 68,600원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-0.3	-47.8	-51.4
상대주가(%)	-2.1	-43.6	-46.5

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	884	1,260	1,338	1,449	1,587
영업이익	(십억원)	35	52	53	81	102
영업이익률	(%)	4.0	4.2	4.0	5.6	6.4
지배주주순이익	(십억원)	19	33	32	53	67
EPS	(원)	1,876	3,246	3,222	5,248	6,638
증감률	(%)	-50.0	73.0	-0.7	62.8	26.5
PER	(배)	62.4	40.0	22.5	13.8	10.9
PBR	(배)	5.4	4.9	2.5	2.2	1.8
ROE	(%)	7.1	9.0	8.2	13.4	15.7
EV/EBITDA	(배)	28.0	22.6	14.1	10.5	8.7
순차입금	(십억원)	362	470	490	495	489
부채비율	(%)	309.0	338.9	328.5	317.0	292.5

표1. 코스맥스 목표주가 산출내역

방식	내용	금액	비고
①PER	12M fwd EPS (원)	4,328	
	Target PER (배)	30	기존 Target multiple 산정 시 브랜드 업체 대비 프리미엄 부여했던 부분 실적 변동성 확대로 할인 반영
	주당가치 (원)	129,840	
②SOTP	2019F EBITDA (십억원)	104	(a)
	Target EV/EBITDA (배)	19	(b)코스맥스 최근 3년(2016-2018) 평균 EV/EBITDA 24 배 대비 20% 할인
	영업가치 (십억원)	1,976	(c)=(a)*(b)
	순현금	-490	(d)2019 년 말 예상 기준
	총발행주식수	10,049,509	(e)보통주 기준
	자기주식수	3,468	(f)
	수정 발행주식수	10,046,041	(g)=(e)-(f)
	주당가치 (원)	147,919	(c+d)/(g)
	적정주가 (원)	138,879	
	목표주가 (원)	130,000	
	현재가 (원)	72,600	
	Upside Potential	79.1%	

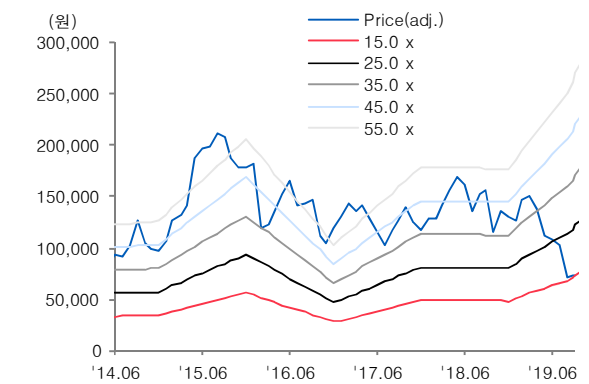
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 코스맥스 실적 전망치 변경 내용

(십억원, 원)	변경 후		변경 전		차이(%)	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	1,338	1,449	1,350	1,485	-0.9	-2.5
영업이익	53	81	54	83	-2.0	-2.0
당기순이익	20	36	21	37	-3.1	-2.7
EPS(지배주주)	3,222	5,248	3,327	5,395	-3.1	-2.7
영업이익률 (%)	4.0	5.6	4.0	5.6	0.0%p	0.0%p
당기순이익률 (%)	1.5	2.5	1.6	2.5	0.0%p	0.0%p

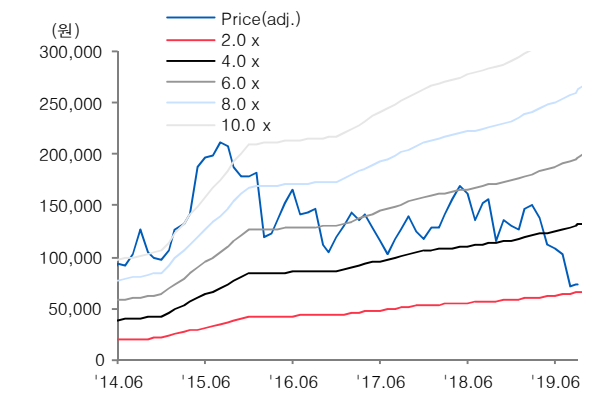
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 코스맥스 12M fwd PER Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 코스맥스 12M fwd PBR Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표3. 코스맥스 실적 전망 Table

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액(억원)	TOTAL	2,887	3,275	3,146	3,288	3,278	3,323	3,257	3,523	12,597	13,381	14,490
	국내	1,524	1,902	1,673	1,695	1,902	1,928	1,710	1,792	6,794	7,333	7,767
	중국	991	1,216	1,202	1,367	1,037	1,181	1,270	1,399	4,776	4,887	5,241
	상하이	804	1,065	1,050	1,191	818	888	958	1,083	4,109	3,747	3,942
	광저우	188	151	152	176	220	293	312	315	667	1,140	1,299
	인도네시아	17	24	25	40	80	83	40	53	106	256	263
	미국	155	145	182	181	230	204	217	229	662	880	1,144
	누월드	273	242	280	196	200	171	234	255	991	860	973
	아이큐어	19	21	22	21	34	25	24	23	83	106	117
	연결조정 및 기타	(9)	(27)	(24)	(21)	(21)	(27)	(24)	(23)	(82)	(94)	(102)
yoy %	TOTAL	31.8	41.0	50.9	46.8	13.5	1.5	3.5	7.1	42.5	6.2	8.3
	국내	7.1	38.2	40.3	31.4	24.8	1.4	2.3	5.7	28.6	7.9	5.9
	중국	28.7	15.2	36.7	35.7	4.6	(2.8)	5.6	2.3	28.7	2.3	7.3
	상하이	18.7	15.5	35.6	33.2	1.7	(16.6)	(8.7)	(9.0)	25.8	(8.8)	5.2
	광저우	102.2	13.0	45.0	55.5	17.1	94.2	105.0	78.8	50.0	70.9	14.0
	인도네시아	(40.0)	31.4	7.9	104.9	364.5	239.3	61.5	33.0	18.3	141.0	2.8
	미국	115.4	127.8	52.0	44.0	47.7	41.5	19.4	26.7	74.0	32.9	30.0
	누월드	-	-	-	-	(26.5)	(29.5)	(16.5)	30.3	-	(13.2)	13.1
	아이큐어	61.0	135.0	30.0	44.6	79.4	20.2	10.0	10.0	59.2	28.6	10.0
	연결조정 및 기타	(19.4)	37.3	62.7	(2.5)	121.5	(1.6)	0.9	8.1	20.4	15.6	7.7
Sales portion %	국내	52.8	58.1	53.2	51.6	58.0	58.0	52.5	50.9	53.9	54.8	53.6
	중국	34.3	37.1	38.2	41.6	31.6	35.5	39.0	39.7	37.9	36.5	36.2
	상하이	27.8	32.5	33.4	36.2	24.9	26.7	29.4	30.8	32.6	28.0	27.2
	광저우	6.5	4.6	4.8	5.4	6.7	8.8	9.6	8.9	5.3	8.5	9.0
	인도네시아	0.6	0.7	0.8	1.2	2.5	2.5	1.2	1.5	0.8	1.9	1.8
	미국	5.4	4.4	5.8	5.5	7.0	6.2	6.7	6.5	5.3	6.6	7.9
	누월드	9.4	7.4	8.9	6.0	6.1	5.1	7.2	7.2	7.9	6.4	6.7
	아이큐어	0.7	0.6	0.7	0.6	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
	연결조정 및 기타	(0.3)	(0.8)	(0.8)	(0.6)	(0.6)	(0.8)	(0.7)	(0.6)	(0.6)	(0.7)	(0.7)
영업이익 (억원)	TOTAL	104	186	132	101	135	132	123	142	523	532	813
	국내	50	77	40	54	77	106	72	79	221	335	365
yoy %	TOTAL	10.6	29.7	163.6	58.4	30.2	(29.2)	(7.4)	40.5	48.9	1.6	52.8
	국내	(37.0)	10.8	69.6	264.2	53.9	37.8	80.0	46.2	17.8	51.1	9.1
OPM (%)	TOTAL	3.6	5.7	4.2	3.1	4.1	4.0	3.8	4.0	4.2	4.0	5.6
	국내	3.3	4.1	2.4	3.2	4.1	5.5	4.2	4.4	3.3	4.6	4.7
yoy %p	TOTAL	(0.7)	(0.5)	1.8	0.2	0.5	(1.7)	(0.4)	1.0	0.2	(0.2)	1.6
	국내	(2.3)	(1.0)	0.4	2.0	0.8	1.5	1.8	1.2	(0.3)	1.3	0.1

자료: 코스맥스, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	596	613	696	782	매출액	1,260	1,338	1,449	1,587
현금및현금성자산	35	17	51	76	증가율(%)	42.5	6.2	8.3	9.5
매출채권 및 기타채권	323	343	371	406	매출원가	1,105	1,165	1,247	1,352
재고자산	209	222	241	264	매출총이익	155	173	202	235
비유동자산	466	485	498	508	매출총이익률(%)	12.3	12.9	13.9	14.8
투자자산	18	19	19	20	판매비와 관리비	102	120	121	133
유형자산	333	352	365	374	영업이익	52	53	81	102
무형자산	96	96	96	96	영업이익률(%)	4.2	4.0	5.6	6.4
자산총계	1,062	1,098	1,195	1,290	EBITDA	78	84	111	131
유동부채	650	641	685	726	EBITDA M%	6.2	6.3	7.7	8.3
매입채무 및 기타채무	250	266	288	315	영업외손익	-16	-21	-21	-22
단기차입금	314	344	364	374	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	57	0	0	0	금융손익	-18	-21	-21	-22
비유동부채	169	201	223	236	기타영업외손익	2	0	0	0
사채 및 장기차입금	145	175	195	205	세전이익	36	33	60	80
부채총계	820	841	908	961	법인세비용	15	12	24	32
지배기업소유지분	265	292	338	399	당기순이익	21	20	36	48
자본금	5	5	5	5	지배주주순이익	33	32	53	67
자본잉여금	129	129	129	129	지배주주순이익률(%)	1.7	1.5	2.5	3.0
이익잉여금	135	161	208	269	비지배주주순이익	-12	-12	-16	-18
기타자본	-3	-3	-3	-3	기타포괄이익	1	0	0	0
비지배지분	-24	-36	-52	-70	총포괄이익	22	20	36	48
자본총계	242	256	286	329	EPS 증가율(% , 지배)	73.0	-0.7	62.8	26.5
총차입금	516	519	559	579	이자손익	-18	-21	-21	-22
순차입금	470	490	495	489	총외환관련손익	0	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-55	36	45	50	총발행주식수(천주)	10,050	10,050	10,050	10,050
영업에서 창출된 현금흐름	-27	69	89	104	시가총액(십억원)	1,306	730	730	730
이자의 수취	1	0	0	0	주가(원)	130,000	72,600	72,600	72,600
이자의 지급	-19	-21	-22	-23	EPS(원)	3,246	3,222	5,248	6,638
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	26,434	29,056	33,704	39,742
법인세부담액	-10	-12	-24	-32	DPS(원)	600	600	600	600
투자활동 현금흐름	-57	-51	-44	-40	PER(X)	40.0	22.5	13.8	10.9
유동자산의 감소(증가)	-7	-1	-1	-1	PBR(X)	4.9	2.5	2.2	1.8
투자자산의 감소(증가)	2	0	0	0	EV/EBITDA(X)	22.6	14.1	10.5	8.7
유형자산 감소(증가)	-48	-50	-43	-38	ROE(%)	9.0	8.2	13.4	15.7
무형자산 감소(증가)	-7	0	0	0	ROA(%)	2.1	1.9	3.2	3.9
재무활동 현금흐름	107	-3	34	14	ROIC(%)	4.8	4.6	6.5	7.8
사채및차입금증가(감소)	111	3	40	20	배당수익률(%)	0.5	0.8	0.8	0.8
자본금및자본잉여금 증감	-22	0	0	0	부채비율(%)	338.9	328.5	317.0	292.5
배당금 지급	-3	-6	-6	-6	순차입금/자기자본(%)	194.3	191.4	172.8	148.8
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	91.6	95.6	101.6	107.7
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	2.8	2.6	3.8	4.5
현금증감	-4	-18	34	25	총자산회전율	1.3	1.2	1.3	1.3
기초현금	39	35	17	51	매출채권 회전율	4.4	4.0	4.1	4.1
기말현금	35	17	51	76	재고자산 회전율	6.4	6.2	6.3	6.3
FCF	-104	-14	2	12	매입채무 회전율	4.3	4.5	4.5	4.5

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

아모레퍼시픽(090430) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-08-29	2017-10-31	2017-11-20	2018-01-10	2018-02-12	2019-04-15
투자의견	Buy	Hold	Hold	Buy	Hold	담당자 변경
목표주가	360,000원	360,000원	360,000원	360,000원	270,000원	
제시일자	2019-04-15	2019-04-30	2019-07-09	2019-08-01	2019-10-08	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	270,000원	270,000원	230,000원	200,000원	200,000원	
제시일자						
투자의견						
목표주가						

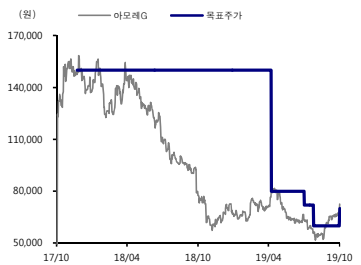


목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-08-29	Buy	360,000원	-24.38	-9.31
2017-10-31	Hold	360,000원	-20.86	-9.31
2018-01-10	Buy	360,000원	-17.46	-6.39
2018-02-12	Hold	270,000원	-4.98	30.19
2019-02-12	1년경과	270,000원	-28.14	-19.26
2019-04-15	Buy	270,000원	-25.44	-12.78
2019-07-09	Buy	230,000원	-31.71	-28.26
2019-08-01	Buy	200,000원		

아모레G(002790) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-02-08	2017-11-30	2019-04-15	2019-04-15	2019-07-09	2019-08-02
투자의견	Buy	Hold	담당자 변경	Hold	Hold	Hold
목표주가	187,000원	150,000원		80,000원	72,000원	60,000원
제시일자	2019-10-08					
투자의견	Hold					
목표주가	70,000원					
제시일자						
투자의견						
목표주가						



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-02-08	Buy	187,000원	-29.26	-16.31
2017-11-30	Hold	150,000원	-22.69	5.67
2018-11-30	1년경과	150,000원	-54.13	-48.93
2019-04-15	Hold	80,000원	-13.87	2.13
2019-07-09	Hold	72,000원	-16.97	-11.81
2019-08-02	Hold	60,000원	-0.12	16.00
2019-10-08	Hold	70,000원		

LG생활건강(051900) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-07-26	2017-10-25	2017-11-20	2017-12-06	2018-01-09	2018-01-23	
투자 의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy	
목표주가	863,000원	1,070,000원	1,070,000원	1,070,000원	1,070,000원	1,410,000원	
제시일자	2018-01-24	2019-04-15	2019-04-15	2019-04-26	2019-07-09	2019-07-26	
투자 의견	Buy	담당자 변경	Hold	Hold	Buy	Buy	
목표주가	1,410,000원		1,500,000원	1,500,000원	1,500,000원	1,500,000원	
제시일자	2019-10-08						
투자 의견	Hold						
목표주가	1,500,000원						

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-07-26	Hold	863,000원	11.15	31.05
2017-10-25	Hold	1,070,000원	12.31	16.82
2018-01-23	Buy	1,410,000원	-	-
2019-01-23	1년경과	1,410,000원	-7.27	3.05
2019-04-15	Hold	1,500,000원	-5.08	-4.00
2019-07-09	Buy	1,500,000원	-11.83	-4.00
2019-10-08	Hold	1,500,000원		

한국콜마(161890) 주가 및 목표주가 추이

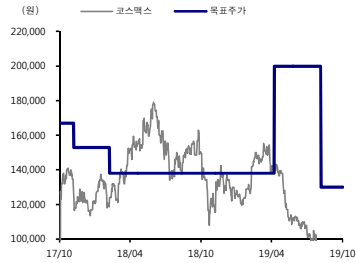
제시일자	2017-08-14	2017-10-14	2017-11-15	2017-11-20	2018-02-14	2019-04-15	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자 변경	
목표주가	103,000원	103,000원	103,000원	103,000원	103,000원		
제시일자	2019-04-15	2019-05-21	2019-07-09	2019-08-16	2019-10-08		
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	100,000원	100,000원	100,000원	70,000원	70,000원		
제시일자							
투자 의견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-08-14	Buy	103,000원	-33.83	-23.30
2018-08-14	1년경과	103,000원	-31.92	-20.10
2019-04-15	Buy	100,000원	-27.67	-22.90
2019-08-16	Buy	70,000원		

코스맥스(192820) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-08-10	2017-10-10	2017-11-14	2017-11-20	2018-02-14	2019-04-15
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자 변경
목표주가	167,000원	167,000원	153,000원	153,000원	138,000원	
제시일자	2019-04-15	2019-05-16	2019-07-09	2019-08-13	2019-10-08	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	200,000원	200,000원	200,000원	130,000원	130,000원	
제시일자						
투자 의견						
목표주가						



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고(최저)
2017-08-10	Buy	167,000원	-30.76	-23.95
2017-11-14	Buy	153,000원	-23.20	-22.88
2018-02-14	Buy	138,000원	3.01	29.71
2019-02-14	1년경과	138,000원	6.25	12.68
2019-04-15	Buy	200,000원	-32.44	-28.25
2019-08-13	Buy	130,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자 의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(96.13%) · 매도(0.00%) · 중립(3.87%)	* 기준일 2019.09.30까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

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

리서치본부장
김유겸/이코노미스트

02)6923-7332
yukyum@capefn.com

투자전략팀
Analyst
직위
내선번호
E-Mail

투자전략	윤영교	팀장	6923-7352	skyhum00@capefn.com
퀀트	방인성	연구위원	6923-7334	antonio81@capefn.com
시황	한지영	책임연구원	6923-7349	hedge0301@capefn.com
글로벌 투자전략	김윤보	전임연구원	6923-7331	younbokim@capefn.com
RA	김승민	전임연구원	6923-7335	kimsm303@capefn.com

기업분석1팀
Analyst
직위
내선번호
E-Mail

철강/금속/건설(총괄)	김미송	팀장	6923-7336	misongkim@capefn.com
화장품/음식료	김혜미	책임연구원	6923-7337	consumer@capefn.com
은행/보험/증권	김도하	선임연구원	6923-7342	doha.kim@capefn.com
정유/화학	전유진	전임연구원	6923-7354	yujinjin@capefn.com
운송	홍준기	전임연구원	6923-7315	joonkih00@capefn.com
RA	김충현	전임연구원	6923-7314	chungghyun333@capefn.com
RA	김재민	전임연구원	6923-7340	kim4429@capefn.com

기업분석2팀
Analyst
직위
내선번호
E-Mail

스몰캡(총괄)	김인필	팀장	6923-7351	ipkim01@capefn.com
Tech	박성순	연구위원	6923-7333	sspark@capefn.com
지주/엔터/레저/미들캡	심원섭	연구위원	6923-7317	shim47@capefn.com
인터넷/게임	이경일	책임연구원	6923-7321	ki.lee@capefn.com
스몰캡	김광진	전임연구원	6923-7339	kwangjin.kim@capefn.com
RA	박형민	전임연구원	6923-7345	phm@capefn.com

Compliance

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