Dec. 3. 2018 Vol.18

화장품 담당 신수연
T.02)2004-9629
shin.su-yeon@shinyoung.com

신영 Consumer팀

#글로벌슈퍼스타K뷰티 #마스크팩 #달팽이녹차벌꿀
#성분에관심집중 #ODM사OMG핫해 #고객사다변화

한국 화장품, 세계 속으로
:2019년 주요 이슈 정리

신영증권

Content

2019년 주요 화장품사 전략

자료: 신영증권 리서치센터

구분		핵심 이슈	2019년 전략
브랜드	LG 생활건강	- Next 후 브랜드 육성	- 고가라인 출시를 통한 Upselling 유도 - 모델 기용, SNS, 인플루언서 활용 Selective Marketing 등
		- 면세점 매출비중 높음	- 2019년 중국 전자상거래법 개정과 인바운드 회복 효과 혼재 - 중국 현지의 수요 굳건하다면 면세점 → 중국현지로 매출 이전될 것
		- 생활용품	- 생활용품 1위 사업자, 구조조정 이후 SKU 효율화 진행 - 중국, 일본 등 해외진출을 통한 성장 동력: 프리미엄제품 위주
	아모레 퍼시픽	- 중국 사업	- 중국 매출 내 이니스프리 40~50%, 설화수 10~15% 비중 - 마케팅 확대: 중국 매출의 20% 초반 수준, 럭셔리에 더 분배, 중국전용제품 - 이니스프리: 성장여력 제한, 2019년 8주년 리뉴얼, 3~4선 도시 위주 70개 확장 - 설화수: 성장여력 높음, 온라인몰 확대, 백화점채널 50개 추가출점
		- 면세점	- 낮은 기저 효과 기대 - 인바운드 회복과 중국 전자상거래법 개정에 대한 효과 혼재
		- 혁신제품	- 오픈 이노베이션으로 R&D 방식 변화
ODM	코스 맥스	- 수익성 도모	- 2019년 수익성에 보다 집중할 것, 이는 선별수주로 가능할 것 - OBM사업이나 고유의 소재, 원료 등을 활용하여 새로운 가치 창출 시도
		- 국내 사업의 높은 기저	- H&B, 홈쇼핑, 온라인 등 신채널에서의 고객사 많음 - 다만, 근래의 고객사 다변화의 가장 큰 문제는 수주가시성이라 판단됨
		- 중국 사업	- 2019년 가이던스대로라면 상해와 광저우 Capa 꽉 찰 전망 - 제 3공장 착공 가능성 있음
		- 미국 성장성과 이익기여	- 미국시장은 장기프로젝트 많아 매출 가시성 높은편 - 색조기술력 바탕으로 3Q18부터 호조, 2019년 뉴월드법인의 코스맥스화가 관건 - 2019년 USA법인(오하이오) BEP달성할 것
		- 태국법인	- 동남아시아 내 규모 1위국가, 현지화와 아이디어가 중요
		- 현금흐름	- 해결책 고려 중
		- 향후 시장 전망	- 글로벌 고객사가 전세계 각지에서 제조할 수 있는 인프라를 원하는 시대 - 글로벌 생산업체 간의 전략적 제휴나 합병이 잦아질 것으로 보임
	한국 콜마	- 국내 화장품의 높은 기저	- 주력 고객사의 꾸준한 성장 예상 - 중소형사의 신규브랜드 지속 성장
		- 마스크팩 수주증가	- 마스크팩 선호 트렌드 지속시 마진하락 불가피 - 이르면 2018년 4분기부터 소폭 개선 가능할 전망
		- PTP법인 부진	- 주력 고객사 단종 등 이슈로 2018년까지 부진 지속 - 중소형브랜드사 대상 고객 다변화 노력
		- 2018년 무석공장 가동	- 2019년 매출액 전망: 북경 < 무석 - 북경 회계이슈 2018년 내 해소, 2019년 무석 OPM 흑자전환 전망
		- CJ헬스케어 외형성장	- 대주주 변동에 따른 주력 제품 라이선스 이탈 - 신규 라이선스 확충, 2019년 신제품 출시 - OPM은 현수준 유지, R&D비용 확충할 것
	코스메카 코리아	- 국내 사업의 높은 기저	- 기존 고성장 브랜드사와 동반성장, 신규 고객사 발굴에 힘쓸 것 - 잉글우드랩 미국 고객사 대상으로 코스메카 한국공장에서의 생산 연계 시도
		- 중국 사업 부진	- 오프라인사 향 수주물량 감소되는 상황, 고성장의 온라인 브랜드사 영업활동 강화
		- 잉글우드랩(미국)	- 코스메카코리아와 잉글우드랩 레시피 공유 - 생산공정 개선 및 Capa 2배확장에 집중, Capa는 허가 문제가 관건
		- 잉글우드랩코리아	- 해외 고객사 비중 증가를 통한 고객사 다변화 시도 - OTC물량 생산도 하나의 가능성

I. 2018년, 누가 잘했나?

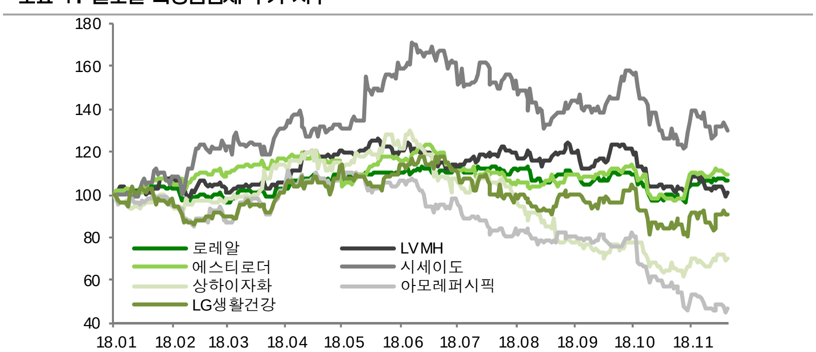
2018년 시세이도
중국 럭셔리 수요에 수혜

2018년 주요 글로벌 화장품사 중 단연 눈에 띄는 업체는 시세이도였다. 시세이도는 2015년 시작한 VISION2020 전략을 통해 1) 일본 내 인바운드 수요를 확보하고, 2) 중국 사업 재설계를 통해 디지털 마케팅과 이커머스 시장에 집중하였으며, 3) 글로벌 시장에서 면세점 채널을 확대하였다. 올해는 디지털화, Prestige 브랜드에 대한 마케팅 강화 등에 힘써 급증하는 중국 럭셔리 수요에 대한 수혜를 누릴 수 있었다

아모레퍼시픽
중저가 시장에서 경쟁심화

반면, 아모레퍼시픽은 올 한해 부진한 주가흐름을 보였다. 주요 원인으로는 중국 인바운드 회복이 본격화되지 않은 상황에서 국내 화장품 판매채널 중 유일하게 고성장했던 면세점에서 2017년 9월부터 올해 7월까지 구매제한 정책을 강화했던 점, 럭셔리와 메이크업 화장품 선호가 강했던 중국 현지에서 설화수 등 Prestige 브랜드의 현지 매출 수준이 낮았던 것, 중저가 시장에서 중국 현지업체의 성장이 두드러지며 경쟁이 심화된 점 등이라 판단된다

도표 1. 글로벌 화장품업체 주가 지수



자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

글로벌 성장키워드 아시아, 디지털, 럭셔리

올 한해 주목할만한 주가 흐름을 보인 시세이도와 글로벌 화장품사인 로레알, 에스티로더의 3분기 실적을 분석해보았을때, 공통적인 성장 키워드는 아시아, 면세점, 디지털, 럭셔리화장품 등으로 요약되었다

시세이도는 일본 인바운드, 중국현지 럭셔리 호조

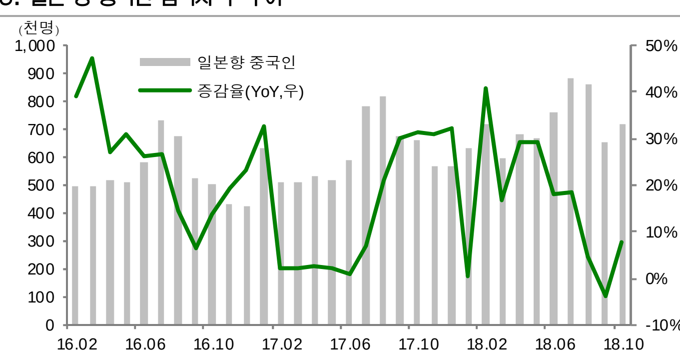
시세이도는 선제적인 전략수립을 통해 일본 내 인바운드 증가에 따른 실적 개선과 중국 현지의 럭셔리 브랜드 호조의 수혜를 고루 받았다. 다만, 일본의 자연재해에 따른 중국인 입국자 수는 전년 동기 대비 3분기 5%, 3분기 누적으로 16% 증가에 그쳐 시세이도의 일본 인바운드 매출 성장률도 영향을 받은 모습이다. 중국 현지와 면세점은 고성장을 지속하고 있으며 전반적인 영업이익 개선도 가시적이다

도표 2. 시세이도 3분기 실적 리뷰

구분	3Q18 리뷰
Overview	- 성장 동력: 일본, 중국, 면세점 - 중국의 이익 기여 높음
일본	- 인바운드: 3Q누적 +28%, 3Q +6% - ELIXIR, SHISEIDO 성장세 - 주름개선 화장품 판매호조
중국	- 럭셔리 호조: Clé de Peau Beauté, SHISEIDO, IPSA, NARS - 매스티지: ANESSA, ELXIR 성장 - 이커머스 강세
면세점	- 아시아 고성장: Clé de Peau Beauté, SHISEIDO, NARS, ANESSA

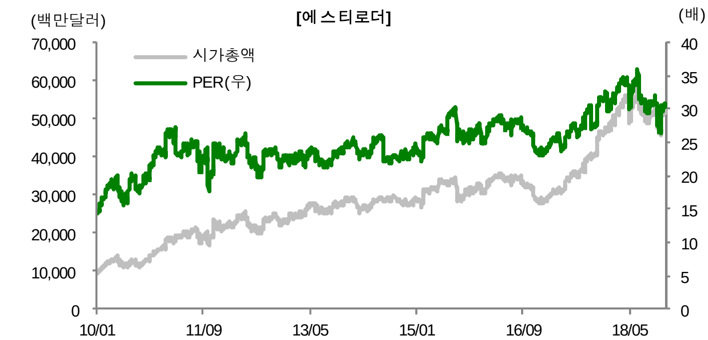
자료: 시세이도, 신영증권 리서치센터

도표 3. 일본 향 중국인 입국자 수 추이



자료: 일본관광부, 신영증권 리서치센터

도표 4. 시세이도 시가총액, PER 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 5. 시세이도 실적 추이

(단위: 십억엔)

구분	2015	2016	2017	3Q17누적	3Q18누적
매출액	**763**	**850**	**1,005**	**731**	**806**
증가율(YoY)		11.4%	18.2%	17.4%	10.2%
일본	296	381	431	320	340
증가율(YoY)		28.9%	13.1%	11.8%	6.1%
중국	126	118	144	105	141
증가율(YoY)		-6.1%	22.2%	21.3%	33.4%
면세점	17	25	44	34	67
증가율(YoY)		44.3%	79.3%	84.5%	98.9%
영업이익율	**4.9%**	**4.3%**	**8.0%**	**9.7%**	**12.6%**
일본	14.6%	14.8%	19.3%	21.2%	21.1%
중국	-0.1%	3.1%	7.9%	10.6%	16.7%
면세점	14.3%	21.6%	27.8%	30.9%	22.3%

자료: 시세이도, 신영증권 리서치센터
참고: 2015년에 결산월을 3월에서 12월로 변경

로레알은 럭셔리와 더마화장품 성장

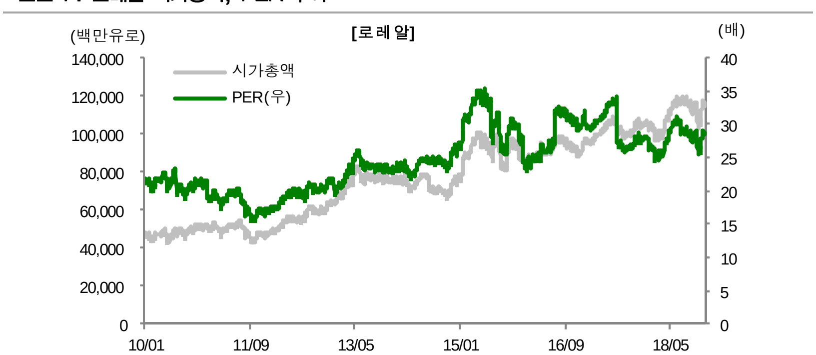
로레알은 럭셔리와 더마코스메틱 사업부의 성장률이 눈에 띈다. 럭셔리 화장품의 경우 중국을 중심으로 한 아시아에서 큰 성장을 보였다. 채널에 있어서는 면세점과 이커머스가 주목받았다. 더마코스메틱 사업부는 전 세계적으로 화장품 원료나 성분이 중요시되는 트렌드에 따라 전 지역에서 호조를 보였다

도표 6. 로레알 3분기 실적 리뷰

구분	3Q18 리뷰
LOREAL LUXE	- 브랜드: Lancome, Yves Saint Laurent, Giorgio Armani, Kiehl's - 지역: 아시아, 특히 중국에서 주목 - 채널: 면세점에서의 빠른 증가, 디지털(특히, 이커머스)에 주목
Consumer Products	- Loreal Paris, Maybelline 성장 - 매출↑: 중국, 인도, 터키, ↓: 서유럽, 브라질 - 이커머스 성장 주목
Active Cosmetics	- La Roche-Posay(Double digit↑), Vichy, SkinCeuticals, CeraVe - 전 지역 호조, 특히 북미, 아시아 성장
Professional Products	- 서유럽 제외 전 지역 호조

자료: 로레알, 신영증권 리서치센터

도표 7. 로레알 시가총액, PER 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 8. 로레알 실적 추이

(단위: 백만유로)

구분	2014	2015	2016	2017	3Q17누적	3Q18누적
Sales	**21,658**	**24,290**	**24,916**	**26,024**	**19,510**	**19,864**
증가율(YoY)	1.7%	12.2%	2.6%	4.4%	5.8%	1.8%
제품별 매출액						
Consumer Products	10,768	11,844	11,993	12,119	9,208	8,991
증가율(YoY)	-1.0%	10.0%	1.3%	1.0%	2.1%	-2.4%
L'Oréal Luxe	6,198	7,230	7,662	8,472	6,173	6,716
증가율(YoY)	5.7%	16.7%	6.0%	10.6%	13.2%	8.8%
Professional Products	3,032	3,400	3,400	3,350	2,519	2,405
증가율(YoY)	2.0%	12.1%	0.0%	-1.5%	-0.6%	-4.5%
Active Cosmetics	1,660	1,816	1,861	2,083	1,611	1,753
증가율(YoY)	5.3%	9.4%	2.4%	11.9%	11.3%	8.8%
지역별 매출액						
Western Europe	7,698	8,043	8,008	8,125	6,077	5,990
증가율(YoY)	3.1%	4.5%	-0.4%	1.5%	1.6%	-1.4%
North America	5,389	6,654	7,099	7,351	5,589	5,385
증가율(YoY)	0.6%	23.5%	6.7%	3.5%	7.2%	-3.6%
New Markets	8,571	9,593	9,810	10,548	7,844	8,489
증가율(YoY)	1.3%	11.9%	2.3%	7.5%	8.2%	8.2%
- Asia Pacific	4,564	5,464	5,635	6,152	4,557	5,342
증가율(YoY)	4.1%	19.7%	3.1%	9.2%	8.8%	17.2%
OPM	20.5%	20.5%	20.7%	20.8%		
Professional Products	20.1%	19.9%	20.3%	20.0%		
Consumer Products	20.3%	20.1%	20.2%	20.0%		
L'Oréal Luxe	20.5%	20.7%	21.2%	21.9%		
Active Cosmetics	22.6%	22.8%	23.2%	22.6%		

자료: 로레알, 신영증권 리서치센터
참고: 2017년 6월 매각된 더바디샵 실적 제외한 숫자

에스티로더는 럭셔리와 스킨케어 매출성장 가시적

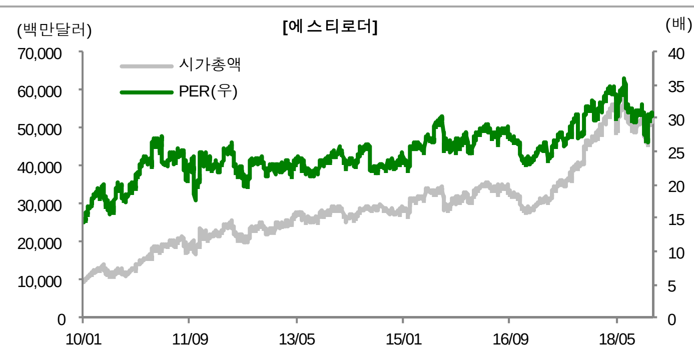
에스티로더는 에스티로더, 달팡, 라메르 등 럭셔리 브랜드와 MAC, 바비브라운 등 메이크업 브랜드, 조 말론 등 향수 브랜드를 보유한 미국 화장품사다. 6월 결산 법인인 동사의 1분기 실적은 에스티로더, 톰포드와 같은 럭셔리 브랜드의 선전이 두드러졌다. 제품별로는 스킨케어의 매출성장에 따라 전사 이익률도 개선되는 모습이다. 그 밖에 아시아, 중동 지역과 면세점, 온라인채널의 성장도 주목할만 하다

도표 9. 에스티로더 3분기 실적 리뷰

구분	1Q19(2018년 7~9월)
회계기준(ASC 606) 변경에 따라 대부분 지역에서 매출, 영업이익 감소	
제품별	
스킨케어	- 고르게 성장했음, 특히 아시아, 면세점, 온라인 - La Mer, 에스티로더 브랜드 매출, 영업이익 호조
메이크업	-Sales ↑: MAC(High Single), 에스티로더(Double digit), Tom Ford(Double digit) -Sales ↓: 클리니크, 스매쉬박스
지역별	
미주	- 온라인(Double digit), 북미 전문/멀티숍(High Single), 백화점 성장 - 영업이익 감소: 회계변경, 기술 투자 영향
유럽, 중동, 아프리카	- 회계기준 변경으로 매출/영업이익 소폭 증가 - Sales↑: 면세점(Double digit), 신흥국(중동: MAC 성장) / Sales↓: 영국 - 면세점: 에스티로더, La Mer, MAC, Tom Ford 브랜드 선전 → 영업이익 기여 높음
아시아	- 매출 Double digit 성장 - 중국, 일본, 홍콩 성장세 좋음

자료: 에스티로더, 신영증권 리서치센터
참고: 에스티로더는 6월 결산 법인

도표 10. 에스티로더 시가총액, PER 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 11. 에스티로더 실적 추이 (단위: 백만달러)

구분	2014	2015	2016	2017	2018	1Q18	1Q19
Sales	10,969	10,780	11,262	11,824	13,683	3,274	3,524
증가율(YoY)	7.7%	-1.7%	4.5%	5.0%	15.7%	15.0%	7.6%
Skin Care	4,770	4,479	4,446	4,527	5,595	1,275	1,486
증가율(YoY)	6.8%	-6.1%	-0.7%	1.8%	23.6%	15.7%	16.5%
Makeup	4,210	4,304	4,702	5,054	5,633	1,372	1,406
증가율(YoY)	8.6%	2.2%	9.2%	7.5%	11.5%	17.7%	2.5%
Fragrance	1,425	1,416	1,487	1,637	1,826	476	472
증가율(YoY)	8.7%	-0.6%	5.0%	10.1%	11.5%	7.7%	-0.8%
Hair Care	516	531	554	539	570	136	143
증가율(YoY)	5.5%	3.0%	4.3%	-2.7%	5.8%	0.0%	5.1%
The Americas	4,572	4,514	4,710	4,819	5,015	1,329	1,236
증가율(YoY)	6.3%	-1.3%	4.3%	2.3%	4.1%	7.8%	-7.0%
Europe, Middle East, Africa	4,164	4,086	4,381	4,650	5,634	1,258	1,433
증가율(YoY)	10.8%	-1.9%	7.2%	6.1%	21.2%	20.5%	13.9%
Asia Pacific	2,233	2,180	2,172	2,357	3,042	687	855
증가율(YoY)	5.2%	-2.4%	-0.4%	8.5%	29.1%	16.4%	24.5%
OPM	16.7%	14.9%	14.3%	14.3%	15.0%	17.4%	18.5%
Skin Care	20.5%	18.6%	18.9%	22.4%	27.0%	25.6%	31.4%
Makeup	17.0%	15.3%	16.1%	14.1%	9.7%	12.8%	11.5%
Fragrance	7.3%	5.9%	5.9%	7.0%	9.6%	18.3%	11.7%
Hair Care	6.5%	7.2%	9.4%	9.5%	11.2%	11.0%	9.8%
The Americas	11.8%	6.7%	7.3%	5.9%	4.2%	7.5%	2.7%
Europe, Middle East, Africa	22.5%	23.1%	23.4%	25.9%	27.1%	27.6%	32.0%
Asia Pacific	15.6%	16.6%	17.1%	17.7%	18.9%	23.3%	24.3%

자료: 에스티로더, 신영증권 리서치센터
참고: 에스티로더는 6월 결산 법인

II. 한국화장품, 세계 속으로

글로벌 화장품시장
화장품 성분에 주목

주요 글로벌 화장품 시장의 공통 키워드는 화장품 성분이다. 지역별로 양상은 다르나 화장품 성분에 대한 관심이 높아지고 있다. 중국, 일본, 유럽 지역에서는 기능성 화장품 수요가 높으며, 세계 화장품 시장 규모 Top2인 미국과 중국에서는 색조화장품의 성장이 두드러지는 추세다. 그렇다면 한국화장품에 대한 인식은 어떨까? 공통적으로 가격 대비 효과가 좋고, 자연 유래 성분이 특징적이라는 평가가 주를 이루었다. 아시아지역에서는 한류라는 문화요인이 크며, 미국과 동남아지역에서는 한국식 피부관리법에 대한 관심이 높았다

도표 12. 화장품 시장별 특징 및 한국화장품에 대한 평가

구분	화장품 시장별 특징	한국화장품에 대한 평가
중국	- 탄탄한 경제력을 바탕으로 한 다양한 화장품 소비 - 럭셔리 화장품 선호 - 외모지상주의에 따른 색조 및 남성화장품 성장 - 스마트경제와 화장품 소비의 연계 강화 **- 유기농, 친환경 등 성분 중시** - 기능성 화장품 선호	**- 드라마, 예능, 음악 등 한류 영향** - 피부특성 유사 **- 성분, 기술력 등 안전성 높아 신뢰** - 디자인 우수 **- 중가 시장에서 한국제품 수입비중 급증**
동남아	- 더운 날씨로 매트, 드라이, 쿨링 제품 선호 - 온라인 시장 성장: 모조품 이슈, 가격 경쟁 치열 **- 할랄 화장품 시장 확대 → 식물성 성분 선호**	**- 한류 등 문화요인** **- 한국식 피부관리법에 대한 선호** **- 새로운 원료를 접목한 제품의 참신성** - 젊은 감각의 패키징 - 일부브랜드 제외 적정한 가격
일본	- 안티에이징 제품 관심 - 고부가가치 상품 선호	**- 제 3차 한류열풍 영향** - 한국에서 인지도 높은 브랜드 선호 - 로드샵 중심의 브랜드 인기 **- 가성비 좋은 중저가 제품**
미국	- 최대규모는 스킨케어, 최고성장은 색조화장품 - Fast Beauty 선호 - SNS의 영향력 증가 **- 화장품 성분 중시** - 니치, 인디브랜드 인기	**- 한국식 스킨케어 방식에 높은 관심** - 해외 브랜드 기업이 한국 ODM 업체 활용 - 피부고민 해결 위주 **- 가성비, 자연유래성분, 멀티상품, 화제성상품**
유럽	- 품질, 기능 중시 - 윤리의식 강조 **- 천연, 비건(Vegan), 할랄화장품 인기** - 색조, 고급마스크팩, 클렌징제품 선호	- 스킨케어 위주 - 다양한 천연성분 활용 **- 가성비 높은 제품** - 마스크팩, 에센스 등 품질 인정

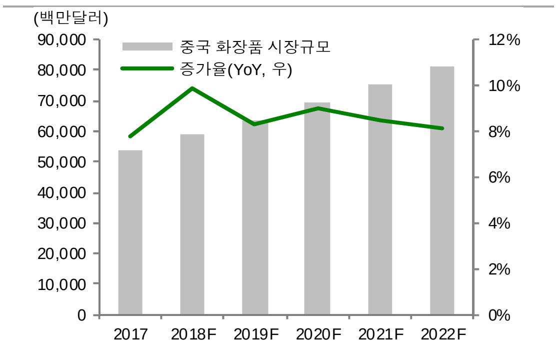
자료: KOTRA, 신영증권 리서치센터

1. 중국

중국 고성장 기대
스킨케어 비중 압도적

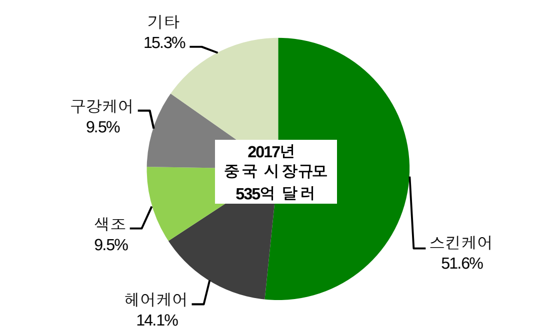
유로모니터에 따르면 중국 화장품 시장은 2017년부터 2022년까지 연 평균 8.7% 성장할 전망이다. 2017년 중국에서 가장 큰 부분을 차지하는 것은 스킨케어로, 이 중 페이셜케어의 비중은 77.8%에 달했다. 페이셜케어 중 가장 비중이 큰 것은 크림류이나, 성장률이 높은 것은 마스크팩이었다. 중국 내 스킨케어에 대한 관심이 늘어나며 가격 대비 빠른 효용을 누릴 수 있는 마스크팩에 대한 수요가 증가한 것으로 판단된다. 더불어 프리미엄 제품소비가 두드러졌는데, 스킨케어에서는 립케어나 클렌징 제품이 크게 성장하였다

도표 13. 중국 화장품 시장규모 전망



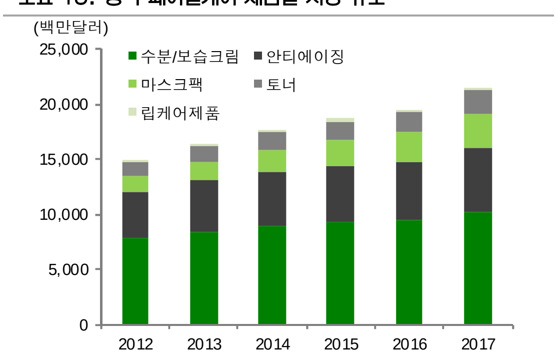
자료: KOTRA, 유로모니터

도표 14. 중국 화장품 제품별 시장규모



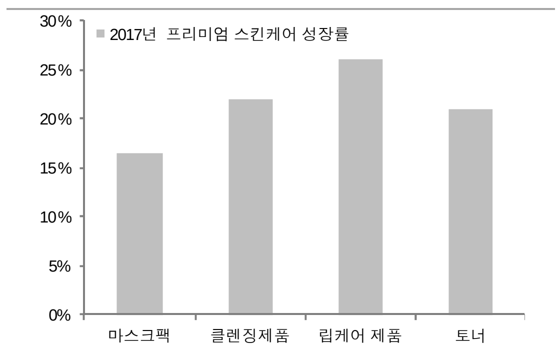
자료: KOTRA, 유로모니터

도표 15. 중국 페이셜케어 제품별 시장 규모



자료: KOTRA, 유로모니터

도표 16. 2017년 중국 프리미엄 스킨케어 성장률



자료: KOTRA, 유로모니터

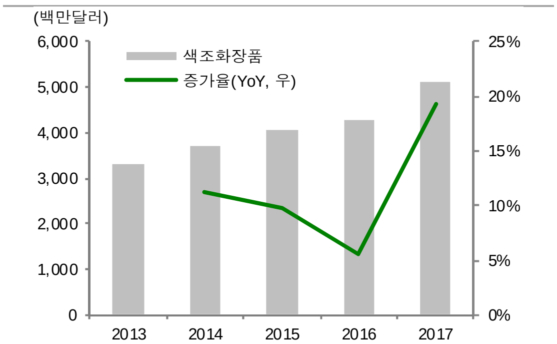
색조화장품과 온라인 채널 고성장

중국 내에서 탄탄한 경제력을 바탕으로 다양한 화장품을 소비하게 되면서, 색조화장품에 대한 관심도 늘어나는 추세다. 특히, 외모지상주의 심화와 SNS 발달에 따른 영향이 큰 것으로 보인다. 중국의 유통채널에 있어서는 2017년 기준 오프라인 판매비중이 66.3%를 차지하며 여전히 오프라인 위주이나, 인터넷 쇼핑 등 온라인 채널 비중이 빠른 속도로 높아지고 있다

한국은 중국화장품 수입액 1위국가

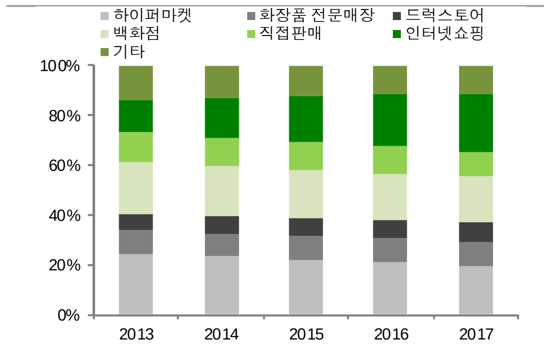
2017년 기준 중국 화장품 수입액 1위는 한국이다. 2017년 사드영향에 따라 한국에 방문하여 화장품을 구매하는 방법이 제한되며, 현지에서의 한국 화장품에 대한 높은 수요를 수입과 해외직구를 통해 충당했던 것으로 판단된다

도표 17. 중국 색조화장품 시장규모



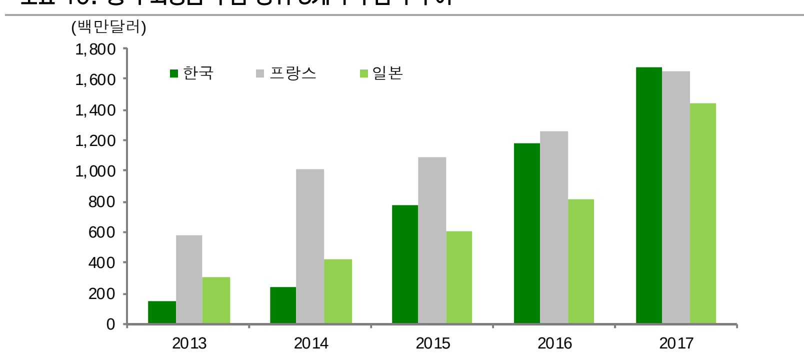
자료: KOTRA, 유로모니터

도표 18. 중국 유통채널별 판매 비중 추이



자료: KOTRA, 유로모니터

도표 19. 중국 화장품 수입 상위 3개국 수입액 추이



자료: Global Trade Atlas, 신영증권 리서치센터

중국 화장품시장 성숙으로 점유율 경쟁 심화 예상

중국 내 화장품 브랜드 점유율 1위는 P&G로, 헤드앤숄더 등 생활용품 판매가 높았던 것으로 판단된다. 로레알, 시세이도 등 글로벌 화장품사가 뒤를 이었고, 아모레퍼시픽은 2017년 기준 8위를 차지하였다. 중국 현지업체의 약진도 두드러졌다. 상하이 Chicmax(칸즈, 이예즈), 상하이 Pehoin(바이췌링), Jala(자연당) 등이 그것으로, 중저가 브랜드 위주인 것이 특징적이다. 타 국가 대비 인상적인 점은 상위 10개 브랜드의 점유율이 50%가 채 안된다는 점이다. 향후 중국 화장품 시장이 성숙하며 중저가 시장에서의 점유율을 공고히 하기 위한 브랜드 간 경쟁심화가 예상된다

도표 20. 중국 화장품 TOP10 브랜드 점유율 추이

구분	2013	2014	2015	2016	2017
P&G	13.5%	12.8%	12.0%	10.7%	10.2%
로레알	9.2%	9.4%	9.1%	8.5%	8.5%
시세이도	3.1%	3.0%	2.8%	2.9%	3.1%
콜게이트	2.8%	2.8%	2.8%	2.9%	2.8%
유니레버	3.7%	3.2%	3.1%	2.9%	2.8%
상하이 Chicmax			**1.9%**	**2.3%**	**2.6%**
에스티로더	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.5%
아모레퍼시픽	1.2%	1.5%	1.9%	2.4%	2.5%
상하이 Pechoin	**0.9%**	**1.4%**	**1.8%**	**2.1%**	**2.3%**
Jala	**1.5%**	**1.6%**	**1.8%**	**2.0%**	**2.2%**
TOP10 비중	37.7%	37.6%	39.2%	38.7%	39.5%

자료: KOTRA, 유로모니터

도표 21. 중국 주요 화장품 기업 리스트

회사명	설립연도	주요 브랜드
Shanghai Pechoin	1931	Pechoin, Sansheng, Flavor, Bluemyth
Shanghai Jahwa	1991	Herboist, Maxam, VIVE, Fresh Herb, T Beauty
Danz	1998	Wetcode, Danz
Maogeping	2000	MGPIN
Guangzhou Kadilian	2001	Carslan, Kafellon
JALA Corp.	2001	Maysu, Chando, Botanical Wisdom
Shanghai Chicmax	2002	Kans, One leaf, Sovya
Proya	2003	Proya, Uzro, Anya, Yoya, Cats&Roses
Uniasia	2006	Meifubao, Franic
Shanghai Flyon	2012	Marie Dalgar

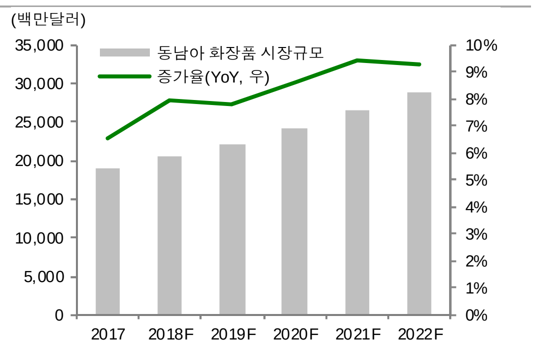
자료: KOTRA, 신영증권 리서치센터

2. 동남아시아

동남아시장 고성장 전망
오프라인 채널 중심

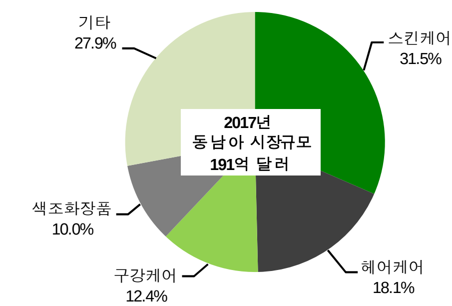
동남아시아 화장품 시장규모는 2017년부터 2022년까지 연평균 8.6% 성장할 것으로 전망된다. 스킨케어가 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 색조화장품보다 헤어케어나 구강케어 등 생활용품 부문의 시장규모가 더 큰 편이다. 동남아시아 시장 전반적으로 온라인 채널 발달이 더딘 상황이다. 2017년 기준 동남아시아 국가 중 화장품 시장규모가 가장 큰 태국의 유통채널은 대형마트, 백화점, 화장품 전문점, 드럭스토어 등 오프라인 매장이 전체의 99% 이상을 차지하고 있다

도표 22. 동남아시아 화장품 시장규모 전망



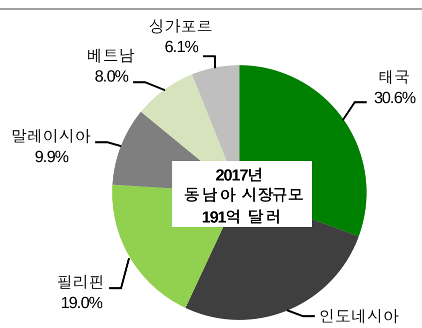
자료: KOTRA, 유로모니터

도표 23. 동남아시아 화장품 제품별 시장규모



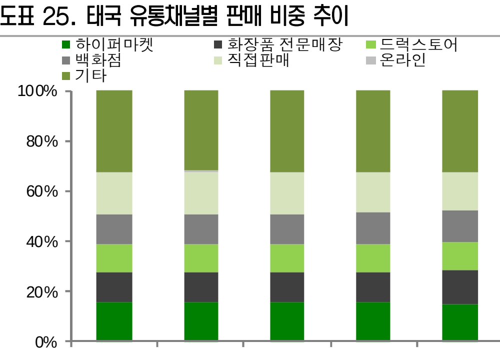
자료: KOTRA, 유로모니터

도표 24. 동남아시아 국가별 시장규모



자료: KOTRA, 유로모니터

도표 25. 태국 유통채널별 판매 비중 추이



자료: KOTRA, 유로모니터

생활용품 위주의 시장
한국 화장품 수입액 급성장

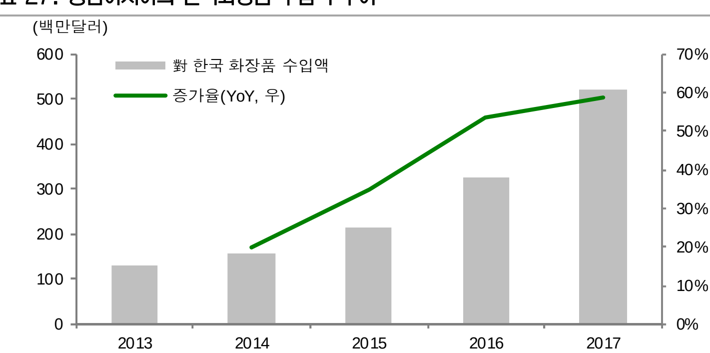
동남아시아 화장품 시장 점유율 1위는 유니레버이며, 그 뒤를 P&G가 따르고 있다. 이를 통해 여전히 헤어케어 등 생활용품 위주의 시장임을 알 수 있다. 동남아시아의 화장품 수입액 상위 10개국 중 1위는 프랑스로, 2017년 수입액 내 26.5% 비중을 기록하였다. 한국은 2017년 기준 전체 수입액 내 7.7% 비중으로 4위를 차지하였으며, 2013년부터 4년 간 연 평균 성장률이 40.9%로 압도적으로 높았다

도표 26. 동남아시아 화장품 TOP10 브랜드 점유율 추이

구분	2013	2014	2015	2016	2017
유니레버	18.9%	18.9%	18.7%	18.3%	17.7%
P&G	10.8%	10.8%	10.9%	10.2%	9.9%
로레알	6.7%	6.8%	6.7%	6.9%	6.4%
콜게이트 파몰리브	6.2%	6.2%	6.2%	6.1%	6.0%
바이어스도르프	3.0%	3.2%	3.4%	3.3%	3.3%
존슨앤존슨	3.2%	3.2%	3.3%	3.2%	3.1%
암웨이	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
에스티로더	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%
에이본	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%	1.5%
라이온	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%
TOP10 비중	56.6%	56.7%	56.5%	55.0%	53.3%

자료: KOTRA, 유로모니터

도표 27. 동남아시아의 한국화장품 수입액 추이



자료: KOTRA, Global Trade Atlas

3. 일본

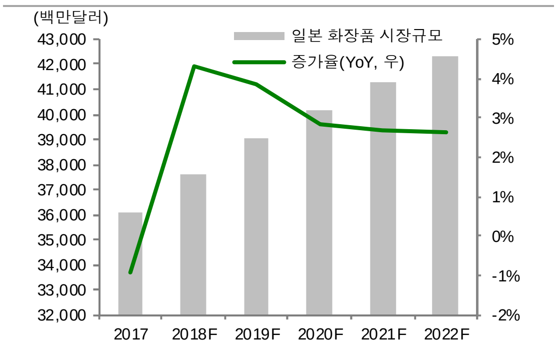
일본 스킨케어 비중 높음 드럭스토어, CS점 주목

일본 화장품 시장규모는 2017년부터 5년 간 연 평균 3.3% 성장할 것으로 전망된다. 아시아 시장 특성상 스킨케어 비중이 높으며 상대적으로 색조시장 규모가 작은 편이다. 유통채널의 경우, 드럭스토어와 화장품 전문매장(CS점)이 전체의 38% 수준을 차지하고 있고, 온라인채널 역시 2017년 기준 17.5%으로 2013년 이후로 그 비중이 서서히 증가하고 있다

카오 제외 상위 10개사 2017년 모두 매출성장

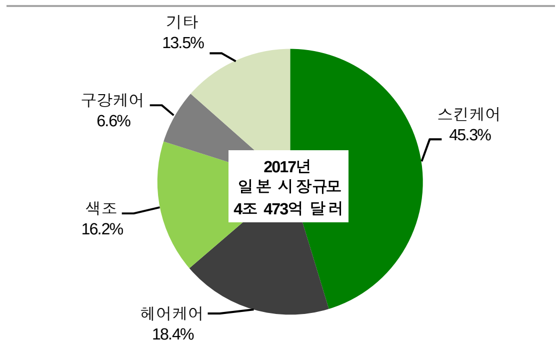
카오를 제외한 일본 화장품 상위 9개사는 2017년 모두 매출성장을 이루었다. 이는 일본 화장품에 대한 중국인 소비자의 선호가 높아졌기 때문이며, 특히 고급 및 기능성 화장품에서 성장이 두드러졌다. 이에 일본 내 일부 제조업체들은 폭발적인 수요 증가에 적절히 대응하지 못하는 경우도 발생하고 있다

도표 28. 일본 화장품 시장규모 전망



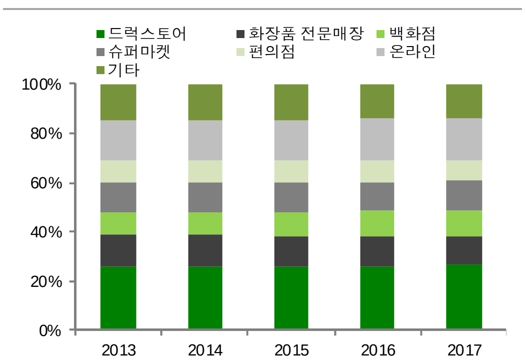
자료: KOTRA, 유로모니터

도표 29. 일본 화장품 제품별 시장규모



자료: KOTRA, 유로모니터

도표 30. 일본 유통채널별 판매 비중 추이



자료: KOTRA, 유로모니터

도표 31. 일본 화장품 기업 TOP 10 매출액

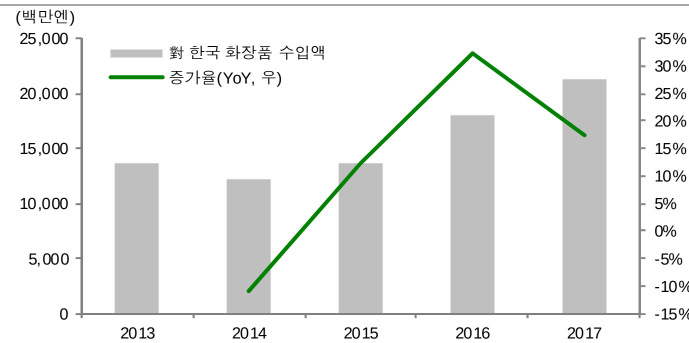
구분	2016	2017	증감율(YoY)
시세이도	8,503	10,051	18.2%
코세	2,668	3,034	13.7%
폴라오르비스	2,185	2,443	11.8%
카오	2,550	2,427	-4.8%
맨담	774	814	5.2%
판클	569	660	16.0%
노에비아	512	545	6.4%
시즈(Ci:z)	395	429	8.6%
밀본	291	317	8.9%
나리스화장품	223	241	8.1%
TOP10 합산	18,670	20,961	12.3%

자료: KOTRA, 유로모니터

한국 중저가 제품 인기
일본 내 한류열풍도 기여

일본의 한국 화장품 수입액은 2013년부터 5년간 연 평균 11.6% 증가하였다. 한국은 같은 기간 연 평균 12.8% 성장률을 기록한 베트남에 이어 2번째로 성장률이 높았으며, 2017년 화장품 수입액 기준 5위를 차지하였다. 다시 시작된 일본 내 한류열풍과 함께 가성비가 돋보이는 한국의 중저가 제품들이 인기를 끄는 것이 주 원인이라 판단된다

도표 32. 일본의 한국화장품 수입액 추이



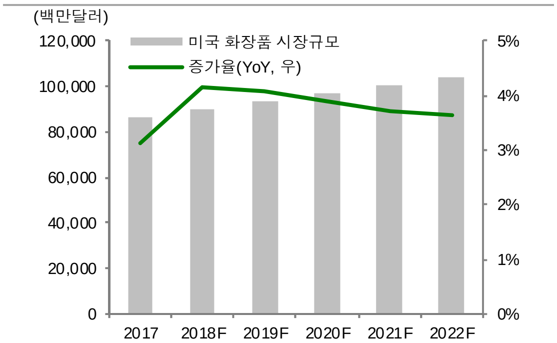
자료: KOTRA, Global Trade Atlas

4. 미국

미국은 전통채널 비중하락 드럭스토어, 온라인 증가

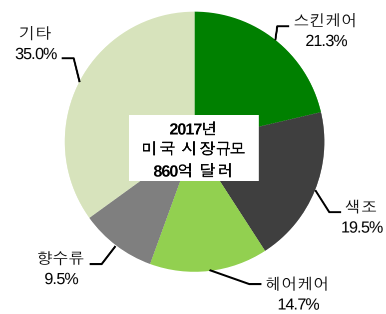
미국 화장품 시장규모는 2017년부터 5년 간 연 평균 3.9% 성장할 것으로 전망된다. 2017년 기준 스킨케어와 색조화장품이 비슷한 규모를 이루고 있는 것이 특징적이다. 화장품 구매에 있어 백화점이나 대형소매점과 같은 전통채널의 비중은 지속적으로 하락 중이고, 화장품 전문매장과 드럭스토어의 비중은 증가하고 있다. 인터넷쇼핑 비중은 2013년 기준 6.4%에서 2017년 10.2%까지 빠르게 증가하였다

도표 33. 미국 화장품 시장규모 전망



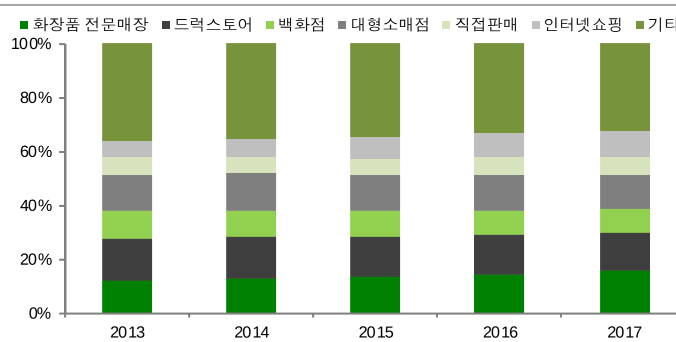
자료: KOTRA, 유로모니터

도표 34. 미국 화장품 제품별 시장규모



자료: KOTRA, 유로모니터

도표 35. 미국의 유통채널별 판매 비중 추이



자료: KOTRA, 유로모니터

한국 스킨케어 중심 수입 성분 중시 트렌드 반영

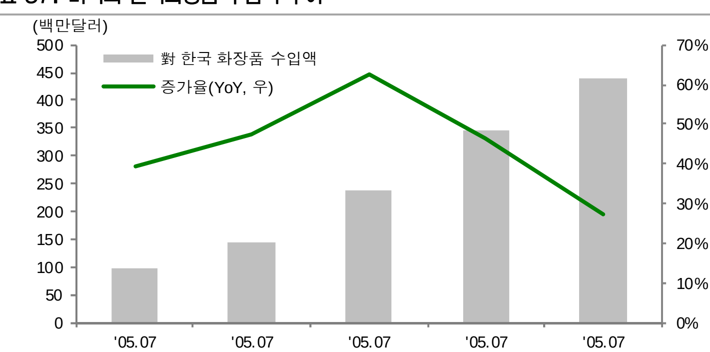
미국 화장품 시장 내 상위 10개 브랜드의 점유율은 60% 수준을 꾸준히 유지하고 있다. 가장 점유율이 높은 업체는 로레알로, 2015년부터 11개 브랜드를 인수하며 시장경쟁력을 강화했다고 분석된다. 한국 화장품 수입액은 2017년 기준 전체 7위를 차지하였고, 주로 스킨케어 제품이 수입되었다. 이는 미국 내에서 마스크팩 등 한국의 스킨케어 방식에 대한 관심이 높아지는 가운데, 가성비가 높고 자연 유래 성분 위주의 한국 스킨케어 제품이 성분을 중시하는 미국 소비자의 수요에 잘 대응했던 것으로 판단된다

도표 36. 미국 화장품 TOP10 브랜드 점유율 추이

구분	2013	2014	2015	2016	2017
로레알	11.5%	11.5%	11.6%	12.4%	12.8%
P&G	15.7%	15.5%	14.9%	11.3%	10.7%
에스티로더	7.2%	7.3%	7.4%	7.7%	7.9%
유니레버	7.3%	7.4%	7.6%	7.7%	7.7%
존슨앤존슨	5.0%	5.0%	5.0%	5.5%	5.4%
코티	2.8%	2.8%	2.7%	5.1%	4.9%
L Brand	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
콜게이트 파몰리브	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%	2.8%
레브론	2.0%	1.9%	1.9%	2.6%	2.5%
시세이도	1.6%	1.7%	1.7%	2.1%	2.1%
TOP 10 합계	59.9%	59.9%	59.6%	61.2%	60.7%

자료: KOTRA, 유로모니터

도표 37. 미국의 한국화장품 수입액 추이



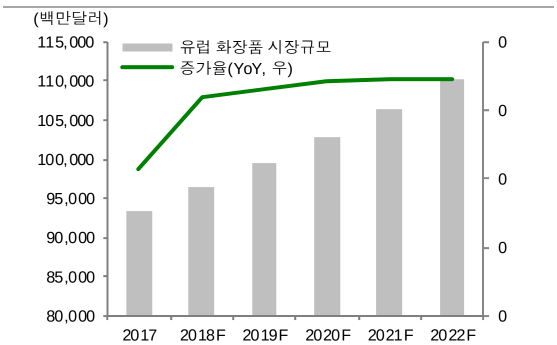
자료: KOTRA, Global Trade Atlas

5. 유럽

독일, 영국, 프랑스 등 유럽 시장 주요 국가

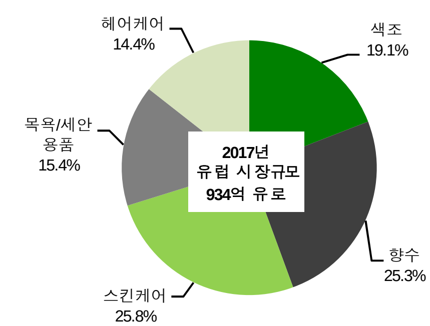
유럽의 화장품 시장은 2017년부터 5년 간 연 평균 3.4% 성장할 것으로 전망된다. 미국에 비해 스킨케어 제품이 색조 대비 비중이 더 크나, 향수제품이 상위권을 차지하는 것이 공통적인 특징이다. 유럽 내 개별 국가 기준 독일, 영국, 프랑스, 이탈리아 순으로 10% 이상의 점유율을 차지하고 있으며, 시장 규모가 가장 큰 독일의 유통채널의 경우 드럭스토어가 전체의 40% 이상을 차지하고 있다

도표 38. 유럽 화장품 시장규모 전망



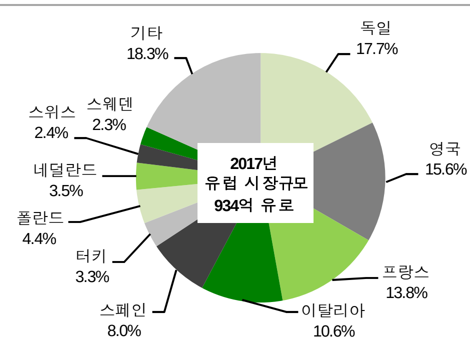
자료: KOTRA, 유로모니터

도표 39. 유럽 화장품 제품별 시장규모



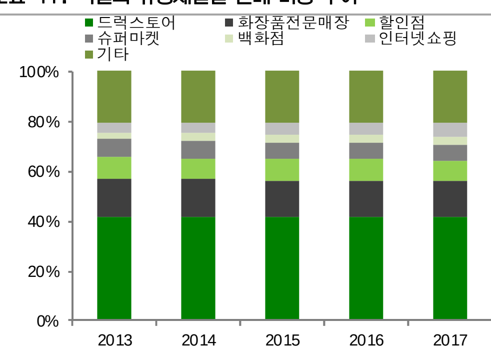
자료: KOTRA, 유로모니터

도표 40. 유럽의 국가별 시장규모



자료: KOTRA, 유로모니터

도표 41. 독일의 유통채널별 판매 비중 추이



자료: KOTRA, 유로모니터

로레알이 압도적 1위, 한국의 가성비 스킨케어 제품 선호

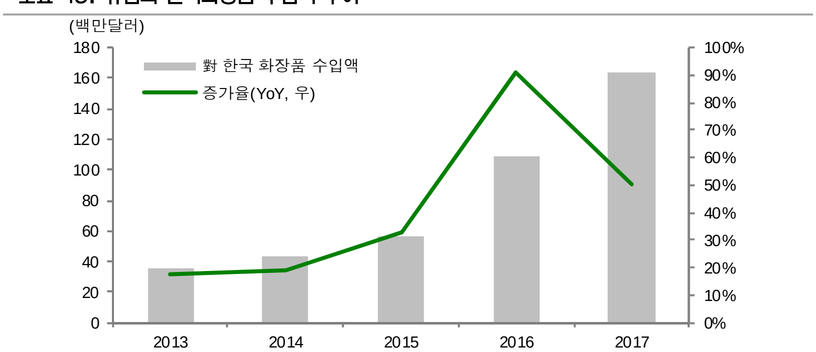
유럽 내 여러 국가들은 각기 다른 화장품 소비 양상을 보이고 있으나, 주요 국가 내에서 로레알이 압도적인 1위 점유율을 고수하고 있다. 그 뒤로 P&G, 유니레버, 에스티로더 등 미국 기업과 바이어스도르프, LVMH 등 유럽 기업이 상위권에 고르게 분포되어 있다. 한국 화장품 수입액은 2017년 기준 전체의 2.6% 비중으로 6위를 차지하였다. 미국과 마찬가지로 성분에 대한 관심이 많은 유럽 소비자의 취향에 맞게 마스크팩 등 저렴하나 성능이 뛰어나거나 천연 성분을 활용한 스킨케어 제품이 주로 수입되었고, 일부 국가에서는 용기의 디자인이 돋보이는 중저가 제품이 인기를 얻었다

도표 42. 독일 화장품 TOP10 브랜드 점유율 추이

구분	2013	2014	2015	2016	2017
로레알	10.5%	10.9%	11.3%	11.7%	11.5%
바이어스도르프	7.4%	7.4%	7.3%	7.4%	7.4%
P&G	11.0%	10.8%	9.9%	6.9%	6.7%
코티	4.5%	4.3%	4.2%	6.4%	6.3%
헨켈	6.6%	6.5%	6.3%	6.2%	6.0%
유니레버	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
글락소스미스클라인	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%
콜게이트 파몰리브	2.7%	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%
코스노바	1.6%	1.7%	1.8%	1.9%	2.1%
존슨앤존슨	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	2.0%
TOP 10 합계	53.1%	53.0%	52.3%	52.1%	51.7%

자료: KOTRA, 유로모니터

도표 43. 유럽의 한국화장품 수입액 추이



자료: KOTRA, Global Trade Atlas

III. 국내 화장품사, 이슈와 전략

1. 소비자 선호의 변화, ODM 수혜

독보적 생산능력 보유한 코스맥스 최선호

화장품업 중 ODM사는 온라인채널의 발달, 중소 브랜드의 약진, 해외 고객사 다변화를 통해 지속적으로 성장할 것으로 판단된다. 특히 글로벌 1위이자 선제적인 투자로 생산능력이 가장 큰 코스맥스의 성장성이 높다 판단된다. 2017년의 국내 화장품 생산액 기준 전통 강자인 아모레퍼시픽과 LG생활건강이 여전히 상위권을 유지하고 있으나, 홈쇼핑 채널 기반의 애경산업(Age 20's)과 카버코리아(A.H.C), 중국 내 마스크팩 판매 호조로 성장한 코스토리(파파레서피) 등 신규 브랜드사의 성장도 주목할만 하다

중소브랜드 전성시대 상위 ODM에는 기회

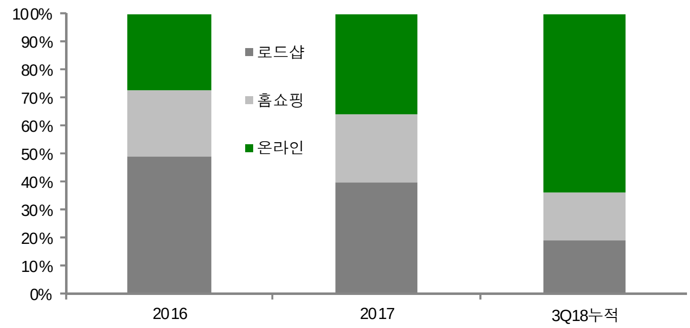
주요 ODM사의 수주실적을 통해 국내 홈쇼핑, H&B, 온라인으로 대표되는 유통채널의 발달로 수많은 브랜드사들이 ODM사에 수주를 맡기고 있으며, 올해는 중국향 간접수출 물량이 소위 '잭팟'처럼 주요 ODM사 국내부문 성장에 큰 기여를 했음을 확인할 수 있다. 여기서 주목할 점은 우후죽순 늘어나는 브랜드사들은 제조시설이 없기 때문에 ODM사 의존도가 높으며, 높은 비용을 지불하더라도 ODM사로부터 히트상품을 제공받아 성공하는 것에 집중하는 경향이 있다는 것이다. 또한 스타 브랜드가 생겼을 때, 급격히 늘어나는 물량을 소화할 수 있고 차기 히트제품을 개발할 수 있는 상위 ODM사로 수주가 몰릴 수 밖에 없는 구조라 판단된다

도표 44. 생산액 기준 화장품 제조판매 상위 10위 업체

구분	2012	2013	2014	2015	2016	2017
1	아모레퍼시픽	아모레퍼시픽	아모레퍼시픽	아모레퍼시픽	아모레퍼시픽	아모레퍼시픽
2	LG생활건강	LG생활건강	LG생활건강	LG생활건강	LG생활건강	LG생활건강
3	이니스프리	에이블씨엔씨	더페이스샵	**애경산업**	**애경산업**	**애경산업**
4	**애경산업**	애터미	애터미	더페이스샵	이니스프리	이니스프리
5	소망화장품	더페이스샵	에이블씨엔씨	이니스프리	더페이스샵	코리아나
6	네이처리퍼블릭	**애경산업**	**애경산업**	코리아나	**엘앤피코스메틱**	**카버코리아**
7	마임	에뛰드	이니스프리	에이블씨엔씨	코리아나	애터미
8	참존	참존	네이처리퍼블릭	잇츠스킨	**카버코리아**	에이블씨엔씨
9	더페이스샵	마임	에뛰드	**엘앤피코스메틱**	애터미	더페이스샵
10	코리아나	이니스프리	참존	애터미	**리더스코스메틱**	**코스토리**

자료: 식품의약품안전처, 신영증권 리서치센터

도표 45. 코스메카코리아 국내 내수 매출액 기준 고객사 비중 추이



자료: 코스메카코리아, 신영증권 리서치센터
참고: 온라인은 로드샵과 홈쇼핑을 제외한 모든 채널을 아우름

중국 온라인 채널 기반의 브랜드 성장 주목

중국 시장에서도 단납기 대응력과 혁신제품 기획력이 있는 국내 ODM사의 경쟁력이 부각되고 있다. 최근에는 온라인 채널을 기반으로 하는 중국 현지 브랜드사의 발달이 눈에 띄는 추세이다. 코스맥스는 국내 ODM사 중 국내외 생산 능력이 압도적으로 높은 회사이며, 글로벌 1위로서 중국 내 인지도를 보유하고 있어 중국에서도 고성장을 이어가고 있다

우호적 시장상황에서 ODM사 서구권 공략 중

서구 소비자들은 점차 한국식 스킨케어 방식에 관심을 가지고 있으며, 한국의 브랜드보다 마스크팩 등 한국 제품이 더 인기를 끄는 모습이다. 이에 한국 브랜드 제품에 대한 수요와 함께 한국 제조업체를 통해 현지 소비자의 니즈에 맞는 제품을 리뉴얼하고자 하는 수요도 있는 것으로 파악된다. 과거 대비 우호적인 시장상황에 맞추어 국내 ODM사들은 고유의 단납기 대응과 R&D 능력을 바탕으로 현지 고객사 기반을 넓히고 있다. 더불어 미국 시장은 비교적 장기적 프로젝트가 많아 수주 가시성이 높은데, 향후 미국시장이 안정적인 매출 기반이 될 수 있어 긍정적이다

도표 46. 2019년 국내 ODM 3사 생산능력 비교 (단위: 백만개)

구분	코스맥스	한국콜마	코스메카코리아
국내	674	246	370
중국	776	247	240
미주	264	176	160
전체	1,714	669	770

자료: 각 사, 신영증권 리서치센터
참고: 한국콜마 무석공장의 생산능력은 억원에서 백만개로 환산한 값임

2. 대형 브랜드사에 대한 고민

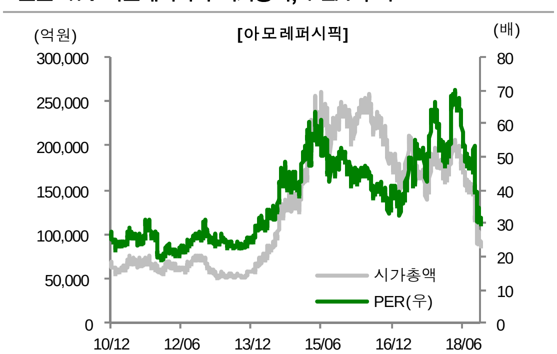
중저가 시장 소비행태 변화
대형 브랜드사 난항

대형 브랜드사는 국내 및 중국의 중저가시장에서 소비행태 변화와 경쟁심화에 따른 어려움을 겪고 있다. 국내는 소비자의 구매행태가 H&B, 홈쇼핑, 이커머스 등 새로운 화장품 판매채널로 변화함에 따라 중소 브랜드 전성시대가 이어지고 있다. 이에 오프라인 매장을 기반으로 성장했던 브랜드사들은 진입장벽이 낮고 트렌디한 제품이 강조되는 중저가 시장에서 신선함이라는 가치를 전달하는데 어려움을 겪는 것으로 판단된다. 중국에서도 이커머스 플랫폼과 유통 에이전시의 발달로 중소 브랜드의 중국 진출이 용이해지고 있으며, 중저가 시장 위주로 현지 브랜드가 성장하고 있어 경쟁이 심화되는 추세다

대형브랜드 2개사
각각의 고민

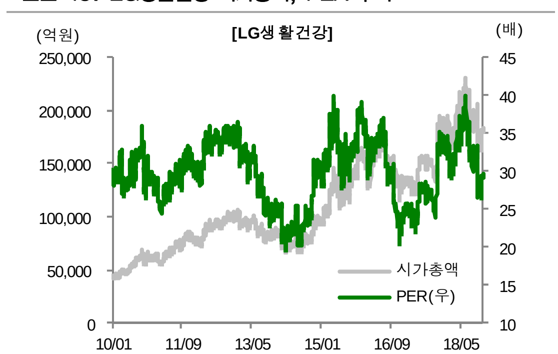
대형 브랜드사 모두 각각의 고민이 있다. LG생활건강은 선제적으로 럭셔리 브랜드 사업을 강화하여 중국 소비자의 고가 화장품 선호에 따른 수혜를 누리고 있다. 다만, 후(后)라는 단일 브랜드 의존도가 높고, 매출기여가 가장 큰 면세점에서 중국 단체관광 회복과 중국 전자상거래법 개정이라는 기회와 우려 요인이 상존하는 상황에서 높은 기저가 부담스럽다. 아모레퍼시픽은 2017년 9월부터 2018년 6월 말까지 면세점 구매제한 정책을 강화하여 해당 채널에서 증가하는 따이공(代工)에도 성장하지 못했다. 더불어 중국 현지 매출 내 85% 이상의 비중을 차지하는 중저가 브랜드의 부진이 두드러지고 있다. 올 3분기에는 중국 매출의 절반 가량을 차지하는 이니스프리가 화장품 소비의 프리미엄화, 경쟁심화, 브랜드 노후화 등의 이유로 부진한 실적을 기록하였다

도표 47. 아모레퍼시픽 시가총액, PER 추이



자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

도표 48. LG생활건강 시가총액, PER 추이



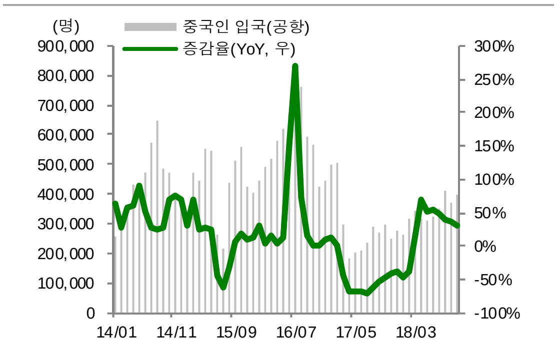
자료: Bloomberg, 신영증권 리서치센터

1) 중국 인바운드 회복?

중국 인바운드
속도는 더디나 회복세 분명

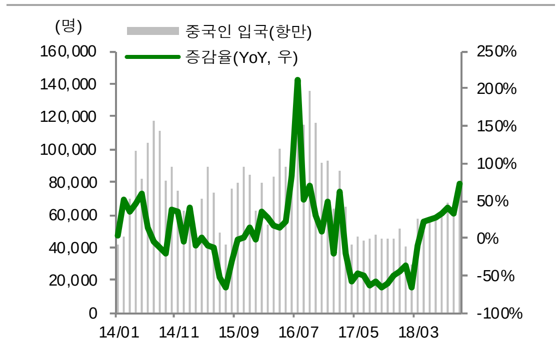
중국 인바운드, 특히 단체관광을 통한 회복은 국내 화장품 소비 턴어라운드의 신호탄이다. 해당 입국 수가 급격히 감소했던 것과 대비하여 속도는 더디지만 회복세는 분명하다. 또한, 이것이 어느 정도의 파급력을 가질지는 가늠하기 어려운 일이나, 면세점 채널이 가장 먼저 그 수혜를 누릴 수 있다 판단된다. 이는 면세점의 Q를 높이는 주요한 이벤트이기 때문이다. 다만, 외국인 매출액은 사드 영향에 일시 충격을 받긴 했으나 꾸준히 성장하고 있는데, 이는 한국 화장품에 대한 중국현지 수요를 충족시키기 위한 대리 구매가 이어졌기 때문이다

도표 49. 중국인 공항 입국객 추이



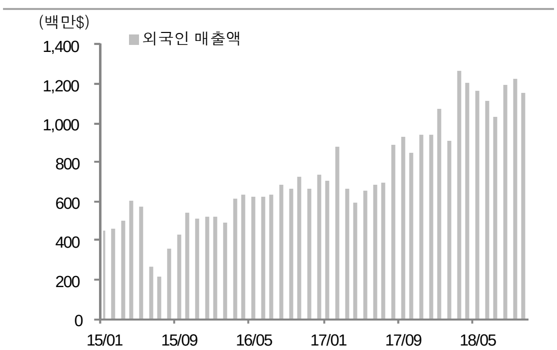
자료: 유로모니터, 신영증권 리서치센터

도표 50. 중국인 항만 입국객 추이



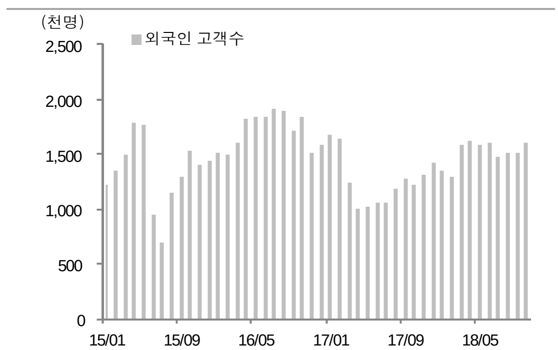
자료: 유로모니터, 신영증권 리서치센터

도표 51. 면세점 외국인 매출액 추이



자료: 유로모니터, 신영증권 리서치센터

도표 52. 면세점 외국인 고객수 추이



자료: 유로모니터, 신영증권 리서치센터

2) 중국 전자상거래법 개정

면세점 채널의 기회와 우려 상존

내년의 면세점 채널을 마냥 낙관적으로 볼 수는 없다. 중국에서 2019년부터 전자상거래법을 개정하며 한국 면세점에서 대리구매한 제품을 조달 받아 중국 온라인을 통해 판매하던 중소형 판매업자에 대한 등록 및 세금 부과 이슈가 부각되었기 때문이다. 등록절차, 세율 등 구체적 시행방안에 따라 국내 면세점에 미칠 영향을 가늠해볼 수 있을 것이며, 규제가 강력하더라도 수요가 굳건하다면 시간이 걸릴지언정 다른 유통방법을 찾을 수 있다 판단된다

중국 내 수입화장품 관련 규제 완화 방향성

해당 법 개정이 과세보다 소비자 보호에 그 목적이 있고, 전반적으로 중국 내에서 소비를 장려하고자 수입 화장품에 대한 여러 규제를 풀고 있는 방향성은 확인하였다. 그 이유는 첫째, 중국 내 소규모 납세자에 대한 면세조항이 있어 전자상거래법 시행에도 월 매출 3만위안 미만인 사업자는 세금 부담에서 자유롭고 둘째, 이번 개정과 혼동하기 쉬운 콰징(국경 간) 전자상거래 정책이 2019년에도 유예되었으며 셋째, 2018년 11월 중국의 비특수 용도 화장품에 대한 수입정책이 허가제(위생허가)에서 등록제로 변경되었기 때문이다

도표 53. 전자상거래법과 콰징 전자상거래 정책 비교

구분	전자상거래법	콰징 전자상거래 정책
내용	- 전자상거래 판매자 등록 및 세금납부 - 판매상품에 대한 플랫폼 경영자의 연대책임 - 소비자 권리 보호 등	- 해외 수입품 들여오는 온라인 채널 정식화 - 통관, 수입허가증, 종합세 의무 - 행우세 개편
Key Point	- 판매자 등록 및 세금납부가 판매자수에 영향 - 단, 중국 내 소규모납세자 면세조항 : 월매출 3만위안 미만인 경우	- C2C 대비 B2C 플랫폼 가격우위 - 정식수입품 대비 B2C 플랫폼 가격 우위
영향	- 판매자 수 감소 시 따이공에 영향 - 단, 중국 내 수요 굳건하다면 한국 면세 → 중국 현지로 판매채널 이동하는 과도기 겪을 것으로 판단됨	- 수입품 유입 통로 모두 정식화 - 일부 오프라인 제외 따이공 조달 물품 판매 창구 없음

자료: 신영증권 리서치센터

도표 54. 비특수 용도 화장품 수입정책이 등록제로 변경

구분	내용
- 화장품	- 특수용: 육발, 염색, 파마, 제모, 미유, 보건미용, 탈취, 반점제거, 선케어 등 9종류 - 비특수: 특수용을 제외한 화장품
- 변경내용	- 기존 위생허가 절차: 준비 2개월, 검측 3개월, 심사 3개월 총 8개월 소요 - 변경 절차: 심사기간이 등록 후로 미뤄지며 3개월에서 5일로 감축
- 주의사항	- 선 등록 후심사 개념이기 때문에 향후 심사결과에 문제 있을 시 판매중지 가능

자료: 신영증권 리서치센터

도표 55. 중국 전자상거래법 개정내용

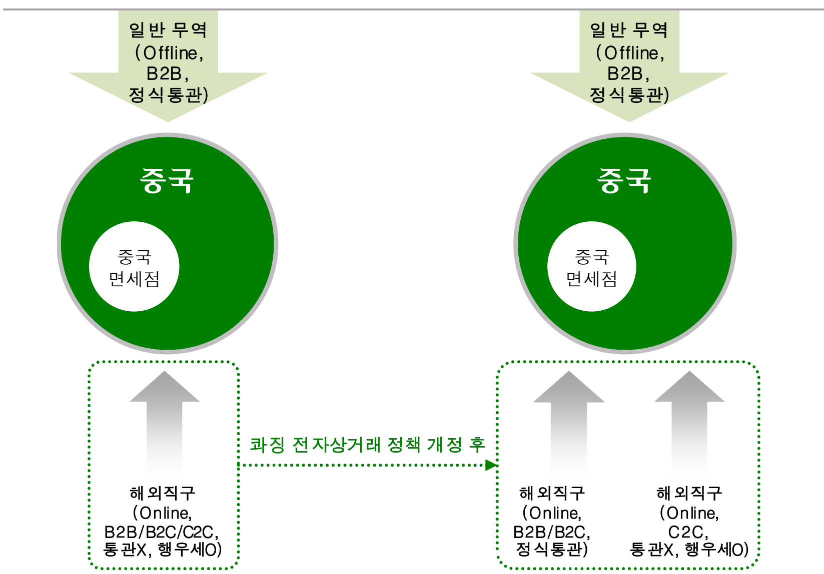
구분	상세내용
1. 전자상거래 정의 및 경영자 범주 확대	- 정의: 정보통신망을 통하여 상품 판매 혹은 서비스 제공하는 경영활동 - 전자상거래 경영자: 정보네트워크에서 판매나 서비스 업종에 종사하는 모든 자연인, 법인, 비법인조직 - 전자상거래 경영자에 플랫폼경영자, 플랫폼내 경영자, 자체 웹사이트, 소규모 개인 경영자 등 포함
2. 전자상거래 경영자로서 등기 및 납세의무 이행, 위반 시 처벌가능	- 플랫폼 경영자의 주무 부서에 플랫폼 내 경영자의 각종 정보를 제출할 의무 규정
3. 소비자 권리보호	- 악성댓글 임의 삭제시 별금형, 평가내역 조작 금지, 배송시간 엄수 등
4. 계약체결 및 이행 관련 문제에 대한 명확한 약정	- 보증금 반환에 불리한 조건 설정 금지, 전자결제 관련 구체적 사항 명시 및 안전보장 등
5. 플랫폼 경영자에 대한 의무에 대해 특별규정	- 이용약관 공시, 수정절차 규정 - 연대책임: 플랫폼 내 판매 상품, 서비스에 문제가 있을 시 플랫폼 경영자가 조치를 취하지 않는 경우

자료: 신영증권 리서치센터

콰징 전자상거래 정책 수입품 경로 정식화 의도

콰징 전자상거래 정책은 쉽게 말해 중국 내로 들여오는 수입품의 경로를 모두 정식화하는 것으로 이해하면 좋다. 일반 무역을 통해 정식 통관을 거쳐 수입되는 방식 외에, 해외직구나 대리상 등을 거쳐 온라인에서 판매되는 수입제품에 대해서는 단순히 개인물품으로 취급하여 정식통관과 종합과세가 이루어지지 않는 상황이다. 콰징 전자상거래 정책 개정을 통해 B2B, B2C 방식으로 들여오는 해외 직구 물량에 대해 화물로 규정하고 정식통관과 종합과세를 시행하여 정부의 관리감독 하에 두겠다는 취지다

도표 56. 콰징 전자상거래 정책 도식화



자료: 신영증권 리서치센터

원정직구 축소가 장기적 그림

콰징 전자상거래 정책이 개정된다면 C2C 대비 B2B/B2C 해외 직구 플랫폼의 가격 경쟁력이 돋보일 수 있다. 또한, 이번 전자상거래법 개정과의 시너지로 따이공 수요가 더욱 위축될 가능성을 고려해볼만 하다. 전자상거래법 개정을 통해 온라인에서 상행위를 하는 업체들이 모두 양성화되었고, 플랫폼 경영자에 연대책임 의무을 부과하여 판매 상품과 서비스에 대한 관리를 힘쓰게 하였다. 물론 해당 조항은 중국 내 모조품 판매를 방지하고 소비자를 보호하는 데에 더 중점이 있겠으나, 향후 판매상품의 유통경로까지 파악할 수 있다는 점에 주목하였다. 중국 내 유통되는 수입품의 온·오프라인 유입경로와 판매 채널 모두 정부 관리감독 하에 둠으로써, 원정 직구가 축소되는 효과를 기대한 것으로 판단된다

도표 57. 중국 콰징 전자상거래 관련 정책 변화

구분	주요내용
2014년	- 해외직구 채널의 수입플랫폼 합법화 - 세수정책 마련
2016년 3월	- 4월 8일부로 국경 간 전자상거래 정책 개정안 발표 - 개정 내용: 중국 해외직구 상품에 대한 세수정책 및 통관절차 조정
2016년 4월	- 국경 간 전자상거래 소매 수입 상품 리스트 발표
2016년 5월	- 2017년 5월 11일까지 국경 간 전자상거래 시행 유예
2016년 11월	- 2017년 연말까지 국경 간 전자상거래 시행 유예
2017년 9월	- 2018년 연말까지 국경 간 전자상거래 정책 시행 유예
2017년 12월	- 전자상거래 시범도시: 10개 → 15개 확장
2018년 11월	- 2019년 1월 1일부터 국경 간 전자상거래 정책 추가 유예 - 전자상거래 시범도시: 15개 → 37개 확장 - 거래금액 한도: 1회당 2천위안 → 5천위안, 연간 2만위안 → 2.6만위안

자료: 신영증권 리서치센터

도표 58. 중국 콰징 전자상거래 개정에 따른 세율 변화

품목	개혁 전	개혁 후								
		C2C	B2C							
	행우세	행우세	한도액 내[(증치세+소비세)*70%]				한도액 초과[관세+증치세+소비세]			
			관세	증치세	소비세	적용세율	관세	증치세	소비세	적용세율
보건식품	10%	30%	0%	17%	0%	11.9%	10%	17%	0%	27%
영유아용품	10%		0%	17%	0%	11.9%	15%	17%	0%	32%
가방	10%		0%	17%	0%	11.9%	20%	17%	0%	37%
신발	10%		0%	17%	0%	11.9%	12%	17%	0%	29%
의류	20%		0%	17%	0%	11.9%	8%	17%	0%	25%
전자제품	20%		0%	17%	0%	11.9%	15%	17%	0%	32%
주류	10%	60%	0%	17%	20%	25.9%	15%	17%	20%	52%
고급시계	30%		0%	17%	20%	25.9%	11%	17%	20%	48%
화장품	50%		0%	17%	30%	32.9%	2%	17%	30%	49%

자료: KOTRA, 신영증권 리서치센터 / 한도액은 1회 2,000위안, 연간 20,000위안임

3. 주요 업체별 2019년 전략

LG생활건강 2019년 전략

LG생활건강의 2019년 우려 사항은 단일 브랜드 의존도가 높고, 면세점 채널에 높은 기저가 있다는 점이다. 이에 모델 기용 및 선별적 마케팅을 통해 신규 고객 유입에 힘쓰고 있고, 브랜드별 고가라인을 출시하여 기존 고객의 Upselling을 유도하여 브랜드 평균구매단가를 높이고 있다. 면세점의 경우 중국 전자상거래법 개정과 인바운드 회복 효과가 혼재하여 전망하기 어려운 상황이나, 중요한 것은 동사 브랜드에 대한 중국 내 수요가 굳건하다면 장기적으로 판매채널은 큰 이슈가 아니라는 점이다

아모레퍼시픽 2019년 전략

아모레퍼시픽은 중저가부터 고가까지 고른 포트폴리오 보유가 장점이고, 전세계적으로 가성비 좋고 자연 유래성분을 활용한 한국화장품에 대한 선호가 분명한 상황에서 수혜를 얻을 수 있다 판단한다. 그러나 아세안, 미주 지역의 매출규모가 크지 않은 상황에서 성장 기여가 높은 중국시장의 중저가 브랜드가 부진하고, 럭셔리 비중이 낮은 것이 우려사항이다. 이에 2018년 하반기부터 중국 내 마케팅 확대를 통해 럭셔리 브랜드 매출확대에 힘쓰고, 2019년 이니스프리의 8주년 리뉴얼을 시행할 계획이다. 면세점은 구매제한에 따른 낮은 기저로 2019년 상반기까지 성장을 이어갈 수 있을 것으로 판단된다

도표 59. 주요 브랜드사의 2019년 전략

구분		핵심 이슈	2019년 전략
브랜드사	LG생활건강	- Next 후 브랜드 육성	- 고가라인 출시를 통한 Upselling 유도 - 모델 기용, SNS, 인플루언서 활용 Selective Marketing 등
		- 면세점 매출비중 높음	- 2019년 중국 전자상거래법 개정과 인바운드 회복 효과 혼재 - 중국 현지의 수요 굳건하다면 면세점 → 중국현지로 매출 이전될 것
		- 생활용품	- 생활용품 1위 사업자, 구조조정 이후 SKU 효율화 진행 - 중국, 일본 등 해외진출을 통한 성장 동력: 프리미엄제품 위주
	아모레퍼시픽	- 중국 사업	- 중국 매출 내 이니스프리 40~50%, 설화수 10~15% 비중 - 마케팅 확대: 중국 매출의 20% 초반 수준, 럭셔리에 더 분배, 중국전용제품 - 이니스프리: 성장여력 제한, 2019년 8주년 리뉴얼, 3~4선 도시 위주 70개 확장 - 설화수: 성장여력 높음, 온라인몰 확대, 백화점채널 50개 추가출점
		- 면세점	- 낮은 기저 효과 기대 - 인바운드 회복과 중국 전자상거래법 개정에 대한 효과 혼재
		- 혁신제품	- 오픈 이노베이션으로 R&D 방식 변화

자료: 신영증권 리서치센터

주요 ODM3사 주요전략

주요 ODM사들은 올해 국내 매출 성장률이 눈에 띄게 좋았다. 이는 기존에 없던 신규 고객사의 성장 때문이다. 이들의 공통적인 우려사항은 국내 사업의 높은 기저부담, 중소 고객사 증가에 따른 매출 가시성 하락, 마스크팩 트렌드에 따른 마진 감소 등이 있다. 앞의 두 가지 우려는 국내외로 한국 화장품산업이 성장하는 한 ODM사들은 고객사 다변화를 통해 성장할 수 있다는 점에 주목한다. 마스크팩 트렌드에 대해서는 불가피한 현상이기에 해당 제품의 수주가 집중된다면 일정 수준의 마진하락을 면할 수는 없을 것 같다. 그러나 ODM사의 전반적인 수익성은 협상에 달린 문제이기 때문에 선별 수주로 이에 대한 보완이 가능할 것으로 판단된다

도표 60. 주요 ODM사의 2019년 전략

구분		핵심 이슈	2019년 전략
ODM사	코스맥스	- 수익성 도모	- 2019년 수익성에 보다 집중할 것, 이는 선별수주로 가능할 것 - OBM사업이나 고유의 소재, 원료 등을 활용하여 새로운 가치 창출 시도
		- 국내 사업의 높은 기저	- H&B, 홈쇼핑, 온라인 등 신채널에서의 고객사 많음 - 다만, 근래의 고객사 다변화의 가장 큰 문제는 수주가시성이라 판단됨
		- 중국 사업	- 2019년 가이던스대로라면 상해와 광저우 Capa 꽉 찰 전망 - 제 3공장 착공 가능성 있음
		- 미국 성장성과 이익기여	- 미국시장은 장기프로젝트 많아 매출 가시성 높은편 - 색조기술력 바탕으로 3Q18부터 호조, 뉴월드법인의 코스맥스화가 관건, - 2019년 USA법인(오하이오) BEP달성할 것
		- 태국법인	- 동남아시아 내 규모 1위국가, 현지화와 아이디어가 중요
		- 현금흐름	- 해결책 고려 중
		- 향후 시장 전망	- 글로벌 고객사가 전세계 각지에서 제조할 수 있는 인프라를 원하는 시대 - 글로벌 생산업체 간의 전략적 제휴나 합병이 잦아질 것으로 보임
	한국콜마	- 국내 화장품의 높은 기저	- 주력 고객사의 꾸준한 성장 예상 - 중소형사의 신규브랜드 지속 성장
		- 마스크팩 수주증가	- 마스크팩 선호 트렌드 지속시 마진하락 불가피 - 이르면 2018년 4분기부터 소폭 개선 가능할 전망
		- PTP법인 부진	- 주력 고객사 단종 등 이슈로 2018년까지 부진 지속 - 중소형브랜드사 대상 고객 다변화 노력
		- 2018년 무석공장 가동	- 2019년 매출액 전망: 북경 < 무석 - 북경 회계이슈 2018년 내 해소, 2019년 무석 OPM 흑자전환 전망
		- CJ헬스케어 외형성장	- 대주주 변동에 따른 주력 제품 라이선스 이탈 - 신규 라이선스 확충, 2019년 신제품 출시 - OPM은 현수준 유지, R&D비용 확충할 것
	코스메카 코리아	- 국내 사업의 높은 기저	- 기존 고성장 브랜드사와 동반성장, 신규 고객사 발굴에 힘쓸 것 - 잉글우드랩 미국 고객사 대상으로 코스메카 한국공장에서의 생산 연계 시도
		- 중국 사업 부진	- 오프라인사 향 수주물량 감소세, 고성장의 온라인 브랜드사 영업활동 강화
		- 잉글우드랩(미국)	- 코스메카코리아와 잉글우드랩 레시피 공유 - 생산공정 개선 및 Capa 2배확장에 집중, Capa는 허가 문제가 관건
		- 잉글우드랩코리아	- 해외 고객사 비중 증가를 통한 고객사 다변화 시도 - OTC물량 생산도 하나의 가능성

자료: 신영증권 리서치센터

기업분석

종목명	투자의견	목표주가
코스맥스(192820.KS)	매수(유지)	170,000원
한국콜마(161890.KS)	매수(유지)	90,000원
코스메카코리아(241710.KQ)	매수(유지)	42,000원
LG생활건강(051900.KS)	매수(유지)	1,500,000원
아모레퍼시픽(090430.KS)	매수(유지)	230,000원

코스맥스(192820.KS)

매수(유지)

2019년에도 외형성장 지속

현재주가(11/30)	136,000원
목표주가(12M)	170,000원

■ 2018년 주요 사업부 고성장 전망

코스맥스의 2018년 연결 기준 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 41.2%, 70.0% 증가한 12,479억원과 545억원으로 전망됨. 국내법인은 고객사 다변화를 통해 전년 동기 대비 25.8% 성장 가능할 것으로 판단됨. 중국 상해법인은 하반기 대규모 프로젝트의 일환으로 기존 고객사의 신규제품 공급이 증가하고 있고, 광저우법인은 신규고객사의 수주가 대부분 색조제품이며, 완제품 공급비중이 점차 늘어남에 따라 수익성이 서서히 하락할 것으로 판단됨

■ 미국시장의 미래가 밝다

미국 코스맥스USA법인의 매출액은 전년 동기 대비 71.0% 성장할 전망임. 뉴월드법인은 올해 1,095억원의 매출액과 영업이익률 3.6%을 기록할 것으로 추정됨. 미국 지역이 2019년에도 20% 이상의 성장이 가능할 것으로 전망하는데, 기본적으로 미국 시장은 수주규모가 크고, 고객저변 확대가 이루어지고 있기 때문임

■ 독보적 생산능력에 주목, 매수의견과 목표주가 유지

동사는 타사 대비 2배 이상 큰 생산능력을 기반으로 주요 법인의 견고한 성장을 기록 중임. 태국법인서 3분기에 유의미한 실적이 발생하여 인도네시아법인과 함께 아세안 시장에서의 가능성을 확인하였음. 코스맥스에 대해 매수의견과 목표주가 170,000원을 유지함

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	757.0	884.0	1,247.9	1,482.5	1,711.5
영업이익(십억원)	52.6	35.1	54.5	75.9	93.5
세전손익(십억원)	46.5	25.3	44.1	63.4	85.3
지배순이익(십억원)	34.8	18.9	35.2	49.9	67.3
EPS(원)	3,752	1,876	3,500	4,963	6,696
증감률(%)	63.4	-50.0	86.6	41.8	34.9
ROE(%)	22.5	8.8	15.2	18.9	21.5
PER(배)	31.8	62.4	38.9	27.4	20.3
PBR(배)	5.7	5.4	5.7	4.9	4.1
EV/EBITDA(배)	19.2	27.9	21.0	16.7	14.0

Key Data	(기준일: 2018. 11. 30)
KOSPI(pt)	2096.86
KOSDAQ(pt)	695.76
액면가(원)	500
시가총액(억원)	13.667
발행주식수(천주)	10,050
평균거래량(3M,주)	119.278
평균거래대금(3M, 백만원)	15,252
52주 최고/최저	179,000 / 108,000
52주 일간Beta	1.0
배당수익률(18F,%)	0.7
외국인지분율(%)	25.0
주요주주 지분율(%)	
코스맥스비티아이 외 4인	26.5
국민연금	12.7

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	18.8	-10.5	-17.6	8.8
KOSPI대비상대수익률	14.1	-1.5	-5.3	28.5

Company vs KOSPI composite

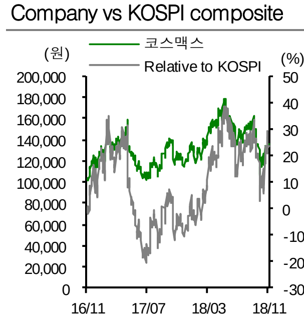


도표 1. 코스맥스 Valuation

(단위: 억원)

구분	19F 지배NI	Target PER	가치	비고
적정가치	553	30.0	16,580	15~'16년 12m Fwd PER 평균 15% 할인
발행주식수(주)			10,046,041	자기주식 3,468주 제외
적정주가(원)			165,037	

자료: 신영증권 리서치센터

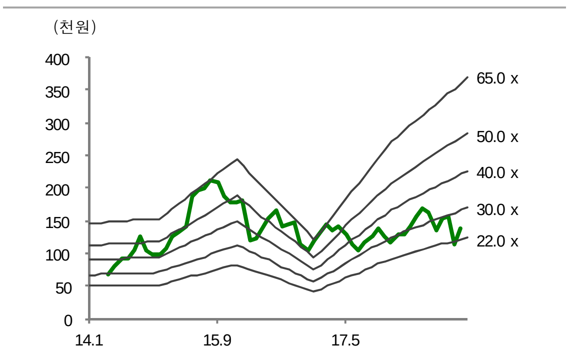
도표 2. 코스맥스 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

구 분	2018				2019F				연간		
	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017A	2018F	2019F
연결매출액	2,887	3,275	3,146	3,170	3,370	3,990	3,712	3,753	8,840	12,479	14,825
증가율(YoY)	31.8%	41.0%	50.9%	41.5%	16.7%	21.8%	18.0%	18.4%	16.8%	41.2%	18.8%
코스맥스(별도)	1,524	1,902	1,673	1,548	1,753	2,092	1,840	1,703	5,282	6,647	7,387
중국법인	991	1,216	1,202	1,354	1,310	1,610	1,443	1,633	3,712	4,763	5,996
코스맥스차이나	804	1,065	1,050	1,207	1,085	1,384	1,260	1,448	3,268	4,125	5,177
코스맥스광저우	188	151	152	147	225	227	182	184		638	818
미주법인	428	387	462	470	499	479	595	591	381	1,746	2,163
코스맥스USA	155	145	182	170	199	188	272	246	381	651	905
Nu-World	273	242	280	300	300	291	322	345		1,095	1,258
코스맥스인도네시아	17	24	25	21	34	29	29	24		88	116
매출총이익	347	460	409	428	404	559	483	488	1,119	1,644	1,933
매출총이익률	12.0%	14.0%	13.0%	13.5%	12.0%	14.0%	13.0%	13.0%	12.7%	13.2%	13.0%
영업이익	104	186	132	122	171	234	172	181	351	545	759
증가율(YoY)	10.6%	29.7%	163.7%	91.8%	64.5%	26.1%	30.0%	48.1%	-33.2%	55.0%	39.3%
영업이익률	3.6%	5.7%	4.2%	3.9%	5.1%	5.9%	4.6%	4.8%	4.0%	4.4%	5.1%
세전이익	101	166	67	134	107	229	185	181	253	468	703
증가율(YoY)	124.1%	13.6%	69.8%	514.2%	5.8%	37.9%	178.3%	35.4%	-45.6%	85.2%	50.2%
지배순이익	93	119	53	109	86	184	136	146	189	374	553
증가율(YoY)	172.6%	12.6%	60.6%	573.1%	-7.4%	55.3%	159.3%	33.4%	-45.8%	98.2%	47.9%
지배순이익률	3.2%	3.6%	1.7%	3.4%	2.6%	4.6%	3.7%	3.9%	2.1%	3.0%	3.7%

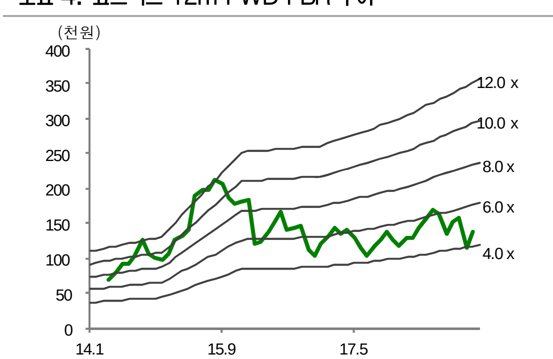
자료: 코스맥스, 신영증권 리서치센터

도표 3. 코스맥스 12m FWD PER 추이



자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 4. 코스맥스 12m FWD PBR 추이



자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

코스맥스(192820.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**757.0**	**884.0**	**1,247.9**	**1,482.5**	**1,711.5**
증가율(%)	41.9	16.8	41.2	18.8	15.4
매출원가	**638.9**	**772.1**	**1,083.5**	**1,289.1**	**1,490.9**
원가율(%)	84.4	87.3	86.8	87.0	87.1
매출총이익	**118.1**	**111.9**	**164.4**	**193.3**	**220.6**
매출총이익률(%)	15.6	12.7	13.2	13.0	12.9
판매비와 관리비 등	**65.5**	**76.8**	**109.9**	**117.4**	**127.1**
판관비율(%)	8.7	8.7	8.8	7.9	7.4
영업이익	**52.6**	**35.1**	**54.5**	**75.9**	**93.5**
증가율(%)	46.5	-33.3	55.3	39.3	23.2
영업이익률(%)	6.9	4.0	4.4	5.1	5.5
EBITDA	**65.2**	**55.4**	**86.8**	**106.7**	**123.0**
EBITDA마진(%)	8.6	6.3	7.0	7.2	7.2
순금융손익	**-5.6**	**-12.4**	**-13.6**	**-16.5**	**-12.8**
이자손익	-6.7	-9.1	-10.5	-10.1	-9.5
외화관련손익	1.1	-3.3	-3.0	-3.0	-3.0
기타영업외손익	**-0.6**	**2.5**	**3.2**	**4.0**	**4.7**
종속및관계기업 관련손익	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
법인세차감전계속사업이익	**46.5**	**25.3**	**44.1**	**63.4**	**85.3**
계속사업손익법인세비용	**15.0**	**9.7**	**15.2**	**20.9**	**28.2**
세후중단사업손익	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
당기순이익	**31.4**	**15.5**	**28.8**	**42.5**	**57.2**
증가율(%)	66.1	-50.6	85.8	47.6	34.6
순이익률(%)	4.1	1.8	2.3	2.9	3.3
지배주주지분 당기순이익	34.8	18.9	35.2	49.9	67.3
증가율(%)	64.2	-45.7	86.2	41.8	34.9
기타포괄이익	**-7.2**	**0.7**	**0.7**	**0.7**	**0.7**
총포괄이익	**24.3**	**16.2**	**29.5**	**43.2**	**57.8**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	**396.2**	**500.3**	**633.2**	**713.2**	**813.3**
현금및현금성자산	68.3	39.0	27.7	30.6	47.0
매출채권 및 기타채권	191.9	251.7	291.9	330.8	365.4
재고자산	125.1	184.7	277.3	296.5	311.2
비유동자산	**269.7**	**433.7**	**423.3**	**414.3**	**406.7**
유형자산	235.9	307.2	297.6	289.5	282.6
무형자산	5.6	90.7	89.9	89.3	88.7
투자자산	14.7	20.1	19.9	19.8	19.7
기타 금융업자산	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자산총계	**665.9**	**934.0**	**1,056.4**	**1,127.5**	**1,220.0**
유동부채	**384.0**	**522.1**	**565.0**	**613.0**	**667.7**
단기차입금	172.1	220.4	210.4	200.4	190.4
매입채무및기타채무	174.1	268.8	311.8	364.8	424.4
유동성장기부채	17.9	21.8	31.8	36.8	41.8
비유동부채	**74.6**	**183.6**	**243.6**	**233.6**	**223.6**
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	59.7	162.6	222.6	212.6	202.6
기타 금융업부채	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
부채총계	**458.6**	**705.6**	**808.6**	**846.6**	**891.3**
지배주주지분	**210.9**	**218.1**	**243.9**	**284.4**	**342.3**
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	151.1	151.1	151.1	151.1	151.1
기타포괄이익누계액	-3.0	-2.9	-2.3	-1.6	-0.9
이익잉여금	58.1	65.2	90.3	130.1	187.4
비지배주주지분	**-3.6**	**10.3**	**3.9**	**-3.5**	**-13.6**
자본총계	**207.3**	**228.4**	**247.8**	**280.9**	**328.7**
총차입금	**249.7**	**405.2**	**465.2**	**450.2**	**435.2**
순차입금	**179.3**	**361.7**	**427.8**	**398.8**	**343.4**

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	**23.5**	**-6.6**	**-39.0**	**63.2**	**89.6**
당기순이익	**31.4**	**15.5**	**28.8**	**42.5**	**57.2**
현금유출이없는비용및수익	**38.3**	**44.6**	**61.0**	**64.8**	**70.1**
유형자산감가상각비	12.0	19.5	31.6	30.2	28.9
무형자산상각비	0.5	0.7	0.7	0.7	0.6
영업활동관련자산부채변동	**-26.5**	**-40.8**	**-103.1**	**-13.0**	**0.0**
매출채권의감소(증가)	-47.5	-56.6	-40.2	-38.8	-34.6
재고자산의감소(증가)	-41.1	-59.5	-92.7	-19.2	-14.7
매입채무의증가(감소)	56.1	93.9	43.0	53.0	59.7
투자활동으로인한현금흐름	**-97.5**	**-172.7**	**-27.0**	**-33.0**	**-45.8**
투자자산의 감소(증가)	-10.8	-5.4	0.1	0.1	0.1
유형자산의 감소	1.4	0.6	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-89.6	-81.2	-22.0	-22.0	-22.0
단기금융자산의감소(증가)	1.5	-2.4	-5.2	-11.2	-24.0
재무활동으로인한현금흐름	**124.9**	**150.1**	**57.3**	**-24.7**	**-24.7**
장기차입금의증가(감소)	43.7	106.8	60.0	-10.0	-10.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	92.7	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	**0.2**	**-0.1**	**-2.6**	**-2.6**	**-2.6**
현금의 증가	**51.1**	**-29.3**	**-11.4**	**2.9**	**16.4**
기초현금	17.3	68.3	39.0	27.7	30.6
기말현금	68.3	39.0	27.7	30.6	47.0

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	3,752	1,876	3,500	4,963	6,696
BPS	21,013	21,728	24,294	28,324	34,086
DPS	1,000	300	1,000	1,000	1,000
Multiples (배)					
PER	31.8	62.4	38.9	27.4	20.3
PBR	5.7	5.4	5.7	4.9	4.1
EV/EBITDA	19.2	27.9	21.0	16.7	14.0

Financial Ratio

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	63.4%	-50.0%	86.6%	41.8%	34.9%
EBITDA(발표기준) 증가율	44.6%	-15.0%	56.7%	22.9%	15.3%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	20.7%	7.1%	12.1%	16.1%	18.8%
ROE(지배순이익 기준)	22.5%	8.8%	15.2%	18.9%	21.5%
ROIC	9.5%	3.8%	5.7%	7.6%	9.3%
WACC	9.9%	9.1%	9.2%	9.3%	9.3%
안전성(%)					
부채비율	221.2%	309.0%	326.3%	301.4%	271.1%
순차입금비율	86.5%	158.4%	172.6%	142.0%	104.5%
이자보상배율	7.6	3.8	5.1	7.3	9.3

한국콜마(161890.KS)

눈에 띄게 좋아지는 수익성

매수(유지)

현재주가(11/30) 68,500원
목표주가(12M) 90,000원

■ 국내 법인의 수익성 위주 전략

한국콜마의 2018년 연결 기준 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 67.2%, 22.8% 증가한 13,737억원과 822억원으로 전망됨. 국내 화장품 사업은 외형성장을 지속하였으나 마스크팩 수주 증가에 따라 이익기여 효과는 미미했음. 기본적으로 선별수주를 통한 수익성 고수와 함께, 마스크팩 수주에 있어 낮은 수익성을 타계할 방안을 마련할 것. 국내 제약사업은 사업구조 변화에 따라 매출수준은 다소 낮아지겠으나 이익률은 개선될 전망

■ 이슈: 중국 신공장 안정화, 미국 PTP부진, CJ헬스케어와의 시너지

2018년 4분기 무석법인이 가동되며 북경법인에서 무석법인으로 일부 물량 이관이 시작될 예정임. 중국법인 합산으로는 성장 지속할 전망. 미국 PTP법인은 기존 비중 높았던 제품들이 단종됨에 따라 올해 4분기까지 부진할 전망이며, 중소업체 위주로 영업강화할 계획임. 캐나다 CSR법인은 2019년에도 기존과 같은 흐름을 유지할 것으로 판단됨. CJ헬스케어는 대주주 변경에 따른 라이선스 계약종료문제가 있으나 2019년 신약출시 기대감 있음. 한국콜마 제약사업과의 시너지에도 주목

■ 매수의견과 목표주가 90,000원 유지

수익성 중심의 전략과 중국 무석공장 가동에 따른 기대감있으나, 내년 미국 PTP법인 신규고객 확보와 CJ헬스케어의 정상화 여부에 주목할 필요. 한국콜마에 대해 투자의견 매수, 목표주가 90,000원을 유지함

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	667.5	821.6	1,373.7	1,696.2	1,917.4
영업이익(십억원)	73.4	67.0	82.2	156.1	185.9
세전손익(십억원)	71.3	62.0	42.9	110.6	139.3
지배순이익(십억원)	53.1	47.3	37.4	83.0	103.4
EPS(원)	2,516	2,240	1,728	3,714	4,629
증감률(%)	16.7	-11.0	-22.9	114.9	24.7
ROE(%)	21.6	16.4	10.2	18.1	19.3
PER(배)	26.2	36.6	39.6	18.4	14.8
PBR(배)	5.1	5.7	3.5	3.1	2.6
EV/EBITDA(배)	16.9	21.7	24.7	13.8	11.8

Key Data	(기준일: 2018. 11. 30)
KOSPI(pt)	2096.86
KOSDAQ(pt)	695.76
액면가(원)	500
시가총액(억원)	15,307
발행주식수(천주)	22,347
평균거래량(3M,주)	149,270
평균거래대금(3M, 백만원)	9,191
52주 최고/최저	92,700 / 54,200
52주 일간Beta	1.4
배당수익률(18F,%)	0.4
외국인지분율(%)	40.4
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 38인	28.7
NIHON KOLMAR	12.4

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	23.9	-7.4	-8.8	-20.7
KOSPI대비상대수익률	19.0	1.9	4.8	-6.4

Company vs KOSPI composite

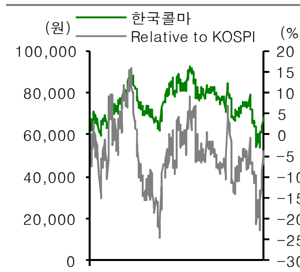


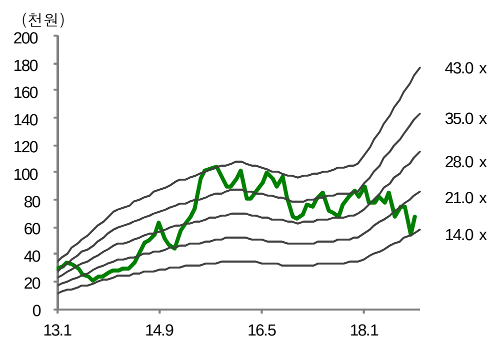
도표 1. 한국콜마 Valuation

(단위: 억원)

구분	19F NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치	**1,183**		**28,010**	
화장품	452	28.0	12,651	15~'16년 12m Fwd PER 평균에 10% 할인
제약/CJ헬스케어	731	21.0	15,359	유한양행 '19년 12m Fwd PER
- 순차입금			9,000	2019년 추정치
+ 투자자산			100	2019년 추정치
적정가치			19,110	
발행주식수(주)			21,104,461	
적정주가(원)			90,548	

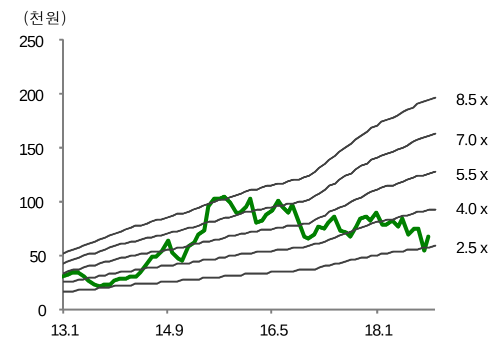
자료: 신영증권 리서치센터

도표 2. 한국콜마 12m FWD PER 차트



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 3. 한국콜마 12m FWD PBR 차트



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 4. 한국콜마 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

구 분	2018				2019F				연간		
	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017A	2018F	2019F
연결매출액	2,425	3,601	3,754	3,958	3,943	4,369	4,290	4,360	8,216	13,737	16,962
증가율(YoY)	20.4%	73.9%	93.3%	80.8%	62.6%	21.4%	14.3%	10.2%	23.1%	67.2%	23.5%
한국콜마	2,081	2,455	2,220	2,236	2,240	2,593	2,415	2,465	6,809	8,992	9,714
화장품	1,561	1,927	1,774	1,790	1,746	2,081	1,916	1,965	4,888	7,051	7,708
제약	520	528	446	447	494	512	500	500	1,921	1,941	2,007
중국법인	158	217	184	324	256	302	327	359	576	883	1,244
북경콜마 (100%)	158	217	184	244	156	152	147	159	576	803	614
무석 (100%)				80	100	150	180	200		80	630
미주법인	222	216	213	237	246	243	234	266	949	888	989
PTP (51.0%)	142	134	134	138	159	151	150	158	669	547	619
CSR (85.0%)	80	82	79	99	87	92	84	107	279	340	370
씨케이엠 (50.7%)	1	801	1,240	1,200	1,250	1,281	1,290	1,248		3,241	5,069
매출총이익	466	990	1,008	1,032	1,039	1,130	1,131	1,136	1,778	3,496	4,435
매출총이익률	19.2%	27.5%	26.9%	26.1%	26.3%	25.9%	26.4%	26.1%	21.6%	25.5%	26.1%
영업이익	180	246	78	319	368	399	392	402	670	822	1,561
증가율(YoY)	-12.8%	44.8%	-49.5%	128.0%	105.0%	62.3%	403.1%	26.1%	-8.8%	22.8%	89.8%
영업이익률	7.4%	6.8%	2.1%	8.1%	9.3%	9.1%	9.1%	9.2%	8.2%	6.0%	9.2%
세전이익	174	155	-59	159	273	313	286	234	620	429	1,106
증가율(YoY)	-12.4%	-4.9%	적전	51.9%	57.4%	102.0%	흑전	47.0%	-13.0%	-30.8%	157.7%
지배순이익	132	155	-32	119	205	235	214	176	473	374	830
증가율(YoY)	-12.0%	21.3%	적전	56.0%	55.7%	51.4%	흑전	47.0%	-11.0%	-20.8%	121.8%
지배순이익률	5.4%	4.3%	-0.9%	3.0%	5.2%	5.4%	5.0%	4.0%	5.8%	2.7%	4.9%

자료: 한국콜마, 신영증권 리서치센터

한국콜마(161890.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**667.5**	**821.6**	**1,373.7**	**1,696.2**	**1,917.4**
증가율(%)	24.6	23.1	67.2	23.5	13.0
매출원가	**514.0**	**643.8**	**1,024.1**	**1,252.7**	**1,414.0**
원가율(%)	77.0	78.4	74.6	73.9	73.7
매출총이익	**153.5**	**177.8**	**349.6**	**443.5**	**503.4**
매출총이익률(%)	23.0	21.6	25.4	26.1	26.3
판매비와 관리비 등	**80.1**	**110.8**	**267.4**	**287.5**	**317.6**
판관비율(%)	12.0	13.5	19.5	16.9	16.6
영업이익	**73.4**	**67.0**	**82.2**	**156.1**	**185.9**
증가율(%)	20.9	-8.7	22.7	89.9	19.1
영업이익률(%)	11.0	8.2	6.0	9.2	9.7
EBITDA	**85.3**	**86.2**	**114.4**	**202.4**	**232.2**
EBITDA마진(%)	12.8	10.5	8.3	11.9	12.1
순금융손익	**-2.6**	**-3.6**	**-35.8**	**-41.3**	**-42.0**
이자손익	-0.6	-2.7	-30.5	-29.3	-27.9
외화관련손익	-2.0	-1.0	-0.9	-0.9	-0.9
기타영업외손익	**0.5**	**-1.3**	**-3.5**	**-4.2**	**-4.6**
종속및관계기업 관련손익	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
법인세차감전계속사업이익	**71.3**	**62.0**	**42.9**	**110.6**	**139.3**
계속사업손익법인세비용	**18.1**	**13.4**	**15.1**	**26.8**	**33.7**
세후중단사업손익	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
당기순이익	**53.2**	**48.6**	**27.8**	**83.8**	**105.6**
증가율(%)	16.9	-8.6	-42.8	201.4	26.0
순이익률(%)	8.0	5.9	2.0	4.9	5.5
지배주주지분 당기순이익	53.1	47.3	37.4	83.0	103.4
증가율(%)	16.7	-10.9	-20.9	121.9	24.6
기타포괄이익	**1.8**	**-9.5**	**-9.5**	**-9.5**	**-9.5**
총포괄이익	**55.0**	**39.1**	**18.3**	**74.3**	**96.1**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	**264.1**	**365.9**	**521.6**	**563.3**	**611.6**
현금및현금성자산	26.9	14.3	96.7	73.0	61.8
매출채권 및 기타채권	128.4	160.7	197.0	243.1	274.7
재고자산	86.1	105.7	171.7	188.5	213.0
비유동자산	**228.9**	**302.6**	**1,613.2**	**1,618.0**	**1,622.7**
유형자산	184.9	236.2	418.8	432.6	445.8
무형자산	40.5	58.0	1,180.3	1,170.2	1,160.7
투자자산	0.1	4.3	10.0	11.0	12.0
기타 금융업자산	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자산총계	**492.9**	**668.5**	**2,134.8**	**2,181.3**	**2,234.2**
유동부채	**196.2**	**212.0**	**424.6**	**403.5**	**367.1**
단기차입금	57.2	76.7	176.7	136.7	96.7
매입채무및기타채무	119.9	119.4	202.8	232.7	247.3
유동성장기부채	1.1	2.0	32.0	22.0	12.0
비유동부채	**9.1**	**124.0**	**918.6**	**918.6**	**918.6**
사채	0.0	99.7	159.7	159.7	159.7
장기차입금	4.8	19.5	719.5	719.5	719.5
기타 금융업부채	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
부채총계	**205.2**	**335.9**	**1,343.3**	**1,322.1**	**1,285.7**
지배주주지분	**269.9**	**305.1**	**426.4**	**493.1**	**580.4**
자본금	10.6	10.6	11.2	11.2	11.2
자본잉여금	116.3	116.4	215.7	215.7	215.7
기타포괄이익누계액	1.9	-2.4	-11.9	-21.4	-30.9
이익잉여금	141.2	180.7	211.4	287.7	384.4
비지배주주지분	**17.8**	**27.5**	**365.2**	**366.0**	**368.1**
자본총계	**287.7**	**332.6**	**791.6**	**859.2**	**948.5**
총차입금	**63.4**	**198.0**	**1,088.0**	**1,038.0**	**988.0**
순차입금	**31.4**	**115.4**	**950.3**	**919.9**	**876.5**

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	**38.2**	**5.4**	**77.2**	**98.5**	**111.4**
당기순이익	**53.2**	**48.6**	**27.8**	**83.8**	**105.6**
현금유출이없는비용및수익	**34.8**	**37.6**	**78.6**	**103.2**	**108.8**
유형자산감가상각비	10.8	16.0	24.4	36.2	36.7
무형자산상각비	1.1	3.2	7.7	10.0	9.5
영업활동관련자산부채변동	**-32.5**	**-61.0**	**16.4**	**-32.5**	**-41.3**
매출채권의감소(증가)	-27.9	-34.5	-36.3	-46.1	-31.6
재고자산의감소(증가)	-24.0	-17.6	-66.0	-16.8	-24.6
매입채무의증가(감소)	29.3	-3.4	83.4	29.9	14.6
투자활동으로인한현금흐름	**-21.5**	**-156.2**	**941.6**	**-58.1**	**-58.5**
투자자산의 감소(증가)	0.0	-4.2	-5.7	-1.0	-1.0
유형자산의 감소	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-44.8	-68.6	-207.0	-50.0	-50.0
단기금융자산의감소(증가)	23.2	-63.4	27.4	-4.1	-4.5
재무활동으로인한현금흐름	**10.9**	**135.1**	**984.1**	**-56.3**	**-56.3**
장기차입금의증가(감소)	14.8	41.2	700.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	99.7	60.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.1	100.0	0.0	0.0
기타현금흐름	**-16.9**	**3.0**	**-1,920.5**	**-7.8**	**-7.8**
현금의 증가	**10.7**	**-12.6**	**82.4**	**-23.7**	**-11.1**
기초현금	16.2	26.9	14.3	96.7	73.0
기말현금	26.9	14.3	96.7	73.0	61.8

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	2,516	2,240	1,728	3,714	4,629
BPS	12,790	14,458	19,079	22,068	25,972
DPS	250	300	300	300	300
Multiples (배)					
PER	26.2	36.6	39.6	18.4	14.8
PBR	5.1	5.7	3.5	3.1	2.6
EV/EBITDA	16.9	21.7	24.7	13.8	11.8

Financial Ratio

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	16.7%	-11.0%	-22.9%	114.9%	24.7%
EBITDA(발표기준) 증가율	21.2%	1.1%	32.7%	76.9%	14.7%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	20.9%	15.7%	5.0%	10.2%	11.7%
ROE(지배순이익 기준)	21.6%	16.4%	10.2%	18.1%	19.3%
ROIC	20.5%	13.6%	7.9%	6.6%	7.7%
WACC	8.1%	7.7%	5.7%	5.9%	6.0%
안전성(%)					
부채비율	71.3%	101.0%	169.7%	153.9%	135.5%
순차입금비율	10.9%	34.7%	120.0%	107.1%	92.4%
이자보상배율	73.4	16.9	2.5	5.0	6.3

코스메카코리아(241710.KQ)

매수(유지)

잉글우드랩과의 시너지가 관건

현재주가(11/30) 33,650원
목표주가(12M) 42,000원

■ 국내: 신규고객사 발굴과 잉글우드랩과 연계

코스메카코리아의 2018년 연결 기준 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 78.5%, 85.1% 증가한 3,254억원과 203억원으로 전망됨. 국내는 기존 고객사들의 견고한 성장이 지속되는 가운데, 성장하는 신규 고객사에 대한 탐색을 지속 중임. 국내 수출의 경우, 향후 잉글우드랩의 미국 고객사와의 국내 생산 연계를 통한 성장이 가능할 것으로 판단됨

■ 중국 소주법인 온라인 고객사 영업 필요

현재 중국지역 매출 대부분을 차지하는 소주법인은 대형 오프라인 브랜드사 위주의 고객군을 보유하고 있어 온라인 위주로 성장하는 중국 화장품 시장에서 부진하였음. 이에 성장하는 온라인 고객사에 대한 영업을 강화할 계획임. 2019년 가동 시작되는 평호공장의 안정화도 중요

■ 잉글우드랩과의 시너지 기대. 투자의견과 목표주가 유지

3분기 고객사 확대와 생산공정 개선을 통해 깜짝 실적을 보인 잉글우드랩은 향후 코스메카코리아와의 레시피 공유와 고객사에 생산지 선택 제시 등을 통한 시너지가 기대됨. 잉글우드랩코리아는 해외 고객사 다변화를 위한 노력 지속 중. 잉글우드랩 법인에 대한 2019년 연간 영업이익률은 6%로 보수적으로 제시하였음. 중국지역이 부진하나 견고한 국내사업과 예상보다 빠르게 안정화된 잉글우드랩이 긍정적. 코스메카코리아에 대해 투자의견 매수와 목표주가 42,000원을 유지함

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	165.2	182.3	325.4	420.0	479.0
영업이익(십억원)	13.1	11.0	20.3	24.0	31.1
세전손익(십억원)	13.4	10.7	20.4	23.6	30.6
지배순이익(십억원)	11.5	9.9	13.8	13.1	17.0
EPS(원)	1,349	930	1,291	1,230	1,589
증감률(%)	114.7	-31.1	38.7	-4.7	29.2
ROE(%)	18.0	9.1	11.4	9.9	11.7
PER(배)	20.8	34.9	26.1	27.3	21.2
PBR(배)	2.9	3.1	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA(배)	15.7	20.9	17.8	13.5	10.9

Key Data	(기준일: 2018. 11. 30)
KOSPI(pt)	2096.86
KOSDAQ(pt)	695.76
액면가(원)	500
시가총액(억원)	3,594
발행주식수(천주)	10,680
평균거래량(3M,주)	140,679
평균거래대금(3M, 백만원)	4,402
52주 최고/최저	44,850 / 24,700
52주 일간Beta	1.2
배당수익률(18F,%)	0.3
외국인지분율(%)	14.0
주요주주 지분율(%)	
박은희 외 3인	39.0
박선기 외 2인	6.3

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	26.0	1.1	-3.7	8.5
KOSDAQ대비상대수익률	16.7	16.8	21.0	20.4

Company vs KOSDAQ composite

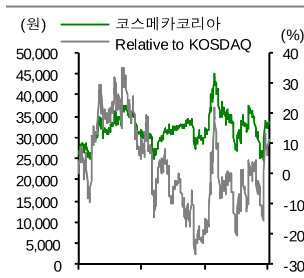


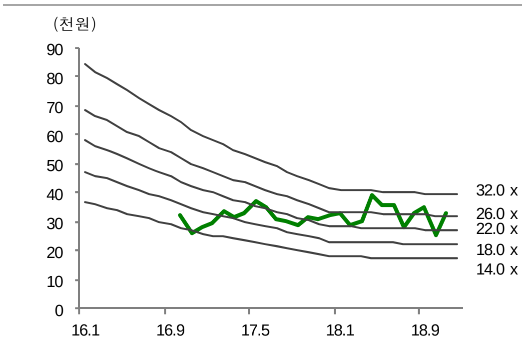
도표 1. 코스메카코리아 Valuation Table

(단위: 억원)

구분	19F NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치	202	24.0	4,857	코스맥스의 2014년 평균 12m FWD PER 20% 할인
- 순차입금			400	2019년 말 추정치
적정가치			**4,457**	
발행주식수			10,680,000	
목표주가			**41,733**	

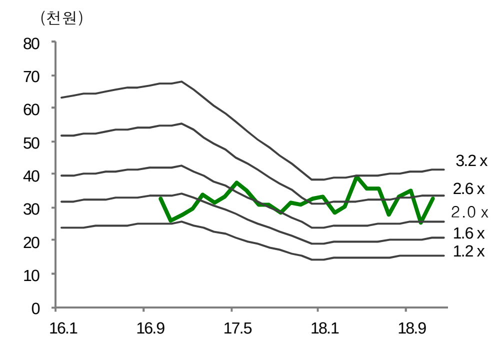
자료: 신영증권 리서치 센터
참고: 기존 배수 23배에서 소폭 상향하였음

도표 2. 코스메카코리아 12m FWDPER 추이



자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 3. 코스메카코리아 12m FWD PBR 추이



자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 4. 코스메카코리아 생산능력 추이

(단위: 백만개)

구 분		Capacity			
		2017	2018F	2019F	합계
한국	음성1공장	120			420
	음성2공장		190		
	잉글우드랩코리아		60		
중국	소주	80			240
	불산	40			
	평호			120	
미국	잉글우드랩		80	80	160
합계		240	+390	+200	770

자료: 코스메카코리아, 신영증권 리서치센터

도표 5. 코스메카코리아 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

구 분	2018				2019F				연간		
	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017A	2018F	2019F
연결매출액	532	796	953	974	939	1,168	1,004	1,088	1,823	3,254	4,200
증가율(YoY)	5.1%	59.7%	155.1%	118.6%	76.7%	46.7%	5.4%	11.7%		78.5%	29.0%
국내법인	463	702	490	550	532	729	539	627	1,605	2,205	2,427
중국법인	83	113	89	92	93	116	103	110	361	377	422
소주법인	81	109	79	84	83	103	83	88	358	353	358
불산법인	2.5	3.8	9.2	8.0	9.8	11.5	13.7	12.8	3	23	48
평호법인						1.2	6.0	9.6			16.8
잉글우드랩			398	352	339	348	387	376	0	750	1,450
매출총이익	96	173	180	147	191	234	166	170	389	596	760
매출총이익률	18.1%	21.8%	18.8%	15.1%	20.3%	20.0%	16.5%	15.6%	21.4%	18.3%	18.1%
영업이익	6	96	60	41	56	92	45	54	110	203	247
증가율(YoY)	-86.5%	84.1%	1145.5%	808.0%	760.2%	-5.0%	-24.3%	32.9%		85.1%	21.3%
영업이익률	1.2%	12.1%	6.3%	4.2%	5.9%	7.8%	4.5%	5.0%	6.0%	6.3%	5.9%
국내법인	7	89	15	25	35	69	22	31	76	135	157
영업이익률	1.5%	12.6%	3.1%	4.5%	6.5%	9.5%	4.0%	5.0%	4.7%	6.1%	6.5%
잉글우드랩			49	18	20	21	23	23	0	67	87
영업이익률			12.3%	5.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%		8.9%	6.0%
지배순이익	21	80	20	17	32	44	18	26	99	138	120
증가율(YoY)	-41.3%	63.5%	205.2%	95.6%	53.4%	-44.5%	-8.9%	51.4%	-13.7%	38.7%	-12.8%
지배순이익률	3.9%	10.1%	2.1%	1.8%	3.4%	3.8%	1.8%	2.4%	5.4%	4.2%	2.9%

자료: 코스메카코리아, 신영증권 리서치센터 / 참고: 법인별 영업이익률은 당사 추정치임

도표 6. 잉글우드랩 요약 재무제표

(단위: 억원)

구분	2014	2015	2016	2017	3Q17누적	3Q18누적
매출액	**390**	**596**	**792**	**871**	**634**	**896**
증가율(YoY)		52.9%	32.8%	10.0%		41.3%
매출원가	286	453	591	747	520	696
매출총이익	104	143	201	125	114	199
증가율(YoY)		37.5%	39.9%	-37.8%		74.8%
GPM	26.7%	24.0%	25.3%	14.3%	18.0%	22.3%
판관비	58	82	130	214	156	148
영업이익	**46**	**62**	**70**	**-89**	**-42**	**14**
증가율(YoY)		33.5%	13.7%	적전		적지
OPM	11.9%	10.4%	8.9%	-10.2%	-6.7%	1.6%
세전이익	44	62	22	-151	-106	5
지배순이익	**44**	**55**	**-3**	**-139**	**-100**	**-3**
증가율(YoY)		25.8%	적전	적지		적지
NPM	11.3%	9.3%	-0.4%	-15.9%	-15.8%	-0.3%

자료: 잉글우드랩, 신영증권 리서치센터

코스메카코리아(241710.KQ) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**165.2**	**182.3**	**325.4**	**420.0**	**479.0**
증가율(%)	66.7	10.4	78.5	29.1	14.0
매출원가	**130.1**	**143.4**	**265.8**	**344.0**	**388.3**
원가율(%)	78.8	78.7	81.7	81.9	81.1
매출총이익	**35.1**	**38.9**	**59.6**	**76.0**	**90.8**
매출총이익률(%)	21.2	21.3	18.3	18.1	19.0
판매비와 관리비 등	**22.0**	**27.9**	**39.3**	**52.0**	**59.7**
판관비율(%)	13.3	15.3	12.1	12.4	12.5
영업이익	**13.1**	**11.0**	**20.3**	**24.0**	**31.1**
증가율(%)	104.7	-16.0	84.5	18.2	29.6
영업이익률(%)	7.9	6.0	6.2	5.7	6.5
EBITDA	**15.9**	**14.8**	**24.4**	**32.3**	**39.4**
EBITDA마진(%)	9.6	8.1	7.5	7.7	8.2
순금융손익	**0.0**	**-0.4**	**-1.9**	**-1.7**	**-1.9**
이자손익	-0.3	0.3	-2.8	-2.6	-2.4
외화관련손익	0.3	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6
기타영업외손익	**0.2**	**0.1**	**1.9**	**1.3**	**1.4**
종속및관계기업 관련손익	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
법인세차감전계속사업이익	**13.4**	**10.7**	**20.4**	**23.6**	**30.6**
계속사업손익법인세비용	**1.9**	**0.7**	**2.9**	**4.2**	**5.5**
세후중단사업손익	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
당기순이익	**11.5**	**9.9**	**17.4**	**19.4**	**25.1**
증가율(%)	130.0	-13.9	75.8	11.5	29.4
순이익률(%)	7.0	5.4	5.3	4.6	5.2
지배주주지분 당기순이익	11.5	9.9	13.8	13.1	17.0
증가율(%)	130.0	-13.9	39.4	-5.1	29.8
기타포괄이익	**-0.4**	**-1.3**	**-1.3**	**-1.3**	**-1.3**
총포괄이익	**11.1**	**8.6**	**16.1**	**18.1**	**23.8**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	**101.4**	**90.5**	**131.1**	**135.7**	**145.7**
현금및현금성자산	50.0	38.2	23.8	18.6	20.8
매출채권 및 기타채권	31.3	32.0	62.1	70.8	80.8
재고자산	15.2	15.4	40.7	42.0	39.9
비유동자산	**41.6**	**60.5**	**165.6**	**173.3**	**181.0**
유형자산	37.9	53.2	117.2	125.1	132.9
무형자산	0.7	3.2	43.9	43.9	43.9
투자자산	1.7	1.9	2.3	2.2	2.1
기타 금융업자산	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자산총계	**143.0**	**151.1**	**296.7**	**309.0**	**326.7**
유동부채	**36.3**	**34.7**	**79.9**	**83.5**	**88.5**
단기차입금	2.4	2.1	14.1	12.1	10.1
매입채무및기타채무	31.9	30.7	55.8	62.3	70.4
유동성장기부채	0.0	0.0	5.0	4.0	3.0
비유동부채	**1.9**	**2.9**	**50.9**	**48.9**	**46.9**
사채	0.0	0.0	13.0	11.0	9.0
장기차입금	0.0	0.0	35.0	35.0	35.0
기타 금융업부채	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
부채총계	**38.2**	**37.6**	**130.8**	**132.3**	**135.4**
지배주주지분	**104.8**	**113.5**	**127.5**	**138.3**	**152.9**
자본금	2.7	2.7	5.3	5.3	5.3
자본잉여금	70.2	70.2	70.2	70.2	70.2
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.8	-2.1	-3.4	-4.7
이익잉여금	32.1	41.4	54.1	66.2	82.1
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**38.4**	**38.4**	**38.4**
자본총계	**104.8**	**113.5**	**165.9**	**176.7**	**191.3**
총차입금	**2.4**	**2.1**	**67.1**	**62.1**	**57.1**
순차입금	**-50.3**	**-38.2**	**41.6**	**42.2**	**35.3**

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	**4.4**	**10.4**	**-5.1**	**24.6**	**34.0**
당기순이익	**11.5**	**9.9**	**17.4**	**19.4**	**25.1**
현금유출이없는비용및수익	**6.5**	**5.7**	**10.4**	**15.7**	**16.7**
유형자산감가상각비	2.6	3.6	4.0	8.2	8.2
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
영업활동관련자산부채변동	**-13.6**	**-3.9**	**-27.2**	**-3.6**	**0.0**
매출채권의감소(증가)	-8.7	-1.2	-30.0	-8.7	-10.0
재고자산의감소(증가)	-6.0	-1.3	-25.3	-1.3	2.1
매입채무의증가(감소)	3.1	-0.8	25.1	6.6	8.1
투자활동으로인한현금흐름	**-13.2**	**-22.2**	**-32.5**	**-21.2**	**-21.3**
투자자산의 감소(증가)	0.0	-0.2	-0.4	0.1	0.1
유형자산의 감소	0.0	1.6	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-12.5	-21.1	-68.0	-16.0	-16.0
단기금융자산의감소(증가)	-0.2	0.5	0.4	0.3	0.3
재무활동으로인한현금흐름	**55.5**	**0.0**	**66.6**	**-6.1**	**-6.1**
장기차입금의증가(감소)	-4.9	0.0	35.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	13.0	-2.0	-2.0
자본의 증가(감소)	72.4	0.0	2.7	0.0	0.0
기타현금흐름	**0.1**	**-0.1**	**-43.3**	**-2.5**	**-4.4**
현금의 증가	**46.8**	**-11.8**	**-14.4**	**-5.2**	**2.2**
기초현금	3.2	50.0	38.2	23.8	18.6
기말현금	50.0	38.2	23.8	18.6	20.8

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	1,349	930	1,291	1,230	1,589
BPS	9,816	10,624	11,943	12,951	14,318
DPS	0	100	100	100	100
Multiples (배)					
PER	20.8	34.9	26.1	27.3	21.2
PBR	2.9	3.1	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	15.7	20.9	17.8	13.5	10.9

Financial Ratio

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	114.7%	-31.1%	38.7%	-4.7%	29.2%
EBITDA(발표기준) 증가율	80.7%	-6.9%	64.9%	32.4%	22.0%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	18.0%	9.1%	12.5%	11.3%	13.6%
ROE(지배순이익 기준)	18.0%	9.1%	11.4%	9.9%	11.7%
ROIC	27.7%	14.9%	12.3%	9.3%	11.5%
WACC	7.6%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%
안전성(%)					
부채비율	36.4%	33.1%	78.8%	74.9%	70.8%
순차입금비율	-48.0%	-33.7%	25.1%	23.9%	18.5%
이자보상배율	32.2	113.0	6.7	8.5	12.0

LG생활건강(051900.KS)

매수(유지)

굳건한 수요가 있다면 흔들릴 일 없다

현재주가(11/30) 1,160,000원
목표주가(12M) 1,500,000원

■ 2018년 굳건한 럭셔리 화장품 성장

LG생활건강의 2018년 연결 기준 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 9.7%, 13.0% 증가한 66,996억원과 10,510억원으로 전망됨. 동사는 연내 생활용품 구조조정을 지속하였음에도, 면세점과 중국 현지에서의 굳건한 화장품 매출 성장이 전사 매출과 영업이익을 견인하였음

■ 화장품 사업에 대한 두 가지 이슈

2019년 동사의 화장품 사업의 주요 이슈는 단일 브랜드에 대한 높은 의존 해소와 중국 전자상거래법 시행에 따른 면세점 채널 위축 우려임. 전자에 대해서는 모델 기용, 선별적 마케팅 등을 통해 숨, 오휘 등 차세대 브랜드에 대한 신규 고객 모집을 위한 노력을 지속 중. 동시에 고가 라인 출시를 통한 브랜드 평균판매단가를 높이고자 함. 면세점 채널은 향후 사업전망을 가늠하기 어려운 상황이나, 중국 현지의 수요가 굳건하다면 장기적으로는 판매 채널 전환의 문제라 판단됨

■ 생활용품은 해외를 통한 성장 의지, 투자의견과 목표주가 유지

국내 시장환경 개선이 눈에 띄지 않는 가운데 생활용품은 해외 판로 확대를 통한 성장을 기대함. 중국지역은 프리미엄 Personal Care 제품 판매에 집중할 계획. 음료는 날씨 요인이 가장 중요하며, 2019년에도 꾸준한 성장을 지속할 것으로 전망함. LG생활건강에 대해 투자의견 매수, 목표주가 150만원을 유지함

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	6,094.1	6,270.5	6,699.6	7,106.3	7,598.3
영업이익(십억원)	880.9	930.3	1,051.0	1,126.1	1,209.0
세전손익(십억원)	752.7	861.4	989.2	1,075.4	1,181.9
지배순이익(십억원)	568.2	606.7	702.1	748.8	823.4
EPS(원)	32,070	34,240	39,624	42,260	46,471
증감률(%)	23.4	6.8	15.7	6.7	10.0
ROE(%)	24.9	21.9	21.5	19.6	18.6
PER(배)	26.7	34.7	29.3	27.4	25.0
PBR(배)	5.8	6.9	5.7	4.9	4.3
EV/EBITDA(배)	14.9	18.9	16.5	14.9	13.6

Key Data	(기준일: 2018. 11. 30)
KOSPI(pt)	2096.86
KOSDAQ(pt)	695.76
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	195,239
발행주식수(천주)	17,718
평균거래량(3M,주)	45,012
평균거래대금(3M, 백만원)	50,789
52주 최고/최저	1,480,000 / 1,044,000
52주 일간Beta	1.3
배당수익률(18F,%)	0.8
외국인지분율(%)	45.2
주요주주 지분율(%)	
LG 외 1인	34.0
국민연금	6.8

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.6	-8.2	-13.3	-1.1
KOSPI대비상대수익률	5.3	1.1	-0.4	16.8

Company vs KOSPI composite

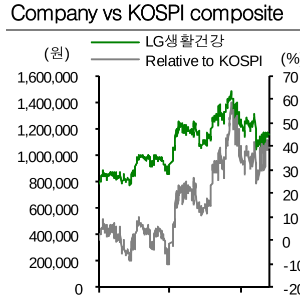


도표 1. LG생활건강 Valuation

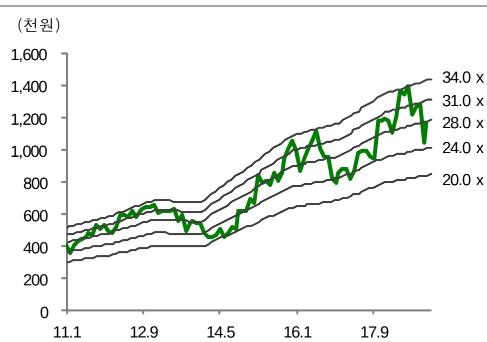
(단위: 억원)

	19F NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치			**242,601**	
화장품	6,035	34.0	205,185	글로벌피어 평균 19F PER 20% 할증
생활용품	1,023	21.0	21,486	글로벌피어 평균 19F PER
음료	937	17.0	15,929	음식료업종 평균 19F PER
- 순차입금			2,300	2019년 추정치
+ 투자자산			1,000	2019년 추정치
적정가치			**241,301**	
보통주 비중			88%	주식수 기준
보통주 적정가치			**212,705**	
발행주식수(주)			14,659,786	자기주식 958,411주 제외
적정주가(원)			**1,450,943**	

자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

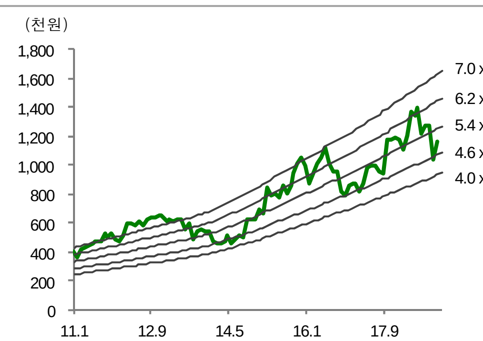
참고: Peer 배수 변동에 따라 생활용품 목표배수 기존 22배에서 소폭 하향, 음료 기존 15배에서 상향

도표 2. LG생활건강 12m FWD PER 차트



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 3. LG생활건강 12m FWD PBR 차트



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 4. LG생활건강 분기별 실적 전망 (단위: 십억원)

구 분	2018				2019F				연간		
	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017A	2018F	2019F
연결매출액	16,592	16,526	17,372	16,506	17,587	17,547	18,330	17,599	62,705	66,996	71,063
증가율(YoY)	3.7%	8.0%	8.0%	7.8%	6.0%	6.2%	5.5%	6.6%	2.9%	6.8%	6.1%
화장품	9,477	9,534	9,542	10,275	10,349	10,360	10,284	11,244	33,111	38,828	42,237
Luxury	7,079	7,408	7,309	7,975	8,000	8,149	8,040	8,932	23,596	29,772	33,121
Premium	2,398	2,126	2,233	2,300	2,350	2,211	2,244	2,311	9,502	9,056	9,116
생활용품	3,947	3,372	3,895	3,337	4,006	3,423	3,973	3,404	15,804	14,551	14,806
음료	3,168	3,620	3,935	2,894	3,231	3,765	4,073	2,952	13,788	13,617	14,021
매출총이익	9,892	9,898	10,290	9,904	10,499	10,528	11,016	10,577	38,095	39,984	42,621
매출총이익률	59.6%	59.9%	59.2%	60.0%	59.7%	60.0%	60.1%	60.1%	60.8%	59.7%	60.0%
영업이익	2,837	2,673	2,775	2,225	2,921	2,884	2,983	2,473	9,303	10,510	11,261
증가율(YoY)	9.1%	15.0%	9.8%	20.2%	3.0%	7.9%	7.5%	11.2%	5.6%	13.0%	7.1%
영업이익률	17.1%	16.2%	16.0%	13.5%	16.6%	16.4%	16.3%	14.1%	14.8%	15.7%	15.8%
화장품	2,123	1,945	1,842	2,055	2,173	2,124	1,954	2,249	6,365	7,964	8,500
영업이익률	22.4%	20.4%	19.3%	20.0%	21.0%	20.5%	19.0%	20.0%	19.2%	20.5%	20.1%
생활용품	418	273	428	83	441	308	556	136	1,667	1,203	1,441
영업이익률	10.6%	8.1%	11.0%	2.5%	11.0%	9.0%	14.0%	4.0%	10.5%	8.3%	9.7%
음료	298	456	457	87	307	452	472	89	1,274	1,298	1,320
영업이익률	9.4%	12.6%	11.6%	3.0%	9.5%	12.0%	11.6%	3.0%	9.2%	9.5%	9.4%
지배순이익	1,937	1,847	2,038	1,199	2,024	2,063	2,114	1,319	6,067	7,021	7,521
증가율(YoY)	9.4%	12.2%	10.5%	48.7%	4.5%	11.7%	3.8%	10.1%	6.8%	15.7%	7.1%
지배순이익률	11.7%	11.2%	11.7%	7.3%	11.5%	11.8%	11.5%	7.5%	9.7%	10.5%	10.6%

자료: LG생활건강, 신영증권 리서치센터

LG생활건강(051900.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	**6,094.1**	**6,270.5**	**6,699.6**	**7,106.3**	**7,598.3**
증가율(%)	14.4	2.9	6.8	6.1	6.9
매출원가	**2,434.0**	**2,460.9**	**2,701.3**	**2,844.2**	**3,035.3**
원가율(%)	39.9	39.2	40.3	40.0	39.9
매출총이익	**3,660.0**	**3,809.5**	**3,998.4**	**4,262.1**	**4,563.0**
매출총이익률(%)	60.1	60.8	59.7	60.0	60.1
판매비와 관리비 등	**2,779.1**	**2,879.2**	**2,947.4**	**3,136.0**	**3,354.0**
판관비율(%)	45.6	45.9	44.0	44.1	44.1
영업이익	**880.9**	**930.3**	**1,051.0**	**1,126.1**	**1,209.0**
증가율(%)	28.8	5.6	13.0	7.1	7.4
영업이익률(%)	14.5	14.8	15.7	15.8	15.9
EBITDA	**1,014.6**	**1,076.8**	**1,211.5**	**1,339.1**	**1,458.1**
EBITDA마진(%)	16.6	17.2	18.1	18.8	19.2
순금융손익	**-16.1**	**-11.1**	**-7.3**	**-5.6**	**-3.6**
이자손익	-15.9	-10.5	-9.9	-8.3	-5.9
외화관련손익	-0.1	-0.4	-0.2	-0.2	-0.2
기타영업외손익	**-119.4**	**-59.1**	**-54.7**	**-45.0**	**-29.2**
종속및관계기업 관련손익	**7.3**	**1.3**	**0.2**	**0.0**	**5.7**
법인세차감전계속사업이익	**752.7**	**861.4**	**989.2**	**1,075.4**	**1,181.9**
계속사업손익법인세비용	**173.5**	**242.9**	**276.4**	**314.2**	**344.8**
세후중단사업손익	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
당기순이익	**579.2**	**618.5**	**712.9**	**761.2**	**837.1**
증가율(%)	23.1	6.8	15.3	6.8	10.0
순이익률(%)	9.5	9.9	10.6	10.7	11.0
지배주주지분 당기순이익	568.2	606.7	702.1	748.8	823.4
증가율(%)	23.4	6.8	15.7	6.7	10.0
기타포괄이익	**22.8**	**-16.1**	**-16.1**	**-16.1**	**-16.1**
총포괄이익	**602.0**	**602.5**	**696.8**	**745.2**	**821.1**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	**1,424.6**	**1,513.3**	**1,537.0**	**1,624.1**	**1,846.1**
현금및현금성자산	338.9	386.2	209.9	172.2	235.6
매출채권 및 기타채권	493.4	539.8	693.8	746.4	817.0
재고자산	535.9	546.9	582.6	646.0	723.7
비유동자산	**3,077.6**	**3,264.6**	**3,699.7**	**4,091.6**	**4,453.2**
유형자산	1,463.8	1,616.6	1,877.4	2,189.5	2,466.4
무형자산	1,419.9	1,392.8	1,563.5	1,643.4	1,722.3
투자자산	63.7	102.1	105.7	105.7	111.4
기타 금융업자산	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자산총계	**4,502.2**	**4,778.0**	**5,236.7**	**5,715.7**	**6,299.4**
유동부채	**1,146.9**	**1,244.1**	**1,166.9**	**1,046.3**	**954.4**
단기차입금	92.3	71.0	111.0	61.0	11.0
매입채무및기타채무	664.8	691.0	693.8	673.2	681.4
유동성장기부채	184.9	265.0	145.0	95.0	45.0
비유동부채	**734.4**	**451.3**	**441.3**	**461.3**	**481.3**
사채	509.2	249.7	99.7	119.7	139.7
장기차입금	7.8	18.3	128.3	128.3	128.3
기타 금융업부채	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
부채총계	**1,881.3**	**1,695.4**	**1,608.2**	**1,507.6**	**1,435.7**
지배주주지분	**2,532.4**	**2,997.1**	**3,532.2**	**4,099.3**	**4,741.0**
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-92.4	-132.8	-148.8	-164.9	-180.9
이익잉여금	2,539.5	3,045.0	3,596.1	4,179.3	4,837.1
비지배주주지분	**88.5**	**85.5**	**96.3**	**108.8**	**122.6**
자본총계	**2,620.8**	**3,082.6**	**3,628.5**	**4,208.1**	**4,863.6**
총차입금	**794.3**	**604.1**	**514.1**	**434.1**	**354.1**
순차입금	**428.5**	**201.0**	**280.5**	**233.5**	**84.4**

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	**713.4**	**735.5**	**681.9**	**817.8**	**940.3**
당기순이익	**579.2**	**618.5**	**712.9**	**761.2**	**837.1**
현금유출이없는비용및수익	**451.7**	**467.0**	**445.6**	**534.4**	**598.6**
유형자산감가상각비	115.7	127.1	141.2	192.9	228.1
무형자산상각비	18.0	19.3	19.3	20.2	21.0
영업활동관련자산부채변동	**-135.2**	**-108.3**	**-190.3**	**-155.4**	**-144.8**
매출채권의감소(증가)	-48.1	-62.3	-154.0	-52.6	-70.6
재고자산의감소(증가)	-92.5	-16.6	-35.7	-63.4	-77.6
매입채무의증가(감소)	9.0	10.3	2.9	-20.6	8.2
투자활동으로인한현금흐름	**-405.5**	**-333.8**	**-252.4**	**-439.8**	**-446.4**
투자자산의 감소(증가)	-2.2	-37.1	-2.3	1.3	-4.4
유형자산의 감소	4.1	2.3	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-331.5	-284.2	-402.0	-505.0	-505.0
단기금융자산의감소(증가)	4.0	10.0	-6.8	-4.7	-5.7
재무활동으로인한현금흐름	**-367.1**	**-351.1**	**-299.7**	**-259.7**	**-274.4**
장기차입금의증가(감소)	12.8	15.6	110.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	-150.0	20.0	20.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	**1.1**	**-3.2**	**-306.0**	**-156.0**	**-156.0**
현금의 증가	**-58.1**	**47.3**	**-176.2**	**-37.8**	**63.4**
기초현금	396.9	338.9	386.2	209.9	172.2
기말현금	338.9	386.2	209.9	172.2	235.6

Valuation Indicator

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	32,070	34,240	39,624	42,260	46,471
BPS	146,927	173,155	203,356	235,365	271,585
DPS	7,500	9,000	9,000	10,000	10,000
Multiples (배)					
PER	26.7	34.7	29.3	27.4	25.0
PBR	5.8	6.9	5.7	4.9	4.3
EV/EBITDA	14.9	18.9	16.5	14.9	13.6

Financial Ratio

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	23.4%	6.8%	15.7%	6.7%	10.0%
EBITDA(발표기준) 증가율	25.1%	6.1%	12.5%	10.5%	8.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	24.5%	21.7%	21.2%	19.4%	18.5%
ROE(지배순이익 기준)	24.9%	21.9%	21.5%	19.6%	18.6%
ROIC	22.5%	20.0%	20.9%	18.9%	18.1%
WACC	8.9%	9.1%	9.2%	9.2%	9.2%
안전성(%)					
부채비율	71.8%	55.0%	44.3%	35.8%	29.5%
순차입금비율	16.3%	6.5%	7.7%	5.5%	1.7%
이자보상배율	44.3	66.7	88.5	112.3	147.8

아모레퍼시픽(090430.KS)

매수(유지)

중국 내 마케팅 활동 강화

현재주가(11/30)	172,500원
목표주가(12M)	230,000원

■ 아쉬운 2018년 실적

아모레퍼시픽의 2018년 연결 기준 매출액과 영업이익은 전년 대비 각각 3.6%, 10.1% 증가한 53,079억원과 5,364억원으로 전망됨. 동사는 2017년 9월부터 2018년 6월 말까지 면세점에서 구매제한 정책을 강화하여 럭셔리 제품에 대한 따이공(代工) 수요에 대한 수혜를 누리지 못했음. 더불어 3분기부터는 중국 매출의 절반을 차지하는 이니스프리의 부진에 따라 브랜드 노후화에 대한 우려가 있는 상황임

■ 관전포인트: 중국 내 럭셔리 비중 확대, 이니스프리 리뉴얼

동사는 3분기부터 중국 내 마케팅 활동을 적극적으로 시행하고 있음. 이는 2019년에도 지속될 예정이며, 럭셔리 브랜드 마케팅에 보다 집중할 계획임. 2019년에는 중국 이니스프리 진출 8주년 기념으로 브랜드 리뉴얼을 진행할 계획이며, 2018년과 동일하게 3~4선 도시 위주로 출점할 계획임. 면세점은 2019년 상반기까지 낮은 기저로 성장가능할 것

■ 다양한 브랜드가 강점, 투자의견과 목표주가 유지

전 세계적으로 한류 열풍과 함께 한국 화장품에 대한 관심이 높아지고 있음. 한국을 대표하는 화장품사로서, 다양한 브랜드를 활용한 진출 국가 다변화에 강점이 있음. 다만, 중국 매출이 견고하게 유지되는 가운데 점진적인 확장이 이상적임. 아모레퍼시픽에 대해 투자의견 매수, 목표주가 23만원을 유지함

결산기(12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	5,645.4	5,123.8	5,307.9	5,751.7	6,194.3
영업이익(십억원)	848.1	596.4	536.4	592.3	724.4
세전손익(십억원)	856.6	567.3	502.8	556.4	685.9
지배순이익(십억원)	639.3	394.0	368.3	417.5	514.7
EPS(원)	9,262	5,709	5,336	6,050	7,458
증감률(%)	10.7	-38.4	-6.5	13.4	23.3
ROE(%)	17.7	9.8	8.6	9.1	10.4
PER(배)	34.7	53.3	32.3	28.5	23.1
PBR(배)	5.7	5.1	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA(배)	19.5	23.2	12.5	11.6	9.8

Key Data	(기준일: 2018. 11. 30)
KOSPI(pt)	2096.86
KOSDAQ(pt)	695.76
액면가(원)	500
시가총액(억원)	110,354
발행주식수(천주)	69,016
평균거래량(3M,주)	519,111
평균거래대금(3M, 백만원)	82,974
52주 최고/최저	351,500 / 150,000
52주 일간Beta	2.1
배당수익률(18F,%)	0.8
외국인지분율(%)	32.1
주요주주 지분율(%)	
아모레퍼시픽그룹 외 3인	47.6
국민연금	7.1

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.2	-34.8	-47.7	-44.2
KOSPI대비상대수익률	5.9	-28.2	-39.9	-34.1

Company vs KOSPI composite

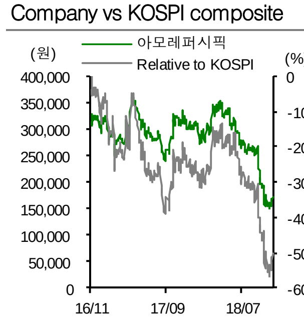
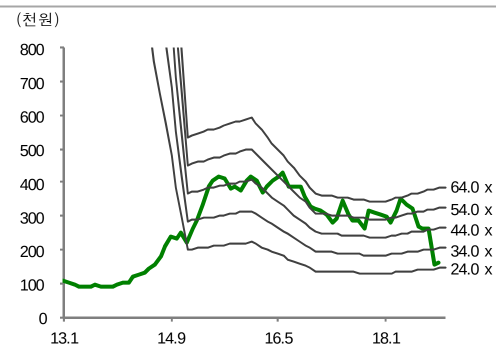


도표 1. 아모레퍼시픽 Valuation (단위: 억원)

구분	19F NOPLAT	Target PER	적정가치	비고
영업가치			**142,980**	
화장품				
국내	3,046	32.0	97,468	글로벌 Peer 19F PER 평균 15% 할증
해외	1,381	32.0	44,178	글로벌 Peer 19F PER 평균 15% 할증
생활용품&오설록	63	21.0	1,333	글로벌 Peer 19F PER 평균
+ 순현금			5,000	2019년 말 기준 추정
+ 투자자산			6,000	2019년 말 기준 추정
적정가치			153,980	
보통주 비중			85%	주식수 기준
보통주 적정가치			130,425	
발행주식수(주)			58,425,449	보통주, 자기주식 33,041주 제외
적정주가(원)			223,233	

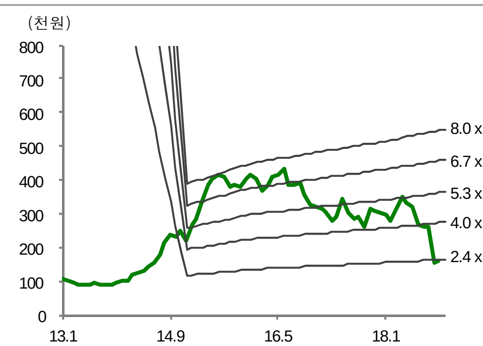
자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터
참고: 국내 화장품 사업부배수는 중국 인바운드 회복세의 중요도 높아짐에 따라 국내에서 글로벌 Peer 적용
국내 브랜드사 19F PER 평균의 15% 할증한 28배에서 글로벌사 19F PER평균의 15% 할증한 32배 적용
해외 화장품 사업은 글로벌사 19F PER평균의 10% 할증한 33배에서 15%할증한 32배로 소폭 하향
생활용품&오설록 사업부는 기존 22배에서 21배로 소폭 하향하였음

도표 2. 아모레퍼시픽 12m FWD PER 차트



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 3. 아모레퍼시픽 12m FWD PBR 차트



자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 4. 아모레퍼시픽 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

구 분	2018				2019F				연간		
	1Q18A	2Q18A	3Q18A	4Q18F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2017A	2018F	2019F
연결매출액	14,316	13,437	12,784	12,542	15,883	14,471	13,807	13,356	51,238	53,079	57,517
증가율(YoY)	-8.8%	11.5%	5.7%	10.0%	10.9%	7.7%	8.0%	6.5%	-9.2%	3.6%	8.4%
국내	9,409	8,777	8,398	7,086	10,505	9,408	8,951	7,485	33,474	33,670	36,348
화장품	7,807	7,608	6,971	6,190	8,860	8,295	7,495	6,571	28,302	28,576	31,220
Luxury	5,033	4,854	4,543	3,953	5,939	5,485	4,997	4,269	17,649	18,382	20,690
Premium	2,267	2,054	1,898	1,749	2,313	2,074	1,936	1,784	8,854	7,968	8,107
생활용품&오설록	1,602	1,169	1,427	896	1,645	1,113	1,456	914	5,172	5,094	5,128
해외	5,009	4,767	4,473	5,456	5,378	5,063	4,856	5,871	18,205	19,705	21,169
아시아	4,780	4,562	4,223	5,185	5,100	4,804	4,529	5,513	17,319	18,750	19,945
북미	153	142	186	211	214	199	260	295	529	692	968
유럽	76	63	64	60	65	61	67	63	357	263	256
매출총이익	10,492	9,848	9,311	9,030	11,753	10,564	9,941	9,750	37,441	38,682	42,008
매출총이익률	73.3%	73.3%	72.8%	72.0%	74.0%	73.0%	72.0%	73.0%	73.1%	72.9%	73.0%
영업이익	2,359	1,458	765	782	2,242	1,508	1,022	1,151	5,964	5,364	5,923
증가율(YoY)	-25.5%	43.5%	-24.3%	1.7%	-5.0%	3.4%	33.6%	47.2%	-29.7%	-10.1%	10.4%
영업이익률	16.5%	10.8%	6.0%	6.2%	14.1%	10.4%	7.4%	8.6%	11.6%	10.1%	10.3%
국내	1,574	926	491	393	1,815	1,062	614	611	4,177	3,384	4,102
영업이익률	16.7%	10.6%	5.8%	5.5%	17.3%	11.3%	6.9%	8.2%	12.5%	10.1%	11.3%
화장품	1,405	944	462	483	1,683	1,078	600	657	4,032	3,294	4,018
생활용품&오설록	169	-18	29	-90	132	-17	15	-46	145	90	84
해외	815	454	262	389	427	446	408	540	1,942	1,920	1,821
영업이익률	16.3%	9.5%	5.9%	7.1%	7.9%	8.8%	8.4%	9.2%	10.7%	9.7%	8.6%
아시아	850	536	301	433	466	478	441	570	2,177	2,120	1,955
북미	-16	-47	-33	-38	-32	-26	-26	-24	-63	-134	-108
유럽	-19	-35	-6	-6	-6	-6	-7	-6	-172	-66	-26
지배순이익	1,733	1,085	489	376	1,687	1,118	698	672	3,940	3,683	4,175
증가율(YoY)	-21.3%	38.1%	-37.6%	122.7%	-2.7%	3.0%	42.9%	78.9%	-38.4%	-6.5%	13.4%
지배순이익률	12.1%	8.1%	3.8%	3.0%	10.6%	7.7%	5.1%	5.0%	7.7%	6.9%	7.3%

자료: 아모레퍼시픽, 신영증권 리서치센터

아모레퍼시픽(090430.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	5,645.4	5,123.8	5,307.9	5,751.7	6,194.3
증가율(%)	18.4	-9.2	3.6	8.4	7.7
매출원가	1,424.8	1,379.7	1,439.8	1,550.9	1,670.1
원가율(%)	25.2	26.9	27.1	27.0	27.0
매출총이익	4,220.7	3,744.1	3,868.2	4,200.8	4,524.3
매출총이익률(%)	74.8	73.1	72.9	73.0	73.0
판매비와 관리비 등	3,372.6	3,147.7	3,331.7	3,608.5	3,799.9
판관비율(%)	59.7	61.4	62.8	62.7	61.3
영업이익	848.1	596.4	536.4	592.3	724.4
증가율(%)	9.7	-29.7	-10.1	10.4	22.3
영업이익률(%)	15.0	11.6	10.1	10.3	11.7
EBITDA	1,029.3	820.1	789.1	852.1	990.2
EBITDA마진(%)	18.2	16.0	14.9	14.8	16.0
순금융손익	11.7	10.7	10.5	11.3	12.2
이자손익	13.1	10.7	10.1	10.1	13.6
외화관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.3	-39.9	-44.2	-47.3	-50.7
종속및관계기업 관련손익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
법인세차감전계속사업이익	856.6	567.3	502.8	556.4	685.9
계속사업손익법인세비용	210.8	169.3	130.5	134.6	166.0
세후중단사업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	645.7	398.0	372.3	421.8	519.9
증가율(%)	10.4	-38.4	-6.5	13.3	23.3
순이익률(%)	11.4	7.8	7.0	7.3	8.4
지배주주지분 당기순이익	639.3	394.0	368.3	417.5	514.7
증가율(%)	10.7	-38.4	-6.5	13.4	23.3
기타포괄이익	-13.3	-11.5	-11.5	-11.5	-11.5
총포괄이익	632.4	386.5	360.8	410.2	508.4

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,116.3	1,677.5	1,634.8	1,789.2	2,131.0
현금및현금성자산	623.7	604.2	526.8	508.0	651.3
매출채권 및 기타채권	355.6	381.7	373.8	408.6	444.5
재고자산	409.9	374.8	406.4	479.3	563.1
비유동자산	3,065.2	3,698.2	3,870.8	4,042.5	4,128.2
유형자산	2,358.6	2,613.2	2,760.5	2,900.7	2,954.9
무형자산	228.1	239.7	270.7	301.7	332.7
투자자산	56.4	62.3	56.6	57.1	57.6
기타 금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	5,181.6	5,375.7	5,505.6	5,831.7	6,259.2
유동부채	1,171.2	1,046.4	901.9	906.2	913.6
단기차입금	96.4	85.1	60.1	55.1	50.1
매입채무및기타채무	614.0	596.9	340.3	359.5	382.0
유동성장기부채	48.3	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	113.7	153.9	155.9	155.9	155.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	42.9	44.9	44.9	44.9
기타 금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,284.9	1,200.3	1,057.7	1,062.0	1,069.4
지배주주지분	3,878.8	4,153.8	4,422.2	4,739.8	5,154.7
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	720.5	720.5	720.5	720.5
기타포괄이익누계액	-17.2	-40.1	-51.6	-63.1	-74.6
이익잉여금	3,158.7	3,456.5	3,736.4	4,065.6	4,492.0
비지배주주지분	17.8	21.6	25.7	29.9	35.1
자본총계	3,896.6	4,175.4	4,447.8	4,769.7	5,189.7
총차입금	147.7	129.5	106.5	101.5	96.5
순차입금	-941.0	-536.7	-500.9	-503.2	-670.9

Cashflow Statement

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	677.0	512.6	489.3	533.7	619.1
당기순이익	645.7	398.0	372.3	421.8	519.9
현금유출이없는비용및수익	408.6	450.7	373.1	384.3	418.2
유형자산감가상각비	181.2	223.7	252.7	259.8	265.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업활동관련자산부채변동	-163.3	-93.0	-135.7	-147.8	-166.6
매출채권의감소(증가)	-10.8	-36.5	7.9	-34.8	-35.9
재고자산의감소(증가)	-85.9	35.1	-31.6	-72.9	-83.8
매입채무의증가(감소)	6.1	-31.6	-256.6	19.3	22.4
투자활동으로인한현금흐름	-609.6	-400.8	-455.8	-459.6	-382.8
투자자산의 감소(증가)	-4.7	-6.0	5.8	-0.5	-0.5
유형자산의 감소	1.2	1.3	0.0	0.0	0.0
CAPEX	-494.8	-768.6	-400.0	-400.0	-320.0
단기금융자산의감소(증가)	-219.7	403.0	-18.6	-16.1	-19.3
재무활동으로인한현금흐름	-133.0	-110.9	-110.0	-92.0	-92.0
장기차입금의증가(감소)	0.0	45.4	2.0	0.0	0.0
사채의증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	2.2	-20.4	-0.8	-0.8	-0.8
현금의 증가	-63.5	-19.5	-77.4	-18.8	143.3
기초현금	687.2	623.7	604.2	526.8	508.0
기말현금	623.7	604.2	526.8	508.0	651.3

Valuation Indicator

12월 결산(원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
Per Share (원)					
EPS	9,262	5,709	5,336	6,050	7,458
BPS	56,222	60,206	64,094	68,697	74,708
DPS	1,580	1,280	1,280	1,280	1,280
Multiples (배)					
PER	34.7	53.3	32.3	28.5	23.1
PBR	5.7	5.1	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	19.5	23.2	12.5	11.6	9.8

Financial Ratio

12월 결산(십억원)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	10.7%	-38.4%	-6.5%	13.4%	23.3%
EBITDA(발표기준) 증가율	11.9%	-20.3%	-3.8%	8.0%	16.2%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	17.8%	9.9%	8.6%	9.2%	10.4%
ROE(지배순이익 기준)	17.7%	9.8%	8.6%	9.1%	10.4%
ROIC	24.0%	14.1%	12.3%	12.6%	14.3%
WACC	12.1%	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%
안전성(%)					
부채비율	33.0%	28.7%	23.8%	22.3%	20.6%
순차입금비율	-24.1%	-12.9%	-11.3%	-10.5%	-12.9%
이자보상배율	217.5	193.6	211.8	245.4	315.6

Compliance Notice

■ 투자등급

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 :향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 지난 1년간 해당 기업의 기업금융관련 업무를 수행한 바 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

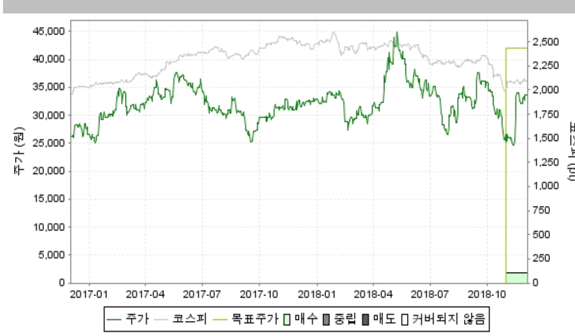
[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(2018.09.30)	매수 : 84.62%	중립 : 15.38%	매도 : 0.0%

[당사와의 이해관계 고지]

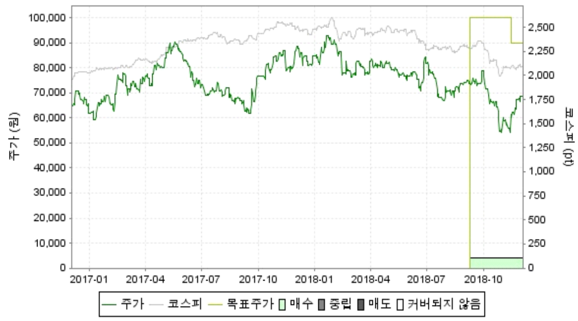
종목명	LP(유동성공급자) ELW	시장조성자 주식선물	시장조성자 주식옵션	1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증
코스메카코리아	-	-	-	-	-	-
한국콜마	-	-	-	-	-	-
코스맥스	-	-	-	-	-	-
LG생활건강	-	-	-	-	-	-
아모레퍼시픽	-	O	O	-	-	-

코스메카코리아 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

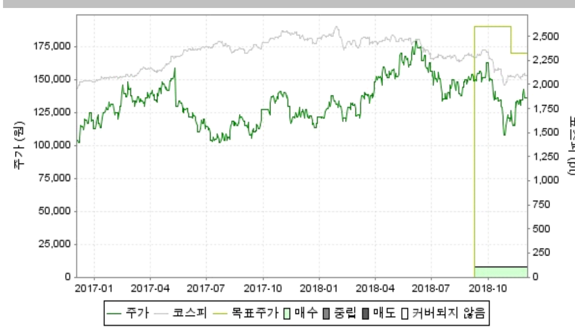


추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%) 평균주가	괴리율(%) 최고(저) 주가
2018-12-03	매수	42000		
2018-10-30	매수	42000		

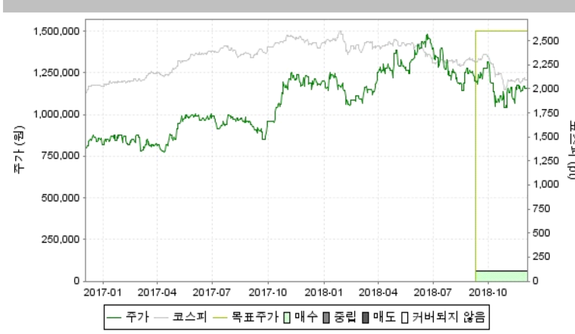
한국콜마 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2018-12-03	매수	90000		
	2018-11-15	매수	90000		
	2018-09-10	매수	100000	-33.89	-21.00



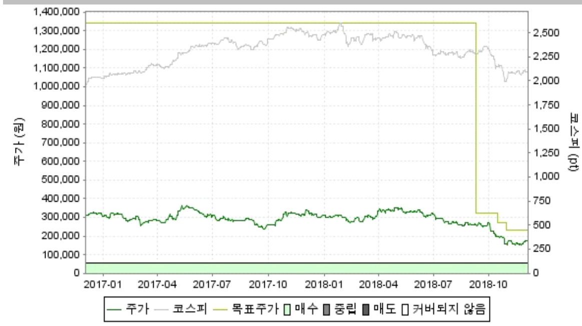
코스맥스 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2018-12-03	매수	170000		
	2018-11-08	매수	170000		
	2018-09-10	매수	190000	-27.15	-14.21



LG생활건강 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역	추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
				평균주가	최고(저) 주가
	2018-12-03	매수	1500000		
	2018-09-10	매수	1500000		



아모레퍼시픽 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역



추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%) 평균주가	괴리율(%) 최고(저) 주가
2018-12-03	매수	230000		
2018-10-30	매수	230000		
2018-10-15	매수	270000	-30.09	-26.67
2018-09-10	매수	320000	-23.31	-15.78