



화장품 하반기 화장품 투자전략 : 3Q20 ODM → 4Q20 럭셔리

- 1) 2Q20 Preview: 서구권에 밀리는 아시아 브랜드
- 2) 2H20 Preview: 면세 부진 지속 + 빨라지는 브랜드 양극화
- 3) 3분기 실적 이전 ODM, 이후 럭셔리 브랜드 업체들에 대한 투자 유효

화장품·엔터·레저. 전영현, 3773-9181

SK INDUSTRY Analysis



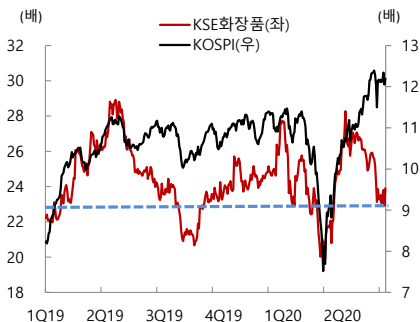
Analyst

전영현

yj6752@sks.co.kr
02-3773-9181

종목명	투자의견	목표주가(원)
LG 생활건강	매수 / 유지	1,600,000 / 하향
아모레퍼시픽	중립 / 하향	180,000 / 하향
아모레 G	중립 / 유지	55,000 / 하향
애경산업	중립 / 하향	26,000 / 하향
네오팜	매수 / 유지	44,000 / 유지
코스맥스	매수 / 유지	120,000 / 유지
한국콜마	매수 / 유지	48,000 / 유지

KSE 화장품과 KOSPI 의 12M Fwd PER 추이



자료: Quantwise, SK 증권

화장품 [중립(Neutral)/하향]

하반기 화장품 투자전략: 3Q20 ODM → 4Q20 럭셔리

코로나19로 인해 2분기 실적 전망이 좋지 않은 가운데, 면세 채널 부진 장기화와 중국 현지에서의 경쟁 심화로 글로벌 브랜드간 양극화가 가속화되고 있습니다. 3분기 비수기에 접어들며 국내 브랜드들은 이러한 변화의 흐름에서 더욱 취약할 것으로 보입니다. 화장품 업종에 대한 투자의견을 중립(Neutral)으로 하향합니다.

2Q20 Preview: 서구권에 밀리는 아시아 브랜드

2020년 2분기 국내 화장품 업종은 시장 기대치를 하회하는 부진한 실적을 기록할 전망이다. SK 증권 커버리지 7개사 합산 기준 매출액은 컨센서스를 -7% 하회하는 5.1조원(YoY -11%), 영업이익은 컨센서스를 -14% 하회하는 4,253억원(YoY -24%)을 기록할 것으로 예상된다. 실적 하회의 주요 원인은 면세 채널 부진(YoY -50~55%) 때문이며, 2분기 중국 내 서구권 브랜드 대비 국내 업체들의 실적 성장률도 부진했을 것으로 전망한다.

2H20 Preview: 면세 부진 지속 + 빨라지는 브랜드 양극화

최근 글로벌 피어 대비 국내 화장품 업종이 주가 회복이 더딘 모습을 보이며 밸류에이션이 상대적으로 낮아졌다. 하지만 단기간 내 화장품 업종 내 글로벌 키 맞추기가 이루어질 것으로 전망하기에는 무리가 있다고 판단한다. 1) 국내 브랜드들의 영업이익의 절대적인 비중을 차지하고 있던 면세 채널의 부진이 장기화되고 있고, 2) 중국 현지 경쟁 심화로 브랜드 간 양극화가 가속화되고 있어 단기 시장 점유율 하락에 대한 우려도 상존하기 때문이다. 또한, 3) 3분기는 여름철 비수기임과 동시에 이렇다할 온라인 쇼핑 행사 모멘텀도 없어 이러한 변화의 흐름에서 더욱 취약할 수 있다. 이에 따라 투자의견을 기존 비중확대(Overweight)에서 중립(Neutral)으로 하향한다.

하반기 투자전략: 3Q20 ODM → 4Q20 럭셔리

업황과 주가 상승여력 상승 여력을 감안하여 화장품 업종에 대한 하반기 투자전략으로는 3분기 실적 이전에는 ODM, 이후부터는 럭셔리 브랜드 업체에 대한 투자를 권한다. 단기 최선호주로는 코스맥스(Buy, 120,000원), 중장기 차선호주로는 LG 생활건강(Buy, 1,600,000원)을 제시한다.

SK 증권 화장품 업종 커버리지 2Q20E Preview

		2Q18	2Q19E	y-y %	q-q %	컨센서스	괴리율
LG 생활건강	매출액	1,832.5	1,753.8	-4.3%	-7.5%	1,859.8	-5.7%
	영업이익	301.5	271.3	-10.0%	-18.7%	289.9	-6.4%
아모레퍼시픽	매출액	1,393.1	1,132.2	-18.7%	0.1%	1,221.8	-7.3%
	영업이익	87.8	40.2	-54.2%	-34.0%	56.8	-29.3%
아모레 G	매출액	1,568.9	1,294.8	-17.5%	1.2%	1,425.1	-9.1%
	영업이익	110.4	55.2	-50.0%	-18.7%	78.2	-29.4%
애경산업	매출액	157.3	143.3	-8.9%	-10.7%	155.0	-7.5%
	영업이익	6.1	7.0	14.9%	-44.3%	9.7	-27.6%
네오팜	매출액	21.5	21.5	0.1%	11.3%	22.1	-3.0%
	영업이익	6.0	6.0	0.1%	-5.4%	6.1	-2.1%
코스맥스	매출액	332.3	350.7	5.5%	6.8%	364.3	-3.7%
	영업이익	13.2	14.0	6.4%	-12.7%	17.4	-19.6%
한국콜마	매출액	409.8	393.6	-3.9%	4.9%	416.9	-5.6%
	영업이익	38.0	31.7	-16.7%	6.0%	34.7	-8.7%

자료: Quantwise, SK 증권

Contents

1. 2Q20 Preview: 서구권에 밀리는 아시아 브랜드	4
2. 2H20 Preview: 빨라지는 브랜드 양극화	7
3. 하반기 화장품 투자전략: 3Q20 ODM → 4Q20 럭셔리	11
4. Appendix	12
5. 개별 기업 분석.	15
(1) LG 생활건강 (051900/KS 매수(유지) T.P 1,600,000 원(하향))	16
(2) 아모레퍼시픽 (090430/KS 중립(하향) T.P 180,000 원(하향))	20
(3) 아모레 G (002790/KS 중립(유지) T.P 55,000 원(하향))	24
(4) 애경산업 (018250/KS 중립(하향) T.P 44,000 원(하향))	28
(5) 네오팜 (092730/KQ 매수(유지) T.P 44,000 원(유지))	32
(6) 코스맥스 (192820/KS 매수(유지) T.P 120,000 원(유지))	36
(7) 한국콜마 (161890/KS 매수(유지) T.P 48,000 원(유지))	40

Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 6 월 29 일 기준)

매수	87.14%	중립	12.86%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

SK 증권 화장품 커버리지 2Q20 Preview

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	y-y %	q-q %	컨센서스	차이
LG생활건강										
매출액	1,874.8	1,832.5	1,964.9	2,013.3	1,896.4	1,753.8	-4.3%	-7.5%	1,859.8	-5.7%
영업이익	322.1	301.5	311.8	241.0	333.7	271.3	-10.0%	-18.7%	289.9	-6.4%
순이익	225.8	211.5	217.1	133.8	234.2	200.3	-5.3%	-14.5%	207.3	-3.4%
OPM%	17.2%	16.5%	15.9%	12.0%	17.6%	15.5%	-6.0%p	-12.1%p	15.6%	-0.1%p
아모레퍼시픽										
매출액	1,451.3	1,393.1	1,402.0	1,333.7	1,130.9	1,132.2	-18.7%	0.1%	1,221.8	-7.3%
영업이익	186.6	87.8	107.5	45.9	60.9	40.2	-54.2%	-34.0%	56.8	-29.3%
순이익	122.2	57.1	102.3	-57.9	67.0	29.4	-48.5%	-56.1%	43.5	-32.3%
OPM%	12.9%	6.3%	7.7%	3.4%	5.4%	3.6%	-43.6%p	-34.1%p	4.7%	-1.1%p
아모레G										
매출액	1,642.5	1,568.9	1,570.4	1,502.5	1,279.3	1,294.8	-17.5%	1.2%	1,425.1	-9.1%
영업이익	204.8	110.4	120.5	62.5	67.9	55.2	-50.0%	-18.7%	78.2	-29.4%
순이익	163.3	74.6	112.3	-67.7	94.8	20.1	-73.1%	-78.8%	41.4	-51.4%
OPM%	12.5%	7.0%	7.7%	4.2%	5.3%	4.3%	-39.4%p	-19.7%p	5.5%	-1.2%p
애경산업										
매출액	178.8	157.3	171.1	194.1	160.4	143.3	-8.9%	-10.7%	155.0	-7.5%
영업이익	23.0	6.1	14.9	16.6	12.6	7.0	14.9%	-44.3%	9.7	-27.6%
순이익	18.4	3.4	10.3	9.5	9.1	4.4	31.3%	-51.9%	9.4	-53.2%
OPM%	12.8%	3.9%	8.7%	8.6%	7.8%	4.9%	26.1%p	-37.6%p	6.2%	-1.4%p
네오팜										
매출액	19.9	21.5	19.1	22.8	19.3	21.5	0.1%	11.3%	22.1	-3.0%
영업이익	6.3	6.0	5.1	5.6	6.3	6.0	0.1%	-5.4%	6.1	-2.1%
순이익	4.7	4.5	4.2	5.8	5.4	4.9	8.5%	-9.1%	4.8	2.1%
OPM%	31.9%	27.8%	26.4%	24.6%	32.7%	27.7%	-0.1%p	-15.0%p	27.5%	0.3%p
코스맥스										
매출액	327.8	332.3	317.5	353.1	328.5	350.7	5.5%	6.8%	364.3	-3.7%
영업이익	13.5	13.2	10.4	16.9	16.0	14.0	6.4%	-12.7%	17.4	-19.6%
순이익	6.7	5.9	1.5	4.3	1.2	8.0	36.4%	568.9%	9.8	-17.9%
OPM%	4.1%	4.0%	3.3%	4.8%	4.9%	4.0%	0.8%p	-18.3%p	4.8%	-0.8%p
한국콜마										
매출액	380.6	409.8	360.9	389.4	375.3	393.6	-3.9%	4.9%	416.9	-5.6%
영업이익	31.7	38.0	20.2	27.8	29.9	31.7	-16.7%	6.0%	34.7	-8.7%
순이익	15.0	13.8	4.8	0.0	13.9	12.2	-11.9%	-12.7%	16.7	-27.3%
OPM%	8.3%	9.3%	5.6%	7.2%	8.0%	8.0%	-13.3%p	1.0%p	8.3%	-0.3%p

자료: Quantwise, SK 증권

1. 2Q20 Preview: 서구권에 밀리는 아시아 브랜드

(1) 2Q20 화장품 업종, 컨센서스 하회 전망

2Q20 커버리지 7개사 합산
영업이익은 컨센서스를 -14%
하회할 전망

2020년 2분기 화장품 업종은 시장 기대치를 하회하는 부진한 실적을 기록할 전망이다. SK 증권 커버리지 7개사 합산 기준 매출액은 컨센서스를 -7% 하회하는 5.1조원(YoY -11%)을, 영업이익은 컨센서스를 -14% 하회하는 4,253억원(YoY -24%)을 기록할 전망이다.

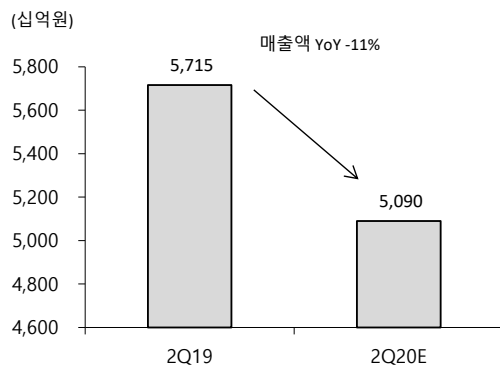
컨센 하회의 주요 원인 중 하나는
예상보다 깊은 면세점
부진(YoY -50~55%)의 폭

2분기 면세점 시장은 YoY -50~55% 축소될 것으로 추정되는 가운데, 면세점 매출 비중이 큰 대형 2사 및 주요 브랜드 업체들의 실적 타격이 클 것으로 전망한다. 면세점 채널은 대부분의 브랜드 업체들에게 가장 수익성이 좋은 채널로서 2019년 기준 아모레퍼시픽 전사 영업이익의 80%(적자 법인 손실 포함), LG 생활건강 전사 영업이익의 40% 가량을 담당했다. 그만큼 이익과 직결되는 채널인데, 코로나19 재확산으로 국가간 입국이 하반기까지 사실상 불가능해지면서 인바운드 여행객은 물론 파이공 수요마저 위축이 불가피할 것으로 보인다. 면세점 채널 부진 장기화를 반영해 주요 브랜드 업체들의 2020년과 2021년 실적을 하향 조정하였다.

2분기 온라인 화장품 매출은 YoY
+20~25% 성장했을 것으로 추정

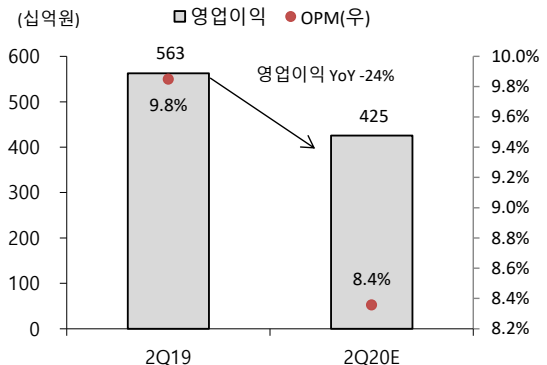
또한, 2분기에는 국내 화장품의 온라인 판매가 YoY +20~25% 가량 증가하며 채널 스 위칭이 가속화되었을 것으로 전망한다. 다만, 온라인 브랜드들의 경우, 상장 사들로 대표되는 전통적인 화장품 강자들보다 비교적 규모가 작고 몸집이 가벼운 3CE, 디어달리아, 시드물과 같은 인디 브랜드들이 수혜다. 커버리지 업체 중에서는 네오팜의 전사 매출 내 온라인 비중이 40% 수준으로 오프라인 채널 매출 하락이 상당 부분 상쇄되며 유일하게 컨센서스에 부합하는 실적을 기록할 것으로 예상된다.

2Q20 화장품 커버리지 합산 7개사 매출액 전망



자료 : Quantwise, SK 증권

2Q20 화장품 커버리지 합산 7개사 영업이익 전망



자료 : Quantwise, SK 증권

(2) 글로벌 업체들의 선전이 돋보였던 6.18 쇼핑 행사

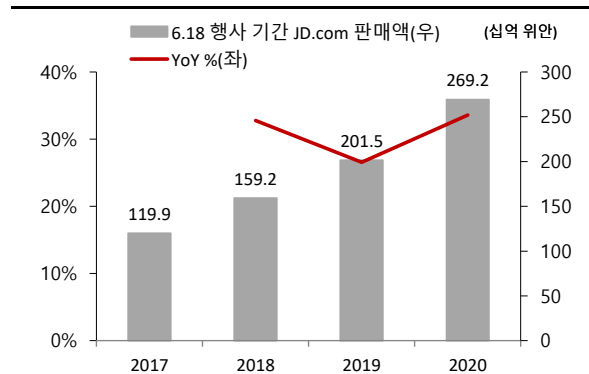
6.18 행사 기간 동안 중국의 온라인 거래액 규모는 약 205 조원, 그 중 화장품 관련 매출은 약 7.5 조원

한편, 6월 1일부터 6월 18일까지 진행된 중국 '6.18 쇼핑 페스티벌'에서는 글로벌 업체들의 선전이 돋보였다. 징둥닷컴의 3주간의 누적 거래액은 2,692 억 위안(한화 약 46 조원)으로 YoY +34% 성장하였는데, 2019년 같은 기간 판매액이 YoY +27% 성장했던 것을 감안하면 코로나로 인한 온라인 소비 선호가 상당 부분 반영된 것으로 보인다. 5월 26일부터 6월 18일까지 알리바바의 총 거래액은 6,982 억 위안(한화 약 119 조원)으로 2019년 광군절 하루 거래액의 2.6 배 수준을 기록하였다. 해당 기간 동안 중국의 전체 인터넷 쇼핑 금액은 1.2 조 위안(한화 약 205 조원)이었으며, 그 중 뷰티 관련 매출액은 435 억 위안(한화 약 7.5 조원) 수준으로 집계되었다.

**징둥닷컴 기준 성장률은
랑콤 > SK-II > 후 순으로 좋았음**

금번 '6.18 쇼핑 페스티벌'에서는 글로벌 브랜드들이 고성장한 점이 눈에 띄었다. 징둥닷컴 기준 전체 기초 화장품 매출은 YoY +100% 성장한 가운데, 랑콤이 YoY +580%, SK-II가 YoY +260%, 후가 YoY +220% 증가한 것으로 보인다.

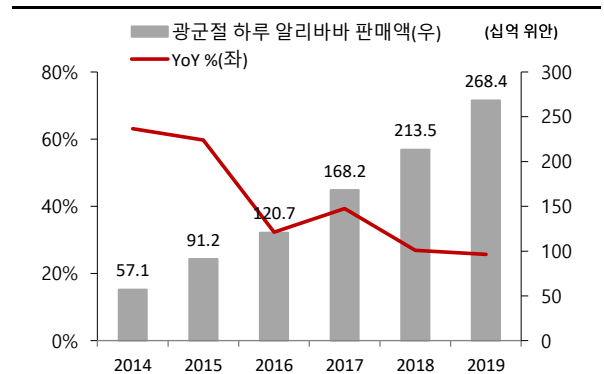
JD.com의 6.18 행사기간 연도별 판매액



자료: JD.com, SK 증권

주: 해당 판매액은 JD.com의 약 4주간의 6.18 행사기간 동안의 판매액

알리바바의 연도별 광군절 판매액 추이



자료: 알리바바, SK 증권

주: 해당 판매액은 티몰의 11월 11일 하루 동안의 판매액

국내 브랜드들의 6.18 행사 성적은
좋았으나, 면세점 부진을
상쇄하기에는 역부족일 것

여러 언론에서 보도됐듯이 6.18 쇼핑 행사에서 LG 생활건강의 '후' 브랜드는 티몰 기준으로는 YoY +182% 성장한 것으로 추정된다. 설화수 역시 티몰 기준 매출액이 YoY +142% 성장하며 호실적을 달성한 것으로 보인다. 다만, 알리바바의 광군절 하루 판매액이 6.18 행사 4 주간의 판매액의 40% 수준임을 고려하면 2분기 면세점 부진을 상쇄할 만큼의 중국 현지 매출 성장을 기대하기에는 무리가 있다. '후'의 천기단 화현 세트는 10.3 만개, 설화수 자음생 세트는 8.9 만개 판매된 것으로 집계되었으며 이로 인해 전년 동기 대비 늘어날 수 있는 판매액은 화현 세트가 약 120 억원, 자음생이 약 85 억원 수준일 것으로 추정한다.

6.18 티몰 화장품 브랜드 순위에서
'후'는 지난 광군절 대비 두 계단
상승한 6위 기록

한편, 금번 6.18 행사의 티몰 기준 화장품 브랜드 순위에서 '후'가 지난 광군절 순위에서 두 계단 상승하며 럭셔리 자리를 견고히 했다는 점은 긍정적이다. '후'가 추월한 브랜드들은 중국의 중저가 오프라인 기초 화장품 브랜드로 대표되는 '바이체링'과 '자연당'이다. 6.18 에 새로 이름을 올린 홈페이지셜프로, 프리플러스, 스킨슈티컬은 각각 중국, 일본(Kanebo), 프랑스(L'oreal) 기업으로 비(非)럭셔리 브랜드들 사이의 경쟁도 더욱 치열해지고 있는 모습이다.

2020 년 6.18 에서 '후'는 티몰 화장품 브랜드 순위 6위 기록



자료 : 알리바바, SK 증권

2019 년 광군절 '후'는 티몰 화장품 브랜드 순위 8위 기록



자료 : 알리바바, SK 증권

주: 1~10 위는 각각 로레알, 랑콤, 에스티로더, 올레이, SKII, 자연당, 바이체링, 후, 퍼펙트다이어리, 위노아 순

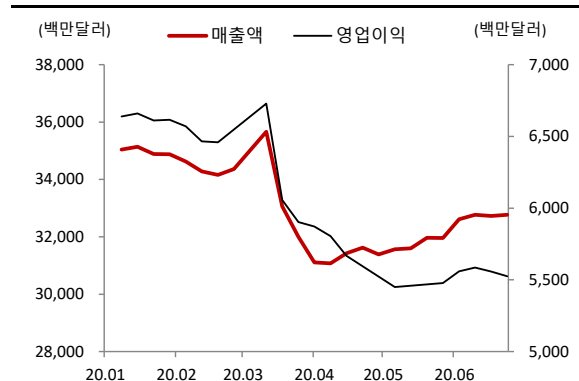
2. 2H20 Preview: 빨라지는 브랜드 양극화

(1) 6.18 이후, 엇갈리는 실적 전망

2분기 글로벌 럭셔리 업체들은
P를 낮추고 Q를 증가시키며 중국
시장 내 점유율을 확대 중

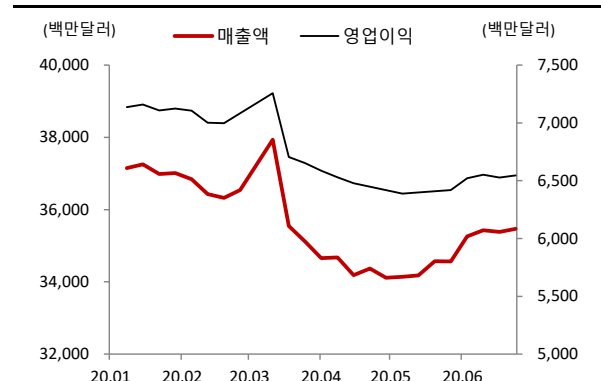
앞서 '6.18 쇼핑 페스티벌' 성적에서 보았듯이, 매출 규모가 압도적으로 큰 럭셔리 메가 브랜드들이 시장 성장률을 크게 상회하는 매출 성장률을 보이고 있다는 점은 브랜드 양극화가 더욱 가속화되고 있다는 방증이다. 2분기 중국 현지에서는 글로벌 럭셔리 브랜드들(로레알, 에스티로더 등)이 유난히 가격 프로모션과 마케팅에 집중하는 모습을 보였는데, 이는 불안한 업황 속에서 가격 훼손에 대한 우려가 비교적 적고 브랜드 로열티가 상대적으로 견고한 럭셔리 브랜드들이 가격(P)을 낮추고 판매(Q)를 증가시킴으로써 시장 점유율을 더욱 확고히 할 수 있는 기회를 잘 활용한 전략이었던 것으로 판단한다. 한편, 이러한 경쟁사들의 전략은 전체 시장 성장이 정체된 현 상황에서 국내 업체들에게는 상대적으로 점유율 하락을 야기시킬 수 있는 위기가 될 수도 있다.

로레알 2020 년 실적 컨센서스 변화 추이



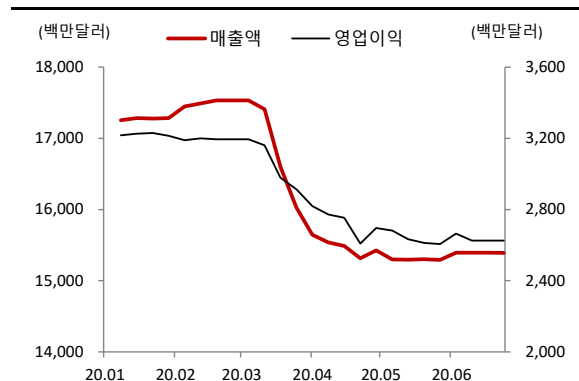
자료 : Quantwise, SK 증권

로레알 2021 년 실적 컨센서스 변화 추이



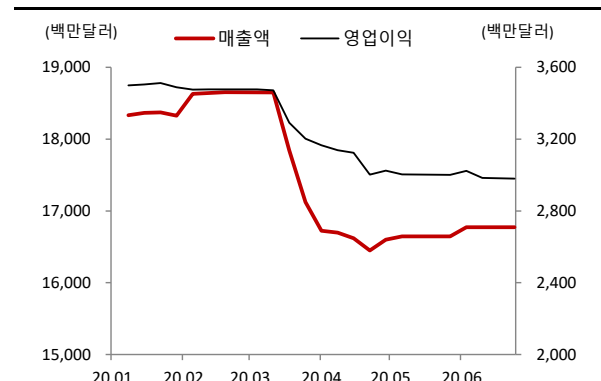
자료 : Quantwise, SK 증권

에스티로더 2020 년 실적 컨센서스 변화 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

에스티로더 2021 년 실적 컨센서스 변화 추이

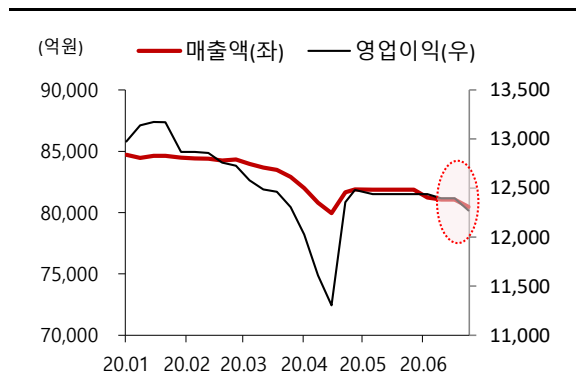


자료 : Quantwise, SK 증권

**6월 이후 로레알과 에스티로더의
연간 실적 추정치는 상향되고 있는
반면, LGHH와 아모레P의 실적은
하향 조정 중**

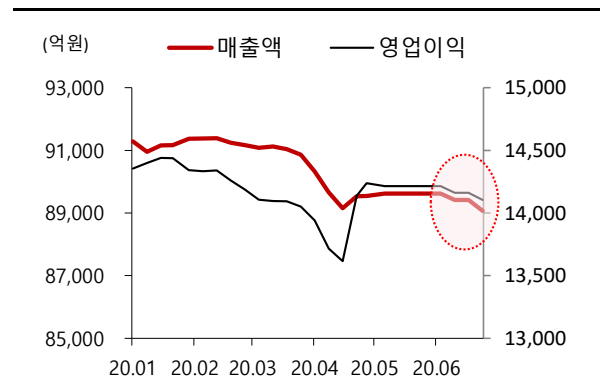
최근 글로벌 브랜드들의 가격 프로모션 강화에 대해 LG 생활건강과 아모레퍼시픽은 상대적으로 소극적으로 대응하고 있는 모습인데, 이 때문에 6.18 행사에서의 브랜드 별 성장률에도 크게 차이가 있었던 것으로 보인다. 우리나라 업체들의 경우, 브랜드의 역사가 상대적으로 짧고, K-뷰티에 대한 아성이 조금씩 희미해져 가고 있어 '브랜드 가치' 훼손에 상대적으로 취약할 수 있고, 그만큼 가격 경쟁에 있어 조심스러울 수 밖에 없었을 것으로 추정한다. 다만, 이러한 추세가 하반기까지 지속된다면, 코로나 19로 전체 화장품 시장 성장률이 막혀있는 가운데서 글로벌 업체들이 시장의 점유율을 더욱 빨리 잠식해 나갈 수 있을 것으로 보여 다소 우려스러운 부분이 있다. 실제로 6월 이후 로레알과 에스티로더의 2021 년과 2022 년 매출 추정치는 상향 조정되고 있는 반면, LG 생활건강과 아모레퍼시픽의 실적은 하향 조정되고 있다. 면세점 트래픽 위축 영향은 모든 브랜드들이 동일하게 겪고 있는 가운데, 결국 최종 소비 시장인 중국에서의 점유율 경쟁에 대한 우려가 반영되고 있다고 판단한다.

LG 생활건강 2020 년 실적 컨센서스 변화 추이



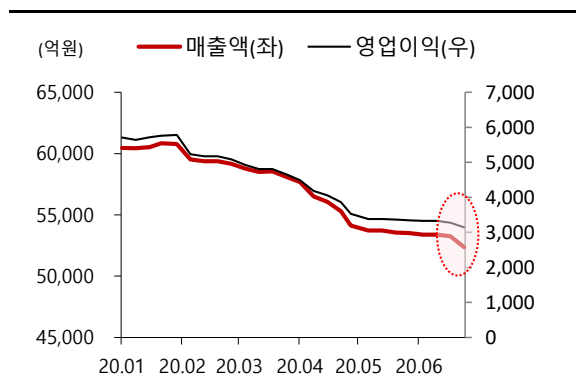
자료 : Quantwise, SK 증권

LG 생활건강 2021 년 실적 컨센서스 변화 추이



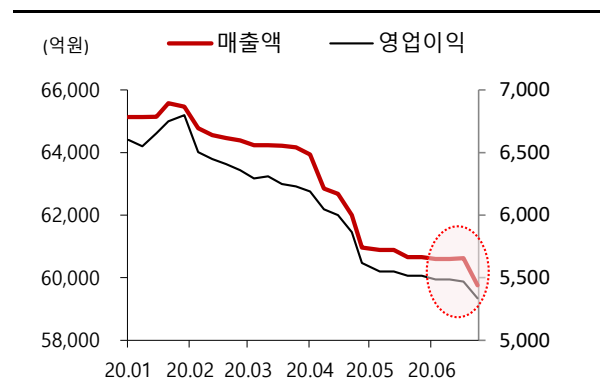
자료 : Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 2020 년 실적 컨센서스 변화 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 2021 년 실적 컨센서스 변화 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

(2) 단기간 내 글로벌 키 맞추기를 기대하기에는 무리

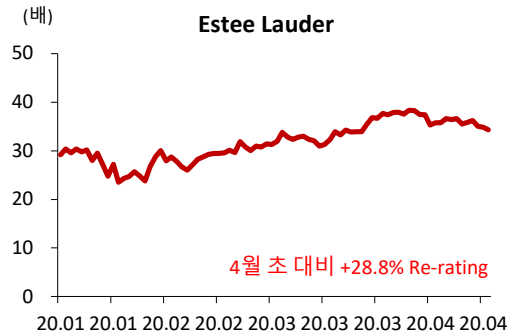
불확실성 심화 국면에서 국내
화장품 업체들의 글로벌 매력도는
크지 않음

럭셔리 브랜드들은 결국 높은 실적의 연속성을 의미하는 ‘브랜드 가치’에 따라 주식의 가격도 달리 평가 받게 된다. 아래에서 볼 수 있듯, 코로나 19 확산 우려로 본격적인 국가간 입국 금지가 시행되었던 4월 초 이후 글로벌 럭셔리 업체들은 낮아진 실적 추정치에도 불구하고 주가가 꾸준히 회복되는 모습을 보였으나, 국내 브랜드들의 경우, 변동성이 심한 모습을 보였다. 코로나 19 영향으로 당장 실적 불확실성이 커진 가운데 중장기적으로도 꾸준히 실적이 우상향할 기업들에 대한 밸류에이션 리레이팅이 더욱 가파르게 이뤄졌던 것으로 보인다. 다시 말해, 시장에서도 우리나라 브랜드들이 중국 내에서 꾸준히 럭셔리 브랜드로서 매출 고성장을 지켜나갈 수 있을지에 대해 상대적으로 의구심을 갖고 있다는 뜻이다.

1) 면세 부진 장기화, 2) 브랜드
양극화, 3) 3분기 실적 부진 우려로
당분간 화장품 업종은 관망세 유지

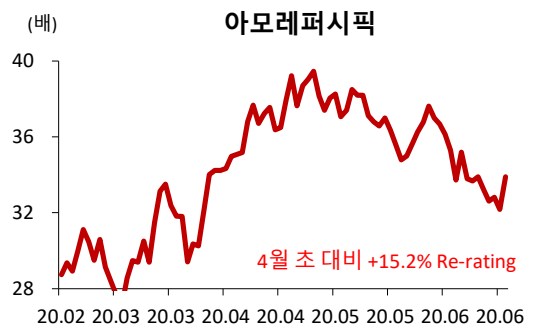
코로나 19로 인해 실적 추정치가 급격하게 낮아지며 글로벌 피어 업체들의 밸류에이션이 높아진 가운데, 국내 업체들의 주가 회복은 더뎠다. 그렇기 때문에 최근 국내 업체들의 밸류에이션 매력도가 상대적으로 커보일 수 있겠으나, 단기간 내 화장품 업종 내 글로벌 키 맞추기가 이루어질 것으로 전망하기에는 무리가 있다는 판단이다. 1) 국내 브랜드들의 영업이익의 절대적인 비중을 차지하고 있던 면세 채널의 부진이 장기화되고 있고, 2) 중국 현지 경쟁 심화로 브랜드 간 양극화(Brand Consolidation)가 더욱 빠르게 이뤄지고 있어 단기 점유율 하락에 대한 우려도 상존하기 때문이다. 또한, 3) 3분기는 여름철 비수기임과 동시에 이렇다 할 온라인 쇼핑 행사 모멘텀도 없어 이러한 변화의 흐름에서 더욱 취약할 수 있기 때문에 당분간 국내 화장품 업종에 대해서는 관망세를 유지하는 것이 바람직해 보인다. 이에 따라 투자 의견을 기존 비중확대(Overweight)에서 중립(Neutral)으로 하향한다.

에스티로더 12M Fwd PER 추이



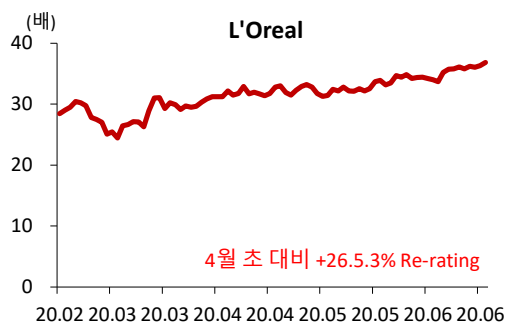
자료 : Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 12M Fwd PER 추이



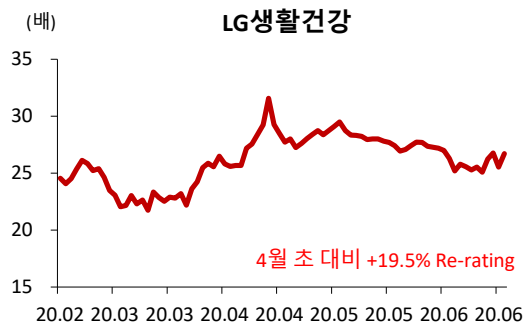
자료 : Quantwise, SK 증권

로레알 12M Fwd PER 추이



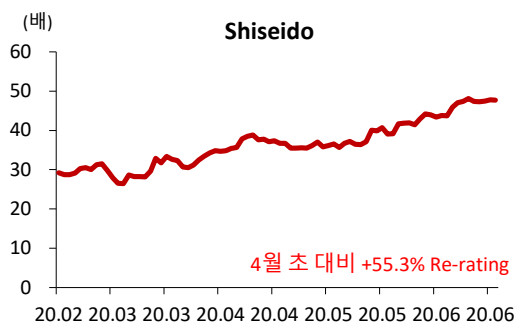
자료 : Quantwise, SK 증권

LG 생활건강 12M Fwd PER 추이



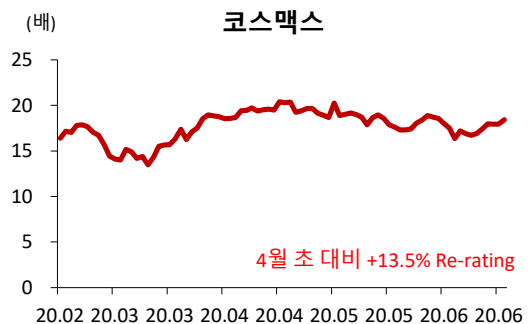
자료 : Quantwise, SK 증권

시세이도 12M Fwd PER 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

코스맥스 12M Fwd PER 추이



자료 : Quantwise, SK 증권

3. 하반기 투자전략: 3 분기 ODM → 4 분기 럭셔리

3 분기 실적 이전에는 ODM,
이후부터는 럭셔리 브랜드 업체들에
대한 투자 유효

국내 화장품 업종에 대한 하반기 투자전략으로는 3 분기 실적 이전에는 ODM, 이후부터는 럭셔리 브랜드 업체들에 대한 투자를 권한다. 단기적으로 QoQ 실적이 개선되는 업체가 거의 없는 가운데, 중국 내 온라인 고객사 수주 증가로 ODM 업체들의 2~3 분기 실적은 상대적으로 방어될 것으로 전망되기 때문이다. 2 분기 실적부터 4 분기까지 탑라인이 안정적으로 성장할 것으로 예상되는 코스맥스(Buy, 120,000 원)를 업종 내 단기 최선호주로 제시한다. 한편, 3 분기 실적을 앞두고는 중국 법인 가동률이 서서히 회복될 한국콜마(Buy, 48,000 원)의 매력도도 함께 커질 수 있을 전망이다.

중국 내 온라인 고객사 수주 증가로
ODM 업체들의 2~3 분기 실적
성장률이 상대적으로 클 전망

3 분기 실적 이후부터는 4 분기 중국 최대 온라인 쇼핑 페스티벌인 광군절(11.11)의 폭발적 소비에 대한 기대가 반영되며 브랜드 업체들의 실적 회복에 대한 기대감이 더욱 고조될 것으로 보인다. 다만, 중저가 브랜드들의 경우, 2020 년 1~3 분기 동안 중국 내 신규 브랜드 난립, 온라인 브랜드 선호 현상 증가로 실적 불확실성이 커질 것으로 보여 기민한 실적 팔로업이 더욱 중요해질 것으로 보인다.

3 분기 이후 광군절 소비 모멘텀을
앞두고는 자연스럽게 돌아올 소비인
럭셔리에 대한 투자가 합리적

따라서 3 분기 이후에는 면세점 수요와 중국 현지 화장품 소비가 증가하면 자연스럽게 돌아올 소비라고 여겨지는 럭셔리 화장품 브랜드에 대한 투자가 보다 합리적이다. 아모레퍼시픽의 경우, ‘설화수’와 ‘헤라’의 판매 실적은 견조할 것으로 보이나, 중국 내 이니스프리 및 기타 메스티지 브랜드들의 비용 효율화 진행 속도에 따라 실적 변동성이 커질 수 있어 중국 내 ‘후’와 ‘숨’, ‘오휘’ 등 럭셔리 매출 비중이 85% 이상으로 절대적인 LG 생활건강을 하반기 투자대안으로 제시한다. LG 생활건강의 12M Fwd PER 은 28.5 배 수준으로 국내 피어 대비 해서도 할인된 가격에 거래되고 있어 하반기 중국 최대 소비 모멘텀을 앞두고 투자 매력도는 더욱 커질 수 있을 것으로 전망한다.

4. Appendix

표 1. 면세점 월별 판매 동향

		19.05	19.06	19.07	19.08	19.09	19.10	19.11	19.12	20.01	20.02	20.03	20.04	20.05
면세점 월별 이용객 수 (천명)	내국인	2408	2518	2448	2365	2151	2260	2219	2248	2223	1044	326	237	375
	외국인	1746	1673	1662	1707	1729	1806	1721	1773	1614	711	262	118	92
	Total	4154	4191	4110	4072	3880	4067	3940	4021	3837	1754	588	354	467
y-y %	내국인	-6.8	-1.6	-3.2	-7.4	-12.6	-9.1	-8.9	-4.8	-13.7	-56.8	-86.6	-90.1	-84.4
	외국인	10.2	4.6	12.0	13.1	13.8	13.2	12.2	15.8	10.9	-46.1	-84.5	-93.2	-94.7
	Total	-0.3	0.8	2.4	0.2	-2.6	-0.4	-0.8	3.3	-4.8	-53.1	-85.8	-91.4	-88.8
면세점 월별 매출액 (백만\$)	내국인	295	303	298	273	263	274	278	287	278	108	21	16	32
	외국인	1471	1361	1417	1536	1609	1570	1682	1655	1465	815	871	787	796
	Total	1766	1664	1715	1810	1838	1844	1960	1942	1743	923	892	804	828
y-y %	내국인	-8.7	0.1	-4.7	-10.2	-11.8	-5.0	-2.8	-1.0	-11.9	-63.7	-92.8	-94.4	-89.0
	외국인	26.0	22.1	37.5	28.9	31.8	36.5	43.4	46.0	21.1	-35.0	-46.4	-45.8	-45.9
	Total	18.5	17.4	27.7	21.0	21.0	28.2	34.3	36.5	14.3	-40.5	-53.5	-54.0	-53.1
면세점 인당 구매금액 (\$/명)	내국인	123	120	122	115	122	121	125	128	125	104	65	69	86
	외국인	843	814	852	900	930	869	978	934	908	1147	3323	6687	8652
	Total	425	397	417	444	474	453	498	483	454	526	1518	2268	1774
y-y %	내국인	-2.0	1.8	-1.6	-3.1	1.0	4.5	6.8	4.0	2.1	-15.9	-46.5	-44.0	-29.5
	외국인	14.3	16.7	22.8	14.0	15.8	20.6	27.8	26.2	9.2	20.7	247.1	695.9	926.5
	Total	18.9	16.5	24.7	20.7	24.1	28.7	35.4	32.1	20.1	26.7	226.5	433.6	317.3

자료: 면세점 협회 SK 증권

표 2. 화장품, 명품 업체별 주가 및 투자지표 현황

업종분류	회사명	국가	통화 단위	시가총액 (백만 USD)	주가 (각국 통화)	12 Fwd PE	12 Fwd Market PE	Valuation Premium	PE 1	PE 2	12 Forward PB	12 Fwd Market PB	Valuation Premium	PB 1	PB 2
일본 화장품	KAO CORP	일본	JPY	38,790	8,638	26.2	17.2	53%	27.6	25.0	4.4	1.2	275%	4.5	4.2
	SHISEIDO,	일본	JPY	26,120	7,009	47.7	17.2	177%	67.5	36.8	5.3	1.2	357%	5.5	5.1
	UNICHARM CORP	일본	JPY	25,554	4,418	35.9	17.2	109%	37.1	34.6	4.8	1.2	312%	5.0	4.6
	KOSE CORPORATION	일본	JPY	7,457	13,210	36.8	17.2	114%	41.2	28.0	3.1	1.2	170%	3.2	3.0
	POLA ORBIS HLDG INC	일본	JPY	4,107	1,924	27.9	17.2	63%	36.8	23.5	2.3	1.2	102%	2.4	2.3
	LION CORP	일본	JPY	7,173	2,574	28.0	17.2	63%	26.0	30.4	3.2	1.2	178%	3.3	3.1
	PIGEON CORP	일본	JPY	4,794	4,230	41.3	17.2	140%	44.6	38.4	7.0	1.2	505%	7.2	6.9
	PHARMACEUTICAL	일본	JPY	3,829	3,480	26.9	17.2	57%	27.4	25.6	2.6	1.2	123%	2.6	2.5
	PALTAC CORP	일본	JPY	2,972	5,020	15.3	17.2	-11%	15.8	14.5	1.4	1.2	16%	1.4	1.3
	FANCL CORP	일본	JPY	3,862	3,180	35.0	17.2	104%	36.7	30.5	5.2	1.2	346%	5.3	4.8
	MANDOM	일본	JPY	899	2,000	21.7	17.2	26%	23.3	18.8	1.3	1.2	13%	1.3	1.3
	MILBON CO., LTD.	일본	JPY	1,617	5,240	40.0	17.2	133%	46.9	36.5	4.4	1.2	276%	4.5	4.2
미주/유럽 화장품	Estee Lauder	미국	USD	41,388	184	34.9	24.3	43%	41	34.3	12.6	3.2	293%	15.0	12.6
	P&G	미국	USD	285,268	115	22.1	24.3	-9%	23.3	22.1	5.7	3.2	77%	5.9	5.7
	J&J	미국	USD	363,073	138	16.4	24.3	-32%	17.8	15.2	5.4	3.2	67%	5.7	5.0
	Coty	미국	USD	3,190	4	11.4	24.3	-53%	26	11.4	0.8	3.2	-76%	0.6	0.8
	Nu Skin	미국	USD	1,951	38	15.1	24.3	-38%	17	14	2.4	3.2	-24%	2.5	2.4
	Loreal	프랑스	EUR	178,678	285	36.9	19.2	92%	39.3	34.7	5.0	1.4	251%	5.2	4.9
	Unilever	네덜란드	EUR	80,321	49	19.2	22.6	-15%	19.8	18.5	9.2	2.1	342%	9.4	9.1
중국 화장품	Shanghai Jahwa	중국	CNY	4,441	47	57.4	14.5	296%	62.4	53.2	4.5	1.8	157%	4.7	4.4
	Guangdong Marubi	중국	CNY	4,725	83	52.1	14.5	260%	57.4	47.7	9.3	1.8	430%	10.3	8.6
	Proya	중국	CNY	4,946	174	62.3	14.5	330%	71.7	55.1	12.7	1.8	621%	14.2	11.5
	Fujian Green Fine	중국	CNY	1,637	22	19.4	14.5	34%	21.1	18	3.0	1.8	71%	3.3	2.8
한국 화장품	아모레퍼시픽	한국	KRW	7,694	158,000	32.8	12.8	156%	43	26.5	2.2	0.9	139%	2.2	2.1
	아모레G	한국	KRW	3,321	48,350	25.5	12.8	99%	33	21.4	1.3	0.9	42%	1.3	1.2
	LG생활건강	한국	KRW	17,393	1,337,000	24.9	12.8	95%	27	23.1	4.5	0.9	395%	4.8	4.2
	신세계인터내셔널	한국	KRW	913	153,500	13.9	12.8	9%	17.3	12.3	1.6	0.9	77%	1.7	1.5
	애경산업	한국	KRW	504	22,900	12.8	12.8	0%	14.5	12.5	1.6	0.9	72%	1.6	1.5
	네오팜	한국	KRW	227	33,150	12.7	12.8	-1%	13.5	12	2.1	0.9	132%	2.2	2.0
	코스맥스	한국	KRW	791	94,500	18.7	12.8	46%	22.2	16.1	2.4	0.9	167%	2.6	2.3
	한국콜마	한국	KRW	781	41,000	15.1	12.8	18%	18.1	13.3	1.7	0.9	86%	1.8	1.6
	코스메카코리아	한국	KRW	93	10,400	12.2	12.8	-4%	13.8	11.1	0.8	0.9	-12%	0.8	0.8
유럽 명품 의류	LVMH	프랑스	EUR	219,410	388	30.9	19.2	61%	36.6	26.7	4.8	1.4	238%	5.1	4.6
	Kering	프랑스	EUR	67,499	477	22.5	19.2	17%	26.3	19.6	4.9	1.4	244%	5.3	4.6
	Hermes	프랑스	EUR	87,281	738	53.1	19.2	177%	61.2	46.9	9.7	1.4	574%	10.5	8.9
	Ferragamo	이탈리아	EUR	2,292	12	148.7	15.3	869%	NA	43.9	2.7	1.0	158%	2.7	2.6

자료: Datastream, SK증권

주: PE1, PE2는 각각 2020E PER과 2021E PER을 의미, PB1과 PB2도 동일

표 3. 국가별 채널별 화장품 판매 비중 추이

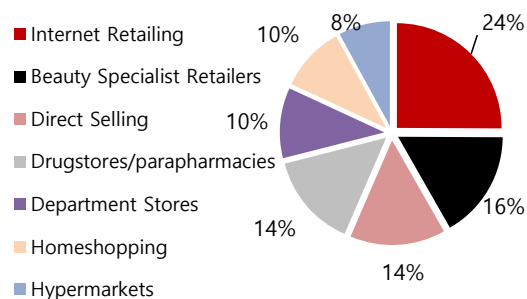
중국	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Internet Retailing	3%	5%	10%	13%	16%	19%	21%	24%	27%	30%
Department Stores	28%	25%	22%	20%	19%	19%	18%	18%	18%	18%
Hypermarkets	27%	26%	25%	25%	23%	22%	21%	19%	17%	16%
Beauty Specialist Retailers	7%	8%	8%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%
Drugstores/parapharmacies	7%	7%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	7%	7%
Supermarkets	9%	9%	9%	8%	8%	7%	7%	6%	5%	5%

미국	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Beauty Specialist Retailers	12%	12%	12%	12%	13%	14%	15%	16%	16%	17%
Internet Retailing	5%	5%	6%	6%	7%	9%	10%	12%	13%	15%
Drugstores/parapharmacies	15%	15%	15%	15%	15%	14%	14%	14%	13%	13%
Mass Merchandisers	15%	14%	14%	14%	14%	13%	13%	13%	12%	12%
Hypermarkets	12%	12%	12%	12%	12%	11%	11%	11%	11%	11%
Department Stores	9%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	8%	8%	8%
Supermarkets	11%	10%	10%	10%	10%	9%	9%	8%	8%	8%
Direct Selling	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Homeshipping	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%

한국	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Internet Retailing	8%	9%	9%	10%	10%	11%	13%	15%	21%	24%
Beauty Specialist Retailers	26%	26%	24%	24%	26%	25%	24%	21%	17%	16%
Direct Selling	17%	17%	16%	15%	14%	15%	14%	15%	14%	14%
Drugstores/parapharmacies	2%	3%	4%	5%	5%	6%	9%	12%	13%	14%
Department Stores	16%	16%	16%	16%	16%	15%	13%	12%	11%	10%
Homeshipping	5%	5%	7%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	10%
Hypermarkets	15%	14%	13%	13%	12%	11%	10%	9%	8%	8%

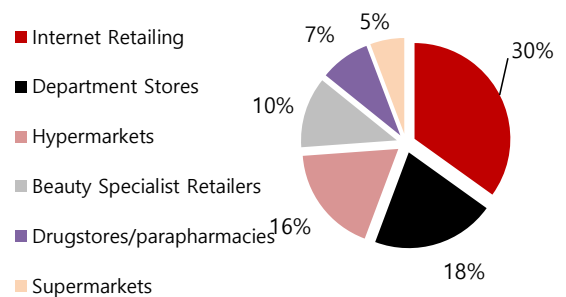
자료 : Euromonitor, SK 증권

2019 년 국내 채널별 화장품 판매 비중



자료 : Euromonitor, SK 증권

2019 년 중국 채널별 화장품 판매 비중



자료 : Euromonitor, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
전영현

yj6752@sk.com.kr
02-3773-9181

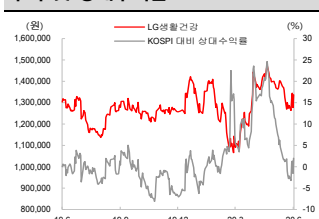
Company Data

자본금	89 십억원
발행주식수	1,772 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	20,882 십억원
주요주주	
LG	34.03%
국민연금공단	7.16%
외국인지분률	44.10%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(20/06/26)	1,337,000 원
KOSPI	2134.65 pt
52주 Beta	0.65
52주 최고가	1,475,000 원
52주 최저가	1,066,000 원
60일 평균 거래대금	61 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.5%	-9.2%
6개월	6.4%	9.5%
12개월	2.6%	2.0%

LG 생활건강 (051900/KS | 매수(유지) | T.P 1,600,000 원(하향))

면세 부진의 폭 > 중국 회복의 폭

- 2 분기 매출액 1 조 7,538 억원(YoY -4%), 영업이익 2,713 억원(YoY -10%) 추정
- 중국 현지 회복(+22%)에도 면세 부진(-49%)으로 영업이익 컨센서스 하회 예상
- 6.18 행사 성적은 좋았으나, 수익성이 높은 면세점 부진을 상쇄하기에는 부족
- 생활용품의 경우, 위생용품 판매 증가로 YoY +3% 성장(에이본 인수 효과 제외) 추정
- 투자의견 매수 유지하나, 면세 채널 부진 장기화를 반영해 T.P는 160 만원으로 하향

중국 수요 회복에도 면세 실적 부진으로 2 분기 컨센서스 하회 전망

LG 생활건강의 2 분기 매출액은 1 조 7,538 억원(YoY -4%), 영업이익은 2,713 억원(YoY -10%)으로 영업이익 컨센서스 2,899 억원을 약 -7% 하회할 것으로 예상된다.

1) **화장품 부문**의 매출액과 영업이익은 9,566 억원과 1,808 억원으로 각각 YoY -14%와 -20% 감소했을 것으로 추정한다. 4 월부터 본격적으로 시작된 국가간 입국 금지 조치로 수익성이 높은 면세점 판매가 절반 가까이 역성장하며 전사 영업이익을 끌어내릴 것으로 전망한다. 최근 글로벌 럭셔리 화장품 브랜드들의 공격적인 가격 프로모션에 동사는 적극적으로 대응하지 않으면서 단기적으로 면세점 판매가 주요 해외 럭셔리 브랜드들 대비 부진했을 것으로 보인다. 중국 현지의 경우, 6.18 쇼핑 축제 기간 동안 '후'가 티몰 기준으로 YoY +182%, 징둥닷컴 기준으로 YoY +120% 성장하며 양호한 성적을 거뒀다. 다만, 금번 중국 온라인 쇼핑 행사로 증가하는 절대 판매액은 YoY +3~400 억 수준으로 중국 오프라인 매출이 여전히 감소하고 있다는 점과, 면세 매출 부진(YoY 약 -2,100 억원)을 감안 시, 전체 화장품 매출 역성장 폭은 1 분기 대비 심화될 전망이다.

2) **생활용품 부문**의 경우, 매출액 3,988 억원(YoY +16%)과 영업이익 367 억원(YoY +30%)을 기록했을 것으로 추정한다. 위생용품 수요 증가가 지속됐을 것으로 추정한다.

3) **음료 부문** 매출액은 3,505 억원(YoY +5%), 영업이익은 538 억원(YoY +13%)으로 예상된다. 배달 수요 증가와 이른 더위로 탄산음료 판매가 좋았을 것으로 예상된다.

2 분기 다소 높은 시장 기대치로 인해 단기 주가 상승 여력 제한적

LG 생활건강에 대해 투자의견 Buy 를 유지하고 목표주가는 기존 1,700,000 원에서 1,600,000 원으로 하향 조정한다. 목표 주가 하향은 면세 채널 부진 장기화를 반영해 2020 년과 2021 년 영업이익 추정치를 기존 대비 각각 -7.5%, -5.6% 하향한 데에 기인한다. 금번 중국 6.18 온라인 행사에서 '후'가 시장을 크게 상회하는 매출 성장률을 보였다는 점은 '후'의 견고한 브랜드력을 입증했다는 점에서 긍정적이다. 면세점 채널 회복 시, 동사의 화장품 수요는 탄력적으로 회복할 수 있을 것으로 예상하지만, 2 분기 실적에 대한 시장의 눈높이가 다소 높다는 점을 감안 시, 단기 주가 상승은 제한적일 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	6,105	6,748	7,685	7,626	8,918	9,578
yoy	%	0.2	10.5	13.9	-0.8	16.9	7.4
영업이익	십억원	930	1,039	1,176	1,137	1,358	1,508
yoy	%	5.6	11.7	13.2	-3.4	19.5	11.0
EBITDA	십억원	1,076	1,197	1,427	1,365	1,554	1,675
세전이익	십억원	861	956	1,092	1,025	1,218	1,383
순이익(지배주주)	십억원	606	683	778	727	866	984
영업이익률%	%	15.2	15.4	15.3	14.9	15.2	15.7
EBITDA%	%	17.6	17.7	18.6	17.9	17.4	17.5
순이익률	%	10.1	10.3	10.3	9.7	9.8	10.4
EPS(계속사업)	원	34,226	38,534	43,916	41,044	48,880	55,547
PER	배	34.7	28.6	28.7	32.6	27.4	24.1
PBR	배	7.0	5.6	5.4	5.0	4.3	3.7
EV/EBITDA	배	18.9	15.7	15.1	16.0	13.4	11.8
ROE	%	21.9	21.0	20.3	16.4	16.9	16.6
순차입금	십억원	225	94	4	-780	-1,774	-2,874
부채비율	%	55.1	46.8	53.3	47.2	46.3	43.8

LG 생활건강 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,874.8	1,832.5	1,964.9	2,013.3	1,896.4	1,753.8	1,946.0	2,030.1	6,747.5	7,685.4	7,625.7	8,918.2
% growth (y-y)	13.0%	10.9%	13.1%	18.5%	1.2%	-4.3%	-1.0%	0.8%	10.5%	13.9%	-0.8%	16.9%
Healthy	401.4	343.4	401.1	342.2	479.3	398.8	465.9	381.7	1,461.2	1,488.1	1,725.2	2,161.5
% growth (y-y)	1.7%	1.8%	3.0%	0.7%	19.4%	16.1%	16.1%	11.5%	-3.7%	1.8%	15.9%	25.3%
% Sales	21.4%	18.7%	20.4%	17.0%	25.3%	22.7%	23.9%	18.8%	21.7%	19.4%	22.6%	24.2%
Beautiful	1,139.6	1,108.9	1,160.8	1,336.5	1,066.5	956.6	1,056.9	1,301.9	3,905.4	4,745.8	4,381.9	5,194.0
% growth (y-y)	20.2%	16.3%	21.7%	27.3%	-6.4%	-13.7%	-9.0%	-2.6%	19.1%	21.5%	-7.7%	18.5%
% Sales	60.8%	60.5%	59.1%	66.4%	56.2%	54.5%	54.3%	64.1%	57.9%	61.8%	57.5%	58.2%
DFS	462.7	438.0	496.8	449.1	387.1	224.7	318.5	354.3	1,483.7	1,846.6	1,284.6	1,663.1
% growth (y-y)	36.8%	25.2%	27.0%	11.1%	-16.3%	-48.7%	-35.9%	-21.1%	42.9%	24.5%	-30.4%	29.5%
Refreshing	333.7	380.3	402.9	334.6	350.5	398.4	423.2	346.5	1,380.9	1,451.5	1,518.6	1,562.7
% growth (y-y)	5.3%	5.1%	2.4%	8.4%	5.0%	4.8%	5.0%	3.6%	5.6%	5.1%	4.6%	2.9%
% Sales	17.8%	20.8%	20.5%	16.6%	18.5%	22.7%	21.7%	17.1%	20.5%	18.9%	19.9%	17.5%
영업이익	322.1	301.5	311.8	241.0	333.7	271.3	293.4	238.4	1,039.3	1,176.4	1,136.8	1,358.1
% growth (y-y)	13.5%	12.8%	12.4%	14.3%	3.6%	-10.0%	-5.9%	-1.1%	11.8%	13.2%	-3.4%	19.5%
% Margin	17.2%	16.5%	15.9%	12.0%	17.6%	15.5%	15.1%	11.7%	15.4%	15.3%	14.9%	15.2%
Healthy	43.4	28.2	45.1	9.2	65.3	36.7	54.8	12.2	120.3	125.9	168.9	190.0
% growth (y-y)	3.6%	3.1%	5.7%	8.8%	50.6%	30.3%	21.3%	32.2%	-27.8%	4.6%	34.2%	12.5%
% Margin	10.8%	8.2%	11.3%	2.7%	13.6%	9.2%	11.8%	3.2%	8.2%	8.5%	9.8%	8.8%
Beautiful	246.2	226.2	211.9	213.8	221.5	180.8	179.2	204.4	783.1	898.1	785.9	979.4
% growth (y-y)	16.0%	16.3%	15.1%	11.3%	-10.0%	-20.1%	-15.4%	-4.4%	23.2%	14.7%	-12.5%	24.6%
% Margin	21.6%	20.4%	18.3%	16.0%	20.8%	18.9%	17.0%	15.7%	20.1%	18.9%	17.9%	18.9%
Refreshing	32.4	47.5	54.9	17.7	46.8	53.8	59.5	21.8	136.1	152.5	181.9	188.7
% growth (y-y)	8.7%	4.2%	8.0%	79.6%	44.6%	13.1%	8.3%	23.1%	6.8%	12.1%	19.2%	3.8%
% Margin	9.7%	12.5%	13.6%	5.3%	13.4%	13.5%	14.1%	6.3%	9.9%	10.5%	12.0%	12.1%

자료: LGHH, SK 증권

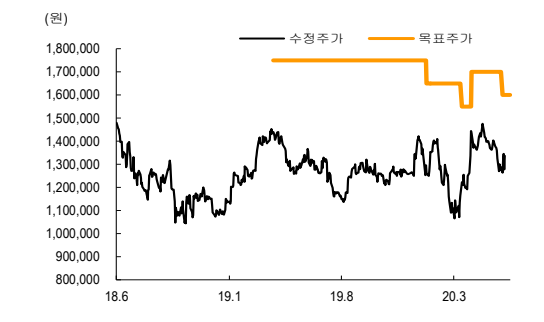
LG 생활건강 SOTP Valuation

	단위	12M Fwd NOPLAT	Multiple	Value	비고
Healthy & Refreshing (a)	십억원	266	15.7	4,186	국내 음식료 업종 12M Fwd 예상실적 기준 평균 PER
Beautiful (b)	십억원	621	33.2	20,609	글로벌 화장품사 12M Fwd 예상실적 기준 평균 PER을 15% 할인
우선주 배당금 (c)	십억원	22	33.2	743	12M Fwd 예상 우선주 배당금
순차입금(순현금) (d)	십억원			56	12M Fwd 예상 순차입금
Total Value (a)+(b)-(c)-(d)	십억원			23,996	
Shares outstanding ('000)	천주			14,660	보통주 발행주식수 - 자기주식수
Fair Value Per Share	원			1,636,840	
Target Price	원			1,600,000	Upside +19.7%

자료: Bloomberg, SK 증권

주: 글로벌 화장품 3 사는 로레알, 에스티로더, 시세이도를 포함, 코로나19 영향으로 단기 PER 증가폭이 컸던 점을 감안, PER 을 15% 할인 적용

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.06.22	매수	1,600,000원	6개월		
2020.06.05	매수	1,700,000원	6개월	-18.65%	-13.24%
2020.05.20	매수	1,700,000원	6개월	-17.39%	-13.24%
2020.04.24	매수	1,700,000원	6개월	-16.76%	-13.24%
2020.04.06	매수	1,550,000원	6개월	-19.08%	-6.84%
2020.01.30	매수	1,650,000원	6개월	-24.97%	-14.55%
2020.01.22	매수	1,750,000원	6개월	-26.74%	-17.71%
2019.10.25	매수	1,750,000원	6개월	-26.78%	-17.71%
2019.10.14	매수	1,750,000원	6개월	-26.65%	-17.71%
2019.07.26	매수	1,750,000원	6개월	-26.63%	-17.71%
2019.07.01	매수	1,750,000원	6개월	-24.33%	-17.71%
2019.04.26	매수	1,750,000원	6개월	-23.64%	-17.71%
2019.04.15	매수	1,750,000원	6개월	-18.54%	-17.71%



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 6 월 22 일 기준)

매수	87.05%	중립	12.95%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,691	2,163	2,856	4,051	5,290
현금및현금성자산	397	647	1,361	2,355	3,455
매출채권및기타채권	582	646	651	741	803
재고자산	615	746	753	857	928
비유동자산	3,585	4,331	4,284	4,156	4,042
장기금융자산	23	13	11	11	11
유형자산	1,813	2,036	1,947	1,777	1,636
무형자산	1,545	1,787	1,825	1,810	1,795
자산총계	5,276	6,494	7,139	8,207	9,331
유동부채	1,359	1,771	1,672	1,854	1,979
단기금융부채	377	470	360	360	360
매입채무 및 기타채무	470	640	645	734	796
단기충당부채	4	4	4	5	5
비유동부채	323	485	616	742	865
장기금융부채	131	254	260	260	260
장기매입채무 및 기타채무	0	9	9	10	11
장기충당부채	30	37	38	44	48
부채총계	1,682	2,257	2,288	2,596	2,844
지배주주지분	3,512	4,147	4,750	5,499	6,364
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
기타자본구성요소	-116	-117	-117	-117	-117
자기주식	-71	-71	-71	-71	-71
이익잉여금	3,563	4,175	4,717	5,407	6,211
비지배주주지분	82	90	101	113	124
자본총계	3,594	4,237	4,851	5,612	6,487
부채외자본총계	5,276	6,494	7,139	8,207	9,331

현금흐름표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	792	1,108	1,001	1,164	1,258
당기순이익(손실)	692	788	739	877	996
비현금성항목등	521	652	629	676	679
유형자산감가상각비	136	224	201	169	141
무형자산감가상각비	22	27	27	26	26
기타	92	98	122	163	163
운전자본감소(증가)	-184	-15	-24	-22	-2
매출채권및기타채권의 감소(증가)	4	-23	1	-90	-62
재고자산감소(증가)	-43	-31	9	-104	-71
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-43	2	47	89	61
기타	-102	36	-81	83	70
법인세납부	-237	-316	-343	-368	-415
투자활동현금흐름	-423	-450	-68	18	33
금융자산감소(증가)	2	-54	33	0	0
유형자산감소(증가)	-353	-313	-111	0	0
무형자산감소(증가)	-8	-9	-11	-11	-11
기타	-65	-74	21	29	44
재무활동현금흐름	-348	-404	-225	-188	-191
단기금융부채증가(감소)	-153	-185	-207	0	0
장기금융부채증가(감소)	-22	-50	-7	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-162	-159	0	-177	-180
기타	-12	-10	-11	-11	-11
현금의 증가(감소)	10	250	714	994	1,100
기초현금	386	397	647	1,361	2,355
기말현금	397	647	1,361	2,355	3,455
FCF	479	680	920	1,100	1,198

자료 : LG생활건강, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	6,748	7,685	7,626	8,918	9,578
매출원가	2,696	2,917	2,903	3,320	3,518
매출총이익	4,051	4,768	4,723	5,598	6,060
매출총이익률 (%)	60.0	62.0	61.9	62.8	63.3
판매비와관리비	3,012	3,592	3,586	4,240	4,553
영업이익	1,039	1,176	1,137	1,358	1,508
영업이익률 (%)	15.4	15.3	14.9	15.2	15.7
비영업손익	-83	-84	-112	-140	-125
순금융비용	6	5	1	-12	-27
외환관련손익	-2	3	3	3	3
관계기업투자 등 관련손익	-1	7	8	8	8
세전계속사업이익	956	1,092	1,025	1,218	1,383
세전계속사업이익률 (%)	14.2	14.2	13.4	13.7	14.4
계속사업법인세	264	304	287	340	387
계속사업이익	692	788	739	877	996
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	692	788	739	877	996
순이익률 (%)	10.3	10.3	9.7	9.8	10.4
지배주주	683	778	727	866	984
지배주주귀속 순이익률(%)	10.12	10.12	9.54	9.71	10.28
비지배주주	10	10	11	11	11
총포괄이익	692	802	798	937	1,055
지배주주	683	792	787	926	1,044
비지배주주	9	10	11	11	11
EBITDA	1,197	1,427	1,365	1,554	1,675

주요투자지표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	10.5	13.9	-0.8	16.9	7.4
영업이익	11.7	13.2	-3.4	19.5	11.0
세전계속사업이익	11.0	14.2	-6.1	18.8	13.5
EBITDA	11.2	19.3	-4.4	13.9	7.8
EPS(계속사업)	12.6	14.0	-6.5	19.1	13.6
수익성 (%)					
ROE	21.0	20.3	16.4	16.9	16.6
ROA	13.8	13.4	10.8	11.4	11.4
EBITDA마진	17.7	18.6	17.9	17.4	17.5
안정성 (%)					
유동비율	124.5	122.1	170.8	218.5	267.3
부채비율	46.8	53.3	47.2	46.3	43.8
순차입금/자기자본	2.6	0.1	-16.1	-31.6	-44.3
EBITDA/이자비용(배)	118.1	102.9	110.4	128.6	138.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	38,534	43,916	41,044	48,880	55,547
BPS	198,221	234,042	268,067	310,364	359,162
CFPS	47,420	58,084	53,901	59,923	64,962
주당 현금배당금	9,250	11,000	10,310	12,250	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	38.4	33.1	35.9	30.2	26.6
PER(최저)	27.1	24.6	26.0	21.8	19.2
PBR(최고)	7.5	6.2	5.5	4.8	4.1
PBR(최저)	5.3	4.6	4.0	3.4	3.0
PCR	23.2	21.7	24.8	22.3	20.6
EV/EBITDA(최고)	20.8	17.2	17.6	14.8	13.1
EV/EBITDA(최저)	15.0	12.9	12.8	10.6	9.2

SK COMPANY Analysis



Analyst
전영현

yj6752@sk.com.kr
02-3773-9181

Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	9,236 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외)	47.56%
5) 국민연금공단	6.05%
외국인지분율	29.90%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(20/06/26)	158,000 원
KOSPI	2134.65 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	236,500 원
52주 최저가	120,500 원
60일 평균 거래대금	54 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.7%	-10.3%
6개월	-19.6%	-17.2%
12개월	-3.4%	-3.9%

아모레퍼시픽 (090430/KS | 중립(하향) | T.P 180,000 원(하향))

가벼워진 몸집의 내년을 기대

- 2분기 매출액 1 조 1,322 억원(YoY -19%), 영업이익 402 억원(YoY -54%) 추정
- 국내 면세점 채널 매출이 YoY -46% 감소하며 전사 수익성을 끌어내릴 전망
- 국내외 온라인 채널은 고성장 중이나, 오프라인의 절대 매출 하락폭이 더욱 큰 상황
- 코로나 이후 급격히 늘어나고 있는 온라인 비중을 바탕으로 내년도 턴어라운드를 기대
- 하반기 경쟁 심화와 면세 부진 장기화를 반영해 투자의견과 목표주가를 모두 하향

온라인 제외 전 지역 매출 역성장폭 심화로 2Q20 컨센서스 하회 전망

2분기 아모레퍼시픽의 매출액과 영업이익은 각각 1 조 1,322 억원(YoY -19%)과 402 억원(YoY -54%) 으로 영업이익 컨센서스 568 억원을 -29% 하회할 것으로 전망한다.

국내 화장품은 6,186 억원(YoY -22%)으로 코로나 영향권 하에 온라인 채널 매출이 1분기 YoY + 80% 성장한 데 이어 2분기에도 YoY +50% 이상 성장할 것으로 예상되나, 수익성이 좋은 면세점 채널이 YoY -46% 역성장하며 전사 영업이익을 끌어내릴 것으로 보인다. 이 외 다른 국내 채널의 경우, 오프라인 트래픽 감소로 백화점, 방판, 전문점, 할인점 모두 매출이 YoY -20% 이상 감소할 것으로 예상된다.

중국 현지 역시 온라인 채널 위주 고성장(YoY +30%)이 전망되는데, 코로나 영향으로 1분기 중국 내 온라인 채널 판매 비중이 45%까지 늘어난 상황에서 2분기 6.18 쇼핑 행사에서 설화수, 헤라, 라네즈의 판매가 모두 2배 이상 증가하며 오프라인 부진을 상당 부분 상쇄해주었을 것으로 예상된다. 다만, 아직까지 설화수의 중국 내 매출 비중은 약 20%, 이니스프리 비중은 40% 초반 수준으로 여전히 중저가 브랜드 비중이 절대적일 것으로 추정됨에 따라 하반기까지 코로나 영향에 따른 실적 타격은 경쟁사 대비 클 전망이다.

중국 내 경쟁 심화와 면세 부진 장기화를 반영, 투자의견과 목표주가 하향

아모레퍼시픽에 대한 투자의견과 목표주가를 각각 중립, 180,000 원으로 모두 하향한다. 중국 내 매스티지 브랜드간 경쟁 심화로 이니스프리, 에뛰드, 마몽드 등의 주요 브랜드의 점유율이 하락이 지속되고 있고, 면세 채널 부진 장기화로 단기 주가 반등은 쉽지 않을 전망이다. 이를 반영해 20년과 21년 연간 영업이익 추정치를 각각 -13%, -16% 하향 조정하였다. 한편, 코로나 19로 오프라인 → 온라인으로의 채널 시프트가 더욱 가속화되고 있어 2021년 국내 화장품 내 온라인+면세 비중은 75%로 YoY +9%p 확대될 것으로 전망하는데, 가벼워진 몸집과 낮은 기저를 바탕으로 내년도 실적 턴어라운드에 대한 기대감이 주가에 지속적으로 반영될 것으로 보여 주가의 하방 경직성도 높다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	5,124	5,278	5,580	4,807	5,647	6,131
yoy	%	-9.2	3.0	5.7	-13.9	17.5	8.6
영업이익	십억원	596	482	428	267	472	546
yoy	%	-29.7	-19.2	-11.2	-37.6	76.6	15.7
EBITDA	십억원	820	748	913	746	820	799
세전이익	십억원	567	453	371	302	518	601
순이익(지배주주)	십억원	394	332	239	258	395	453
영업이익률%	%	11.6	9.1	7.7	5.6	8.4	8.9
EBITDA%	%	16.0	14.2	16.4	15.5	14.5	13.0
순이익률	%	7.8	6.3	4.0	5.0	6.7	7.1
EPS(계속사업)	원	5,709	4,813	3,460	3,732	5,719	6,564
PER	배	53.3	43.5	57.8	42.3	27.6	24.1
PBR	배	5.1	3.3	3.1	2.3	2.2	2.0
EV/EBITDA	배	23.2	17.0	13.5	12.1	10.3	10.0
ROE	%	9.8	7.8	5.4	5.6	8.1	8.7
순차입금	십억원	-537	-664	-319	-887	-1,425	-1,894
부채비율	%	28.8	20.8	33.1	31.6	31.4	31.0

아모레퍼시픽 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,451.3	1,393.1	1,402.0	1,333.7	1,130.9	1,132.2	1,231.8	1,312.2	5,580.1	4,807.1	5,647.3
% y-y	1.4%	3.7%	9.7%	9.0%	-22.1%	-18.7%	-12.1%	-1.6%	5.7%	-13.9%	17.5%
Cosmetics	789.4	771.7	779.9	656.2	618.6	600.3	648.0	628.3	2,997.2	2,495.2	3,001.5
% y-y	1.1%	1.4%	11.9%	10.1%	-21.6%	-22.2%	-16.9%	-4.2%	5.7%	-16.8%	20.3%
MC&S	151.3	120.2	150.7	98.5	142.1	121.4	156.4	101.9	520.7	521.9	532.3
% y-y	-5.6%	2.8%	5.6%	5.8%	-6.1%	1.0%	3.8%	3.5%	1.5%	0.2%	2.0%
Asia	497.8	485.5	452.1	528.1	345.6	394.5	404.1	559.5	1,963.5	1,703.7	2,002.2
% y-y	4.1%	6.4%	7.1%	2.1%	-30.6%	-18.8%	-10.6%	6.0%	4.8%	-13.2%	17.5%
Europe	5.8	4.8	5.9	5.3	5.4	3.1	4.2	4.4	21.8	17.1	20.5
% y-y	-23.7%	-23.8%	-7.8%	-39.1%	-6.9%	-35.0%	-28.7%	-17.9%	-24.8%	-21.7%	20.1%
USA	18.2	21.7	28.6	24.5	23.0	16.2	22.5	22.7	93.0	84.3	108.6
% y-y	19.0%	52.8%	53.8%	25.6%	26.4%	-25.5%	-21.5%	-7.5%	37.6%	-9.4%	28.9%
** Duty Free Shop	366.9	355.0	434.6	392.4	258.6	193.5	282.5	317.9	1,548.9	1,052.5	1,448.1
% y-y	14.6%	16.5%	30.9%	25.2%	-29.5%	-45.5%	-35.0%	-19.0%	21.9%	-32.1%	37.6%
영업이익	186.6	87.8	107.5	45.9	60.9	40.2	83.3	82.7	427.8	267.2	471.7
% y-y	-20.9%	-39.8%	40.6%	92.9%	-67.4%	-54.2%	-22.5%	80.2%	-11.3%	-37.5%	76.5%
% Margin	12.9%	6.3%	7.7%	3.4%	5.4%	3.5%	6.8%	6.3%	7.7%	5.6%	8.4%
Cosmetics	117.6	76.0	73.9	48.7	72.4	48.0	57.0	52.9	316.2	230.4	335.3
% y-y	-16.3%	-19.5%	60.0%	1471.0%	-38.4%	-36.8%	-22.8%	8.7%	11.3%	-27.1%	45.6%
% Margin	14.9%	9.8%	9.5%	7.4%	11.7%	8.0%	8.8%	8.4%	10.5%	9.2%	11.2%
MC&S	11.8	-2.4	9.0	-15.1	14.2	-0.6	9.5	-12.6	3.3	10.5	12.2
% y-y	-30.2%	적지	210.3%	적지	20.3%	적지	5.5%	적지	흑전	218.8%	15.7%
% Margin	7.8%	-2.0%	6.0%	-15.3%	10.0%	-0.5%	6.1%	-12.3%	0.6%	2.0%	2.3%
Asia	53.9	24.1	34.5	7.5	-29.9	1.9	24.1	47.2	120.0	43.3	143.8
% y-y	-36.6%	-55.0%	14.6%	-86.5%	-155.5%	-92.3%	-30.1%	529.1%	-46.5%	-63.9%	232.5%
% Margin	10.8%	5.0%	7.6%	1.4%	-8.7%	0.5%	6.0%	8.4%	6.1%	2.5%	7.2%
Europe	-3.0	-3.5	-1.0	-1.5	-0.8	-0.9	-0.8	-0.7	-9.0	-3.1	-1.8
USA	-5.0	-0.5	1.3	-2.8	-1.7	-3.2	-1.6	0.9	-7.0	-5.6	2.2

자료: 아모레퍼시픽 SK 증권

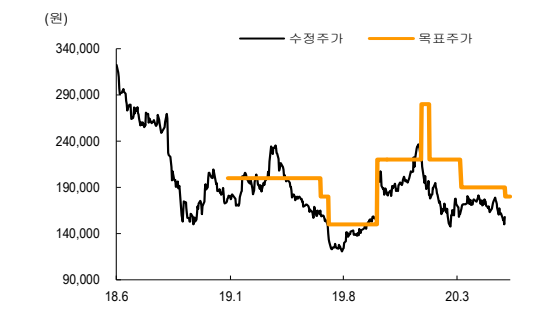
아모레퍼시픽 PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2020E, 2021E 기준 연평균 예상 순이익 (a)	억원	2,791			
2020E, 2021E 기준 예상 연평균 우선주 배당금 (b)	억원	107			2020E, 2021E 기준 연평균 예상 순이익 - 예상 우선주배당금
[(a)-(b)] X Target Multiple = (c)	억원 배	2,684	37.9	101,799	글로벌 화장품 3개사 2020E, 2021E 평균 PER 적용
Shares outstanding ('000) (d)	천주			57,949	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(c)/(d)	원			175,669	
Target Price	원			180,000	Upside +13.9%

자료: 아모레퍼시픽 Bloomberg, SK 증권

주: 화장품 글로벌 3사는 시세이도, 에스티로더, 로레알을 포함

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.06.29	중립	180,000원	6개월		
2020.06.05	매수	190,000원	6개월	-10.35%	-4.47%
2020.04.06	매수	190,000원	6개월	-9.12%	-4.47%
2020.02.06	매수	220,000원	6개월	-22.31%	-11.59%
2020.01.22	매수	280,000원	6개월	-29.17%	-20.18%
2019.10.31	매수	220,000원	6개월	-9.38%	7.50%
2019.10.14	중립	150,000원	6개월	-7.13%	22.67%
2019.08.01	중립	150,000원	6개월	-10.53%	0.00%
2019.07.17	중립	180,000원	6개월	-14.12%	-11.39%
2019.04.30	중립	200,000원	6개월	-7.51%	17.75%
2019.04.15	중립	200,000원	6개월	-6.34%	17.75%
2019.02.01	중립	200,000원	6개월	-8.43%	9.00%
2019.01.24	매수	200,000원	6개월	-11.78%	4.75%



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 6 월 29 일 기준)

매수	87.14%	중립	12.86%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,567	1,803	2,340	2,968	3,527
현금및현금성자산	736	674	1,193	1,731	2,200
매출채권및기타채권	318	396	389	428	467
재고자산	403	453	445	489	534
비유동자산	3,804	4,186	3,807	3,608	3,504
장기금융자산	111	156	148	148	148
유형자산	2,713	2,662	2,185	1,836	1,583
무형자산	254	227	249	280	311
자산총계	5,371	5,989	6,147	6,576	7,032
유동부채	763	1,067	1,062	1,137	1,213
단기금융부채	71	297	304	304	304
매입채무 및 기타채무	361	437	430	473	516
단기충당부채	11	13	13	15	16
비유동부채	162	424	414	433	452
장기금융부채	45	268	244	244	244
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	14	19	25	32	39
부채총계	925	1,490	1,476	1,570	1,665
지배주주지분	4,446	4,499	4,671	5,005	5,366
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	724	724	724	724
기타자본구성요소	-18	-118	-118	-118	-118
자기주식	-1	-101	-101	-101	-101
이익잉여금	3,726	3,874	4,062	4,414	4,792
비지배주주지분	24	9	-9	-27	-45
자본총계	4,446	4,499	4,671	5,005	5,366
부채외자본총계	5,371	5,989	6,147	6,576	7,032

현금흐름표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	637	726	737	598	552
당기순이익(손실)	335	224	239	376	435
비현금성항목등	484	795	530	444	365
유형자산감가상각비	266	485	479	348	253
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	100	160	-14	-38	-38
운전자본감소(증가)	-28	-161	49	-60	-61
매출채권및기타채권의 감소(증가)	37	-83	-19	-39	-39
재고자산감소(증가)	-77	-94	11	-44	-44
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-20	62	166	43	43
기타	32	-47	-109	-20	-20
법인세납부	-154	-131	-81	-162	-187
투자활동현금흐름	-402	-393	-155	3	11
금융자산감소(증가)	21	-161	-33	0	0
유형자산감소(증가)	-404	-219	-68	0	0
무형자산감소(증가)	-50	-32	-31	-31	-31
기타	31	19	-23	34	42
재무활동현금흐름	-105	-405	-72	-62	-94
단기금융부채증가(감소)	-15	-21	3	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	-186	-52	0	0
자본의증가(감소)	0	-100	0	0	0
배당금의 지급	-88	-81	0	-43	-75
기타	-2	-18	-24	-19	-19
현금의 증가(감소)	131	-62	519	539	469
기초현금	604	736	674	1,193	1,731
기말현금	736	674	1,193	1,731	2,200
FCF	-78	38	603	593	550

자료 : 아모레퍼시픽 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,278	5,580	4,807	5,647	6,131
매출원가	1,435	1,501	1,304	1,529	1,653
매출총이익	3,843	4,080	3,503	4,119	4,478
매출총이익률 (%)	72.8	73.1	72.9	72.9	73.0
판매비와관리비	3,361	3,652	3,236	3,647	3,932
영업이익	482	428	267	472	546
영업이익률 (%)	9.1	7.7	5.6	8.4	8.9
비영업손익	-29	-57	35	47	55
순금융비용	-10	7	7	-3	-11
외환관련손익	3	3	6	6	6
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	453	371	302	518	601
세전계속사업이익률 (%)	8.6	6.6	6.3	9.2	9.8
계속사업법인세	118	147	63	142	166
계속사업이익	335	224	239	376	435
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	335	224	239	376	435
순이익률 (%)	6.3	4.0	5.0	6.7	7.1
지배주주	332	239	258	395	453
지배주주귀속 순이익률(%)	6.29	4.28	5.36	6.99	7.39
비지배주주	3	-15	-18	-18	-18
총포괄이익	358	231	240	377	436
지배주주	356	246	258	395	454
비지배주주	3	-15	-18	-18	-18
EBITDA	748	913	746	820	799

주요투자지표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	3.0	5.7	-13.9	17.5	8.6
영업이익	-19.2	-11.2	-37.6	76.6	15.7
세전계속사업이익	-20.2	-18.2	-18.6	71.7	15.9
EBITDA	-8.8	22.1	-18.3	9.9	-2.6
EPS(계속사업)	-15.7	-28.1	7.9	53.2	14.8
수익성 (%)					
ROE	7.8	5.4	5.6	8.1	8.7
ROA	6.2	3.9	3.9	5.9	6.4
EBITDA마진	14.2	16.4	15.5	14.5	13.0
안정성 (%)					
유동비율	205.4	169.1	220.3	260.9	290.7
부채비율	20.8	33.1	31.6	31.4	31.0
순차입금/자기자본	-14.9	-7.1	-19.0	-28.5	-35.3
EBITDA/이자비용(배)	320.4	45.7	38.8	42.6	41.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,813	3,460	3,732	5,719	6,564
BPS	64,072	65,050	67,800	72,913	78,405
CFPS	8,669	10,495	10,673	10,768	10,237
주당 현금배당금	1,180	1,000	620	1,090	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	73.0	68.1	63.4	41.4	36.0
PER(최저)	31.2	34.8	39.5	25.8	22.5
PBR(최고)	5.5	3.6	3.5	3.2	3.0
PBR(최저)	2.3	1.9	2.2	2.0	1.9
PCR	24.2	19.1	14.8	14.7	15.4
EV/EBITDA(최고)	29.1	16.3	18.9	16.5	16.3
EV/EBITDA(최저)	12.1	8.2	11.2	9.5	9.2

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

Company Data

자본금	48 십억원
발행주식수	9,599 만주
자사주	627 만주
액면가	500 원
시가총액	3,987 십억원
주요주주	
서경배(외8)	61.96%
자사주	7.53%
외국인지분율	20.70%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(20/06/26)	48,350 원
KOSPI	2134.65 pt
52주 Beta	1.06
52주 최고가	91,600 원
52주 최저가	43,850 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.6%	-16.9%
6개월	-40.3%	-38.5%
12개월	-21.2%	-21.7%

아모레 G (002790/KS | 중립(유지) | T.P 55,000 원(하향))

국내 오프라인 부진 지속

- 2Q 매출액 1 조 2,948 억원(YoY -18%), 영업이익 552 억원(YoY -50%) 추정
- 아모레퍼시픽 실적 부진으로 컨센서스 영업이익 764 억원을 하회하는 실적 전망
- 이니스프리와 에뛰드의 경우, 수익성이 높은 면세와 고정비가 높은 로드샵이 모두 부진
- 에스쁘아, 에스트라의 경우, H&B와 더마 시장에서 경쟁사 대비 상대적으로 선방 중
- 투자의견 Hold 유지하나, 연간 실적 추정치 하향을 반영해 T.P는 5.5 만원으로 하향

아모레퍼시픽 포함 국내 오프라인 위주 판매 부진이 지속될 전망

2Q20 아모레 G는 매출액 1 조 2,948 억원(YoY -18%)과 영업이익 552 억원(YoY -50%)을 기록할 것으로 추정한다. 이는 매출액 컨센서스 1 조 4,158 억원과 영업이익 컨센서스 764 억원에 모두 크게 미치지 못하는 실적이다. 실적 부진의 주요 원인은 주요 자회사 아모레퍼시픽의 중국 현지 오프라인 채널 위축과 면세 채널 판매 부진 때문이다. 이니스프리와 에뛰드 법인의 경우, 코로나19 영향에 따라 국내 오프라인 트래픽이 크게 위축되며 1) 고정비가 높은 로드샵이 부진을 면치 못하고 있고, 2) 수익성이 좋은 면세 채널 역시 수요 위축으로 역신장을 지속하며 전체 마진이 훼손되고 있다. 2Q20 이니스프리와 에뛰드는 매출액이 각각 YoY -28%와 -26% 감소할 것으로 예상된다. 두 브랜드 모두 1분기 대비해서는 로드샵 역신장 폭은 소폭 축소된 것으로 파악되나, 면세 채널 부진 폭은 심화될 것으로 보인다.

실적은 자회사 아모레퍼시픽에 후행해서 회복될 것

아모레 G의 실적 회복을 위해서는 매출 비중이 가장 큰 아모레퍼시픽의 실적 개선이 선행되어야 하는데, 아모레퍼시픽의 단기 실적 돌파구는 온라인과 럭셔리가 될 것으로 보인다. 4분기 광군절 이후 중국 온라인을 필두로 한 아모레퍼시픽의 유의미한 실적 반등이 있을 시, 동사는 그에 후행하여 실적이 회복될 것으로 전망하며, 11% 비중의 국내 오프라인 위주 자회사들의 경우, 코로나19로 인한 실적 타격이 더욱 큰 상황이라 실적 반등의 폭은 아모레퍼시픽 대비 크지 않을 것으로 보인다. 현재는 아모레퍼시픽의 단기 실적 불확실성에 더해 국내 이니스프리와 에뛰드의 구조적인 채널 부진까지 겹쳐져 있어 아모레퍼시픽 대비 투자 매력도도 낮다. 아모레 G에 대한 투자의견 Hold를 유지하고, 2020년과 2021년 영업이익 추정치를 기존 대비 각각 -12%, -16% 하향 조정함에 따라 목표주가는 55,000 원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	6,029	6,078	6,284	5,425	6,300	6,800
yoy	%	-10.0	0.8	3.4	-13.7	16.1	7.9
영업이익	십억원	731	549	498	312	535	613
yoy	%	-32.5	-24.9	-9.3	-37.5	71.6	14.7
EBITDA	십억원	1,000	860	1,077	884	954	921
세전이익	십억원	698	535	431	273	535	628
순이익(지배주주)	십억원	203	142	134	98	194	264
영업이익률%	%	12.1	9.0	7.9	5.7	8.5	9.0
EBITDA%	%	16.6	14.2	17.1	16.3	15.2	13.5
순이익률	%	8.1	6.2	4.5	3.9	6.5	7.1
EPS(계속사업)	원	2,279	1,600	1,498	1,024	2,026	2,749
PER	배	61.7	45.3	55.2	47.2	23.9	17.6
PBR	배	4.2	2.1	2.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	13.8	9.3	8.9	6.7	5.6	5.3
ROE	%	7.0	4.7	4.1	2.9	5.7	7.3
순차입금	십억원	-1,183	-1,359	-1,010	-1,606	-2,348	-3,034
부채비율	%	23.7	18.3	27.8	28.8	28.7	28.3

아모레 G 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
Sales	매출액	1,642.5	1,568.9	1,570.4	1,502.4	1,279.4	1,294.8	1,378.8	1,472.3	6,284.2	5,425.3	6,299.9
	y-y %	-1.3	1.0	7.4	7.5	-22.1	-17.5	-12.2	-2.0	3.4	-13.7	16.1
	화장품	1,719.5	1,656.9	1,629.4	1,547.4	1,329.4	1,342.0	1,429.9	1,505.6	6,553.2	5,607.0	6,488.9
	아모레퍼시픽	1,451.3	1,393.1	1,402.0	1,333.7	1,130.9	1,132.2	1,231.8	1,312.2	5,580.1	4,807.1	5,647.3
	이니스프리	154.6	147.6	130.1	119.5	107.4	107.0	106.0	102.7	551.8	423.1	446.6
	에뛰드	50.1	45.6	39.9	44.3	34.6	33.7	32.9	37.5	179.9	138.7	139.2
	AMOS, ESPOIR, AESTURA	63.4	70.6	57.4	49.9	56.5	69.1	59.2	53.3	241.3	238.1	255.7
	비화장품	40.0	45.8	41.1	60.1	47.2	49.1	44.0	62.5	187.0	202.8	212.0
y-y %	화장품	-0.4	2.1	6.9	6.8	-22.7	-19.0	-12.2	-2.7	3.7	-14.4	15.7
	아모레퍼시픽	1.4	3.7	9.7	9.0	-22.1	-18.7	-12.1	-1.6	5.7	-13.9	17.5
	이니스프리	-5.0	-7.5	-10.5	-8.9	-30.5	-27.5	-18.5	-14.1	-7.9	-23.3	5.6
	에뛰드	-22.7	-20.3	-16.0	-9.2	-31.0	-26.1	-17.5	-15.4	-17.6	-22.9	0.4
	AMOS, ESPOIR, AESTURA	-5.2	13.0	11.1	11.0	-5.4	-0.3	4.0	6.5	6.5	-1.3	7.4
	비화장품	-3.6	11.7	6.7	42.3	17.9	7.3	6.9	4.1	14.5	8.4	4.5
OP	영업이익	204.7	110.4	120.5	62.6	67.8	55.2	91.7	96.8	498.2	311.4	534.6
	y-y %	-26.4	-35.2	42.3	284.0	-66.9	-50.0	-23.9	54.6	-9.3	-37.5	71.7
	OPM	12.5	7.0	7.7	4.2	5.3	4.3	6.7	6.6	7.9	5.7	8.5
	화장품	210.3	113.1	112.3	59.7	70.9	53.7	90.4	94.8	495.4	309.9	529.4
	아모레퍼시픽	186.6	87.8	107.5	45.9	60.9	40.2	83.3	82.7	427.8	267.1	471.7
	이니스프리	21.1	19.2	7.9	14.4	5.1	7.5	5.9	10.8	62.6	29.3	42.7
	에뛰드	-5.8	-3.2	-7.9	-1.7	-2.9	-4.2	-5.1	-1.8	-18.6	-14.0	-15.5
	AMOS, ESPOIR, AESTURA	8.4	9.3	4.8	1.1	7.8	10.2	6.3	3.1	23.6	27.5	30.6
	비화장품	1.7	3.1	1.5	0.6	-3.0	1.6	1.4	2.1	6.9	2.0	5.9
OPM %	화장품	12.2	6.8	6.9	3.9	5.3	4.0	6.3	6.3	7.6	5.5	8.2
	아모레퍼시픽	12.9	6.3	7.7	3.4	5.4	3.5	6.8	6.3	7.7	5.6	8.4
	이니스프리	13.6	13.0	6.1	12.1	4.7	7.0	5.6	10.5	11.3	6.9	9.6
	에뛰드	-11.6	-7.0	-19.8	-3.8	-8.4	-12.4	-15.5	-4.8	-10.3	-10.1	-11.2
	AMOS, ESPOIR, AESTURA	13.2	13.2	8.4	2.2	13.8	14.8	10.7	5.9	9.8	11.5	12.0
	비화장품	4.2	6.8	3.6	1.0	-6.4	3.2	3.2	3.3	3.7	1.0	2.8

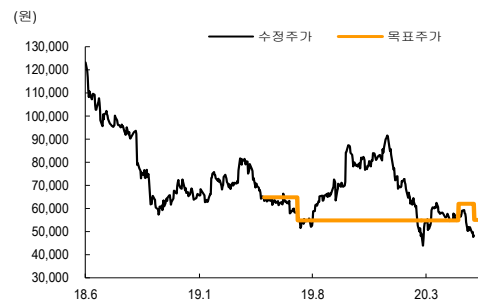
자료: 아모레 G, SK 증권

아모레 G PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M Fwd 예상 순이익 (a)	억원	1,248			12M Fwd 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
12M Fwd 예상 우선주 배당금 (b)	억원	49.7			
(a)-(b) X Target Multiple = (c)	억원	1,198	35.3	42,253	아모레퍼시픽 12M Fwd 예상실적 기준 PER 10% 할인
Shares outstanding ('000) (d)	천주			76,249	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(d)/(b)	원			55,414	
Target Price	원			55,000	Upside +13.8%

자료: Bloomberg, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.06.29	중립	55,000원	6개월		
2020.05.29	중립	62,000원	6개월	-13.08%	-4.35%
2019.08.01	중립	54,873원	6개월	22.67%	66.93%
2019.07.17	중립	64,850원	6개월	-4.44%	2.46%
2019.05.30	중립	64,850원	6개월	-2.72%	2.46%



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 6 월 29 일 기준)

매수	87.14%	중립	12.86%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,490	2,906	3,456	4,290	5,069
현금및현금성자산	1,297	1,417	1,886	2,628	3,314
매출채권및기타채권	338	406	398	435	471
재고자산	498	525	514	561	608
비유동자산	4,898	5,375	4,851	4,512	4,285
장기금융자산	141	223	215	215	215
유형자산	3,322	3,200	2,649	2,229	1,921
무형자산	774	739	766	802	838
자산총계	7,387	8,281	8,308	8,802	9,353
유동부채	898	1,226	1,229	1,298	1,368
단기금융부채	169	450	468	468	468
매입채무 및 기타채무	365	410	401	438	475
단기충당부채	12	15	15	16	17
비유동부채	247	575	631	662	694
장기금융부채	45	364	321	321	321
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	15	21	28	35	42
부채총계	1,145	1,801	1,859	1,961	2,063
지배주주지분	3,119	3,367	3,331	3,507	3,740
자본금	44	48	48	48	48
자본잉여금	696	882	780	780	780
기타자본구성요소	-146	-196	-196	-196	-196
자기주식	-140	-190	0	0	0
이익잉여금	2,546	2,648	2,714	2,892	3,126
비지배주주지분	3,124	3,113	3,118	3,334	3,551
자본총계	6,242	6,480	6,448	6,841	7,291
부채외자본총계	7,387	8,281	8,308	8,802	9,353

현금흐름표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	711	832	927	734	677
당기순이익(손실)	376	282	213	411	480
비현금성항목등	583	922	728	543	440
유형자산감가상각비	311	579	572	420	308
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	121	191	111	21	21
운전자본감소(증가)	-61	-215	52	-82	-82
매출채권및기타채권의 감소(증가)	54	-91	0	-36	-37
재고자산감소(증가)	-95	-81	16	-47	-47
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-15	18	175	37	37
기타	-4	-60	-138	-35	-35
법인세납부	-187	-158	-66	-139	-162
투자활동현금흐름	-516	-408	-199	60	74
금융자산감소(증가)	-71	-146	-100	0	0
유형자산감소(증가)	-435	-259	-70	0	0
무형자산감소(증가)	-54	-36	-36	-36	-36
기타	43	32	7	96	110
재무활동현금흐름	-107	-314	-271	-52	-64
단기금융부채증가(감소)	-10	-10	3	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	-178	-64	0	0
자본의증가(감소)	0	184	0	0	0
배당금의 지급	-92	-101	0	-17	-30
기타	-5	-153	-211	-35	-35
현금의 증가(감소)	90	120	469	742	686
기초현금	1,208	1,297	1,417	1,886	2,628
기말현금	1,297	1,417	1,886	2,628	3,314
FCF	-54	12	719	704	651

자료 : 아모레G, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	6,078	6,284	5,425	6,300	6,800
매출원가	1,619	1,642	1,416	1,621	1,736
매출총이익	4,459	4,642	4,010	4,679	5,064
매출총이익률 (%)	73.4	73.9	73.9	74.3	74.5
판매비와관리비	3,910	4,144	3,698	4,145	4,451
영업이익	549	498	312	535	613
영업이익률 (%)	9.0	7.9	5.7	8.5	9.0
비영업손익	-15	-67	-39	1	15
순금융비용	-23	3	4	-11	-26
외환관련손익	6	6	10	10	10
관계기업투자 등 관련손익	1	1	0	0	0
세전계속사업이익	535	431	273	535	628
세전계속사업이익률 (%)	8.8	6.9	5.0	8.5	9.2
계속사업법인세	159	149	60	125	148
계속사업이익	376	282	213	411	480
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	376	282	213	411	480
순이익률 (%)	6.2	4.5	3.9	6.5	7.1
지배주주	142	134	98	194	264
지배주주귀속 순이익률(%)	2.34	2.13	1.81	3.09	3.88
비지배주주	234	149	115	216	216
총포괄이익	402	287	212	410	479
지배주주	151	134	97	193	263
비지배주주	250	153	115	216	216
EBITDA	860	1,077	884	954	921

주요투자지표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	0.8	3.4	-13.7	16.1	7.9
영업이익	-24.9	-9.3	-37.5	71.6	14.7
세전계속사업이익	-23.4	-19.4	-36.7	96.1	17.4
EBITDA	-13.9	25.1	-17.9	8.0	-3.5
EPS(계속사업)	-29.8	-6.4	-31.7	97.9	35.7
수익성 (%)					
ROE	4.7	4.1	2.9	5.7	7.3
ROA	5.1	3.6	2.6	4.8	5.3
EBITDA마진	14.2	17.1	16.3	15.2	13.5
안정성 (%)					
유동비율	277.4	237.1	281.3	330.4	370.4
부채비율	18.3	27.8	28.8	28.7	28.3
순차입금/자기자본	-21.8	-15.6	-24.9	-34.3	-41.6
EBITDA/이자비용(배)	188.8	40.8	25.4	27.5	26.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,600	1,498	1,024	2,026	2,749
BPS	35,082	35,078	34,698	36,532	38,960
CFPS	5,098	7,980	6,985	6,396	5,954
주당 현금배당금	310	300	190	330	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	97.6	58.3	89.5	45.2	33.3
PER(최저)	35.8	34.4	42.8	21.7	16.0
PBR(최고)	4.5	2.5	2.6	2.5	2.4
PBR(최저)	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1
PCR	14.2	10.4	6.9	7.6	8.1
EV/EBITDA(최고)	17.5	8.9	11.0	9.7	9.5
EV/EBITDA(최저)	7.8	6.1	6.2	5.2	4.9

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sks.co.kr

02-3773-9181

Company Data

자본금	26 십억원
발행주식수	2,641 만주
자사주	20 만주
액면가	1,000 원
시가총액	605 십억원
주요주주	
AK홀딩스(외8)	63.55%

외국인지분률	2.20%
배당수익률	2.00%

Stock Data

주가(20/06/26)	22,900 원
KOSPI	2134.65 pt
52주 Beta	0.98
52주 최고가	38,400 원
52주 최저가	18,800 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.9%	-15.3%
6개월	-19.4%	-17.0%
12개월	-39.1%	-39.5%

애경산업 (018250/KS | 중립(하향) | T.P 26,000 원(하향))

화장품 이익 비중 축소로 디레이팅 불가피

- 2분기 매출액 1,433 억원 (YoY -9%), 영업이익 70 억원(YoY +14%)으로 추정
- 화장품 부문의 수출, 면세, 홈쇼핑 전 채널 매출액 감소로 컨센서스 큰 폭 하회 예상
- 중국 온라인 쇼핑 행사와 전년도 낮은 기저에도 경쟁 심화로 단기 점유율 하락 추정
- 생활용품은 온라인 판매 비중 확대되며 매출이 YoY +8% 증가했을 것으로 전망
- 실적 부진과 화장품 비중 축소로 디레이팅 불가피, 투자 의견과 목표주가 모두 하향

2Q20 화장품 전 채널 판매 부진으로 컨센서스 하회 전망

2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,433 억원 (YoY -9%), 영업이익 70 억원(YoY +14%)으로 영업이익 컨센서스 97 억원을 크게 하회하는 실적을 기록할 것으로 전망한다. **화장품 부문** 매출액은 YoY -30% 감소한 509 억원을 시현할 것으로 예상하는데, 코로나 19 영향으로 실질적인 중국 향 수요라고 볼 수 있는 수출과 면세점 채널이 각각 YoY -1%와 -60% 역성장하며 전사 매출액을 끌어내릴 전망이다. 특히, 수출의 경우, 낮은 기저와 6.18 쇼핑 행사에도 불구하고 4~5월 판매가 크게 부진했던 것으로 파악된다. 또한, 6.18 온라인 쇼핑 행사로 수익성이 비교적 낮은 중국 직접 판매 비중이 수출 내에서 50% 수준까지 증가(평 분기에는 30% 수준)하며, 전체 화장품 수익성을 하락시켰을 것으로 추정한다. 한편, 홈쇼핑 채널에서는 전년 동기 대비 방송 횟수를 5 회 줄인 7 회 분을 방송하였으나, 회당 효율이 개선되지 못하면서 매출이 방송 횟수 감소 분보다 더 크게 하락한 것(YoY -45%)으로 보인다. **생활용품**의 경우, 2분기 매출액은 YoY +8% 증가한 924 억원을 예상하며, 신규 위생용품 브랜드 '랩신' 판매 호조가 지속되는 가운데, 비교적 수익성이 좋은 온라인 채널 판매 증가로 영업이익률은 YoY +1.3%p 개선된 3.2%를 기록할 것으로 전망한다.

투자의견 Hold 로 하향, 목표주가 44,000 원 제시

애경산업에 대한 투자의견을 Hold 로 하향하고, 목표주가 44,000 원을 제시한다. 예상보다 깊은 2분기 실적 부진으로 단기간 내 주가 반등은 쉽지 않을 전망이다. 화장품 부문의 핵심 채널이었던 중국 향 수출이 중국 온라인 화장품 시장 호조에도 불구하고, 회복되고 있지 않다는 점은 중국 현지 브랜드간 경쟁이 심화되고 있는 현 국면에서 동사의 점유율 하락 우려를 야기할 수 있다. 다만, 현 주가는 12M Fwd 예상 실적 기준 PER 16 배 수준으로, 2분기를 저점으로 하반기 점진적 수요 회복을 감안 시, 하방 역시 제한적일 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	629	700	701	657	723	771
yoy	%	24.1	11.2	0.3	-6.3	10.0	6.7
영업이익	십억원	50	79	61	47	58	67
yoy	%	24.4	59.2	-23.5	-22.9	25.1	14.9
EBITDA	십억원	57	87	74	59	69	76
세전이익	십억원	49	79	56	37	49	58
순이익(지배주주)	십억원	38	61	42	27	35	42
영업이익률%	%	7.9	11.3	8.6	7.1	8.1	8.7
EBITDA%	%	9.0	12.5	10.5	8.9	9.5	9.9
순이익률	%	6.1	8.7	5.9	4.2	4.9	5.4
EPS(계속사업)	원	1,785	2,411	1,581	1,037	1,340	1,573
PER	배	0.0	19.7	18.0	22.1	17.1	14.6
PBR	배	0.0	4.0	2.2	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	배	0.0	12.9	8.5	7.9	6.1	5.0
ROE	%	37.2	28.5	12.9	8.0	9.9	10.8
순차입금	십억원	7	-134	-133	-150	-187	-227
부채비율	%	87.4	32.7	33.4	34.5	36.7	38.4

애경산업 분기별 실적 추정

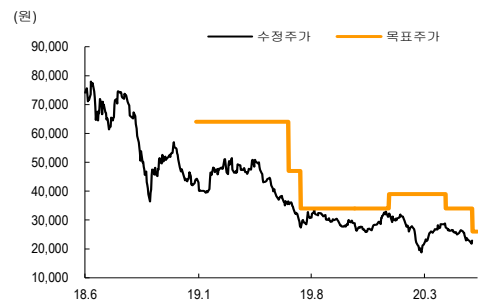
(단위: 십억원)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
Sales	매출액	178.8	157.3	171.1	194.1	160.4	143.3	164.9	188.5	701.3	657.0	722.5
	% growth (y-y)	5.7%	-9.7%	-5.1%	10.4%	-10.3%	-8.9%	-3.7%	-2.9%	0.2%	-6.3%	10.0%
	화장품	89.7	72.1	74.8	105.3	64.8	50.9	58.5	92.9	341.9	267.0	312.1
	홈쇼핑	20.3	22.4	21.8	24.2	14.9	12.4	14.4	18.1	88.7	59.8	64.0
	면세점	25.5	19.0	18.4	23.2	16.2	7.5	10.9	19.6	86.1	54.2	70.5
	수출	35.2	21.8	26.7	46.3	25.3	21.5	23.5	41.8	130.0	112.2	131.1
	기타	8.8	8.9	7.9	11.6	8.4	9.4	9.6	13.4	37.2	40.9	46.6
	생활용품	89.1	85.2	96.4	88.7	95.6	92.4	106.4	95.6	359.4	390.0	410.4
	소매점	36.5	31.5	36.6	32.8	37.3	32.0	39.5	33.5	137.5	142.3	147.6
	도매점	15.1	13.6	14.7	13.3	14.3	13.0	14.3	13.3	56.8	54.9	55.7
	수출	7.1	8.5	7.9	10.6	5.7	8.1	8.3	12.3	34.2	34.5	35.9
	온라인	15.1	15.3	20.8	16.9	21.0	22.1	27.0	19.9	68.2	90.1	100.9
	기타	16.0	16.2	16.4	16.0	17.2	17.2	17.2	16.6	64.6	68.2	70.2
y-y	화장품	9.8%	-24.7%	-15.9%	14.8%	-27.8%	-29.5%	-21.8%	-11.8%	-4.5%	-21.9%	16.9%
	홈쇼핑	-28.3%	-22.2%	-13.1%	-8.3%	-26.6%	-44.5%	-34.1%	-25.4%	-18.3%	-32.6%	7.0%
	면세점	22.6%	-24.6%	-25.5%	-4.3%	-36.5%	-60.4%	-40.7%	-15.5%	-9.3%	-37.0%	30.1%
	수출	39.7%	-35.5%	-16.3%	49.5%	-28.2%	-1.3%	-11.8%	-9.7%	6.7%	-13.7%	16.8%
	기타	20.5%	9.9%	9.7%	14.7%	-4.3%	5.5%	22.0%	15.7%	13.7%	9.9%	14.0%
	생활용품	1.9%	8.5%	5.4%	5.5%	7.3%	8.4%	10.4%	7.8%	5.2%	8.5%	5.2%
	소매점	-7.1%	-14.6%	-2.1%	0.1%	2.1%	1.6%	7.9%	2.1%	-6.1%	3.5%	3.7%
	도매점	23.8%	24.0%	4.0%	-1.1%	-5.3%	-4.8%	-3.0%	-0.1%	11.7%	-3.4%	1.5%
	수출	1.9%	35.7%	0.5%	15.1%	-19.5%	-5.0%	5.5%	15.6%	12.5%	0.8%	4.2%
	온라인	33.3%	50.3%	30.0%	43.1%	38.9%	44.3%	29.9%	18.2%	38.1%	32.2%	12.0%
	기타	-8.2%	21.3%	1.8%	-5.1%	7.3%	6.0%	5.0%	4.0%	1.3%	5.6%	3.0%
OP	영업이익	23.0	6.1	14.9	16.6	12.6	7.0	12.6	14.6	60.6	46.7	58.4
	% growth (y-y)	5.3%	-71.5%	-33.4%	22.4%	-45.3%	14.1%	-15.8%	-12.1%	-23.5%	-22.9%	25.1%
	% Margin	12.8%	3.9%	8.7%	8.6%	7.8%	4.9%	7.6%	7.8%	8.6%	7.1%	8.1%
	화장품	18.2	4.5	10.0	16.0	6.9	4.0	6.8	12.3	48.7	30.0	40.1
	생활용품	4.8	1.6	4.9	0.7	5.6	2.9	5.7	2.4	12.0	16.6	18.3
	y-y	-6.7%	-76.7%	-47.1%	27.0%	-62.1%	-10.7%	-31.8%	-23.4%	-30.7%	-38.4%	33.6%
OPM	화장품	20.3%	6.2%	13.4%	15.2%	10.6%	7.9%	11.7%	13.2%	14.2%	11.2%	12.8%
	생활용품	5.4%	1.9%	5.1%	0.8%	5.9%	3.2%	5.4%	2.5%	3.3%	4.3%	4.5%
	y-y	108.7%	-23.8%	40.0%	-30.0%	16.7%	83.5%	16.9%	240.0%	34.8%	38.7%	10.2%

애경산업 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M fwd 예상 지배주주순이익	십억원	37	18.6	696	12M fwd 화장품 예상 이익비중 70%와 생활용품 예상 이익비중 30% 감안
생활용품 (a)	십억원	11	14.8	166	글로벌 생활용품 3사 12M Fwd 예상 실적 기준 평균 PER을 15% 할인
화장품 (b)	십억원	26	20.2	530	국내 화장품 3사 12M Fwd 예상 실적 예상실적 기준 평균 PER 25% 할인
Shares outstanding ('000)	천주			26,299	보통주 발행주식수 - 자기주식수
Fair Value Per Share	원			26,458	
Target Price	원			26,000	Upside +13.5%

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.06.29	중립	26,000원	6개월		
2020.05.08	매수	34,000원	6개월	-26.03%	-19.41%
2020.02.11	매수	39,000원	6개월	-31.39%	-17.31%
2020.01.22	매수	39,000원	6개월	-21.51%	-17.31%
2019.11.14	매수	34,000원	6개월	-13.38%	-0.59%
2019.08.09	매수	34,000원	6개월	-11.27%	-0.59%
2019.07.17	매수	47,000원	6개월	-30.05%	-23.09%
2019.05.09	매수	64,000원	6개월	-30.12%	-19.53%
2019.04.15	매수	64,000원	6개월	-27.81%	-19.53%
2019.01.28	매수	64,000원	6개월	-28.49%	-19.53%
2019.01.24	매수	64,000원	6개월	-30.94%	-30.78%



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 6 월 29 일 기준)

매수	87.14%	중립	12.86%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	271	294	307	355	406
현금및현금성자산	133	133	61	98	138
매출채권및기타채권	57	67	65	70	75
재고자산	77	87	85	91	97
비유동자산	140	158	158	151	145
장기금융자산	1	1	5	5	5
유형자산	91	102	103	94	86
무형자산	6	7	8	8	9
자산총계	410	452	465	506	551
유동부채	87	99	96	103	110
단기금융부채	0	2	2	2	2
매입채무 및 기타채무	62	79	76	82	88
단기충당부채	0	3	3	4	4
비유동부채	14	14	23	33	43
장기금융부채	0	2	2	2	2
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	3	3	3	3
부채총계	101	113	119	136	153
지배주주지분	309	339	346	370	398
자본금	26	26	26	26	26
자본잉여금	142	143	143	143	143
기타자본구성요소	0	0	-6	-6	-6
자기주식	0	0	-6	-6	-6
이익잉여금	141	169	184	211	241
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	309	339	346	370	398
부채외자본총계	410	452	465	506	551

현금흐름표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	40	32	41	46	50
당기순이익(손실)	61	42	27	35	42
비현금성항목등	34	40	34	33	35
유형자산감가상각비	7	12	10	9	7
무형자산감가상각비	1	1	1	2	2
기타	9	13	12	11	11
운전자본감소(증가)	-48	-26	-9	-9	-10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4	-9	1	-5	-5
재고자산감소(증가)	-19	-15	1	-6	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	11	1	6	6
기타	-25	-12	-12	-4	-4
법인세납부	-7	-23	-11	-14	-17
투자활동현금흐름	-35	-19	-108	1	1
금융자산감소(증가)	-2	-1	-93	0	0
유형자산감소(증가)	-33	-16	-13	0	0
무형자산감소(증가)	-2	-2	-2	-2	-2
기타	3	0	0	3	3
재무활동현금흐름	115	-12	-6	-9	-11
단기금융부채증가(감소)	-19	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	-2	-1	0	0
자본의증가(감소)	141	2	-6	0	0
배당금의 지급	-7	-12	0	-9	-11
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	121	1	-72	37	40
기초현금	12	133	133	61	98
기말현금	133	133	61	98	138
FCF	9	25	35	44	48

자료 : 애경산업, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	700	701	657	723	771
매출원가	345	361	350	378	399
매출총이익	355	340	307	345	372
매출총이익률 (%)	50.7	48.5	46.7	47.7	48.2
판매비와관리비	276	279	260	286	304
영업이익	79	61	47	58	67
영업이익률 (%)	11.3	8.6	7.1	8.1	8.7
비영업손익	0	-5	-9	-10	-10
순금융비용	-2	-1	0	-1	-1
외환관련손익	0	0	1	1	1
관계기업투자 등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	79	56	37	49	58
세전계속사업이익률 (%)	11.4	8.0	5.7	6.7	7.5
계속사업법인세	19	14	10	13	16
계속사업이익	61	42	27	35	42
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	61	42	27	35	42
순이익률 (%)	8.7	5.9	4.2	4.9	5.4
지배주주	61	42	27	35	42
지배주주귀속 순이익률(%)	8.69	5.94	4.17	4.9	5.39
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	57	39	25	33	39
지배주주	57	39	25	33	39
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	87	74	59	69	76

주요투자지표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	11.2	0.3	-6.3	10.0	6.7
영업이익	59.2	-23.5	-22.9	25.1	14.9
세전계속사업이익	62.3	-29.7	-33.3	30.8	18.2
EBITDA	54.0	-15.9	-20.3	17.5	10.7
EPS(계속사업)	35.1	-34.4	-34.4	29.1	17.4
수익성 (%)					
ROE	28.5	12.9	8.0	9.9	10.8
ROA	19.3	9.7	6.0	7.3	7.9
EBITDA마진	12.5	10.5	8.9	9.5	9.9
안정성 (%)					
유동비율	310.2	296.8	319.1	344.8	369.0
부채비율	32.7	33.4	34.5	36.7	38.4
순차입금/자기자본	-43.4	-39.2	-43.4	-50.6	-57.0
EBITDA/이자비용(배)	348.4	367.2	349.1	411.1	455.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,411	1,581	1,037	1,340	1,573
BPS	11,768	12,817	13,098	14,009	15,085
CFPS	2,741	2,073	1,488	1,734	1,918
주당 현금배당금	450	450	350	420	480
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	32.4	32.6	31.8	24.6	20.9
PER(최저)	13.1	16.4	18.1	14.0	12.0
PBR(최고)	6.6	4.0	2.5	2.4	2.2
PBR(최저)	2.7	2.0	1.4	1.3	1.3
PCR	17.4	13.7	15.4	13.2	11.9
EV/EBITDA(최고)	22.0	16.7	12.4	10.0	8.5
EV/EBITDA(최저)	8.0	7.6	6.0	4.6	3.6

SK COMPANY Analysis



Analyst
전영현

yj6752@sk.com.kr
02-3773-9181

Company Data

자본금	4 십억원
발행주식수	821 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	272 십억원
주요주주	
잇츠한불(외2)	38.93%
KB자산운용	5.64%
외국인지분률	12.60%
배당수익률	2.30%

Stock Data

주가(20/06/26)	33,150 원
KOSDAQ	750.58 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	52,100 원
52주 최저가	20,200 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.5%	-15.9%
6개월	-29.8%	-39.0%
12개월	-35.9%	-39.4%

네오팜 (092730/KQ | 매수(유지) | T.P 44,000 원(유지))

하반기 제로이드 신제품에 주목 필요

- 2Q20 매출액과 영업이익은 215 억원(YoY +0%), 60 억원(YoY +0%)으로 추정
- 제로이드, 병의원 입점 수 증가와 함께 기존점 성장 동반되며 YoY +18% 성장 전망
- 아토팜과 리얼베리어, H&B 트래픽 감소로 매출 각각 YoY -8%, YoY -6% 하락 추정
- 리뉴얼로 인해 1 분기 방송을 쉬었던 건기식의 경우, 평분기 수준의 매출 회복 추정
- 투자 의견 Buy, 목표주가 44,000 원 유지

2Q20, 더마비/제로이드 고성장 vs 리얼베리어/아토팜 부진 예상

2 분기 매출액과 영업이익은 215 억원(YoY Flat), 60 억원(YoY Flat)으로 컨센서스 매출액과 영업이익 221 억원과 61 억원에 대체로 부합하는 실적을 시현할 것으로 예상된다. 브랜드 별로는 아토팜 YoY -8%, 리얼베리어 YoY -6%, 제로이드 YoY +18%, 더마비 YoY +16%의 매출 성장을 추정한다. 2 분기는 전반적으로 1 분기 대비해서는 점포 출점이 많지 않았으나, 제로이드의 경우, 더마코스메틱 시장이 여전히 견조하게 성장하는 가운데, 전년 동기 대비해서는 입점 점포 수가 늘어나있는 상황임에 따라 성장을 지속하고 있다. 더마비는 온라인 수요가 증가하며 매출이 증가한 것으로 보이며, 아토팜의 경우, 2 분기부터 면세 매출이 상대적으로 크게 하락하면서 전체 매출도 감소한 것으로 추정된다. 리얼베리어는 H&B 트래픽 위축으로 인한 매출 타격이 지속되는 가운데, 신유통(코스트코, 트레이더스 등) 채널 판매가 전통 오프라인 채널 부진을 일부 상쇄해주고 있다.

하반기 제로이드 MD 라인 신제품에 대한 수요에 주목 필요

네오팜에 대한 투자 의견 Buy와 목표주가 44,000 원을 유지한다. 건기식 홈쇼핑 방송 재개에 따른 상품 매출 비중 증가와 6 월 아토팜/리얼베리어의 신제품 출시에 따른 마케팅 비용 집행으로 전사 영업이익률은 전 분기 대비 -5%p 둔화될 전망이다. 하반기에도 동사는 수익성이 좋은 '제로이드' 위주의 탄탄한 고객층과 제품력을 바탕으로 안정적인 외형 및 이익 성장을 시현해나갈 것으로 전망한다. 또한, 지난 6 월 1 일 보습감을 강화해 출시한 제로이드 신제품 'MD 인텐시브 리치크림' 수요에 대해 향후 주목할 필요가 있다고 판단한다. '제로이드' 내 MD 라인 비중은 75%인데, 이 중 대부분의 매출이 '제로이드 MD 인텐시브 로션 + 크림' 두 제품에서 나왔다는 점을 감안 시, 하반기 겨울철 성수기 진입에 따라 신제품 '리치크림'의 유의미한 실적 기여를 기대해볼 수 있기 때문이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	54	66	83	86	96	103
yoy	%	26.6	23.6	25.6	3.6	10.9	8.2
영업이익	십억원	14	19	23	24	27	30
yoy	%	47.0	36.5	19.8	4.6	14.3	10.2
EBITDA	십억원	15	20	24	25	29	32
세전이익	십억원	14	20	24	25	28	31
순이익(지배주주)	십억원	12	15	19	20	22	25
영업이익률%	%	26.2	28.9	27.6	27.9	28.7	29.2
EBITDA%	%	27.7	30.2	29.0	29.4	30.2	30.6
순이익률	%	21.6	23.2	23.1	23.1	23.4	23.8
EPS(계속사업)	원	1,549	2,060	2,438	2,427	2,719	3,002
PER	배	30.4	21.9	19.8	13.7	12.2	11.0
PBR	배	7.4	5.7	3.8	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	배	21.6	14.7	13.1	7.2	6.0	5.0
ROE	%	26.8	28.8	23.3	17.7	17.5	17.0
순차입금	십억원	-31	-42	-81	-89	-100	-114
부채비율	%	19.2	23.0	16.1	16.2	16.1	15.8

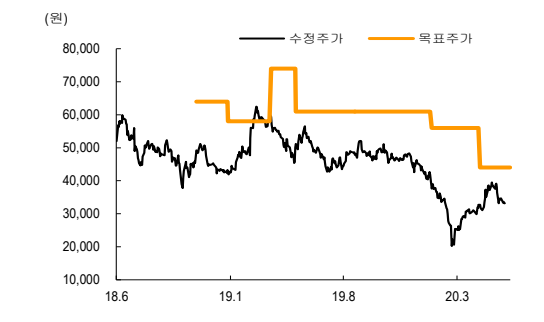
네오팜 분기별 실적 추정

(단위: 억원)

(억원)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
Sales	매출액	198.6	214.5	191.3	228.1	192.9	214.8	202.3	252.1	832.4	862.2	956.0
	y-y %	19.4%	33.3%	33.0%	18.9%	-2.8%	0.1%	5.8%	10.5%	25.6%	3.6%	10.9%
	스킨 케어	125.9	135.1	118.6	139.1	131.2	136.9	124.1	146.5	518.7	538.7	584.9
	페이셜 케어	37.7	36.5	34.4	43.3	36.7	34.3	33.2	48.8	152.0	152.9	173.3
	바디 케어	16.9	15.0	15.3	22.8	17.4	17.5	17.9	28.5	70.0	81.3	92.4
	건기식	11.9	21.5	17.2	16.0	3.9	20.4	20.7	20.8	66.5	65.6	75.5
	기타	6.2	6.4	5.7	6.8	3.9	5.8	6.4	7.5	25.2	23.6	30.0
% y-y	스킨 케어	10.7%	13.2%	21.8%	14.8%	4.2%	1.3%	4.7%	5.3%	14.8%	3.9%	8.6%
	페이셜 케어	19.4%	33.3%	17.4%	6.1%	-2.8%	-6.0%	-3.5%	12.5%	17.7%	0.6%	13.3%
	바디 케어	45.0%	16.7%	40.0%	11.1%	2.9%	16.5%	17.0%	25.0%	25.1%	16.1%	13.6%
	건기식	-	-	-	316.2%	-67.6%	-5.0%	20.0%	30.0%	1634.7%	-1.3%	15.0%
	기타	-33.9%	400.0%	-7.2%	27.4%	-37.3%	-10.0%	12.0%	10.0%	13.6%	-6.2%	27.0%
GP	매출총이익	146.7	151.9	137.0	165.2	143.1	152.3	145.1	182.8	600.7	623.4	692.2
	y-y %	16.4%	33.4%	28.7%	20.6%	-2.4%	0.3%	5.9%	10.7%	24.3%	3.8%	11.0%
	% Sales	73.9%	70.8%	71.6%	72.4%	74.2%	70.9%	71.7%	72.5%	72.2%	72.3%	72.4%
S&P	판관비	83.3	92.3	86.4	109.4	80.1	92.7	92.1	118.2	371.4	383.2	417.8
	y-y %	20.5%	29.8%	20.2%	37.4%	-3.9%	0.5%	6.6%	8.1%	27.3%	3.2%	9.0%
	% Sales	42.0%	43.0%	45.2%	47.9%	41.5%	43.2%	45.5%	46.9%	44.6%	44.4%	43.7%
% sales	인건비 및 복리후생비	10.0%	11.2%	11.0%	9.7%	11.2%	10.8%	11.3%	9.5%	10.5%	10.6%	10.3%
	일반 관리비(지급수수료)	11.5%	11.0%	12.2%	11.9%	9.3%	11.0%	11.5%	12.4%	11.6%	11.1%	11.1%
	판매비	4.4%	3.8%	4.1%	3.9%	4.9%	4.2%	4.4%	4.0%	4.1%	4.4%	4.2%
	연구개발비	3.1%	3.3%	3.3%	2.4%	3.1%	3.3%	3.3%	2.4%	3.0%	3.0%	3.0%
	광고선전비	6.6%	8.0%	9.0%	14.4%	6.6%	8.2%	9.4%	12.9%	9.6%	9.5%	9.3%
	기타	6.3%	5.7%	5.6%	5.6%	6.3%	5.7%	5.6%	5.6%	5.8%	5.8%	5.8%
OP	영업이익	63.3	59.6	50.5	55.9	63.0	59.6	53.0	64.6	229.3	240.2	274.4
	y-y	11.3%	39.3%	46.5%	-2.8%	-0.5%	0.0%	4.9%	15.6%	19.7%	4.7%	14.3%
	% Sales	31.9%	27.8%	26.4%	24.5%	32.7%	27.7%	26.2%	25.6%	27.5%	27.9%	28.7%

자료: 네오팜, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.06.29	매수	44,000원	6개월		
2020.05.11	매수	44,000원	6개월	-19.42%	-10.23%
2020.02.10	매수	56,000원	6개월	-45.25%	-30.36%
2020.01.22	매수	61,000원	6개월	-22.09%	-7.38%
2019.11.11	매수	61,000원	6개월	-21.48%	-7.38%
2019.08.05	매수	61,000원	6개월	-20.52%	-7.38%
2019.07.17	매수	61,000원	6개월	-18.50%	-7.38%
2019.05.31	매수	61,000원	6개월	-15.62%	-7.38%
2019.05.08	매수	74,000원	6개월	-29.49%	-19.73%
2019.04.15	매수	74,000원	6개월	-25.26%	-19.73%
2019.02.08	매수	58,000원	6개월	-9.22%	7.76%
2019.01.24	매수	58,000원	6개월	-25.74%	-23.19%
2018.11.26	매수	64,000원	6개월	-29.55%	-20.00%



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 6월 29일 기준)

매수	87.14%	중립	12.86%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	59	102	111	124	139
현금및현금성자산	8	6	11	23	36
매출채권및기타채권	9	9	10	11	12
재고자산	7	6	6	7	8
비유동자산	14	21	27	33	40
장기금융자산	2	2	2	2	2
유형자산	10	10	9	8	8
무형자산	1	2	4	5	6
자산총계	73	123	139	158	179
유동부채	13	13	14	15	16
단기금융부채	0	1	1	1	1
매입채무 및 기타채무	8	8	8	9	10
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1	4	5	7	8
장기금융부채	0	4	4	4	4
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	14	17	19	22	24
지배주주지분	59	106	119	136	154
자본금	4	4	4	4	4
자본잉여금	14	45	45	45	45
기타자본구성요소	-3	-3	-3	-3	-3
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	45	59	73	90	109
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	59	106	119	136	154
부채외자본총계	73	123	139	158	179

현금흐름표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	16	18	13	22	24
당기순이익(손실)	15	19	20	22	25
비현금성항목등	6	6	6	7	7
유형자산감가상각비	1	1	1	1	1
무형자산감가상각비	0	0	0	0	1
기타	1	2	1	1	1
운전자본감소(증가)	-3	-2	-6	0	0
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-2	0	-1	-1	-1
재고자산감소(증가)	-3	1	-1	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	1	1	1
기타	1	-2	-5	0	0
법인세납부	-3	-5	-7	-7	-7
투자활동현금흐름	-8	-52	-7	-5	-5
금융자산감소(증가)	-7	-46	-2	0	0
유형자산감소(증가)	-2	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	-1	-2	-2	-2
기타	1	-4	-4	-4	-3
재무활동현금흐름	-3	31	0	-6	-6
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	4	0	0	0
자본의증가(감소)	0	32	0	0	0
배당금의 지급	-4	-5	0	-5	-5
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	4	-3	6	11	14
기초현금	4	8	6	11	23
기말현금	8	6	11	23	36
FCF	14	18	18	21	23

자료 : 네오팜, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	66	83	86	96	103
매출원가	18	23	24	26	28
매출총이익	48	60	62	69	75
매출총이익률 (%)	72.9	72.2	72.3	72.4	72.5
판매비와관리비	29	37	38	42	45
영업이익	19	23	24	27	30
영업이익률 (%)	28.9	27.6	27.9	28.7	29.2
비영업손익	1	1	1	1	1
순금융비용	-1	-1	-2	-2	-2
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	20	24	25	28	31
세전계속사업이익률 (%)	29.9	28.3	29.3	29.6	30.3
계속사업법인세	4	4	5	6	7
계속사업이익	15	19	20	22	25
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	15	19	20	22	25
순이익률 (%)	23.2	23.1	23.1	23.4	23.8
지배주주	15	19	20	22	25
지배주주귀속 순이익률(%)	23.19	23.12	23.11	23.35	23.82
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	15	19	19	22	24
지배주주	15	19	19	22	24
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	20	24	25	29	32

주요투자지표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	23.6	25.6	3.6	10.9	8.2
영업이익	36.5	19.8	4.6	14.3	10.2
세전계속사업이익	41.0	19.0	7.1	12.3	10.7
EBITDA	34.8	20.9	5.0	13.6	9.7
EPS(계속사업)	33.0	18.4	-0.5	12.0	10.4
수익성 (%)					
ROE	28.8	23.3	17.7	17.5	17.0
ROA	23.7	19.7	15.3	15.1	14.6
EBITDA마진	30.2	29.0	29.4	30.2	30.6
안정성 (%)					
유동비율	457.1	792.5	791.7	814.2	845.4
부채비율	23.0	16.1	16.2	16.1	15.8
순차입금/자기자본	-70.8	-76.5	-74.4	-73.7	-73.5
EBITDA/이자비용(배)	9,613.8	1,407.7	270.9	307.8	337.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,060	2,438	2,427	2,719	3,002
BPS	7,946	12,878	14,538	16,538	18,820
CFPS	2,172	2,592	2,594	2,887	3,170
주당 현금배당금	650	750	700	700	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	30.5	25.6	19.5	17.4	15.8
PER(최저)	18.3	17.2	8.3	7.4	6.7
PBR(최고)	7.9	4.9	3.3	2.9	2.5
PBR(최저)	4.8	3.3	1.4	1.2	1.1
PCR	20.7	18.7	12.8	11.5	10.5
EV/EBITDA(최고)	21.4	16.0	11.8	10.0	8.7
EV/EBITDA(최저)	12.0	9.6	3.1	2.3	1.7

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com.kr

02-3773-9181

Company Data

자본금	5 십억원
발행주식수	1,005 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	950 십억원
주요주주	
코스맥스비티아이(외)	26.57%
국민연금공단	13.24%
외국인지분률	18.60%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(20/06/26)	94,500 원
KOSPI	2134.65 pt
52주 Beta	0.89
52주 최고가	110,000 원
52주 최저가	60,700 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.5%	-5.4%
6개월	20.5%	24.1%
12개월	-12.1%	-12.6%

코스맥스 (192820/KS | 매수(유지) | T.P 120,000 원(유지))

타라인 성장은 긍정적이나, 눈높이는 낮출 필요

- 2 분기 매출액 3,507 억원(YoY +6%), 영업이익 140 억원(YoY +7%) 추정
- 핵심 법인인 국내와 중국 성장률이 회복되며 타라인이 QoQ 증가한다는 점이 긍정적
- 다만, 2 분기부터 위생용품의 공급이 원활해지며 1 분기 대비 국내 수익성은 축소 전망
- 12M Fwd 예상 실적 기준 PER 20 배로 추가 상승 여력은 충분하다는 판단
- 불안한 업황 속 경쟁사 대비 상대적으로 견조한 타라인 성장 기대된다는 점이 매력적

중국 및 국내 법인 회복세 긍정적이나, QoQ 수익성 개선은 힘들 것

2 분기 매출액 3,507 억원(YoY +6%), 영업이익 140 억원(YoY +7%)으로 컨센서스 영업이익 174 억원을 하회하는 실적을 시현할 전망이다. 국내 매출은 스타일난다, 린앤 등 온라인 고객사 확보 작업이 진행되는 가운데 YoY +8% 성장을 예상하며, 생산효율화와 규모의 경제 효과로 영업이익률은 YoY +1.5%p 개선된 7.0%를 기록할 전망이다. 다만, 영업이익률의 경우, 손소독제 수요가 급증했던 1 분기(8.1%)보다는 다소 축소될 전망이다. 중국 상해 법인은 연간 온라인 고객사 비중을 35%까지 늘리는 것을 목표로 온라인 고객 확보에 집중하며 2 분기 매출이 YoY +2% 성장할 것으로 예상된다. 광저우 법인의 경우, 주요 고객사 '퍼펙트다이아리'의 6.18 행사 호실적에 힘입어 매출이 YoY +31% 증가했을 것으로 추정한다. 미국 오하이오 법인과 뉴월드 매출은 각각 YoY -26%, YoY -23% 역성장했을 것으로 추정한다. 2 분기부터 미국 내 본격적인 코로나 19 확산으로 가동률이 크게 하락했을 것으로 보인다. 한편, 연말까지 있을 일부 공장에 대한 미국 정부지원금 지급과 하반기부터 본격적으로 생산을 시작할 뉴월드의 손소독제 관련 매출이 미주 법인 부진을 다소 상쇄해줄 것으로 기대한다.

투자의견 Buy, 목표주가 120,000 원 유지

코스맥스에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 120,000 원을 유지한다. 코로나 19로 인한 전체적인 화장품 시장 위축에도 동사는 국내외 온라인 고객사 확보에 주력하며 전사 타라인 성장을 유지하고 있다. 단기간 내 중국 화장품 수요 회복에 대한 수혜를 가장 크게 받을 수 있는 업체로서 향후, 중국 법인의 수익성 개선 여력까지 감안한다면, 불안한 업황 속 투자 매력도가 가장 큰 업체 중 하나다. 1 분기 서프라이즈로 인해 높아져 있는 2 분기 실적 눈높이에 대한 부담만 다소 완화된다면, 단기 변동성 우려 없이 추세적인 추가 상승을 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	884	1,260	1,331	1,424	1,565	1,679
yoy	%	16.8	42.5	5.6	7.0	9.9	7.3
영업이익	십억원	35	52	54	70	106	136
yoy	%	-33.2	48.9	3.2	29.0	52.1	28.6
EBITDA	십억원	55	78	92	121	151	176
세전이익	십억원	25	36	36	51	86	117
순이익(지배주주)	십억원	19	33	32	30	58	83
영업이익률%	%	4.0	4.2	4.1	4.9	6.8	8.1
EBITDA%	%	6.3	6.2	6.9	8.5	9.7	10.5
순이익률	%	1.8	1.7	1.4	1.8	3.5	4.7
EPS(계속사업)	원	1,876	3,246	3,167	2,954	5,767	8,263
PER	배	62.4	40.1	25.2	32.0	16.4	11.4
PBR	배	5.4	4.9	2.3	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	배	28.3	22.9	13.9	11.6	8.8	7.0
ROE	%	8.8	13.5	10.5	8.3	14.5	17.5
순차입금	십억원	362	470	471	450	390	296
부채비율	%	309.0	338.9	280.6	277.4	249.6	210.4

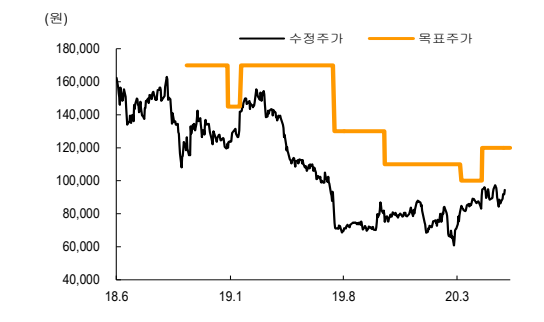
코스맥스 분기별 실적추정

(단위: 십억원)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
Sales	Sales	327.8	332.3	317.5	353.1	328.5	350.7	342.4	402.1	1,259.7	1,330.7	1,423.7	1,564.6
	y-y	13.5%	1.5%	0.9%	7.4%	0.2%	5.5%	7.9%	13.9%	42.5%	5.6%	7.0%	9.9%
	KOREA	190.2	192.8	171.4	184.6	202.0	208.5	186.3	201.4	679.4	739.0	798.2	842.0
	CHINA	103.7	118.1	108.8	151.2	88.4	128.6	125.3	180.4	477.6	481.8	522.6	577.7
	Shanghai	81.8	88.8	83.3	118.0	63.4	90.1	91.6	135.1	410.9	371.8	380.3	406.9
	Guangzhou	22.0	29.3	25.5	33.2	25.0	38.4	33.7	45.3	66.7	110.0	142.4	170.9
	Indonesia	8.0	8.3	11.5	11.5	10.2	10.5	15.1	14.4	10.6	39.4	50.2	62.7
	Thailand	4.1	3.7	4.6	5.6	5.3	4.6	5.2	6.4	9.7	17.9	21.6	29.1
	USA(오하이오)	23.0	20.4	22.6	16.6	17.1	15.1	17.8	18.2	66.2	82.6	68.3	86.6
	USA(뉴월드)	20.0	17.1	23.8	15.8	20.6	13.2	19.7	17.7	99.1	76.7	71.3	83.3
y-y	KOREA	24.8%	1.4%	2.5%	8.9%	6.2%	8.1%	8.7%	9.1%	28.6%	8.8%	8.0%	5.5%
	CHINA	4.6%	-2.8%	-9.5%	10.6%	-14.8%	8.8%	15.2%	19.3%	28.7%	0.9%	8.5%	10.5%
	Shanghai	1.7%	-16.6%	-20.7%	-0.9%	-22.4%	1.5%	10.0%	14.5%	25.8%	-9.5%	2.3%	7.0%
	Guangzhou	17.1%	94.2%	67.7%	88.6%	13.8%	31.0%	32.0%	36.5%	50.0%	65.0%	29.5%	20.0%
	Indonesia	364.5%	239.3%	362.4%	189.7%	26.2%	27.0%	31.0%	25.0%	18.3%	270.1%	27.4%	25.0%
	Thailand	478.9%	517.7%	-7.0%	58.9%	31.3%	25.0%	15.0%	15.0%	0.0%	84.3%	20.8%	35.0%
	USA(오하이오)	47.7%	41.5%	24.3%	-8.3%	-25.7%	-26.0%	-21.0%	10.0%	74.0%	24.6%	-17.3%	26.8%
	USA(뉴월드)	-26.5%	-29.5%	-15.2%	-19.2%	3.1%	-22.7%	-17.0%	12.0%	-	-22.6%	-7.1%	16.8%
OP	OP	13.5	13.2	10.4	16.9	16.1	14.0	16.0	23.5	52.3	54.0	69.6	105.9
	y-y	30.2%	-29.2%	-21.5%	67.2%	18.5%	6.7%	54.1%	39.3%	48.9%	3.2%	29.0%	52.1%
	OPM	4.1%	4.0%	3.3%	4.8%	4.9%	4.0%	4.7%	5.9%	4.2%	4.1%	4.9%	6.8%
	KOREA	7.7	10.6	8.6	13.2	16.4	14.6	12.1	14.4	22.1	40.2	57.6	56.7
	CHINA	8.0	7.5	-0.1	7.7	0.0	6.9	6.7	10.4	37.7	23.1	24.1	36.9
	Shanghai	4.5	1.5	-4.6	3.7	-3.5	0.0	1.4	4.5	27.4	5.1	2.4	11.8
	Guangzhou	3.5	6.0	4.5	4.0	3.5	6.8	5.3	6.0	10.3	18.0	21.7	25.1
	Indonesia	1.0	1.0	1.5	2.9	1.3	1.3	2.0	2.2	-2.2	6.4	6.8	8.8
	Thailand	-1.6	-1.9	-1.3	-0.6	-1.1	-0.7	-0.5	-0.4	-1.5	-5.4	-2.7	0.0
	USA(오하이오)	-2.1	-2.3	-1.8	-3.6	-3.6	-4.8	-3.2	-1.8	-13.8	-9.8	-13.5	-4.3
	USA(뉴월드)	-2.4	-2.1	1.6	-2.4	-5.0	-3.6	-3.0	-0.9	2.5	-5.3	-12.4	-1.9
% Margin	KOREA	4.1%	5.5%	5.0%	7.2%	8.1%	7.0%	6.5%	7.2%	3.3%	5.4%	7.2%	6.7%
	CHINA	7.7%	6.3%	-0.1%	5.1%	0.0%	5.4%	5.3%	5.8%	7.9%	4.8%	4.6%	6.4%
	Shanghai	5.5%	1.7%	-5.5%	3.1%	-5.5%	0.1%	1.5%	3.3%	6.7%	1.4%	0.6%	2.9%
	Guangzhou	16.0%	20.3%	17.5%	12.2%	14.1%	17.8%	15.8%	13.2%	15.4%	16.3%	15.2%	14.7%
	Indonesia	12.1%	12.5%	13.0%	25.0%	13.0%	12.5%	13.0%	15.0%	-20.6%	16.2%	13.5%	14.0%
	Thailand	-40.2%	-51.3%	-28.5%	-10.0%	-20.0%	-15.0%	-10.0%	-7.0%	-15.9%	-30.1%	-12.6%	-0.1%
	USA(오하이오)	-9.0%	-11.3%	-8.0%	-22.0%	-21.0%	-32.0%	-18.0%	-10.0%	-20.8%	-11.9%	-19.7%	-5.0%
	USA(뉴월드)	-12.0%	-12.3%	6.7%	-15.0%	-24.0%	-27.0%	-15.0%	-5.0%	2.5%	-6.9%	-17.3%	-2.3%

자료: 코스맥스, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.06.29	매수	120,000원	6개월		
2020.05.15	매수	120,000원	6개월	-23.50%	-18.83%
2020.04.06	매수	100,000원	6개월	-14.52%	-9.00%
2020.02.21	매수	110,000원	6개월	-29.93%	-20.00%
2019.11.26	매수	110,000원	6개월	-28.73%	-20.00%
2019.11.14	매수	110,000원	6개월	-29.98%	-27.64%
2019.08.12	매수	130,000원	6개월	-43.27%	-33.08%
2019.07.17	매수	170,000원	6개월	-26.87%	-8.53%
2019.05.14	매수	170,000원	6개월	-24.14%	-8.53%
2019.04.15	매수	170,000원	6개월	-15.35%	-8.53%
2019.02.18	매수	170,000원	6개월	-13.44%	-8.53%
2019.01.24	매수	145,000원	6개월	-12.14%	-2.07%
2018.11.08	매수	170,000원	6개월	-24.91%	-16.18%



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 6 월 29 일 기준)

매수	87.14%	중립	12.86%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	596	618	722	839	979
현금및현금성자산	35	77	142	201	295
매출채권및기타채권	322	318	340	374	401
재고자산	209	209	224	246	264
비유동자산	466	586	576	543	515
장기금융자산	15	16	17	17	17
유형자산	333	432	413	370	332
무형자산	96	103	107	106	106
자산총계	1,062	1,204	1,298	1,382	1,494
유동부채	650	716	776	808	835
단기금융부채	371	409	447	447	447
매입채무 및 기타채무	231	225	240	264	283
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	169	171	178	178	178
장기금융부채	145	141	148	148	148
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	820	888	954	986	1,013
지배주주지분	265	343	372	428	520
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	129	182	182	182	182
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	135	162	184	232	315
비지배주주지분	-24	-27	-28	-33	-38
자본총계	242	316	344	395	481
부채외자본총계	1,062	1,204	1,298	1,382	1,494

현금흐름표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-37	98	77	94	118
당기순이익(손실)	21	18	26	54	79
비현금성항목등	66	103	100	97	96
유형자산감가상각비	24	36	49	44	38
무형자산감가상각비	1	2	2	2	2
기타	8	27	2	-2	-2
운전자본감소(증가)	-114	1	-17	-26	-21
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-80	1	-11	-34	-27
재고자산감소(증가)	-25	6	-10	-22	-18
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-26	-21	1	24	19
기타	15	14	3	6	5
법인세납부	-10	-24	-31	-31	-37
투자활동현금흐름	-56	-95	-15	1	1
금융자산감소(증가)	-7	9	6	0	0
유형자산감소(증가)	-48	-103	-30	0	0
무형자산감소(증가)	-2	-1	-1	-1	-1
기타	2	0	10	2	2
재무활동현금흐름	89	39	2	-35	-25
단기금융부채증가(감소)	71	34	22	0	0
장기금융부채증가(감소)	39	-48	-1	0	0
자본의증가(감소)	0	83	0	0	0
배당금의 지급	-3	-6	0	-10	0
기타	-19	-24	-19	-25	-25
현금의 증가(감소)	-4	41	65	60	94
기초현금	39	35	77	142	201
기말현금	35	77	142	201	295
FCF	-87	-1	40	85	110

자료 : 코스맥스, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,260	1,331	1,424	1,565	1,679
매출원가	1,105	1,147	1,216	1,333	1,429
매출총이익	155	183	208	232	250
매출총이익률 (%)	12.3	13.8	14.6	14.8	14.9
판매비와관리비	102	129	138	126	114
영업이익	52	54	70	106	136
영업이익률 (%)	4.2	4.1	4.9	6.8	8.1
비영업손익	-16	-18	-19	-20	-20
순금융비용	18	22	22	24	23
외환관련손익	0	3	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	36	36	51	86	117
세전계속사업이익률 (%)	2.9	2.7	3.6	5.5	7.0
계속사업법인세	15	18	24	31	37
계속사업이익	21	18	26	54	79
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	21	18	26	54	79
순이익률 (%)	1.7	1.4	1.8	3.5	4.7
지배주주	33	32	30	58	83
지배주주귀속 순이익률(%)	2.59	2.39	2.08	3.7	4.95
비지배주주	-12	-14	-4	-4	-4
총포괄이익	22	17	33	61	86
지배주주	33	31	38	66	91
비지배주주	-11	-14	-5	-5	-5
EBITDA	78	92	121	151	176

주요투자지표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	42.5	5.6	7.0	9.9	7.3
영업이익	48.9	3.2	29.0	52.1	28.6
세전계속사업이익	43.4	-0.9	40.8	69.5	36.2
EBITDA	40.2	18.5	31.4	25.2	16.3
EPS(계속사업)	73.0	-2.5	-6.7	95.2	43.3
수익성 (%)					
ROE	13.5	10.5	8.3	14.5	17.5
ROA	2.1	1.6	2.1	4.1	5.5
EBITDA마진	6.2	6.9	8.5	9.7	10.5
안정성 (%)					
유동비율	91.6	86.3	93.1	103.8	117.3
부채비율	338.9	280.6	277.4	249.6	210.4
순차입금/자기자본	194.3	148.9	130.7	98.7	61.5
EBITDA/이자비용(배)	4.2	4.1	5.2	6.0	7.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,246	3,167	2,954	5,767	8,263
BPS	26,411	34,178	37,050	42,632	51,709
CFPS	5,762	6,947	8,049	10,281	12,207
주당 현금배당금	600	900	1,000	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	55.1	49.1	33.0	16.9	11.8
PER(최저)	33.3	21.7	20.6	10.5	7.4
PBR(최고)	6.8	4.6	2.6	2.3	1.9
PBR(최저)	4.1	2.0	1.6	1.4	1.2
PCR	22.6	11.5	11.7	9.2	7.7
EV/EBITDA(최고)	29.2	22.1	11.8	9.0	7.2
EV/EBITDA(최저)	20.0	12.7	8.8	6.6	5.1

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

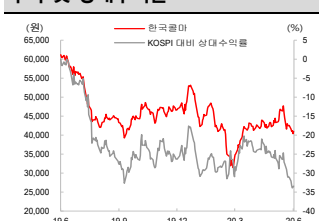
Company Data

자본금	11 십억원
발행주식수	2,288 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	938 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외32)	30.37%
NIHON KOLMAR	12.14%
외국인지분율	25.10%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(20/06/26)	41,000 원
KOSPI	2134.65 pt
52주 Beta	0.89
52주 최고가	61,000 원
52주 최저가	31,400 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.5%	-11.1%
6개월	-12.2%	-9.6%
12개월	-33.0%	-33.4%

한국콜마 (161890/KS | 매수(유지) | T.P 48,000 원(유지))

서서히 올라오는 중국 수주

- 2 분기 매출액 3,936 억원(YoY -4%)과 영업이익 317 억원(YoY -17%) 추정
- 컨센서스 매출액과 영업이익 4,169 억원과 347 억원을 소폭 하회할 것으로 전망
- 컨센서스 하회는 예상보다 부진한 내수 브랜드 수주와 이에 따른 수익성 하락에 기인
- 다만, 중국 수주가 1 분기를 저점으로 꾸준히 증가하고 있어 하반기 수익성 개선 기대
- 투자의견 Buy, 목표주가 48,000 원 유지

2 분기 시장 컨센서스 소폭 하회하는 실적 전망

2 분기 매출액 3,936 억원(YoY -4%)과 영업이익 317 억원(YoY -17%)으로 매출액 및 영업이익 컨센서스 4,169 억원과 347 억원을 소폭 하회하는 실적을 시현할 것으로 추정한다. **국내 화장품** 매출은 수출이 YoY -35%, 내수가 YoY -9% 감소할 것으로 예상한다. 동사의 수출은 중국에 치중 되어있기 보다는 북미 및 다양한 아시아 지역으로 다변화 되어있어 2 분기에도 성장률이 크게 회복되지 못할 것으로 보인다. 내수는 '에터미'의 홈쇼핑 향 매출이나 '카버코리아' 등의 주요 고객사 수주가 견고한 가운데, JM 솔루션 마스크팩 매출 및 국내 중저가 브랜드들의 오더가 지속적으로 감소하고 있어 기존 예상대비 국내 법인 화장품 매출 역신장폭(YoY -10%)이 더욱 클 것으로 보인다. 7 월 이후 IMM PE 에 양도되는 **제약 부문**의 경우, 금번 2 분기까지만 실적이 인식될 전망이다이며, 매출은 1 분기에 이어 YoY +7% 가량 증가했을 것으로 전망한다. 2 분기부터 북미 지역 위주 코로나 19 확산세가 더욱 거세지며 **미국**은 YoY -48%, **캐나다**는 YoY -30% 외형이 감소했을 것으로 추정하는데, 두 법인 모두 1 분기 대비 적자폭 역시 다소 증가했을 것으로 보인다. 미국 법인의 경우, 색조 생산 비중이 커 캐나다보다 코로나 타격이 더욱 심했던 것으로 파악된다. **중국 법인**은 계속되는 북경 → 무석간 물량 이관 작업에도 두 법인이 모두 신규 온라인 고객사 유치에 힘쓰며, 가동률이 서서히 올라오고 있는 것으로 추정되며, **CJ 헬스케어**는 케이캡정 판매 증가와 음료 매출 호조로 YoY +8%의 매출 성장률과 13.1%의 영업이익률을 기록할 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 48,000 원 유지

현재 주가는 12M Fwd PER 18 배 수준으로 PER 밴드 하단 수준이다. 동사의 주요 고객사 '에터미'가 최근 중국에 진출함에 따라 3 분기부터 '에터미' 향 수주 증가가 국내 법인 수출과 무석 법인 매출에 반영될 것으로 전망한다. 중국 내 온라인 화장품 판매가 지속적으로 호조를 보이는 가운데, 하반기부터 무석 법인의 본격적인 가동률 상승과 함께 수익성 개선의 여지가 남아있다. 투자의견 Buy 와 목표주가 48,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	822	1,358	1,541	1,577	1,699	1,800
yoy	%	23.1	65.3	13.5	2.4	7.7	5.9
영업이익	십억원	67	90	118	129	156	165
yoy	%	-8.8	34.3	31.0	9.2	21.0	6.1
EBITDA	십억원	86	132	178	190	210	213
세전이익	십억원	62	55	63	73	101	112
순이익(지배주주)	십억원	47	42	29	46	65	72
영업이익률%	%	8.2	6.6	7.7	8.2	9.2	9.2
EBITDA%	%	10.5	9.7	11.6	12.1	12.4	11.8
순이익률	%	5.9	2.7	2.2	3.2	4.1	4.3
EPS(계속사업)	원	2,240	1,954	1,285	2,005	2,845	3,145
PER	배	36.6	36.1	36.8	20.5	14.4	13.0
PBR	배	5.7	3.6	2.3	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	배	21.8	22.0	13.8	12.0	10.4	9.9
ROE	%	16.4	11.4	6.4	9.4	12.2	12.2
순차입금	십억원	115	949	994	944	842	740
부채비율	%	101.0	170.0	183.1	179.3	171.1	162.8

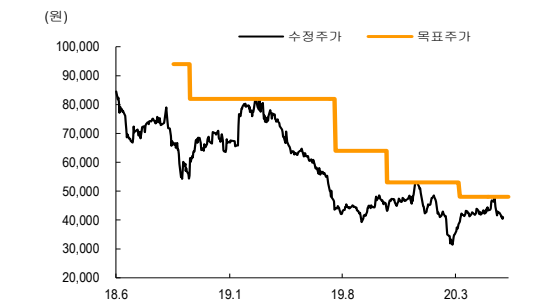
한국콜마 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
Sales	Sales	380.6	409.8	360.9	389.4	375.3	393.6	389.7	418.7	1,358	1,541	1,577	1,699
	y-y %	56.9%	13.8%	-3.8%	2.5%	-1.4%	-3.9%	8.0%	7.5%	65.3%	13.5%	2.4%	7.7%
	KOREA	220.9	239.5	185.9	208.3	215.5	223.9	198.1	219.3	891.6	854.6	856.8	899.8
	Cosmetic	174.7	192.0	139.4	158.0	165.9	173.1	148.1	165.2	697.3	664.1	652.3	681.8
	Domestic	162.4	182.1	130.4	147.9	157.8	166.6	140.2	155.6	639.5	622.8	620.2	647.4
	Export	12.3	9.9	9.0	10.1	8.1	6.4	8.0	9.6	57.8	41.3	32.1	34.4
	Bio	46.2	47.5	46.5	50.3	49.6	50.8	50.0	54.1	194.3	190.5	204.5	218.0
	Beijing	15.1	16.3	11.4	12.7	5.8	10.4	9.5	11.7	74.4	55.5	37.4	40.0
	무석	2.6	4.9	5.2	8.8	6.8	10.5	13.0	15.4	0.6	21.5	45.7	66.1
	PTP	13.9	16.4	12.2	8.4	10.0	8.5	9.7	9.3	55.6	50.9	37.6	43.8
	CSR	8.6	10.3	9.2	8.2	8.2	7.3	8.6	8.8	32.6	36.3	32.9	37.2
	CKM	126.2	127.1	141.9	147.4	132.8	137.0	154.8	158.5	335.1	542.6	583.1	629.7
	y-y												
y-y	KOREA	6.0%	-2.6%	-16.3%	-3.3%	-2.4%	-6.5%	6.6%	5.3%	30.8%	-4.1%	0.3%	5.0%
	Cosmetic	11.7%	-0.5%	-21.4%	-7.3%	-5.0%	-9.9%	6.3%	4.5%	42.5%	-4.8%	-1.8%	4.5%
	Domestic	11.1%	3.6%	-18.1%	-6.5%	-2.8%	-8.5%	7.5%	5.2%	39.9%	-2.6%	-0.4%	4.4%
	Export	20.6%	-42.4%	-50.3%	-17.9%	-34.1%	-35.0%	-11.5%	-5.1%	77.8%	-28.5%	-22.3%	7.1%
	Bio	-11.2%	-10.0%	4.3%	12.0%	7.4%	7.0%	7.5%	7.6%	1.1%	-2.0%	7.4%	6.6%
	Beijing	-4.4%	-24.9%	-38.0%	-31.4%	-61.6%	-36.0%	-17.0%	-8.1%	29.2%	-25.4%	-32.7%	6.9%
	무석	-	-	-	1366.7%	161.5%	114.3%	150.0%	75.0%	-	3483.3%	1.1	44.6%
	PTP	-2.1%	22.4%	-9.0%	-42.5%	-28.1%	-47.9%	-20.5%	11.2%	-16.9%	-8.5%	-26.2%	16.5%
	CSR	7.5%	25.6%	16.5%	-3.5%	-4.7%	-29.5%	-6.5%	7.9%	16.8%	11.3%	-9.3%	13.2%
	CKM	-	58.9%	14.4%	12.5%	5.2%	7.8%	9.1%	7.5%	-	61.9%	7.5%	8.0%
OP	OP	31.7	38.0	20.2	27.8	29.9	31.7	30.6	36.4	90.0	117.8	128.6	155.7
	y-y %	76.4%	54.8%	160.0%	-29.8%	-5.7%	-16.7%	51.5%	30.8%	34.3%	30.9%	9.2%	21.0%
	OPM %	8.3%	9.3%	5.6%	7.2%	8.0%	8.0%	7.9%	8.7%	6.6%	7.6%	8.2%	9.2%
	KOREA	18.3	21.5	5.9	12.3	19.0	18.4	11.7	13.6	71.0	58.0	62.7	64.5
	Cosmetic	12.3	14.1	2.4	5.7	11.8	11.4	4.7	6.3	50.1	34.5	34.2	37.2
	Bio	6.0	7.4	3.6	6.6	7.0	7.0	6.9	7.3	20.9	23.6	28.2	27.3
	Beijing	(0.1)	(0.1)	(5.0)	(2.0)	(1.0)	(1.0)	(0.5)	(0.1)	0.3	(7.2)	(2.6)	1.0
	무석	(2.9)	(1.6)	(2.5)	(3.5)	(2.9)	(2.4)	(1.3)	0.1	(3.0)	(10.5)	(6.6)	3.0
	PTP	(0.1)	0.0	(0.5)	(1.3)	(0.8)	(1.3)	(0.7)	(0.2)	(0.3)	(1.9)	(3.0)	1.4
	CSR	0.4	0.5	0.5	0.1	0.0	(0.1)	0.2	0.3	2.6	1.5	0.5	1.3
	CKM	15.8	17.8	20.6	22.1	15.4	17.9	21.1	22.5	22.3	76.3	76.9	83.7
OPM	KOREA	8.3%	9.0%	3.2%	5.9%	8.8%	8.2%	5.9%	6.2%	8.0%	6.8%	7.3%	7.2%
	Cosmetic	7.5%	7.3%	1.7%	3.6%	7.1%	6.6%	3.2%	3.8%	7.2%	5.2%	5.2%	5.5%
	Bio	13.0%	15.5%	7.7%	13.2%	14.1%	13.7%	13.9%	13.5%	10.8%	12.4%	13.8%	12.5%
	Beijing	-0.5%	-0.5%	-44.0%	-16.0%	-17.0%	-10.0%	-5.0%	-0.5%	0.4%	-13.0%	-6.9%	2.6%
	무석	-112.0%	-32.0%	-48.0%	-40.0%	-43.0%	-23.0%	-10.0%	0.5%	-508.3%	-48.8%	-14.4%	4.5%
	PTP	-1.0%	0.2%	-4.0%	-15.0%	-7.9%	-15.0%	-7.5%	-2.0%	-0.5%	-3.6%	-7.9%	3.1%
	CSR	5.0%	4.8%	5.0%	1.0%	0.4%	-1.0%	2.9%	3.6%	7.9%	4.0%	1.6%	3.6%
	CKM	12.5%	14.0%	14.5%	15.0%	11.6%	13.1%	13.6%	14.2%	6.7%	14.1%	13.2%	13.3%

자료: 한국콜마, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.06.29	매수	48,000원	6개월		
2020.05.18	매수	48,000원	6개월	-10.70%	-0.63%
2020.04.06	매수	48,000원	6개월	-12.19%	-8.44%
2020.02.24	매수	53,000원	6개월	-16.76%	0.38%
2019.11.21	매수	53,000원	6개월	-11.13%	0.38%
2019.08.16	매수	64,000원	6개월	-30.60%	-24.06%
2019.07.17	매수	82,000원	6개월	-17.95%	0.37%
2019.05.15	매수	82,000원	6개월	-15.67%	0.37%
2019.04.15	중립	82,000원	6개월	-12.66%	0.37%
2019.02.18	중립	82,000원	6개월	-13.11%	0.37%
2019.01.24	매수	82,000원	6개월	-18.51%	-6.46%
2018.11.15	매수	82,000원	6개월	-18.88%	-13.54%
2018.10.15	매수	94,000원	6개월	-35.92%	-29.04%



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 6월 29일 기준)

매수	87.14%	중립	12.86%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	555	646	732	864	995
현금및현금성자산	77	119	282	384	485
매출채권및기타채권	202	225	242	259	275
재고자산	177	161	173	185	196
비유동자산	1,631	1,754	1,746	1,702	1,665
장기금융자산	19	16	16	16	16
유형자산	421	467	459	418	382
무형자산	1,151	1,138	1,127	1,116	1,105
자산총계	2,186	2,400	2,478	2,566	2,659
유동부채	517	707	697	717	737
단기금융부채	288	423	391	391	391
매입채무 및 기타채무	158	180	194	207	220
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	859	845	894	902	910
장기금융부채	819	806	844	844	844
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	1	2	4	6	8
부채총계	1,377	1,552	1,591	1,620	1,648
지배주주지분	438	471	508	562	622
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	216	228	228	228	228
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	213	232	271	327	388
비지배주주지분	371	377	379	385	390
자본총계	810	848	887	947	1,012
부채외자본총계	2,186	2,400	2,478	2,566	2,659

현금흐름표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	86	208	146	163	163
당기순이익(손실)	37	34	51	70	77
비현금성항목등	103	159	141	140	136
유형자산감가상각비	31	46	48	42	36
무형자산감가상각비	11	15	14	13	12
기타	9	19	9	7	7
운전자본감소(증가)	-30	39	-18	-11	-10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	15	-22	-12	-17	-16
재고자산감소(증가)	-22	18	-10	-12	-11
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-15	1	9	13	13
기타	-8	44	-6	5	5
법인세납부	-24	-25	-27	-37	-40
투자활동현금흐름	-1,291	-148	69	1	2
금융자산감소(증가)	9	-36	108	0	0
유형자산감소(증가)	-76	-73	-32	0	0
무형자산감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
기타	-1,223	-38	-5	2	4
재무활동현금흐름	1,268	-18	-52	-62	-63
단기금융부채증가(감소)	0	0	-6	0	0
장기금융부채증가(감소)	847	22	6	0	0
자본의증가(감소)	450	12	0	0	0
배당금의 지급	-6	-7	0	-9	-10
기타	-23	-45	-52	-53	-53
현금의 증가(감소)	62	42	163	102	102
기초현금	14	77	119	282	384
기말현금	77	119	282	384	485
FCF	-18	1	100	143	143

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,358	1,541	1,577	1,699	1,800
매출원가	1,001	1,108	1,133	1,212	1,280
매출총이익	357	432	444	487	520
매출총이익률 (%)	26.3	28.1	28.2	28.7	28.9
판매비와관리비	267	314	316	332	355
영업이익	90	118	129	156	165
영업이익률 (%)	6.6	7.7	8.2	9.2	9.2
비영업손익	-35	-54	-56	-54	-53
순금융비용	31	51	50	49	48
외환관련손익	-1	3	2	2	2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	55	63	73	101	112
세전계속사업이익률 (%)	4.1	4.1	4.6	6.0	6.2
계속사업법인세	19	30	22	31	35
계속사업이익	37	34	51	70	77
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	37	34	51	70	77
순이익률 (%)	2.7	2.2	3.2	4.1	4.3
지배주주	42	29	46	65	72
지배주주귀속 순이익률(%)	3.12	1.89	2.91	3.83	4
비지배주주	-6	5	5	5	5
총포괄이익	34	33	49	69	75
지배주주	38	28	44	63	70
비지배주주	-4	5	5	5	5
EBITDA	132	178	190	210	213

주요투자지표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	65.3	13.5	2.4	7.7	5.9
영업이익	34.3	31.0	9.2	21.0	6.1
세전계속사업이익	-10.7	14.5	14.7	39.2	10.6
EBITDA	53.2	35.2	6.6	10.6	1.3
EPS(계속사업)	-12.8	-34.3	56.1	41.9	10.5
수익성 (%)					
ROE	11.4	6.4	9.4	12.2	12.2
ROA	2.6	1.5	2.1	2.8	3.0
EBITDA마진	9.7	11.6	12.1	12.4	11.8
안정성 (%)					
유동비율	107.3	91.3	105.1	120.4	134.9
부채비율	170.0	183.1	179.3	171.1	162.8
순차입금/자기자본	117.2	117.2	106.4	88.9	73.1
EBITDA/이자비용(배)	4.0	3.3	3.6	4.0	4.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,954	1,285	2,005	2,845	3,145
BPS	19,616	20,601	22,206	24,565	27,174
CFPS	3,894	3,963	4,695	5,231	5,237
주당 현금배당금	330	330	400	450	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	47.4	64.1	26.5	18.7	16.9
PER(최저)	27.7	30.6	15.7	11.0	10.0
PBR(최고)	4.7	4.0	2.4	2.2	2.0
PBR(최저)	2.8	1.9	1.4	1.3	1.2
PCR	18.1	11.9	8.7	7.8	7.8
EV/EBITDA(최고)	24.9	18.0	13.4	11.7	11.2
EV/EBITDA(최저)	19.2	12.8	10.8	9.4	8.8