

화장품

Oct 30, 2013

Overweight

>> Top Picks

종목명	투자의견	목표주가(12M)
LG생활건강	Buy	700,000원
코스맥스	Buy	60,000원

한국의 미(美)를 탐하라

화장품업종, 투자의견 비중확대(Overweight) 제시

2013년 화장품업종은 브랜드샵의 경쟁 심화에 따른 수익성 하락과 정부의 가맹점 관련 규제 이슈가 부각되면서 업종 밸류에이션이 디레이팅. 그러나 지난해 낮은 기저를 바탕으로 4분기부터 완만한 실적 회복이 예상되는 가운데, 중장기 성장성이 부각되며 화장품업종의 주가 프리미엄 또한 다시 상승할 전망. Top-picks로 LG생활건강(051900/ Buy)과 코스맥스(044820/ Buy)를 제시

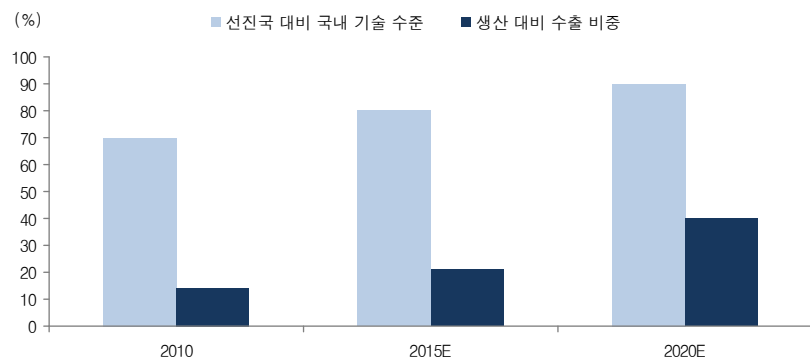
화장품 산업의 진화: 안티에이징 & 생활용품의 프리미엄화

고령화 사회 진입과 외모 중시 경향과 더불어 화장품산업은 안티에이징 영역(기능성화장품, 뷰티푸드, 코스메슈티컬)으로 확장하며 성장해 나갈 전망. 또한 최근 헤어케어, 바디케어 등 개인용품과 생활용품이 TV홈쇼핑, 미용실, 백화점 등 구매 채널이 다변화되면서, 전문적인 효능과 감성적인 디자인을 더해 한 단계 높은 가격대의 제품 프리미엄화를 실현해 나가고 있음.

K-Beauty의 글로벌 성장성: 중국, 동남아, 선진국까지

한국 화장품의 글로벌 성장 잠재력은 지속적으로 부각될 전망. 2014년에는 화장품 수출액이 수입액을 넘어설 전망이며, 화장품 업체들의 해외 매출 비중도 빠르게 상승 중. 정부 차원에서도 2020년까지 화장품 생산 15조원, 수출 60억 달러 목표로 한국 화장품의 양적 & 질적 발전을 위한 지원을 본격 가동할 계획

한국 화장품의 현재와 미래



자료: 보건복지부, 교보증권 리서치센터



| 유통/의류/화장품 |

책임연구원 양지혜
3771-9077

julieyang@iprovest.com

Contents

3	1. Investment Summary
4	2. Valuation: 주가 반등을 모색할 시점
6	3. 인구 구조에 따른 화장품 채널의 변화
6	3-1. 한국: 연령대별 구매 채널의 변화, 신채널과 신소비층 등장에 주목
11	3-2. 중국: 젊은층의 소비력이 성장을 좌우, 신(新)성장포인트 점검
15	3-3. 결론: 채널의 역동적 변화에 탄력적 대응 가능한 업체 선호
16	4. 투자 포인트
16	4-1. 시장 지배력과 브랜드 가치 바탕으로 안정적 성장 지속
17	4-2. 화장품 산업의 진화: 안티에이징 & 생활용품의 프리미엄화
19	4-3. 글로벌 성장성: 중국, 동남아, 선진국까지
26	5. 리스크 요인
26	5-1. 정부의 규제, 가맹사업법 시행 예정
28	5-2. 브랜드간의 경쟁강도
31	6. Top-picks: LG 생활건강, 코스맥스
	기업분석
33	LG 생활건강 (051900, Buy): 글로벌 소비재 기업으로 Level-up
37	아모레퍼시픽 (090430, Trading Buy): 한국 화장품 1 위의 자존심
40	아모레 G (002790, Buy): 뷰티 산업의 진화를 이끌다
43	코스맥스 (044820, Buy): 혁신의 글로벌 화장품 ODM 기업
47	제닉 (123330, NA): 중국 마스크팩 성장 잠재력 높아

1. Investment Summary

2014년 화장품업종,
투자의견 비중확대 제시
주가 반등을 모색할 시점

2013년 화장품업종은 브랜드샵의 경쟁 심화에 따른 수익성 하락과 정부의 가맹점 관련 규제 이슈가 부각되면서 업종 밸류에이션은 디레이팅 되었다. 그러나 4분기부터 지난해 낮은 기저를 바탕으로 완만한 실적 회복이 예상되는 가운데, 국내 안티에이징 및 화장품 신채널과 신소비층 성장, 중장기 글로벌 성장성(해외 매출 비중이 빠르게 상승)이 부각되며 화장품 업종의 주가 프리미엄 또한 다시 상승할 전망이다. 따라서 2014년 화장품업종에 대해 투자의견 비중확대를 제시한다.

국내 화장품 시장,
신채널과 신소비층 등장에
주목

2013년 국내 화장품 시장은 3.5% 성장할 전망이다, 브랜드샵 관측 경쟁 및 소비 둔화로 기초 스킨케어는 위축되었으나, 차별화된 신제품으로 색조시장이 성장을 견인하였다. 또한 신소비층(남성, 해외 관광객)의 역할도 컸다. 2014년에도 Mass 채널의 구조적 성장세가 지속되는 가운데, 시니어(40대 이상)층의 온라인, 홈쇼핑 채널 구매 증가와 10~20대층의 원브랜드샵과 드럭스토어 비중이 확대되면서 전년대비 4.5% 성장하여 성장률을 회복할 것으로 전망한다.

중국 화장품 시장, 젊은
층의 소비력이 성장을 좌우

중국 화장품 시장은 지난 12년간 연평균 16.6%의 성장을 이어가고 있다. 다만 2012년 하반기부터 중국 화장품 유통 시장의 급격한 변화가 나타났는데 백화점의 성장률은 크게 둔화되고 젊은 층이 선호하는 온라인과 드럭스토어 등 중저가 오프라인 채널의 고 성장이 부각되고 있다. 향후 중국 바이링세대가 소비 트렌드를 선도할 전망이며, 중장기 중국 新성장포인트로 마스크팩, 유아, 남성, 한방 및 천연화장품 시장을 주목한다.

화장품업종 투자포인트
1) 시장 지배력과 브랜드
가치로 안정적 성장
2) 화장품의 진화:
안티에이징 & 생활용품의
프리미엄화
3) 글로벌 성장성: 중국,
동남아, 선진국까지

한국 화장품업체들은 높은 시장 지배력과 브랜드 가치를 바탕으로 투자자본대비 높은 이익률을 달성하며 안정적인 성장세를 이어갈 전망이다.

또한 고령화 사회 진입과 외모 중시 경향과 더불어 화장품산업은 안티에이징 영역(기능성화장품, 뷰티푸드, 코스메슈티컬)으로 확장하며 성장해 나갈 전망이다. 또한 최근 헤어케어, 바디케어 등 개인용품과 생활용품이 TV홈쇼핑, 미용실, 백화점 등 구매 채널이 다변화되면서, 전문적인 효능과 감성적인 디자인을 더해 한 단계 높은 가격대의 제품 프리미엄화를 실현해 나갈 것으로 전망한다.

마지막으로 한국 화장품의 글로벌 성장 잠재력은 지속적으로 부각될 것이다. 2014년에는 화장품 수출액이 수입액을 넘어설 전망이다, 화장품업체들의 해외 매출 비중도 빠르게 상승하고 있다. 정부 차원에서도 2020년까지 화장품 생산 15조원, 수출 60억 달러 목표로 한국 화장품의 양적 & 질적 발전을 위한 지원을 본격 가동할 계획이다.

역동적인 화장품 채널 환경 변화에 탄력적인 대응이 가능한 대형화장품업체와 ODM업체를 선호하며, 이 중 탄탄한 실적 모멘텀을 보유한 LG생활건강과 코스맥스를 Top-picks로 제시하며, 관심종목으로 아모레퍼시픽과 아모레G, 제닉을 제시한다.

2. Valuation

2012년 화장품업종,
시장대비 아웃퍼폼, 주가
리레이팅

화장품업체들이 주식 시장에서 높은 프리미엄을 받는 이유는 1) 높은 ROIC와 2) 우수한 현금 창출력에 기인한다. 즉 화장품업종은 주식시장에서 시장 지배력과 브랜드 가치를 바탕으로 한 우수한 현금창출력, 고령화 사회 진입과 함께 뷰티관련 산업의 확장, 그리고 중국 진출을 비롯한 글로벌 성장성을 바탕으로 일반적으로 높은 프리미엄에서 거래되어왔다.

특히 2012년 화장품업종은 중저가 화장품 브랜드샵의 폭발적 성장과 함께 글로벌 성장성이 부각되면서 주가 리레이팅이 시작되었다. 그 중에서도 시장대비 평균 수준(100%)의 프리미엄을 적용받았던 중소형화장품회사들(코스맥스, 에이블씨엔씨, 한국콜마 등)이 200%까지 레벨업 되며 높은 주가 수익률을 달성하였다.

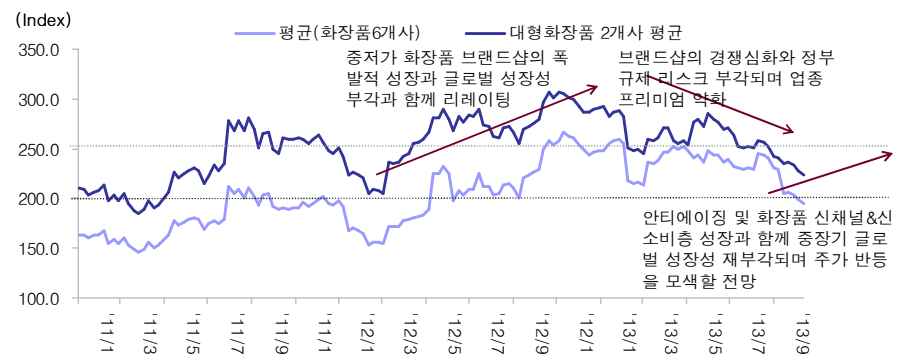
2013년 화장품업종, 주가
프리미엄 무너지면서
디레이팅

그러나 2013년 화장품업종은 브랜드샵의 경쟁 심화에 따른 수익성 하락과 정부의 가맹점 관련 규제 이슈가 부각되면서 주가 프리미엄이 무너지기 시작했고 업종 밸류에이션은 디레이팅 되었다. 경기 민감주에 집중된 시장 분위기까지 더해져 화장품업종의 주가 프리미엄 수준은 최근 3년 평균을 하회하고 있다. 특히 대형화장품 2개사(LG생활건강, 아모레퍼시픽)의 주가 프리미엄은 최근 3년 최저 수준에 가까이 내려온 상황이다.

2014년 화장품업종,
투자의견 비중확대 제시
주가 반등을 모색할 시점

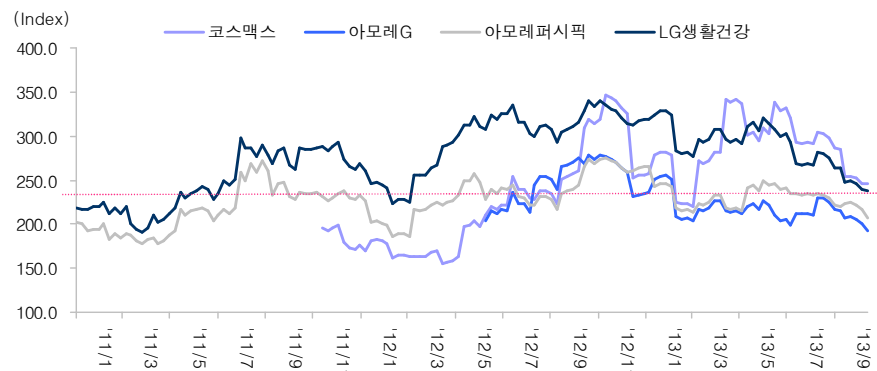
그리고 그동안 업종 전반에 대한 부정적 이슈(정부 규제, 경쟁 심화)는 대부분 반영되었고, 4분기부터 지난해 낮은 기저를 바탕으로 완만한 실적 회복이 예상되는 가운데, 국내 안티에이징 및 화장품 신채널과 신소비층 성장, 중장기 글로벌 성장성(해외 매출 비중이 빠르게 상승)이 재부각되며 화장품업종의 주가 프리미엄 또한 다시 상승할 전망이다. 따라서 2014년 화장품업종에 대해 투자의견 비중확대를 제시하는 바이다.

도표 1. 주요 화장품 6개사 평균 및 대형화장품 2개사 평균, 시장대비 프리미엄 추이



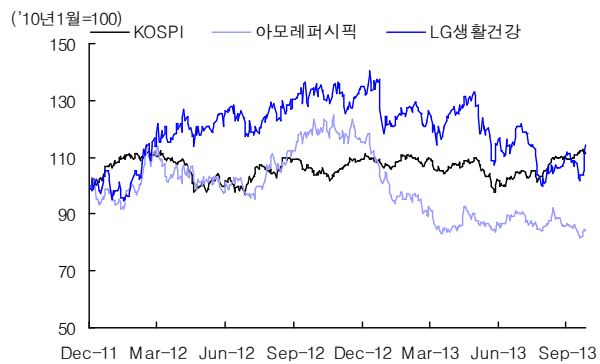
자료: Datastream, 교보증권 리서치센터

도표 2. 주요 화장품 시장대비 프리미엄 추이



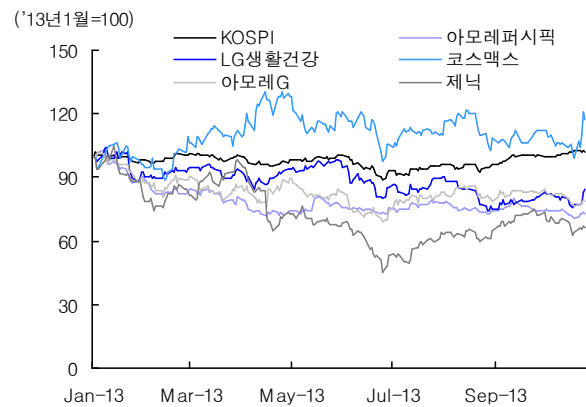
자료: Datastream, 교보증권 리서치센터

도표 3. 대형화장품 2개사 최근 3년 주가 추이



자료: Datastream, 교보증권 리서치센터

도표 4. 주요 화장품업체 2013년 주가 추이



자료: Datastream, 교보증권 리서치센터

3. 인구 구조에 따른 화장품 채널의 변화

3-1. 한국: 신채널과 신소비층 등장에 주목

2013년 국내 화장품 시장,
브랜드샵 판촉 경쟁 및
소비 둔화로 기초시장
위축, 차별화된 신제품으로
색조시장 성장

2013년 국내 여성 화장품 시장은 소비 둔화로 인해 상당히 위축된 양상이다. 2012년 브랜드샵 채널 내 고가 기능성 스킨케어의 비중 확대로 기초 제품의 평균가격 상승과 더불어 성장세를 보였으나, 2013년에는 브랜드샵 채널 내 가격할인 판촉 비중이 크게 증가하면서 전체 스킨케어 시장을 소폭 감소시킨 것으로 추정된다. 하지만 2013년 색조 시장은 상대적으로 선전하였다. 소비의 Trade-down으로 색조의 평균 가격도 크게 하락하였으나, CC크림 등 색조 시장 내 차별화된 신제품이 각광받으며 구매빈도 및 구매경험률을 증가시켰고 이는 색조 시장의 성장으로 이어졌다.

그럼에도 전체 한국화장품
시장 3.5% 성장한 것은
신소비층(남성, 해외
관광객)의 역할 작용

그럼에도 당사가 2013년 전체 한국 화장품 시장이 3.5% 성장할 것으로 전망하는 이유는 남성과 해외 관광객 등 신소비층의 역할에 기인한다. 우선 국내 남성 화장품 시장은 연평균 14.2%의 높은 성장세를 이어갈 전망이다. 그루밍족이 늘어남에 따라 남성들에게도 화장품이 외모 관리나 변화의 욕구를 충족시켜줄 중요한 도구가 되고 있기 때문이다. 또한 방한 중국인들이 연평균 20%대 성장세를 보이고 있으며, 특히 쇼핑을 목적으로 하는 여성의 비율이 크게 증가(1995년 31% → 2009년 47%)하면서 한국 화장품 시장에도 상당한 비중을 차지하기 시작했다. 최근 관광객들의 쇼핑 장소가 더욱더 한국 현지화(아울렛, 신사동가로수길 등)되어 이들의 영향력은 더욱 커질 것으로 전망한다.

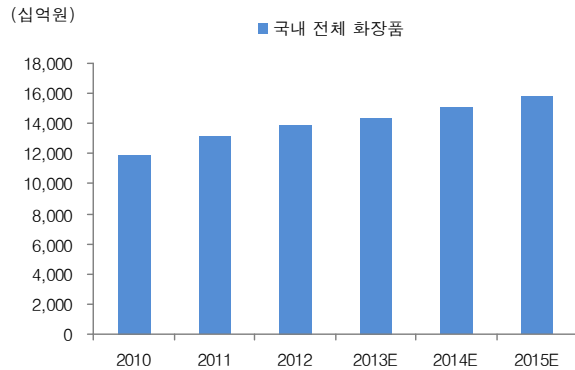
도표 5. 국내 여성 화장품 구매행동 추이

(단위: 백만원)

연간	전체화장품			기초 화장품			색조 화장품		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
구매액 (백만원)	5,557,020	5,564,399	5,399,447	4,198,847	4,211,524	4,021,170	1,358,173	1,352,875	1,378,277
% YoY		0.1	-3.0		0.3	-4.5		-0.4	1.9
구매량 (1,000 개)	282,597	286,417	291,104	197,578	197,205	194,088	85,019	89,212	97,016
% YoY		1.4	1.6		-0.2	-1.6		4.9	8.7
구매경험률 (%)	98.7	98.5	98.7	96.3	95.9	95.3	88.8	88.0	89.7
% YoY		-0.2	0.2	-2.4	-0.4	-0.6	-6.5	-0.8	1.7
평균구매액	431,827	430,326	416,773	334,231	334,654	321,577	117,310	117,085	117,086
% YoY		-0.3	-3.1		0.1	-3.9		-0.2	0.0
구매빈도	12.32	12.25	12.45	8.33	8.27	8.18	5.50	5.56	5.88
% YoY		-0.6	1.6		-0.7	-1.1		1.1	5.8
1 회 구매액	35,055	35,134	33,469	40,110	40,473	39,327	21,329	21,065	19,896
% YoY		0.2	-4.7		0.9	-2.8		-1.2	-5.6
평균가격 (원)	19,664	19,428	18,548	21,252	21,356	20,718	15,975	15,165	14,207
% YoY		-1.2	-4.5		0.5	-3.0		-5.1	-6.3

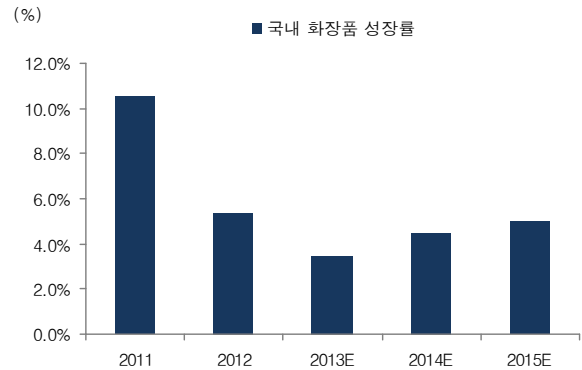
자료: 칸타월드패널(15~65세의 여성 구매 데이터 바탕으로 전체 시장의 65% 커버리지), 교보증권 리서치센터

도표 6. 국내 화장품 시장 규모 및 추정



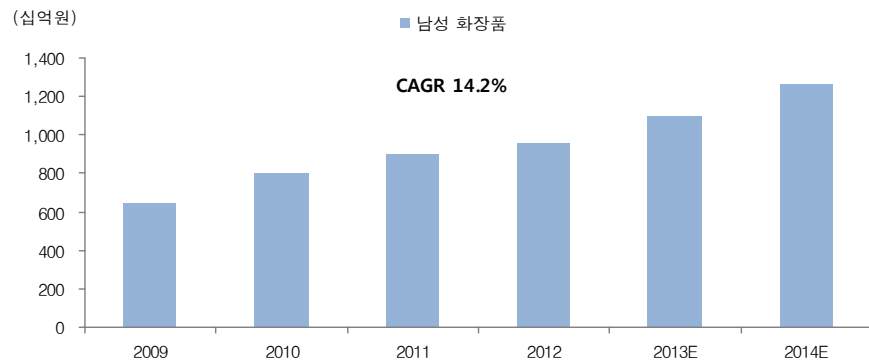
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

도표 7. 국내 화장품 연도별 성장률 추이



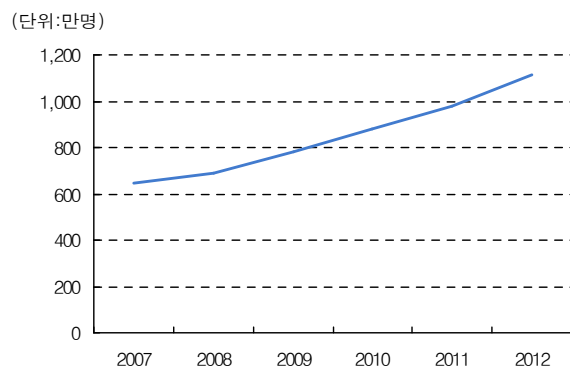
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

도표 8. 남성 화장품 시장 규모



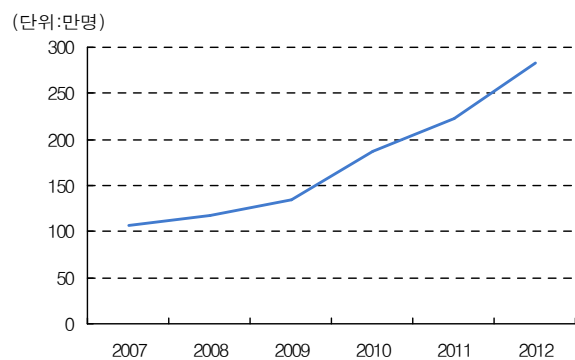
자료: CMN, 교보증권 리서치센터

도표 9. 내한 관광객 수



자료: 한국관광공사, 교보증권 리서치센터

도표 10. 중국 여행객 추이



자료: 한국관광공사, 교보증권 리서치센터

도표 11. 중국 관광객의 한국 여행 중 지출경비

(단위: US \$)

	전체 관광객	중국 관광객
총 지출	1,343	1,949
쇼핑	523	1,040
숙박	407	324
식음료	229	295
교통	77	100
오락	48	83

자료: 문화체육관광부, 교보증권 리서치센터

도표 12. 중국 관광객 구매 심리 이해

2011	쇼핑품목		쇼핑장소	
	중국 관광객	일본 관광객	중국 관광객	일본 관광객
1 위	화장품/향수(67.8%)	식료품(58.7%)	공항면세점(49.0%)	명동(41.5%)
2 위	의류(43.9%)	화장품/향수(47.0%)	명동(42.9%)	소형상점(38.4%)
3 위	식료품(32.2%)	의류(25.8%)	동대문시장(39.7%)	공항면세점(26.9%)
4 위	인삼/한약재(26.5%)	김치(13.6%)	시내면세점(30.9%)	백화점(23.0%)
5 위	김치(15.6%)	피혁제품(11.2%)	백화점(29.8%)	시내면세점(20.2%)

자료: 2011 외래관광객 실태조사, 문화관광부, 교보증권 리서치센터

연령대별 구매 채널의 변화

Mass 채널의 구조적
성장세 지속, 전
연령대에서 비중 상승

연령별 화장품 구매 채널 현황을 살펴보면, 전 연령대에서 원브랜드샵의 구매 비중이 최근 3년간 꾸준히 증가하고 있어, Mass 채널의 구조적인 성장세가 지속되고 있는 것으로 판단된다. 2012년과 2013년 달라진 점은 2012년에는 원브랜드샵의 평균가격(P) 상승이 두드러졌으나, 2013년에는 가격(P)보다는 구매빈도(Q)의 증가세가 두드러졌다. 앞으로도 브랜드샵, 홈쇼핑, H&B샵(드럭스토어)등 Mass채널이 더욱 활성화될 전망이며, 방문판매와 백화점 채널의 위축은 당분간 지속될 가능성이 높다고 본다.

시니어(40대이상)층의
온라인, 홈쇼핑 구매
증가세 두드러짐,
10~20대층의
원브랜드샵과 드럭스토어
비중 증가세

최근 온라인과 홈쇼핑의 성장세는 소비력이 높고 스마트폰 등 IT제품에 보다 친밀해진 시니어층(40대 이상) 층에서 더욱 두드러지게 나타나고 있다는 점이 인상적이다. 10~20대 층에서는 실제로 제품과 브랜드를 경험해 볼 수 있는 원브랜드샵과 드럭스토어에서의 구매 비중 증가세가 눈에 띄게 나타났다. 방판 채널에서는 30~40대의 이탈 영향이 크고, 백화점 채널은 10~20대의 젊은 여성층들의 구매 비중이 상대적으로 더욱 줄어든 것으로 나타났다.

도표 13. 연령별 화장품 채널 구매액 비중 1

(단위: %)

	전체연령			15-19세			20대		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
전체시장	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
선물	16.4	16.3	15.7	18.8	19.9	17.5	15.3	14.2	13.6
사은증정	-	-	-	-	-	-	-	-	-
백화점	20.6	21.4	19.8	11.3	11.2	7.1	27.2	27.8	23.4
방문판매	18.2	17.2	16.5	4.9	2.4	2.0	7.3	6.8	6.6
면세점	4.3	3.8	3.3	0.6	0.3	-	6.4	4.9	3.5
전문점	1.7	1.4	0.9	2.0	2.9	0.7	0.7	0.5	0.2
드럭스토어	0.5	0.6	0.7	1.3	1.7	2.2	1.1	1.5	2.0
멀티브랜드샵	2.0	2.3	2.9	5.5	2.8	3.4	3.6	3.9	5.8
인터넷	14.7	14.9	15.2	17.1	13.0	10.5	19.5	17.7	17.8
할인점	8.5	8.1	8.7	6.7	8.1	9.2	3.6	3.9	4.7
할인점 매스	6.0	5.2	5.0	4.0	4.5	2.7	2.6	2.3	2.1
할인점 초저가	2.5	2.9	3.7	2.7	3.5	6.5	1.1	1.6	2.6
원브랜드샵	6.2	7.4	9.4	28.1	32.8	39.8	11.1	14.7	18.7
홈쇼핑	3.6	3.3	3.6	0.6	1.1	-	1.7	1.3	1.3
기타	3.3	3.4	3.3	3.3	3.9	7.6	2.4	2.9	2.5

자료: 칸타월드패널, 교보증권 리서치센터

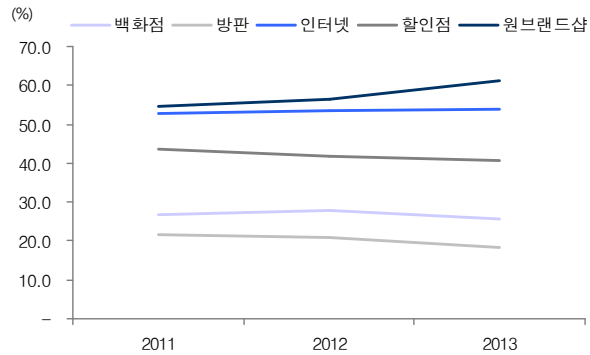
도표 14. 연령별 화장품 채널 구매액 비중 2

(단위: %)

	30대			40대			50-55세		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
전체시장	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
선물	17.0	15.9	15.7	15.6	15.4	15.9	17.7	19.2	16.7
사은증정	-	-	-	-	-	-	-	-	-
백화점	20.8	22.8	21.4	19.1	19.0	20.0	18.0	19.2	16.6
방문판매	15.3	14.9	12.2	23.4	23.0	20.7	25.2	21.5	24.3
면세점	6.3	5.7	5.2	2.2	2.3	2.3	3.7	3.4	3.1
전문점	0.9	0.6	0.3	1.6	1.3	1.0	3.5	3.0	1.9
드럭스토어	0.4	0.5	0.7	0.1	0.3	0.2	0.3	0.5	0.4
멀티브랜드샵	1.4	1.5	2.2	1.6	2.2	2.2	1.6	2.2	2.7
인터넷	18.9	20.1	21.1	12.0	13.1	13.7	8.9	9.2	9.3
할인점	7.1	6.3	7.2	12.2	11.1	10.8	9.1	9.2	10.0
할인점 매스	4.7	3.6	3.7	8.6	7.1	6.3	6.9	6.8	7.0
할인점 초저가	2.3	2.7	3.4	3.6	4.0	4.5	2.2	2.4	3.0
원브랜드샵	4.8	5.8	7.9	4.2	4.9	6.0	3.9	4.1	5.4
홈쇼핑	4.2	3.1	3.1	4.0	4.1	4.4	4.0	4.1	5.1
기타	2.9	2.9	3.0	3.9	3.3	3.0	3.9	4.4	4.3

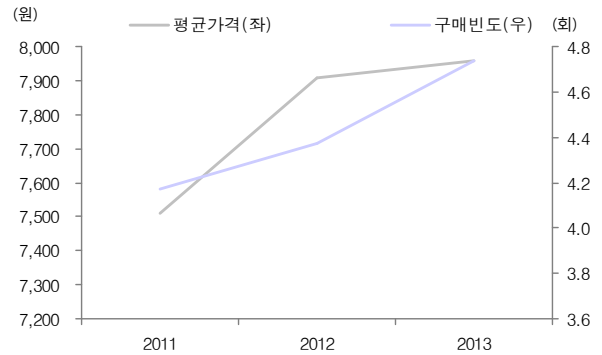
자료: 칸타월드패널, 교보증권 리서치센터

도표 15. 주요 화장품 채널별 구매경험률 추이



자료: 칸타월드패널, 교보증권 리서치센터

도표 16. 원브랜드샵 채널의 가격상승 둔화, 구매빈도는 증가세



자료: 칸타월드패널, 교보증권 리서치센터

도표 17. 가장 활성화될 유통채널: 브랜드샵, H&B 샵, 홈쇼핑

1순위		2순위		3순위	
단독 브랜드샵	11	TV 홈쇼핑	7	TV 홈쇼핑	9
H&B스토어	7	멀티 브랜드샵	5	인터넷 쇼핑몰	8
인터넷 쇼핑몰	4	인터넷 쇼핑몰	5	H&B스토어	3
멀티 브랜드샵	1	H&B스토어	3	대형 마트	2
TV 홈쇼핑	1	대형 마트	2	멀티 브랜드샵	1
백화점	1	단독 브랜드샵	1	백화점	1
		슈퍼·편의점	1	기타(소셜 커머스)	1
		기타(면세점)	1		

자료: CMN 주요 화장품사 영업총수 설문조사(명), 교보증권 리서치센터

도표 18. 가장 침체될 유통채널: 방문판매, 백화점 위축

1순위		2순위		3순위	
화장품 전문점	10	방문 판매	7	방문 판매	6
백화점	6	백화점	5	통신판매(DM)	4
방문판매	3	화장품 전문점	3	화장품 전문점	3
약국	2	단독 브랜드샵	3	단독 브랜드샵	3
단독 브랜드샵	1	멀티 브랜드샵	2	백화점	3
멀티 브랜드샵	1	통신판매(DM)	2	대형 마트	3
대형 마트	1	약국	2	슈퍼·편의점	1
		슈퍼·편의점	1	약국	1

자료: CMN 주요 화장품사 영업총수 설문조사(명), 교보증권 리서치센터

3-2. 중국: 젊은 층의 소비력이 성장을 좌우

중국 화장품 시장, 지난
12년간 연평균 16.6%
성장

중국 화장품 시장은 연평균 16.6% 성장하고 있으며, 주민소득(도시지역 기준 12.3%)보다도 빠르게 성장 중이다. 친근하고 자연스러운 아름다움을 추구하는 중국의 문화적인 특성 영향으로 중국 여성들은 최근에는 화장을 하기 시작했다. 중국 여성 중 거의 매일 화장을 하는 여성의 비율은 7%에 불과하다. 그러나 중국의 20대 젊은 여성들을 중심으로 화장에 대한 인식이 달라지고 소비력이 늘어나면서 화장품에 대한 수요는 꾸준히 증가하고 있다.

2012년 하반기, 중국
화장품 유통 시장의 급격한
변화: 백화점 성장률 크게
둔화 & 온라인과
드렉스토어(중저가
오프라인)의 고성장

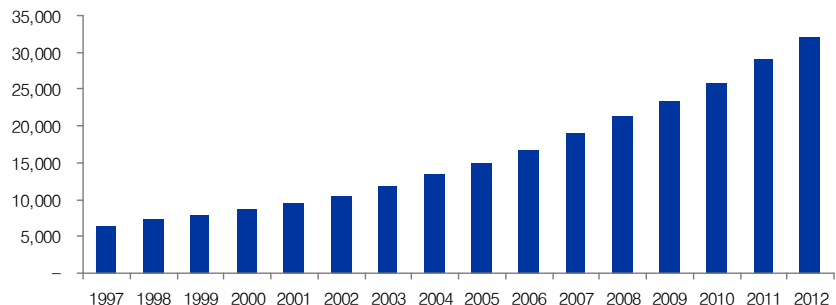
2012년 하반기 중국 화장품 유통 시장의 급격한 변화가 나타났다. 주요 채널 중 하나인 백화점의 성장률이 크게 둔화되었고 온라인 혹은 드렉스토어와 같은 중저가 오프라인 채널이 두드러지게 고성장하였다. 중국 내 백화점 채널은 2002년 이후 그 비중이 지속적으로 감소하고 있으며, 택배 시스템의 발달 및 홈쇼핑 업체의 진출로 인해 인터넷/홈쇼핑 시장이 성장이 가속화되고 있다. 또한 화장품 전문점 채널이 체인화의 가속 및 글로벌 기업의 참여 활발로 백화점에 이어 중국 내 가장 큰 비중을 차지하고 있는 것으로 파악된다.

향후 중국 바이링세대가
소비 트렌드를 선도할 것

한편 중국의 신채널 성장을 이끄는 소비 주역은 중국의 바이링세대(20~30대 젊은층)이다. 최근 소비 관념이나 라이프 스타일 면에서 중국 소비 시장의 새로운 조류를 잘 보여주는 계층이 바로 ‘스마트 바이링’ 계층이다. 스마트 바이링들은 글로벌 금융위기 이후 중국의 성장제일주의 포기과 이에 따른 미래 소득 전망 악화라는 충격 속에서 정체성을 갖춘 세대다. 이들은 여전히 높은 소비 욕구와 부족한 소득 수준 간의 딜레마를 해결하기 위해 소득에 맞춰 소비를 줄이는 축소균형 방식 대신 부모로부터의 소득 이전, 신용카드를 이용한 미래소득 당겨쓰기 등으로 경상소득을 보충하고, 다른 한편으로는 패스트패션, 온라인 쇼핑 등의 활용을 통해 비용 효율성을 제고하는 확대균형 전략을 선택하고 있다.

도표 19. 중국 화장품 시장 규모 (1997~2012)

(백만달러)



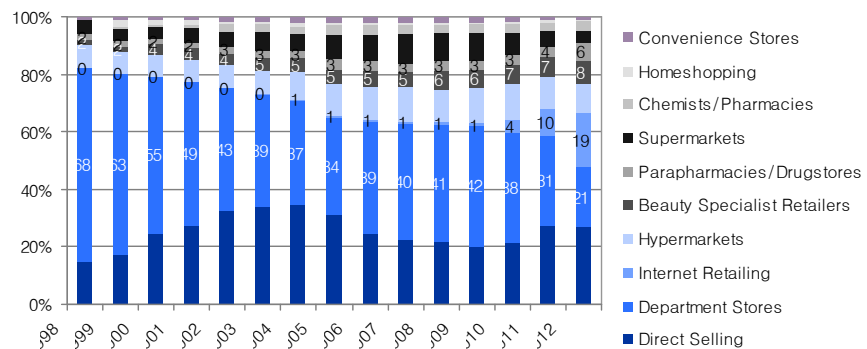
자료: Euromonitor, 교보증권 리서치센터

도표 20. 중국 화장품 주요 유통채널

유통채널	특징	주요업체
백화점	- 2002년 62%에서 점차 Market Share가 줄어들고 있으나 아직도 가장 큰 비율을 차지함 - 글로벌 브랜드 화장품이 독점	
화장품 전문점	- 체인화의 가속 및 글로벌 기업의 참여 활발로 백화점에 이어 가장 큰 Market Share를 보이고 있음	왓슨스(홍콩), 샤샤(홍콩), 세포라(프랑스) 등
인터넷/홈쇼핑	- 택배 시스템의 발달 및 홈쇼핑 업체의 진출로 인해 그 성장이 가속화 되고 있음	러펑망(乐蜂网), 쥐메이오피(聚美优品), 텐텐망(天天网), 타오바오(淘宝) 등
종합체인	- 할인점, 양판점의 형태로 경영면적이 크고 품목이 다양함	까르푸, 월마트 등
도매(유통상)	- 판로를 가진 도매상들에 폭넓게 유통 - 그러나 브랜드 이미지 및 가격 질서가 무너지는 단점 존재	
약국	- 현재 미미한 수준이나 기능성 화장품, 한방 화장품 등의 새로운 유통으로 주목 받고 있음	Guoda, 동인당(同仁堂) 전산메이(真善美)
편의점	- 새로운 저가시장으로 주목 받고 있음	세븐일레븐, OK, Circle K

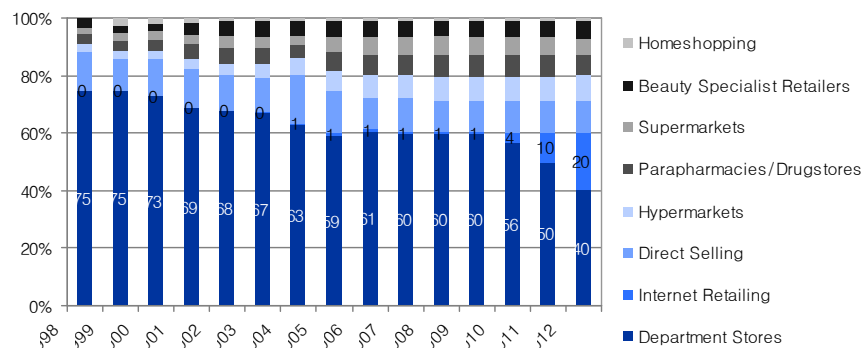
자료: 엠플러스, 교보증권 리서치센터

도표 21. 중국 기초화장품 채널별 비중: 2012년 백화점 비중 크게 하락, 온라인 급상승



자료: Euromonitor, 교보증권 리서치센터

도표 22. 중국 색조화장품 채널별 비중: 2012년 백화점 비중 크게 하락, 온라인 급상승



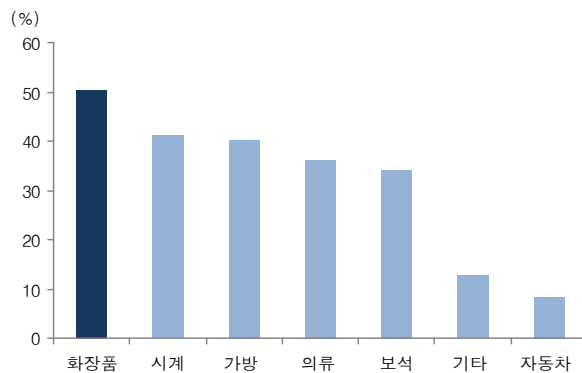
자료: Euromonitor, 교보증권 리서치센터

도표 23. 중국 바이링의 세대별 특징

시기	1 세대 1978~1991 년	2 세대 1992~2002 년	3 세대 2003~2008 년	신세대 2009 년 이후
시대적 배경	개혁개방초기	개혁개방 가일층 강화	WTO 가입, 대학정 원 확대, 중국 경제 초고속 성장	글로벌 금융위기 이후
연령	나이 무관	주로 20~30 대		
직업/직장	외국기업	외국기업, 민간기업	외국기업, 민간기업, 국유기업, 공무원	
보유 역량	외국어 구사	외국어 능력, 직무 전문성	직무 전문성	
보수 수준	매우 높음	높음	양극화	중간
소비 행태	특징 없음	높은 소비성향	양극화	합리적 소비
사회적 평가	선망의 대상	품위를 중시하고 소비성향 높은 젊은 중상류층	평범한 직장인	똑똑하고 주관 강한 젊은 직장인

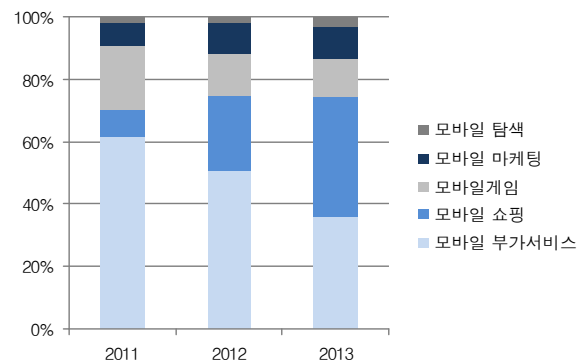
자료: LG경제연구원, 교보증권 리서치센터

도표 24. 중국 바이링들이 보유 중인 사치품(명품) 종류



자료: 2010년 MSN중국 바이링 사치품 구매 조사보고, 교보증권 리서치센터

도표 25. 중국 모바일 산업: 모바일쇼핑과 마케팅 중심으로 성장



자료: LG경제연구원, iResearch, 교보증권 리서치센터

중장기 신성장포인트: 마스크팩, 유아, 남성, 한방 및 천연

전체 화장품 시장 내
마스크팩 시장, 2년 사이
2%에서 10%까지 비중이
올라옴

중국에서 고성장하고 있는 중저가화장품 시장 내 마스크팩 시장의 성장 잠재력은 높다. 전체 화장품 시장 내 마스크팩 비중은 2년 사이 2%에서 현재 10%까지 비중이 올라왔다. 2015년에는 300억위안(원화 5조 4,000억원)까지 성장할 전망이다. 중국 내 마스크팩은 과거 증정품에서 현재는 성장성이 가장 두드러지는 채널인 드럭스토어와 온라인에서 많이 팔리고 있다. 중국인들이 마스크팩을 선호하는 이유는 1) 마스크팩의 효율성과 2) 저렴한 가격 때문이다.

일례로 홍콩 증시에 상장된 매직홀딩스는 중국에서 마스크팩 아이템 하나로 지난 5년간 연평균 60% 성장하여 2012년 매출액 약 2,200억원을 달성하였으며, 중국 마스크팩 시장에서는 중국 로컬 브랜드인 magic의 팩 제품이 전체 시장에서 가장 큰 점유율을 차지하고 있다. 그리고 지난 8월 글로벌 화장품 기업 로레알은 매직홀딩스를 주당 6.3홍콩달러(2013년 예상 PER 26배 수준)에 인수하였으며, 아시아 지역의 영역을 확대하는 과정에서 성장 속도가 빠르고 미래 전망도 밝은 마스크팩 업체를 인수 결정한 것으로 밝혔다.

중국 남성화장품, 새로운 틈새시장으로 높은 성장세

한편 중국에서도 남성 화장품이 스킨케어 제품의 새로운 틈새시장으로 각광받고 있다. 중국 남성용 스킨케어제품 시장 규모는 약 40억 위안(원화 7,200억원)으로 추정된다. 2011년 기준 남성용 화장품의 비중은 4.9%로 향후 발전 잠재력이 크다. 중국에서 남성화장품으로 유명한 브랜드는 ‘가오푸’로 상해가화 그룹에서 하고 있는 브랜드(곽부성이 광고모델)로서 로컬 브랜드임에도 40%대의 높은 성장세를 나타내고 있는 것으로 파악된다.

중국 유아화장품, 상대적으로 높은 신장세, 존슨즈베이비, 중국 유아용 스킨케어에서 점유율 80% 차지

중국 유아 시장에서 존슨즈베이비가 80%의 점유율을 차지하고 있으며, 현재 중국 유아 시장 내 존슨즈베이비의 경쟁자가 없는 상황이다. 그리고 소황제 분위기와 더불어 성장세가 매우 높은 것으로 전해진다. 존슨즈베이비의 점유율이 높은 이유는 1) 존슨앤존슨 회사에 대한 신뢰, 오랜 역사와 브랜드 이미지와 2) 중국 분유사건 등으로 한국과 일본 분유업체들이 반사이익을 받은 것처럼 가장 좋고, 가장 안정적인 제품이라는 인식, 3) 중국 시장에 진출한 지 15~20년 정도 되어 유통망을 중국 내 많이 확보하고 있다는 점 때문으로 추정된다. 지난 10년간 한국 유아 스킨케어 시장도 존슨즈베이비 중심에서 닥터아토타일드 등 베이비 브랜드들이 다양해진 것처럼 중국도 점차 다양한 유아 브랜드들이 시장에 진입할 것으로 예상된다.

중국 내 한방화장품 시장 성장, 로컬브랜드 相宜本草 제외한 외국 브랜드 강세

중국 내 한방 화장품 또한 연평균 10~20% 성장하고 있다. 한국의 한방 화장품과 중국의 한방 화장품은 조금 다를 수 있는데, 그 차이는 ‘중위’이다. 복고, 국산품 붐이 불면서 중위가 최고라고 강조하는 의미에서 한방 화장품 시장이 성장하였다. 일례로, 상해 중위 대학교와 함께 R&D하여 출시한 중국 최초 자연 한약재를 주원료로 한 로컬 한방 화장품 브랜드 INOHERS(相宜本草)가 있다. 그러나 아직까지 중국 한방 화장품 시장은 외국 브랜드들이 강세를 보이고 있으며, 한국 한방 화장품 브랜드(설화수, 후 등)의 인지도는 중국인들이 쉽게 떠올릴 정도로 높은 수준이다. 최근 한방 화장품은 중국 약국에서도 판매되기 시작하였다.

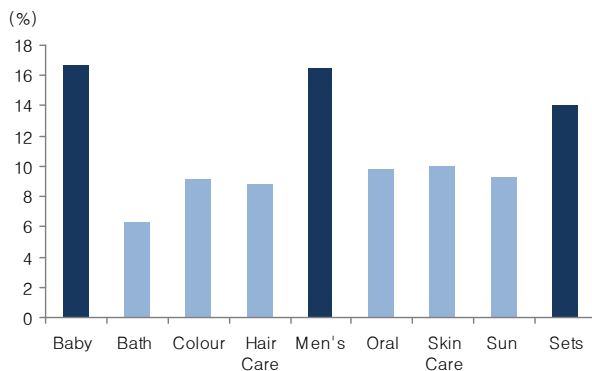
천연화장품은 로컬업체들이 약진, 한국 브랜드 업체들의 기회 모색

몇 해전 3월 15일 중국 소비자의 날, 화학약품이 많은 외국산 화장품(SK2 등)에 대한 소비자 고발 프로그램이 방영된 이후 중국 내 천연화장품 선호도가 크게 증가하게 되었다. 중국 소비자들은 상위변차우, 바우차우지, 이름만 들어도 천연의 이미지에 무방부제, 무알콜 화장품을 선호하며, 천연 화장품 내에서는 글로벌 브랜드 보다는 중국 로컬 브랜드가 약진하고 있다. 그 동안 중국 로컬 화장품 기업은 새로운 화장품 개발·판매가

아닌 생산 공장을 중심으로 성장해 브랜드로서의 가치는 지니지 못했다. 그러나 최근 중국 화장품 시장의 트렌드가 변하면서 로컬 브랜드들은 브랜드 가치를 높이고 해외 브랜드와의 차별화를 위한 전략으로 중국의 천연 재료로 만든 천연 화장품을 출시해 소비자들을 공략하고 있다.

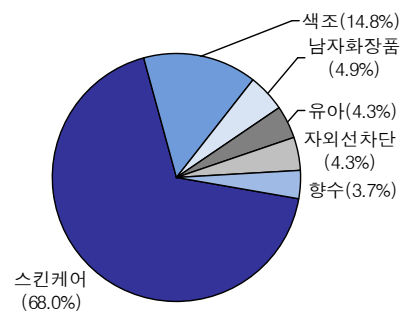
아직 중국 소비자들에게 천연 화장품으로 인식되고 있는 한국 브랜드는 없는 상황이며 천연 화장품 군에 속하는 한국 브랜드들(이니스프리, 네이처리퍼블릭)의 인지도는 3~4% 수준에 불과하다. 단 시장 진입 초기 단계라는 점과 한류의 영향으로 한국산 화장품에 대한 인식이 좋다는 점을 감안할 때 동양인에게 적합한 화장품을 만든다는 점을 부각한다면 충분히 기회가 있다고 생각한다.

도표 26. 중국 화장품 품목별 성장률 (2012년)



자료: Euromonitor, 교보증권 리서치센터

도표 27. 품목별 화장품 소비(2011)



자료: Euromonitor, 교보증권 리서치센터

3-3. 결론: 채널 변화에 탄력적 대응 가능한 업체 선호

트렌드를 선도하고
적극적으로 채널 확장을
모색하는 대형 화장품
업체, ODM 업체 유리

결론적으로 글로벌 저성장 시대에 진입하면서 화장품 소비 패턴과 구매 채널이 빠르게 변화하고 있어, 화장품 트렌드를 선도하고 적극적으로 채널 확장을 모색하는 대형화장품업체나 탄력적인 대응이 가능한 ODM업체가 유리하다는 판단이다. 대형화장품업체들은 기존 주력 채널뿐만 아니라 다양한 채널에 대한 전략 구축이 필수적이며, ODM업체들 또한 역동적인 채널 변화에 흔들리지 않도록 혁신적인 제품을 통해 고객사의 니즈를 먼저 파악하고 제안하는 능력이 중요해질 것으로 전망한다.

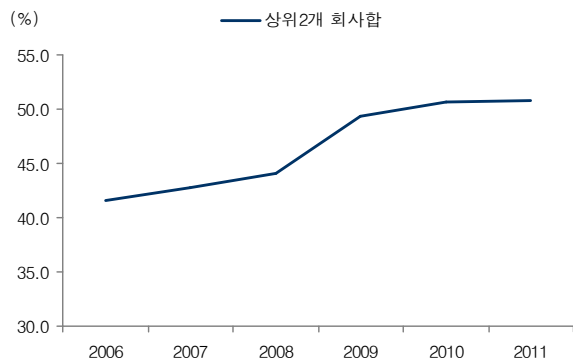
4. 투자포인트

4-1. 시장 지배력과 브랜드 가치

화장품업체들이 주식 시장에서 높은 프리미엄을 받는 이유는 1) 높은 ROIC와 2) 우수한 현금 창출력에 기인한다. 화장품산업은 일종의 문화 사업으로서 브랜드 가치를 바탕으로 투자자본대비 높은 이익률을 달성할 수 있다는 점이 매력적이다. 또한 높은 ROIC는 성장률과 결합하여 우수한 현금 창출력으로 연결되게 된다. 즉 높은 ROIC는 안정적인 현금 흐름을 바탕으로 기업가치에 항상 긍정적인 영향을 주며, 여기에 높은 성장률까지 부가하게 된다면 결국 높은 프리미엄의 부여가 가능해지는 것이다.

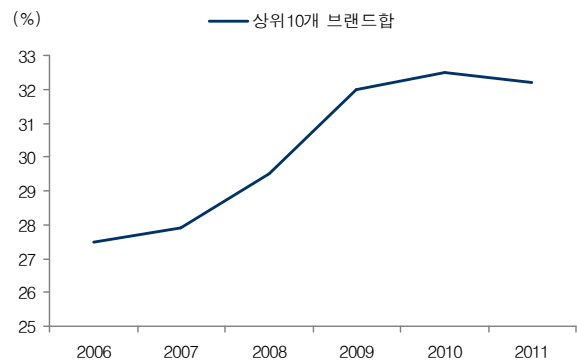
특히 2013년 소비위축 등 시장 환경이 어려워지면서 경쟁력이 낮은 업체들이 밀려나면서 상위 업체들의 지배력은 더욱 강화된 것으로 파악된다. 그리고 상위업체들은 확대된 지배력을 바탕으로 경기 회복시 보다 탄력적인 상승세를 시현할 것으로 전망한다.

도표 28. 국내 화장품 2개사 점유율 합



자료: Euromonitor, 교보증권 리서치센터

도표 29. 국내 상위 10개 브랜드의 점유율 합



자료: Euromonitor, 교보증권 리서치센터

4-2. 화장품의 진화: 안티에이징 & 생활용품의 프리미엄화

안티에이징 산업의 부상
: 기능성 화장품과 뷰티
푸드의 고성장

고령화 사회 진입, 외모 중시 경향 심화로 인해 안티에이징 수요가 크게 증가하고 있다. 삼성경제연구소에 따르면 국내 안티에이징 시장은 약 11.9조원 규모로 연평균 10.1% 씩 성장하고 있으며 이 중 75%가 화장품 등 소비재가 차지하며 성장을 주도하고 있고, 의료가 18%, 서비스가 7%를 차지하고 있다. 향후 화장품 기업들은 화장품의 기능성 효능을 강화하고 미용관리 영역에 진출하며 준치료영역까지 확대해 나갈 것으로 전망한다. 또한 미용을 목적으로 하는 뷰티 푸드의 성장 잠재력도 주목할 만하다. 뷰티 푸드는 미용을 목적으로 하는 건강기능식품으로 유럽, 일본, 한국 등에서 건강기능식품 내 주요 카테고리로 부상하고 있다.

코스메슈티컬 급성장 &
생활용품의 프리미엄화:
헤어코스메틱스

한편 전세계적으로 병원이나 약국의 이름을 내건 ‘코스메슈티컬’ 시장 또한 급성장하고 있다. 코스메슈티컬은 화장품(Cosmetics)과 의약품(Pharmaceutical)을 합성한 용어로 통상 병의원 화장품이라 일컬어진다. 화장품의 기능과 효능을 강조하는 차원에서 코스메슈티컬 브랜드들의 출시도 많아지고 있다. LG생활건강 또한 자신들의 화장품 역량과 관계사인 LG생활과학의 바이오 테크놀로지를 접목시켜 ‘더마리프트’라는 브랜드를 출시하였으며, 최근 신채널로 부상하고 있는 드럭스토어 공략에 활용할 계획이다.

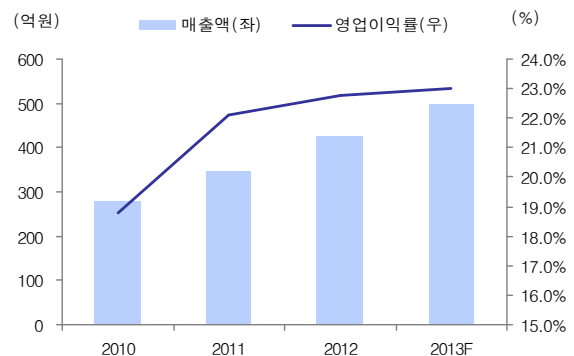
또한 최근 헤어케어, 바디케어 등 개인용품과 생활용품이 TV홈쇼핑, 미용실, 백화점 등 구매 채널이 다변화되면서, 전문적인 효능과 감성적인 디자인을 더해 한 단계 높은 가격대의 제품 프리미엄화를 시현하고 있다. 2013년 헤어트리트먼트의 미용실 구매 비중이 21.2%까지 상승하였으며, 바디보습제의 백화점 비중도 8.9%까지 확대되었다.

도표 30. LG 생활건강, LG 생활과학과 더마리프트 출시



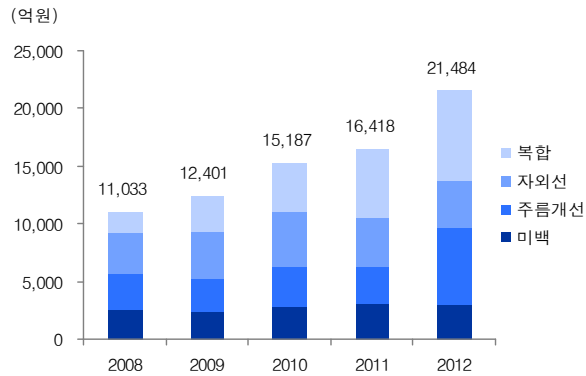
자료: LG생활건강, 교보증권 리서치센터

도표 31. 아모레 G 아모스프로페셔널(헤어전문) 실적 추이



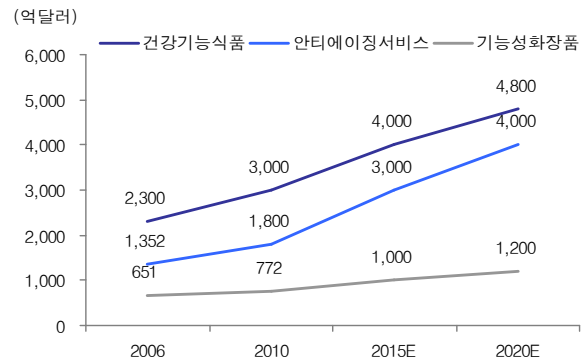
자료: 아모레G, 교보증권 리서치센터

도표 32. 국내 기능성화장품 생산액 추이



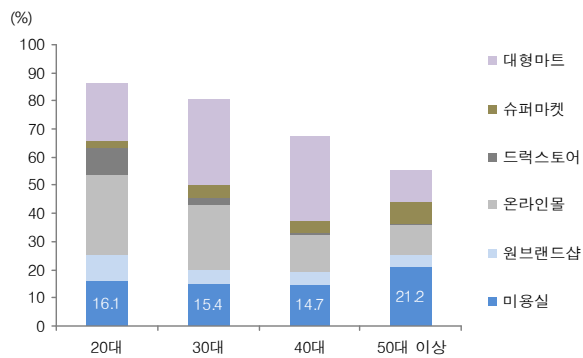
자료: 대한화장품협회, 교보증권 리서치센터

도표 33. 글로벌 안티에이징 관련 시장 규모 추정



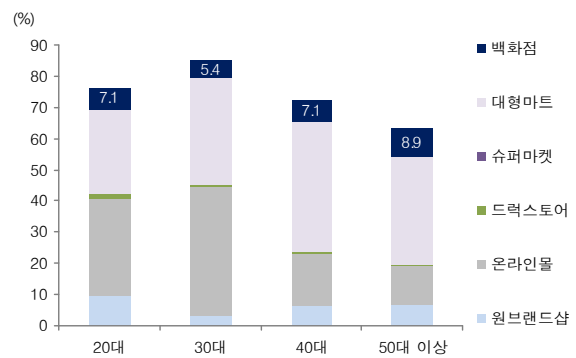
자료: 지식경제부, 교보증권 리서치센터

도표 34. 연령별 트리트먼트 구매채널 중요도



자료: 리테일매거진, 칸타월드패널, 교보증권 리서치센터

도표 35. 연령별 바디보습제 구매채널 중요도



자료: 리테일매거진, 칸타월드패널, 교보증권 리서치센터

4-3. 글로벌 성장성: 한국의 미(美)를 탐하라

4-3-1. 한국화장품, 수출이 수입을 넘어설 전망

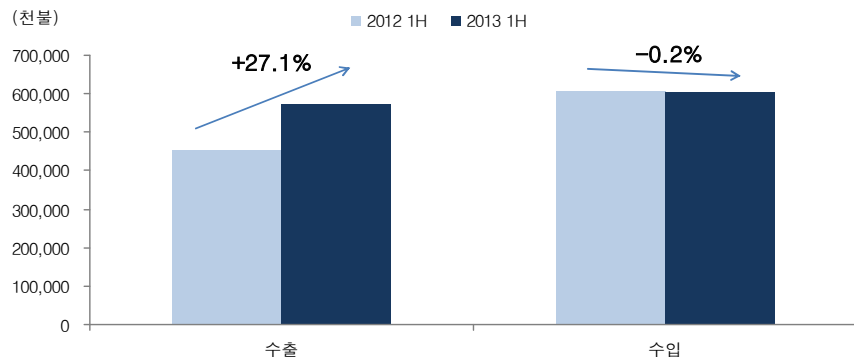
2014년 한국 화장품 수출이 수입을 넘어설 전망

2013년 상반기 화장품 수출은 전년동기 대비 27.1% 증가한 5억 7천만달러를 기록한 반면, 수입은 전년동기 대비 0.2% 감소한 6억 5백만 달러를 기록하였다. 특히 중국은 주요 수출 대상국으로서 23.9%의 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 최근 대만, 미국, 베트남 등도 상승세를 나타내고 있다. 반면 백화점 등 프리스티지 채널의 위축으로 수입 화장품의 역신장세 또한 지속될 것으로 보여, 빠르면 2013년 하반기, 그리고 2014년에는 화장품 수출액이 수입액을 넘어설 전망이다.

화장품 업체들의 해외 비중도 빠르게 증가

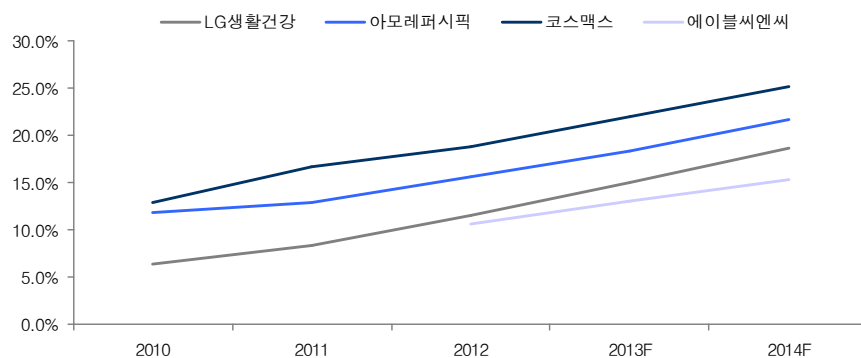
한국 화장품 업체들의 해외 매출 비중도 빠르게 상승하고 있다. 2010년에는 아모레퍼시픽과 코스맥스를 제외하고는 주요 한국화장품의 해외 매출 비중은 10% 미만에 불과하였으나, 해외 부문에서 꾸준히 높은 성장세를 이어가 2014년에는 10~20%대의 해외 매출 비중을 시현할 것으로 예상된다.

도표 36. 2013년 상반기 화장품 수출입 동향



자료: 관세청, 교보증권 리서치센터

도표 37. 한국 화장품 기업의 해외 매출액 비중 추이



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

4-3-2. 정부, 글로벌 Top7 화장품 진입 프로젝트 본격 가동

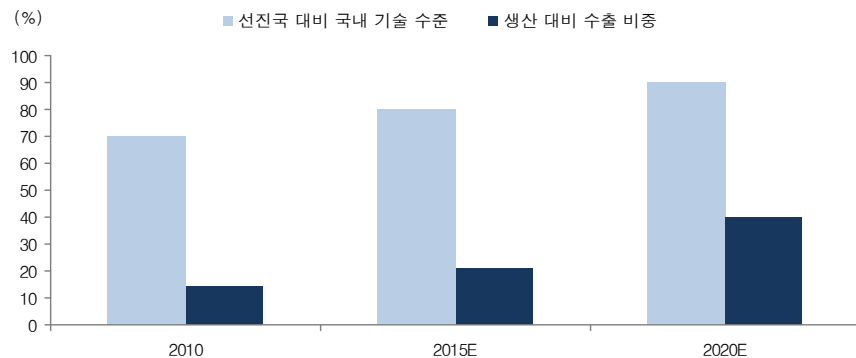
2020년까지 화장품 생산
15조원, 수출 60억 달러
목표로 정부의 한국
화장품의 글로벌 진출 지원
계획 수립

한국 화장품의 양적 &
질적 발전을 위한 정부
지원 본격 가동

보건복지부와 식품의약품안전처는 한국 화장품산업을 중장기 수출 산업으로 육성하기 위한 ‘화장품산업 글로벌 강화 전략’을 발표하였다. 화장품 산업 육성을 국정과제에 포함하고 내수 위주에서 미래 수출 주력 산업으로 전환시켜 집중 육성하겠다는 것이 정부의 의지이다. 최근 세계 화장품 시장이 연 4%대의 안정적인 성장률을 유지하며 경기 불황에도 타 산업대비 높은 성장률을 달성하고 있고, 여기에 국내 화장품산업은 한류 열풍과 더불어 수출이 크게 늘어나면서 최근 20%의 높은 성장률을 유지하고 있다는 점이 정부의 관심을 이끌어 낸 것으로 추정된다.

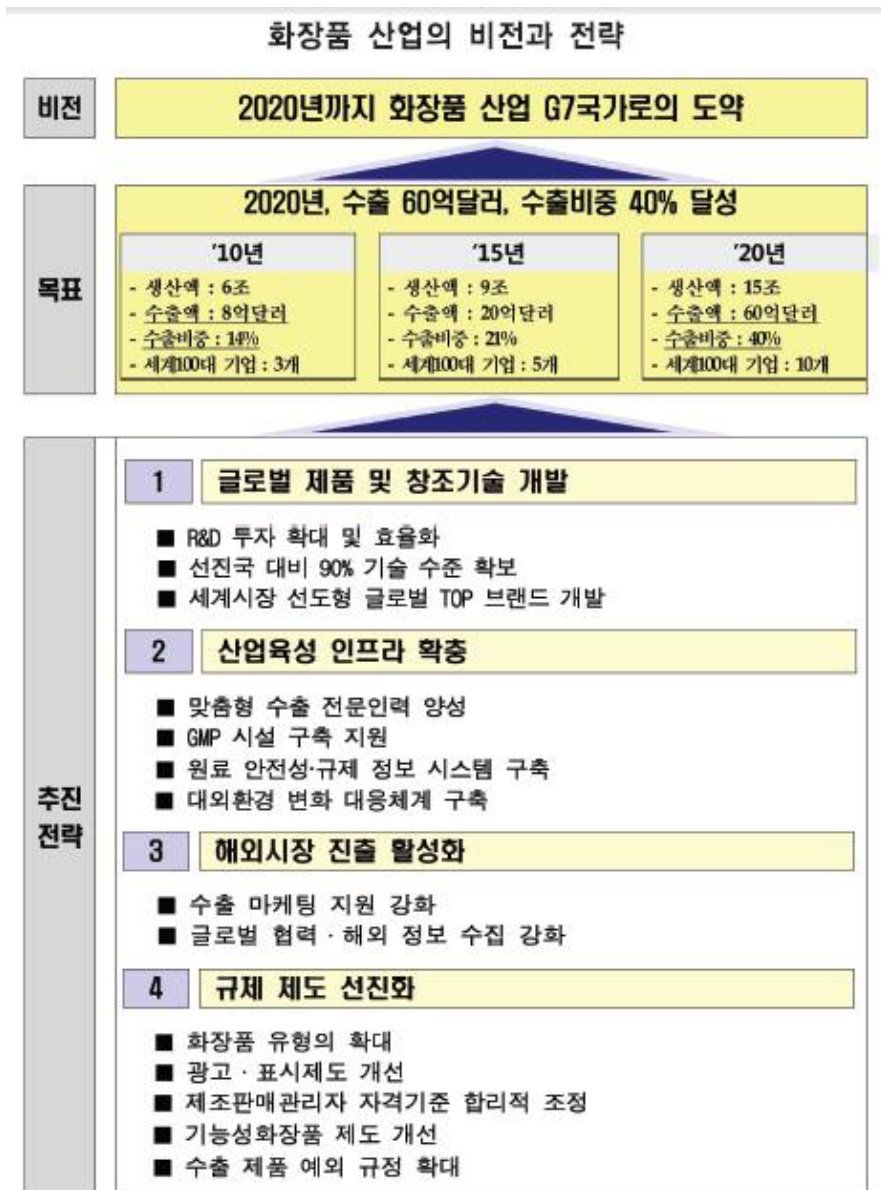
화장품산업은 미를 추구하는 의식 확대와 소득 증가, 고령화에 따른 지속적인 성장이 예상되는 고부가가치 산업으로서 정부 입장에서 고용 및 부가가치 창출 효과가 크고 경기에 대한 민감도가 낮아, 최근 화장품기업들이 글로벌 경쟁력이 강화되면서 여기에 바이오와 IT기술이 접목될 경우 강력한 시너지 효과로 세계 시장을 선도할 잠재력을 갖추고 있다. 이에 정부는 중장기 화장품산업 발전계획을 수립해 2020년까지 생산 15조, 수출 60억 달러를 목표로 하고 있으며, 특히 수출비중을 40%로 늘려 화장품산업 세계 7대 강국으로 도약하는 비전을 수립하고 이를 달성하기 위한 성장 계획을 구체화할 것으로 기대한다.

도표 38. 한국 화장품의 현재와 미래



자료: 보건복지부, 교보증권 리서치센터

도표 39. 복지부 & 식약처, 화장품산업 중장기 발전계획



자료: CMN, 교보증권 리서치센터

4-3-3. 중국, 동남아에서 선진국까지

중국: 중저가, 현지 채널
변화(온라인 등)에 대응,
고가, 해외직구(관광객) 및
선물 시장 공략

중국은 수년 내 세계 1위의 소비 시장으로 부상할 전망이다. 최근 중국 내에서는 백화점 성장률은 둔화되고 온라인과 드럭스토어, 전문화장품점등 중저가 채널이 크게 확대되고 있다. 중국 내 고가 시장은 정부의 부패 척결 의지 등과 맞물려 다소 위축된 양상이나 해외에서의 직접 구매와 중국 명절 등 문화적 풍습에 따른 선물 시장에서의 기회가 충분히 남아있다.

동남아: 아직 초기시장이나
한류 바탕으로 점진적 확대

베트남, 인도네시아 등 동남아 화장품 시장은 아직 초기 형성단계로 한류를 바탕으로 점진적으로 확대될 전망이다. 특히 Morden 채널(할인점, 백화점, 슈퍼마켓 등)이 현재 10~20%에 불과하나 빠른 성장세를 보이고 있어, 동남아 젊은 소비층의 브랜드 경험이 확대되면서 화장품에 대한 구매 경험율과 구매력은 꾸준히 늘어날 것이다.

선진국: 아모레퍼시픽
프랑스 향수 성공사례,
코스맥스와 LG생활건강의
미국 진출

한국 화장품이 보다 근원적인 의미의 글로벌 성장을 이루어내기 위해서는 선진국 시장에서의 성공도 중요할 것이다. 과거 아모레퍼시픽은 1990년대 후반 프랑스 향수 시장에 진출하여 ‘몰리타뎀피카’로 성공을 거두었던 경험이 있다. 아모레퍼시픽은 지난해 유럽경기 부진에 따른 프랑스법인의 구조조정으로 큰 손실이 발생하였으나, 최근에는 신규 브랜드 라인 확대 등으로 서서히 회복되고 있는 것으로 파악된다. 또한 코스맥스는 지난해말 미국 로레알 생산공장(연간 Capa 천만개)을 인수하여 2014년부터 미국 시장 첫 진입을 준비하고 있으며, LG생활건강 또한 올 상반기 F&P이라는 캐나다 생활용품업체를 인수하여 비온드, 더페이스샵, VDL등 기존 보유하고 있는 브랜드와 함께 북미 시장 확장의 교두보로 활용할 계획이다.

도표 40. 상위 10대 한국 화장품 수출 국가 (단위: 천불, %)

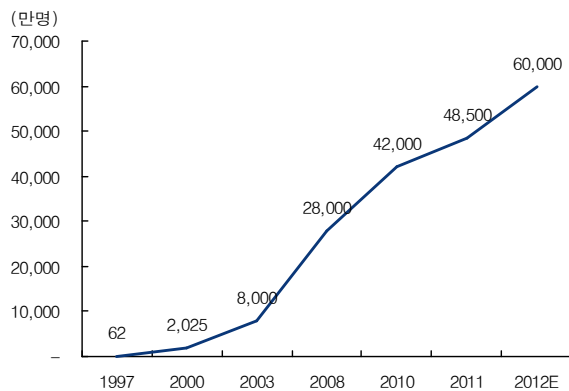
순위	2011년			2012년			2013년 상반기		
	국가	금액	비중	국가	금액	비중	국가	금액	비중
1	중국	204,321	25.1	중국	215,922	22.1	중국	137,705	23.9
2	일본	127,515	15.7	일본	169,692	17.4	홍콩	92,828	16.1
3	홍콩	97,131	11.9	홍콩	143,051	14.6	일본	77,928	13.5
4	대만	66,906	8.2	미국	77,777	8.0	미국	50,257	8.7
5	미국	65,213	8.0	태국	70,848	7.2	대만	41,172	7.2
6	태국	61,089	7.5	대만	61,334	6.3	태국	40,238	7.0
7	싱가포르	31,887	3.9	싱가포르	40,468	4.1	싱가포르	21,392	3.7
8	말레이시아	30,897	3.8	말레이시아	35,136	3.6	말레이시아	19,960	3.5
9	베트남	20,847	2.6	베트남	26,172	2.7	베트남	18,587	3.2
10	이란	13,507	1.7	러시아연방	18,344	1.9	러시아연방	10,772	1.9

• 對EU 수출금액 : (2011년) 23백만불 → (2012년) 28백만불 → (2013년 상반기) 15백만불

• 對ASEAN 수출금액(천불) : (2011년) 163백만불 → (2012년) 198백만불 → (2013년 상반기) 114백만불

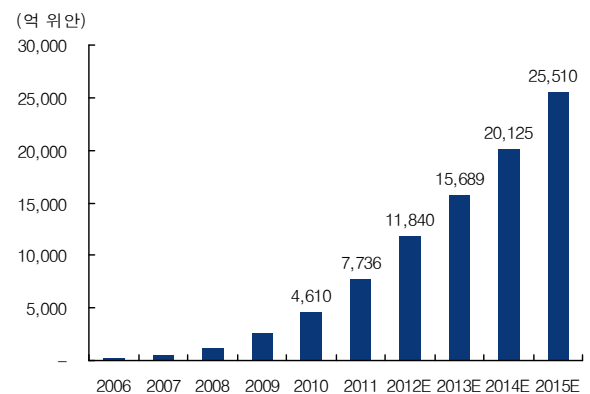
자료: 관세청, 교보증권 리서치센터

도표 41. 중국 인터넷 사용자 수



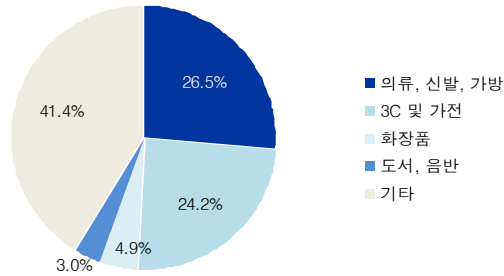
자료: iResearch, 교보증권 리서치센터

도표 42. 중국 온라인 유통 시장 규모 (2006~2015)



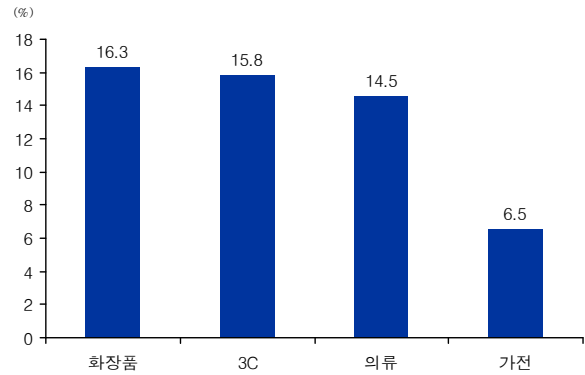
자료: iResearch, 교보증권 리서치센터

도표 43. 중국 온라인 거래 주요 품목



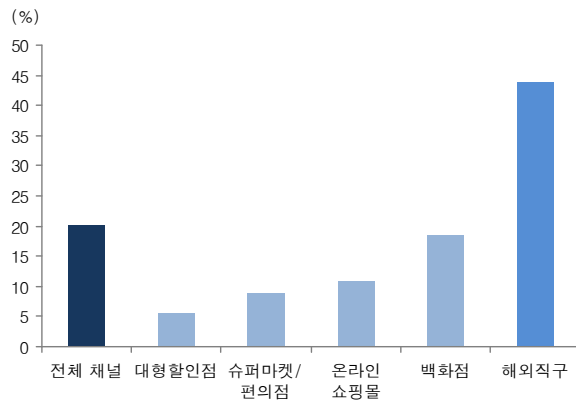
자료: LG경제연구원, 교보증권 리서치센터

도표 44. 주요 제품 판매총액 대비 온라인 거래금액 비중(%)



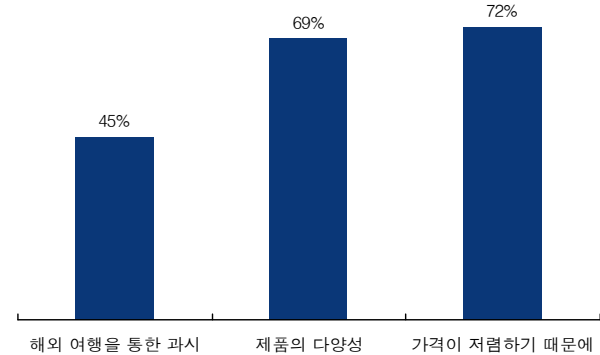
자료: LG경제연구원, 교보증권 리서치센터

도표 45. 중국 프리미엄 화장품, 주요채널 내 구매액 비중(%)



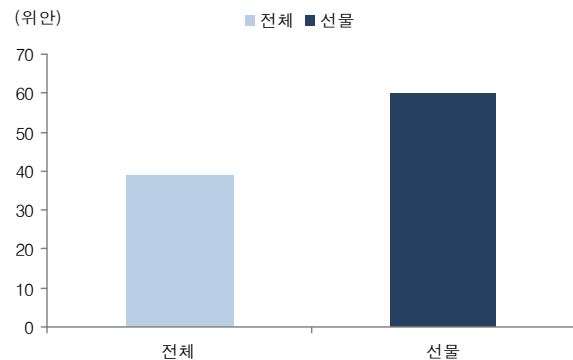
자료: 칸타월드패널(2012), 교보증권 리서치센터

도표 46. 중국인들이 해외에서 럭셔리 제품을 구매하는 이유



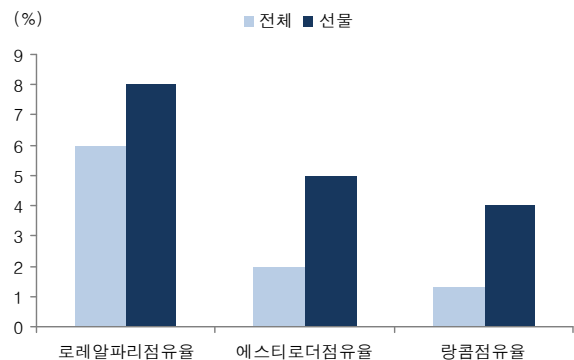
자료: World Luxury Association(2012), 교보증권 리서치센터

도표 47. 전체 중국 화장품 및 선물 화장품 평균가격 비교



자료: 칸타월드패널(2012), 교보증권 리서치센터

도표 48. 전체 중국 화장품 및 선물 시장 내 점유율 비교



자료: 칸타월드패널(2012), 교보증권 리서치센터

도표 49. 아시아 4 개국 여성의 기초 화장품 사용 종류

	한국	베트남	중국	인도네시아
스킨/토너 (액상 형태)	98.5	13.5	47.5	14.5
로션 (에멀전 형태)	92.5	2.5	9.0	14.5
로션 (액상 형태)	-	19.0	12.0	7.0
에멀전	-	3.5	51.5	0.5
크림	83.0	34.0	34.0	38.5
에센스	71.5	2.0	20.5	0.5
세럼	28.0	2.0	6.5	0.5
앰플	11.0	0.0	0.5	0.0
기타	1.0	0.0	0.0	0.0
전혀 사용하지 않는다	0.0	45.5	18.0	45.5
평균 사용 개수 (사용자 기준)	3.9개	1.4개	2.2개	1.2개

*한국 조사시 '로션 에멀전 형태'와 '로션 액상 형태'로 구분하지 않고
'로션'으로 질문하였으며, '에멀전'은 보기 리스트에 제시하지 않음

(국가별 여성응답자, N=200, Unit:%)

자료: 대한화장품산업연구원, 교보증권 리서치센터

5. 리스크 요인

5-1. 정부의 규제, 가맹사업법

공정거래위원회,
가맹사업법 시행령
입법예고, 2014년 2월
14일 시행 예정

공정거래위원회는 지난 9일 가맹사업법 시행령 개정안을 입법 예고했다. 입법 예고된 가맹사업법 시행령에서는 부당한 영업시간 구속관련 심야시간대 및 영업 손실 기간, 서면제공 의무가 있는 예상매출액 범위의 구체적 내용, 점포환경개선시 가맹본부가 부담하는 비용항목 및 부담 비용등을 규정하고 있다. 가맹사업법 개정안은 지난 7월 2일 국회 본회의를 통과하고 8월 13일 공포돼 2014년 2월 14일 시행을 앞두고 있다.

주요 상위 화장품업체들,
이미 상당수 매장 확보하고
있어 실질적인 영향 미미

가맹사업법 시행을 앞두고 주요 화장품업체들은 브랜드샵 채널을 중심으로 점유율을 늘리기 위한 공격적인 매장 확대를 지속하고 있다. 상위 화장품업체들은 이미 상당수 매장을 확보하고 있어 2014년 가맹사업법 발효시 실질적으로 미치는 영향은 미미할 전망이다. 오히려 후발업체들에게는 판촉비 증가 등이 부담으로 작용할 수 있다.

화장품업종 주가에
심리적인 영향 미칠 수
있으나, 지난해부터 제기된
이슈로 우려감은 대부분
선반영되었다는 판단임

다만 화장품 가맹사업에 대한 정부의 규제나 최근 제기되고 있는 이슈들(아모레퍼시픽 점주와의 갈등 등)로 인해 업종 전반적인 주가에는 심리적으로 부정적일 가능성이 높다. 그러나 역시 화장품 업종에 대한 가맹사업법 관련 이슈는 지난해말부터 제기된 것으로 우려감은 대부분 주가에 이미 반영되었다고 생각한다. 예상했던 우려 수준 대비 화장품 업체들의 양호한 실적 흐름세가 지속된다면 주가 또한 회복세를 이어갈 수 있을 것으로 전망한다.

도표 50. 가맹사업거래의 공정화에 관한 법률 시행령 일부 개정령(안)

개정이유	<p>가맹계약시 예상매출액 범위를 서면제공 의무 부당한 영업시간 구속행위 금지 가맹점사업자의 권익 보호 현행 제도의 운영상 일부 미비점 개선, 보완</p>	
주요내용	<p>법 적용제의 기준강화</p>	
	<p>정보공개서 제공방법 구체화 → 제공시점을 객관적으로 확인할 수 있어야 함에 따라 정보공개서를 제공받은 사실, 일시 등에 대한 가맹희망자의 자필확인서를 작성, 교부 등 정보공개서의 제공방법 구체화</p>	
	<p>허위, 과장정보제공해위 등 유형 구체화</p>	
	<p>예상매출액 범위 서면제공 → 서면제공 의무를 부담하는 가맹본부의 기준을 가맹점 수 100개 이상인 가맹본부로 하고, 가맹계약 체결 시 예상매출액 범위 구체화</p>	
	<p>위약금의 부당성 판단기준 → 위약금 부과행위의 부당성 판단기준을 구체화하고, 위약금 부과행위를 포함한 부당한 손해배상책임 부과행위의 유형을 신설</p>	
	<p>점포환경개선시 비용부담 등 → 가맹본부가 사업자에게 점포환경 개선을 요구할 수 있는 정당한 사유를 구체화 및 비용항목에서 점포의 이전, 확장이 수반되는 경우 40%, 그렇지 않은 경우 20%로 가맹본부가 부담해야 할 비용 청구 및 지급 절차 구체화</p>	
	<p>부당한 영업시간 구속행위 관련 심야영업시간대 등</p>	
	<p>영업지역 변경 사유 구체화 과징금 부과기준 변경 등</p>	
일정	2013.07.02	시행령 개정
	2013.08.13	공포
	2013.10.10~11.20	입법예고
	2014.02.14	시행

(법률 제 12094 호, 2013. 8.13 공포, 2014. 2. 14 시행)

5-2. 브랜드간의 경쟁강도

중장기적인 브랜드 구축에 있어서 광고비 지출 중요하나, 최근 매출액성장을 대비 판관비 크게 증가 우려

2013년 주요 브랜드샵 구매자들의 가격할인 판촉비중 가파른 상승

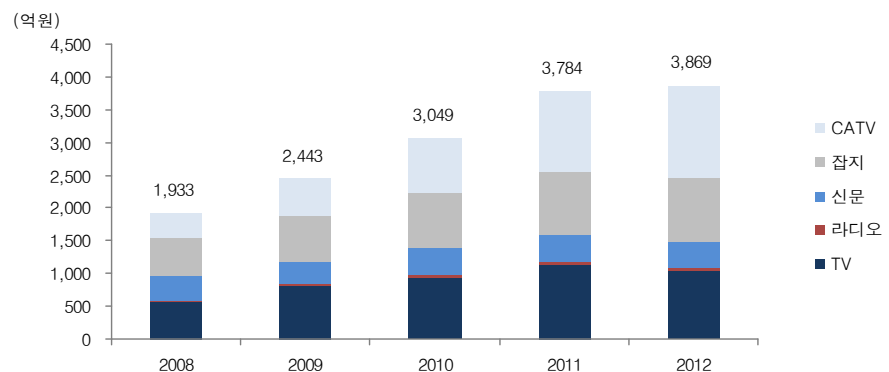
결국은 브랜드력이다, 또한 다양한 브랜드 포트폴리오 구축이 중요하게 될 것

브랜드업체들에게 있어 브랜드에 대한 투자, 즉 마케팅은 중장기적인 브랜드 구축에 있어서 매우 중요한 투자이다. 브랜드 업체들의 광고집행과 판매성장률의 상관관계 추이를 살펴보다라도 화장품 카테고리에는 광고에 투자할수록 판매 성장률이 두드러지는 카테고리의 하나로서, 브랜드의 이미지가 판매에 미치는 영향이 크다고 판단한다. 하지만 최근 일부 화장품 브랜드업체들의 광고선전비가 매출액성장을 대비 상대적으로 너무 크게 증가하고 있다는 점은 우려된다.

2013년에 들어서 특히 브랜드샵의 판촉 할인 경쟁은 과열된 양상이다. 2011년 브랜드샵의 판촉시 구매비중은 33.9%에 불과하여 전체 화장품 시장 41% 대비 낮은 수준이었으나 3년 사이에 55.5%까지 크게 증가하였다. 판촉 중에서는 브랜드샵의 할인행사가 상시적으로 이루어지면서 가격할인 행사 비중이 2011년 21.9%에서 2013년 46.7%까지 상승했다.

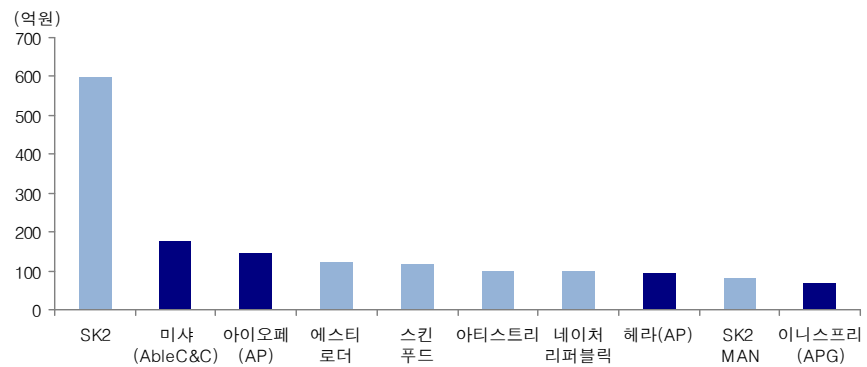
결국은 브랜드력이 있는 업체들, 명확한 브랜드의 가치를 소비자들이 인식하고 품질력에서 입증된 상위업체 중심으로 시장 구도는 재편될 전망이다. 또한 브랜드간의 경쟁 심화는 소비자들의 브랜드간의 구매 스위칭을 유발하기 때문에 다양한 브랜드 포트폴리오와 제품 라인업을 구축한 대형화장품업체들, 혹은 이러한 브랜드에 혁신적인 제품을 제안할 수 있는 ODM업체들에게 유리한 양상이 될 것이다. 반면에, 최근 몇 년간 중견 화장품기업들의 실적 악화가 지속되고 있고, 브랜드샵 하위업체들의 또한 점차 경쟁을 위한 실탄이 부족해지면서 더욱 약화될 가능성이 높다는 판단이다.

도표 51. 연도별 매체별 화장품 광고비



자료: 닐슨코리아, 교보증권 리서치센터

도표 52. 2012년 화장품 브랜드별 광고비 Top 10



자료: 닐슨코리아, 교보증권 리서치센터

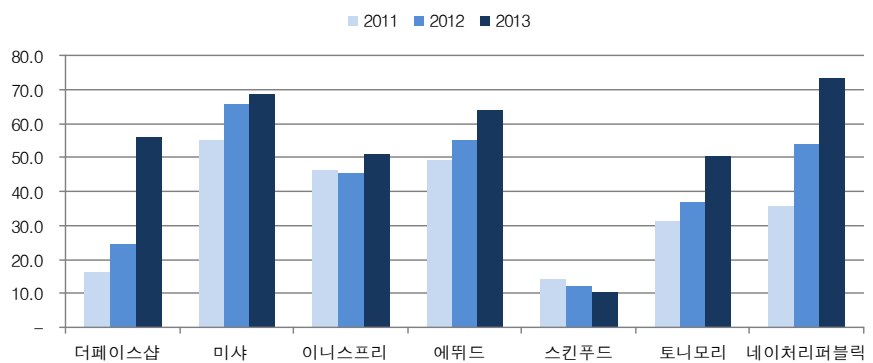
도표 53. 전체 화장품 및 브랜드샵 판촉비중

(단위: %)

	전체화장품			전체 브랜드샵		
	2년전	1년전	최근 1년	2년전	1년전	최근 1년
전체 판촉활동	41.0	44.1	51.1	33.9	41.9	55.5
가격할인	22.9	27.2	36.8	21.9	30.6	46.7
덤	3.0	3.1	4.0	1.7	2.4	3.1
기획세트	4.6	4.3	3.5	1.5	1.3	1.0
사은/증정품	11.7	10.5	8.0	9.5	8.7	5.8

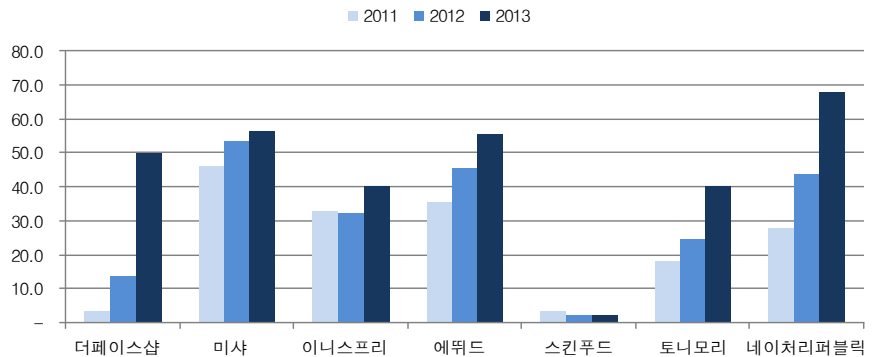
자료: 칸타월드패널, 교보증권 리서치센터

도표 54. 판촉(가격할인, 덤, 기획세트, 사은/증정)시 구매비중



자료: 칸타월드패널, 교보증권 리서치센터

도표 55. 가격할인 판촉시 구매비중



자료: 칸타월드패널, 교보증권 리서치센터

도표 56. 주요 화장품 연간 실적 추이

(단위: 억원)

		아모레퍼시픽	LG생활건강	더페이스샵	에이블씨엔씨	에뛰드하우스	이니스프리	스킨푸드	네이처리퍼블릭	소망화장품	코리아나
매출액	2010	22,723	28,265	2,891	2,417	1,556	829	1,651	475	1,220	1,051
	2011	25,547	34,561	3,176	3,056	2,148	1,405	1,790	907	1,198	1,056
	2012	28,495	38,962	3,953	4,251	2,805	2,294	1,850	1,284	1,260	977
영업이익	2010	3,645	3,468	503	293	137	65	167	-51	111	-7
	2011	3,729	3,702	509	334	196	188	153	54	52	-37
	2012	3,643	4,455	716	517	234	363	114	-44	26	-15
영업이익률	2010	16.0%	12.3%	17.4%	12.1%	8.8%	7.9%	10.1%	-10.8%	9.1%	-0.7%
	2011	14.6%	10.7%	16.0%	10.9%	9.1%	13.4%	8.5%	5.9%	4.4%	-3.5%
	2012	12.8%	11.4%	18.1%	12.2%	8.3%	15.8%	6.2%	-3.4%	2.0%	-1.5%

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

6. Top-picks

투자의견 Overweight 제시

화장품업종에 대해 투자의견 비중확대(Overweight)를 제시한다.

2014년 실적 반등과 함께 중장기 성장성 부각되며 주가 상승 전망

2013년 주요 화장품업체들은 2012년 업황 호조에 따른 높은 기저와 소비 경기 부진으로 성장률이 크게 둔화되었으나, 2014년 경기 회복과 함께 성장률은 다시 높은 수준을 회복할 것으로 예상된다. 이와 함께 한국 화장품 산업의 중장기 성장성 재부각되며 주가 또한 상승세를 이어갈 것으로 전망한다.

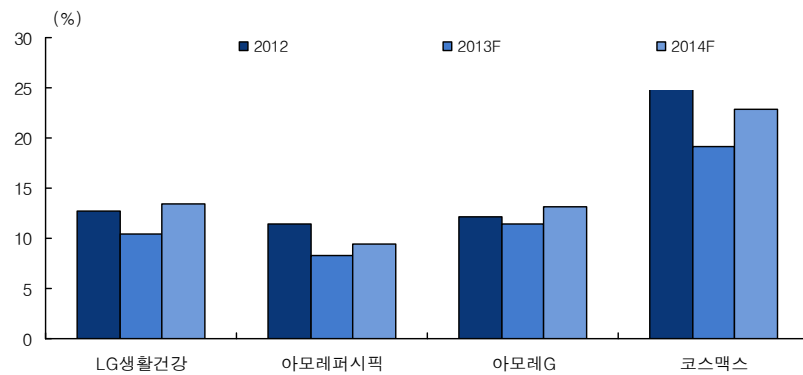
Top-picks로 LG생활건강, 코스맥스 제시

역동적인 화장품 채널 환경 변화에 탄력적인 대응이 가능한 대형 화장품 업체와 ODM 업체를 선호하며, 이 중 탄탄한 실적 모멘텀을 갖춘 Top-picks로 LG생활건강(051900/ 투자의견 Buy/ 목표주가 700,000원)과 코스맥스(044820/ 투자의견 Buy/ 목표주가 60,000원)를 제시한다. **LG생활건강**은 2013년 10%대의 꾸준한 성장세를 이어갔음에도 주가 프리미엄이 연초대비 30% 이상 하락하면서 부진한 주가 흐름을 나타냈다. 그러나 사업 포트폴리오가 다변화되어 있어, 정부의 가맹점 규제, 브랜드샵 경쟁 심화 등의 부정적 영향에서 점차 벗어날 전망이며, 글로벌 성장 잠재력과 카테고리 확장성을 감안할 때 주가 반등을 모색할 시점으로 판단한다. **코스맥스**는 중국 화장품 시장 내 선도적인 진입과 더불어 성장을 지속적으로 준비하고 있는 ODM기업으로서 고성장 지속으로 주가 프리미엄의 근거도 더욱 강화될 전망이다. 또한 2014년 상반기 기업분할이 예정되어 있으며 사업회사의 화장품 ODM 글로벌 역량 강화에 주력할 전망이다.

관심종목으로 아모레퍼시픽, 아모레G, 제닉 제시

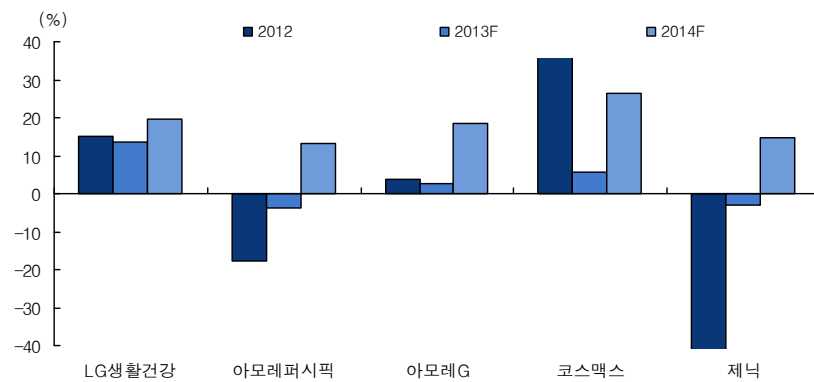
관심종목으로 아모레퍼시픽(090430/ 투자의견 Trading Buy/ 목표주가 1,030,000원)와 아모레G(002790/ 투자의견 Buy/ 목표주가 450,000원), 제닉(123330/ Not Rated)를 제시한다. **아모레퍼시픽**은 최근 부각된 판매 채널의 리스크(방판 및 대리점 주와의 갈등)와 해외법인에 대한 투자 확대로 현 시점에서 큰 폭의 실적 개선을 기대하기는 어려울 전망이다. 다만 현 주가가 역사적 최하단 수준(PBR 2.2배)에 머물러 있고, 한국 최고의 화장품 기술력과 브랜드를 바탕으로 한 중장기 성장잠재력을 감안할 때, 주가 하방을 지지할 것으로 판단한다. **아모레G**는 중장기 화장품 산업의 구조적인 변화에 탄력적인 대응이 가능한 폭넓은 비즈니스 포트폴리오를 구축하고 있으며, 비상장 자회사의 선전으로 아모레퍼시픽 대비 상대적으로 높은 성장세를 이어갈 전망이다. **제닉**은 2013년 하반기 실적 턴어라운드를 바탕으로 2014년 중국 생산법인 및 국내 OEM 확대가 본격적으로 실적에 기여할 것으로 예상하며, 중국 화장품 마스크팩 시장 고성장에 따른 중장기 수혜가 가능할 전망이다.

도표 57. 주요 화장품업체, 연도별 매출액성장률(%)



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

도표 58. 주요 화장품업체, 연도별 EPS 성장률(%) -> 2014년 성장률 회복 및 강화될 전망



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

LG생활건강 051900

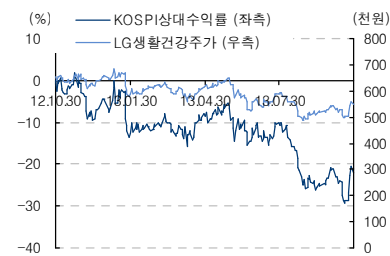
Oct 30, 2013

Buy [신규]
TP 700,000원 [신규]

Company Data

현재가(10/28)	550,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	685,000 원
52 주 최저가(보통주)	486,500 원
KOSPI (10/28)	2,048.14p
KOSDAQ (10/28)	534.98p
자본금	886 억원
시가총액	90,446 억원
발행주식수(보통주)	1,562 만주
발행주식수(우선주)	210 만주
평균거래량(60 일)	4.4 만주
평균거래대금(60 일)	230 억원
외국인지분(보통주)	45.19%
주요주주	
LG 외 1 인	34.29%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.8%	-9.8%	-14.3%
상대주가	1.9%	-14.4%	-20.9%

글로벌 소비재 기업으로 Level-up

투자의견 Buy와 목표주가 700,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자의견 Buy와 목표주가 700,000원을 제시한다. 목표주가는 2014년 기준 EPS에 최근 3년 평균 PER 27배를 적용하여 산출했다. 동사는 2013년 10%대의 꾸준한 성장세를 이어갔음에도 주가 프리미엄이 연초대비 30% 이상 하락하면서 부진한 주가 흐름을 나타냈다. 그러나 화장품에서 부각된 정부 가맹점 규제 및 브랜드샵 경쟁 심화, 생활용품과 음료에서 나타난 할인점 영업 규제에 따른 부정적 영향에서 점차 벗어날 전망이며, 글로벌 성장 잠재력과 카테고리 확장성을 감안할 때 주가 반등을 모색할 시점으로 판단한다.

국내 뷰티 및 헬스관련 사업영역 확대에 따른 안정적 지속될 전망

국내 생활용품 부문에서 스킨케어와 헤어케어가 제품 프리미엄화로 높은 성장세를 나타내고 있으며, 실크테라피 출시 및 신채널의 판매 성과도 두드러지고 있다. 향후 베이비케어와 시니어케어에서 프리미엄 라인을 확대할 것으로 예상된다. 한편 음료 부문에서는 영진약품의 드링크사업부를 인수하여 새로운 카테고리인 건강기능음료 시장에 진출하여 트렌드에 적합한 제품 라인업을 강화할 전망이다.

해외 더페이스샵 확장 강화 및 일본 에어라이프와의 통합 마무리 효과 기대

동사의 해외 매출 비중은 2010년 6.4%에 불과하였으나, 2012년 11.4%에 이르렀고 2014년에는 18.7%까지 확대될 전망이다. 해외 부문의 이익률 또한 2010년 6.8%에서 2012년 16.7%까지 올라왔으며, 효율적이면서도 신속한 확장이 이루어지고 있는 것으로 판단된다. 2014년 중국 더페이스샵 마스터프랜차이즈와의 조인트 벤처 설립으로 확장세를 본격화할 전망이며, 일본 긴자스페파니와 에버라이프와의 통합 마무리 효과도 기대된다.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12E	2014.12E	2015.12E
매출액 (십억원)	3,456	3,896	4,301	4,881	5,570
YoY(%)	22.3	12.7	10.4	13.5	14.1
영업이익 (십억원)	370	446	503	591	696
OP 마진(%)	10.7	11.4	11.7	12.1	12.5
순이익 (십억원)	272	312	354	422	505
EPS(원)	16,473	18,950	21,551	25,772	30,977
YoY(%)	14.4	15.0	13.7	19.6	20.2
PER(배)	29.6	34.7	25.5	21.3	17.8
PCR(배)	16.0	18.0	13.6	11.9	10.4
PBR(배)	8.7	9.7	6.6	5.3	4.3
EV/EBITDA(배)	18.1	20.5	15.8	13.6	11.5
ROE(%)	29.7	27.6	25.7	24.8	24.1



| 유통/의류/화장품 |

책임연구원 양지혜

3771-9077

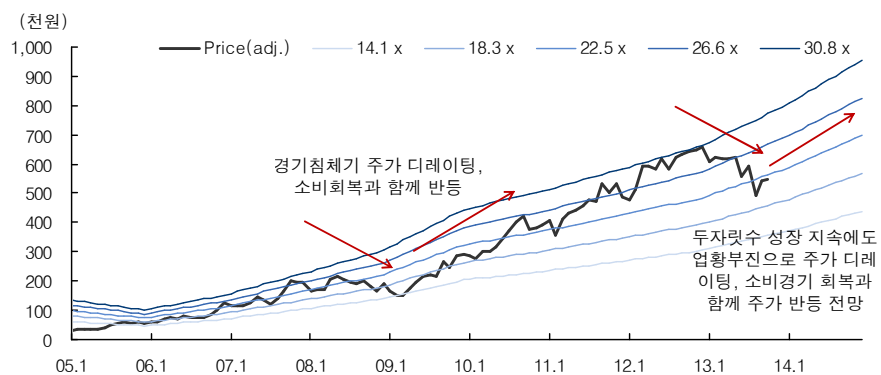
julieyang@iprovest.com

도표 59. LG 생활건강 목표주가 산출

구분	내용	비고
2014년 EPS (원)	25,772	
적용 PER (배)	27	최근 3년 평균 PER (해외 비중 확대와 성장을 회복)
적정주가(원)	695,844	
목표주가(원)	700,000	
현재주가(2013.10.28)	550,000	
상승여력(%)	27.2	

자료: 교보증권 리서치센터

도표 60. LG 생활건강 12MF PER 밴드: 최근 기업 펀더멘탈보다는 업황 요인으로 주가 디레이팅



자료: 교보증권 리서치센터

도표 61. LG 생활건강 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13E	2Q13E	3Q13E	4Q13E	2013E
매출액	3,456.1	971.8	980.9	1,053.9	889.7	3,896.2	1,072.3	1,075.5	1,151.8	1,001.1	4,300.8
%yoy	22.3%	17.1%	13.1%	13.6%	7.1%	12.7%	10.3%	9.6%	9.3%	12.5%	10.4%
생활	1,185.1	337.5	286.7	373.2	268.8	1,266.1	375.9	331.2	413.9	308.2	1,429.2
화장품	1,227.4	390.5	377.6	342.7	368.2	1,479.0	432.7	415.4	391.6	416.0	1,655.7
음료	1,043.5	243.8	316.7	337.9	252.7	1,151.2	263.8	328.9	346.3	277.0	1,216.0
%yoy	15.5%	9.2%	7.3%	9.4%	0.5%	6.8%	11.4%	15.5%	10.9%	14.6%	12.9%
생활	13.2%	24.6%	20.8%	20.2%	16.4%	20.5%	10.8%	10.0%	14.3%	13.0%	11.9%
화장품	45.7%	17.5%	10.3%	12.0%	2.2%	10.3%	8.2%	3.9%	2.5%	9.6%	5.6%
% of Sales											
생활	34.3%	34.7%	29.2%	35.4%	30.2%	32.5%	35.1%	30.8%	35.9%	30.8%	33.2%
화장품	35.5%	40.2%	38.5%	32.5%	41.4%	38.0%	40.4%	38.6%	34.0%	41.6%	38.5%
음료	30.2%	25.1%	32.3%	32.1%	28.4%	29.5%	24.6%	30.6%	30.1%	27.7%	28.3%
매출 원가	1,736.3	463.1	481.9	526.0	432.1	1,903.2	493.8	504.7	552.0	470.2	2,020.8
%yoy	30.2%	15.0%	8.7%	9.2%	5.8%	9.6%	6.6%	4.7%	4.9%	8.8%	6.2%
% of Sales	50.2%	47.7%	49.1%	49.9%	48.6%	48.8%	46.1%	46.9%	47.9%	47.0%	47.0%
판매비	1,349.6	378.7	394.0	396.5	378.2	1,547.5	432.6	450.6	454.2	439.7	1,777.2
%yoy	15.8%	12.6%	19.9%	17.7%	8.7%	14.7%	14.2%	14.4%	14.6%	16.3%	14.8%
% of Sales	39.0%	39.0%	40.2%	37.6%	42.5%	39.7%	40.3%	41.9%	39.4%	43.9%	41.3%
영업 이익	370.2	129.9	105.0	131.3	79.3	445.5	145.9	120.2	145.5	91.2	502.8
%yoy	6.7%	42.3%	10.6%	20.1%	6.2%	20.3%	12.3%	14.5%	10.8%	15.0%	12.9%
% of Sales	10.7%	13.4%	10.7%	12.5%	8.9%	11.4%	13.6%	11.2%	12.6%	9.1%	11.7%
생활	135.2	45.6	20.8	54.1	23.7	144.2	51.0	25.8	56.3	27.6	160.7
화장품	169.4	70.2	51.0	45.0	46.0	212.2	79.0	60.5	51.4	52.9	243.8
음료	65.6	14.2	33.2	32.2	9.6	89.1	15.9	33.9	37.9	10.7	98.4
% of Sales											
생활	11.4%	13.5%	7.3%	14.5%	8.8%	11.4%	13.6%	7.8%	13.6%	9.0%	11.2%
화장품	13.8%	18.0%	13.5%	13.1%	12.5%	14.3%	18.3%	14.6%	13.1%	12.7%	14.7%
음료	6.3%	5.8%	10.5%	9.5%	3.8%	7.7%	6.0%	10.3%	10.9%	3.9%	8.1%

자료: 교보증권 리서치센터

[LG생활건강 051900]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	3,456	3,896	4,301	4,881	5,570
매출원가	1,736	1,903	2,021	2,294	2,612
매출총이익	1,720	1,993	2,280	2,587	2,958
매출총이익률 (%)	49.8	51.2	53.0	53.0	53.1
판매비와관리비	1,350	1,547	1,777	1,997	2,261
영업이익	370	446	503	591	696
영업이익률 (%)	10.7	11.4	11.7	12.1	12.5
EBITDA	463	554	614	705	814
EBITDA Margin (%)	13.4	14.2	14.3	14.4	14.6
영업외손익	2	-15	-25	-21	-13
관계기업손익	5	5	5	5	5
금융수익	2	17	6	5	7
금융비용	-31	-35	-32	-27	-22
기타	26	-3	-4	-4	-4
법인세비용차감전순이익	372	430	478	570	683
법인세비용	101	118	124	148	178
계속사업순이익	272	312	354	422	505
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	272	312	354	422	505
당기순이익률 (%)	7.9	8.0	8.2	8.6	9.1
비지배지분순이익	7	8	9	11	13
지배지분순이익	265	304	345	411	492
지배순이익률 (%)	7.7	7.8	8.0	8.4	8.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-10	-41	0	0	0
포괄순이익	261	271	354	422	505
비지배지분포괄이익	7	7	9	11	13
지배지분포괄이익	254	263	344	410	492

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	289	238	321	368	441
당기순이익	272	312	354	422	505
비현금항목의 가감	211	267	287	310	335
감가상각비	87	100	103	107	110
외환손익	0	-13	2	2	2
지분법평가손익	-5	-5	-5	-5	-5
기타	130	185	187	207	229
자산부채의 증감	-99	-220	-171	-195	-209
기타현금흐름	-95	-121	-149	-169	-190
투자활동 현금흐름	-135	-370	-229	-244	-250
투자자산	0	-203	-100	-100	-100
유형자산	-155	-168	-140	-155	-160
기타	20	1	11	11	10
재무활동 현금흐름	-108	109	-82	-182	-186
단기차입금	-84	-19	-19	-19	-19
사채	80	149	0	0	0
장기차입금	2	90	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-45	-59	-63	-63	-67
기타	-62	-54	-1	-101	-101
현금의 증감	47	-27	72	11	80
기초 현금	44	92	65	137	149
기말 현금	92	65	137	149	228
NOPLAT	270	323	372	437	515
FCF	110	44	172	202	264

자료: LG 생활건강, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	767	792	932	1,044	1,245
현금및현금성자산	92	65	137	149	228
매출채권 및 기타채권	348	387	421	473	536
재고자산	306	317	350	397	453
기타유동자산	21	23	25	26	27
비유동자산	1,602	1,972	2,110	2,260	2,414
유형자산	832	1,007	1,044	1,092	1,142
관계기업투자금	28	35	135	235	335
기타금융자산	6	5	5	5	5
기타비유동자산	736	925	925	928	931
자산총계	2,369	2,764	3,042	3,305	3,659
유동부채	731	940	939	845	756
매입채무 및 기타채무	480	445	463	488	517
차입금	133	116	97	79	60
유동성채무	50	300	300	200	100
기타유동부채	67	79	79	79	79
비유동부채	578	553	533	522	514
차입금	2	82	82	82	82
사채	379	229	229	229	229
기타비유동부채	196	241	222	210	203
부채총계	1,308	1,493	1,472	1,367	1,271
지배지분	997	1,202	1,483	1,831	2,256
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
이익잉여금	884	1,120	1,402	1,750	2,175
기타자본변동	-72	-73	-73	-73	-73
비지배지분	63	70	86	107	132
자본총계	1,061	1,272	1,570	1,938	2,388
총차입금	565	728	709	590	472

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	16,473	18,950	21,551	25,772	30,977
PER	29.6	34.7	25.5	21.3	17.8
BPS	56,295	67,816	83,710	103,337	127,345
PBR	8.7	9.7	6.6	5.3	4.3
EBITDAPS	26,138	31,274	34,667	39,804	45,956
EV/EBITDA	18.1	20.5	15.8	13.6	11.5
SPS	221,285	249,467	275,373	312,548	356,618
PSR	2.2	2.6	2.0	1.8	1.5
CFPS	6,187	2,493	9,724	11,402	14,912
DPS	3,500	3,750	3,750	4,000	4,250

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	22.3	12.7	10.4	13.5	14.1
영업이익 증가율	13.0	20.4	12.9	17.5	17.9
순이익 증가율	14.6	14.9	13.4	19.2	19.8
수익성					
ROIC	18.3	17.7	17.9	20.1	22.4
ROA	12.3	11.8	11.9	12.9	14.1
ROE	29.7	27.6	25.7	24.8	24.1
안정성					
부채비율	123.4	117.4	93.8	70.5	53.2
순차입금비율	23.8	26.3	23.3	17.9	12.9
이자보상배율	12.4	13.5	16.5	23.3	34.3

아모레퍼시픽 090430

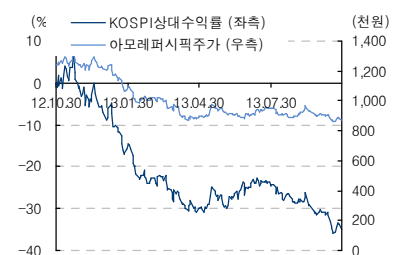
Oct 30, 2013

Trading Buy [신규]
TP 1,030,000원 [신규]

Company Data

현재가(10/28)	873,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	1,315,000 원
52 주 최저가(보통주)	861,000 원
KOSPI (10/28)	2,048.14p
KOSDAQ (10/28)	534.98p
자본금	345 억원
시가총액	54,608 억원
발행주식수(보통주)	585 만주
발행주식수(우선주)	106 만주
평균거래량(60 일)	1.3 만주
평균거래대금(60 일)	113 억원
외국인지분(보통주)	35.48%
주요주주	
아모레퍼시픽그룹 외 11 인	49.45%
First State Investment Management (UK)	
Limited 외 2 인	7.80%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.0%	-0.7%	-32.6%
상대주가	-4.7%	-5.7%	-37.8%

한국 화장품 1위의 자존심

투자의견 Trading Buy와 목표주가 1,030,000원으로 커버리지 개시

아모레퍼시픽에 대해 투자의견 Trading Buy와 목표주가 1,030,000원을 제시한다. 적정가치는 2014년 기준 예상 EPS 48,993원에 PER 21배(역사적 평균 PER)를 적용하여 산출하였다. 최근 부각된 판매 채널의 리스크(방판 및 대리점주와의 갈등)와 해외 법인의 투자 확대로 현 시점에서 큰 폭의 실적 개선을 기대하기는 어려울 전망이다. 다만 현 주가가 역사적 최하단 수준(PBR 2.2배)에 머물러 있고, 한국 최고의 화장품 기술력과 브랜드를 바탕으로 중장기 성장 잠재력을 감안할 때, 주가 하방을 지지할 것으로 판단한다.

3분기 실적 부진할 전망이나, 이를 저점으로 4분기부터 완만한 회복 전망

3분기 실적은 매출액 7,717억원(+5.2%yoy), 영업이익 815억원(-9.5%yoy)의 부진한 실적이 예상된다. 국내 방판채널이 20%대 역신장을 기록하고, 중국 마몽드 구조조정에 따른 중국법인의 수익성 부진 때문이다. 그럼에도 디지털(홈쇼핑 등)과 면세점 채널에서 각각 20~25%, 30% 이상 성장하였고 중국 내 마몽드를 제외한 설화수, 라네즈, 이니스프리의 판매 호조에 힘입어 큰 폭의 실적 하락세는 방어할 전망이다. 4분기는 지난해 낮은 기저를 바탕으로 완만한 회복이 예상된다.

해외 비중 꾸준히 확대 중, 향후 중국 신채널 공략에 중점

아모레퍼시픽의 해외 매출 비중은 2010년 11.9%에서 꾸준히 증가하여 2013년 18.3%에 이르고, 2014년에는 21.7%까지 확대될 전망이다. 중국 화장품 채널 변화에 적극적으로 대응하여 향후 중국 내 신채널인 온라인, 홈쇼핑, 드럭스토어의 판매 비중을 현재 5%에서 내년 두 자릿수까지 늘릴 계획이며, 당분간 투자도 지속될 전망이다.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12E	2014.12E	2015.12E
매출액 (십억원)	2,555	2,849	3,085	3,378	3,720
YoY(%)	13.4	11.5	8.3	9.5	10.1
영업이익 (십억원)	373	364	347	389	439
OP 마진(%)	14.6	12.8	11.2	11.5	11.8
순이익 (십억원)	327	268	260	293	334
EPS(원)	54,760	44,939	43,264	48,993	55,943
YoY(%)	15.1	-17.9	-3.7	13.2	14.2
PER(배)	19.2	27.0	20.2	17.8	15.6
PCR(배)	13.0	15.0	10.8	9.8	8.8
PBR(배)	3.4	3.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA(배)	13.6	15.6	11.3	10.0	8.7
ROE(%)	17.8	12.1	10.6	11.0	11.4



| 유통/의류/화장품 |

책임연구원 양지혜

3771-9077

julieyang@iprovest.com

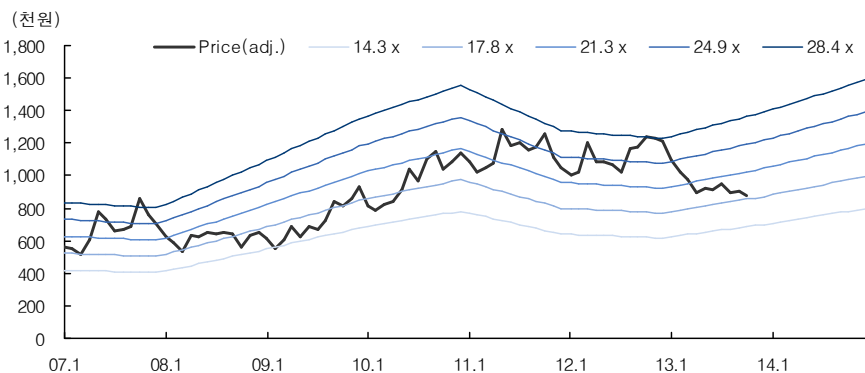
도표 62. 아모레퍼시픽 분기별 실적 추정

(단위: 억원)

	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2013F
매출액	25,547	7,415	7,268	7,333	6,479	28,495	8,038	7,990	7,717	7,109	30,854
증가율(% YoY)	12.4%	7.1%	11.6%	17.7%	10.1%	11.5%	8.4%	9.9%	5.2%	9.7%	8.3%
매출원가	7,746	2,127	2,060	2,291	1,995	8,472	2,345	2,300	2,354	2,133	9,131
증가율(% YoY)	10.6%	0.1%	10.8%	14.8%	13.0%	9.4%	10.2%	11.7%	2.7%	6.9%	7.8%
매출원가률(%)	30.3%	28.7%	28.3%	31.2%	30.8%	29.7%	29.2%	28.8%	30.5%	30.0%	29.6%
매출총이익	17,801	5,288	5,208	5,042	4,484	20,023	5,693	5,690	5,363	4,976	21,722
증가율(% YoY)	13.2%	10.3%	11.9%	19.1%	8.9%	12.5%	7.7%	9.3%	6.4%	11.0%	8.5%
매출총이익률(%)	69.7%	71.3%	71.7%	68.8%	69.2%	70.3%	70.8%	71.2%	69.5%	70.0%	70.4%
판매비	14,072	3,782	4,224	4,141	4,228	16,380	4,291	4,743	4,548	4,670	18,253
증가율(% YoY)	16.5%	14.0%	13.6%	19.5%	18.4%	16.4%	13.5%	12.3%	9.8%	10.5%	11.4%
판매비중(%)	55.1%	51.0%	58.1%	56.5%	65.3%	57.5%	53.4%	59.4%	58.9%	65.7%	59.2%
영업이익	3,729	1,506	984	901	256	3,643	1,402	947	815	306	3,470
증가율(% YoY)	2.3%	1.8%	5.1%	17.6%	-53.2%	-2.3%	-6.9%	-3.8%	-9.5%	19.4%	-4.8%
영업이익률(%)	14.6%	20.3%	13.5%	12.3%	4.0%	12.8%	17.4%	11.9%	10.6%	4.3%	11.2%

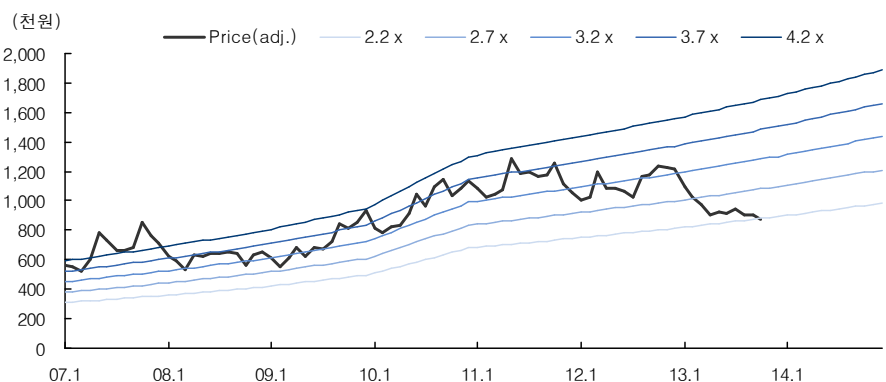
자료: 아모레퍼시픽, 교보증권 리서치센터

도표 63. 아모레퍼시픽 12MF PER 밴드



자료: 교보증권 리서치센터

도표 64. 아모레퍼시픽 12MF PBR 밴드



자료: 교보증권 리서치센터

[아모레퍼시픽 090430]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	2,555	2,849	3,085	3,378	3,720
매출원가	775	847	913	1,000	1,094
매출총이익	1,780	2,002	2,172	2,379	2,626
매출총이익률 (%)	69.7	70.3	70.4	70.4	70.6
판매비와관리비	1,407	1,638	1,825	1,990	2,187
영업이익	373	364	347	389	439
영업이익률 (%)	14.6	12.8	11.2	11.5	11.8
EBITDA	454	466	459	511	570
EBITDA Margin (%)	17.8	16.4	14.9	15.1	15.3
영업외손익	57	-4	2	5	10
관계기업손익	1	2	0	0	0
금융수익	11	12	12	15	20
금융비용	-2	-2	-2	-2	-2
기타	47	-15	-7	-7	-7
법인세비용차감전순이익	430	361	349	394	449
법인세비용	102	92	89	101	115
계속사업순이익	327	268	260	293	334
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	327	268	260	293	334
당기순이익률 (%)	12.8	9.4	8.4	8.7	9.0
비지배지분순이익	0	-1	0	0	0
지배지분순이익	327	270	260	293	334
지배순이익률 (%)	12.8	9.5	8.4	8.7	9.0
매도가능금융자산평가	0	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익	-10	-18	-18	-18	-18
포괄순이익	317	249	240	273	314
비지배지분포괄이익	0	-2	-1	-1	0
지배지분포괄이익	317	250	241	274	314

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	403	276	273	310	354
당기순이익	327	268	260	293	334
비현금항목의 가감	146	204	211	229	247
감가상각비	82	102	112	122	131
외환손익	-1	1	1	1	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	65	101	98	106	115
자산부채의 증감	-18	-126	-118	-125	-131
기타현금흐름	-52	-71	-80	-88	-97
투자활동 현금흐름	-374	-254	-250	-220	-220
투자자산	2	5	5	5	5
유형자산	-317	-232	-240	-210	-210
기타	-59	-27	-14	-14	-15
재무활동 현금흐름	4	-35	-45	-45	-45
단기차입금	-1	8	-2	-2	-2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	46	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-41	-45	-45	-45	-45
기타	1	2	2	2	2
현금의 증감	29	-17	45	108	158
기초 현금	159	188	171	216	324
기말 현금	188	171	216	324	482
NOPLAT	284	271	258	289	327
FCF	31	15	13	76	117

자료: 아모레퍼시픽, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	754	804	887	1,042	1,256
현금및현금성자산	188	171	216	324	482
매출채권 및 기타채권	167	191	211	235	263
재고자산	226	267	290	317	349
기타유동자산	173	175	171	166	162
비유동자산	2,062	2,222	2,357	2,454	2,546
유형자산	1,655	1,767	1,894	1,982	2,061
관계기업투자금	5	5	5	5	5
기타금융자산	33	34	30	25	20
기타비유동자산	369	416	428	442	459
자산총계	2,815	3,026	3,243	3,496	3,802
유동부채	426	417	424	432	442
매입채무 및 기타채무	299	293	301	311	323
차입금	16	23	21	19	17
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	112	102	102	102	102
비유동부채	251	265	260	255	261
차입금	46	43	43	43	43
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	205	222	217	212	218
부채총계	677	682	684	687	703
지배지분	2,128	2,334	2,549	2,797	3,086
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
이익잉여금	1,377	1,592	1,807	2,056	2,345
기타자본변동	-2	-2	-2	-2	-2
비지배지분	10	10	11	12	13
자본총계	2,138	2,344	2,560	2,809	3,099
총차입금	77	78	76	74	72

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	54,760	44,939	43,264	48,993	55,943
PER	19.2	27.0	20.2	17.8	15.6
BPS	308,344	338,123	369,266	405,262	447,144
PBR	3.4	3.6	2.4	2.2	2.0
EBITDAPS	65,846	67,507	66,572	74,011	82,535
EV/EBITDA	13.6	15.6	11.3	10.0	8.7
SPS	437,015	487,433	527,779	577,918	636,288
PSR	2.4	2.5	1.7	1.5	1.4
CFPS	4,440	2,194	1,818	11,078	16,915
DPS	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	13.4	11.5	8.3	9.5	10.1
영업이익 증가율	4.8	-2.3	-4.7	12.0	12.9
순이익 증가율	15.0	-18.0	-3.2	12.9	14.0
수익성					
ROIC	18.6	14.4	12.5	13.1	14.0
ROA	13.5	9.2	8.3	8.7	9.2
ROE	17.8	12.1	10.6	11.0	11.4
안정성					
부채비율	31.7	29.1	26.7	24.5	22.7
순차입금비율	2.7	2.6	2.4	2.1	1.9
이자보상배율	193.9	171.4	167.5	192.7	223.7

아모레G 002790

Oct 30, 2013

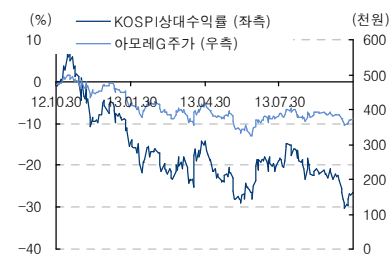
Buy [신규]

TP 450,000원 [신규]

Company Data

현재가(10/28)	373,500 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	500,000 원
52 주 최저가(보통주)	325,000 원
KOSPI (10/28)	2,048.14p
KOSDAQ (10/28)	534.98p
자본금	445 억원
시가총액	32,385 억원
발행주식수(보통주)	798 만주
발행주식수(우선주)	91 만주
평균거래량(60 일)	0.9 만주
평균거래대금(60 일)	33 억원
외국인지분(보통주)	16.60%
주요주주	
서경배 외 9인	61.56%
국민연금공단	5.01%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.9%	-10.0%	-20.3%
상대주가	-4.6%	-14.6%	-26.4%

뷰티 산업의 진화를 이끈다

투자 의견 Buy와 목표주가 450,000원으로 커버리지 개시

아모레G에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 450,000원을 제시한다. 목표주가는 아모레퍼시픽(적정주가 1,030,000원 * 주식수), 이니스프리, 에뛰드하우스(2014년 예상 순이익 * 목표 PER 21배) 등 자회사 가치에 10% 할인한 2조 5,708억원과 유형자산가치와 순현금을 합산한 NAV를 바탕으로 산출하였다.

아모레P 부진에도 비상장 자회사의 상대적 선전, 화장품 업종 내 가장 저평가

아모레G의 3분기 실적은 매출액 9,193억원(+6.8%yoy), 영업이익 1,049억원(-7.7%yoy)을 달성할 전망이다. 아모레퍼시픽의 부진에도 비상장 자회사(이니스프리, 에뛰드하우스, 아모스프로페셔널 등)의 고성장 덕분에 상대적으로 역신장폭은 적을 것으로 예상된다. 현 주가는 2014년 기준 PER 16배 수준으로 업종 내 펀더멘탈 대비 가장 저평가(대형화장품주 평균 PER 22.5배)되어 있어, 투자 매력도가 높다는 판단이다.

화장품 산업의 구조적인 변화에 탄력적 대응 가능한 사업 포트폴리오 구축

아모레G는 중장기 화장품 산업의 구조적인 변화에 탄력적인 대응이 가능한 폭넓은 비즈니스 포트폴리오를 구축하고 있다. 국내 이니스프리와 에뛰드하우스, 아모스프로페셔널의 고성장세가 지속되는 가운데, 최근 아모레퍼시픽이 이니스프리와 에뛰드하우스 중심으로 해외 사업을 확대하고 있어, 향후 해외 성장성도 강화될 전망이다. 올해 브랜드샵의 경쟁 심화 및 판촉비 증가로 이니스프리와 에뛰드하우스의 영업이익률이 하락하였으나 절대적으로 높은 성장세를 이어갔다. 향후 브랜드샵 업체들이 상위업체 중심으로 재편되면서 탄탄한 브랜드력을 바탕으로 동사의 이니스프리와 에뛰드하우스의 시장 지배력이 더욱 강화될 전망이다.

Forecast earnings & Valuation

12월 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12E	2014.12E	2015.12E
매출액 (십억원)	3,059	3,432	3,821	4,322	4,927
YoY(%)	14.4	12.2	11.4	13.1	14.0
영업이익 (십억원)	435	449	444	514	606
OP 마진(%)	14.2	13.1	11.6	11.9	12.3
순이익 (십억원)	376	346	347	402	474
EPS(원)	18,383	19,093	19,620	23,221	28,047
YoY(%)	44.5	3.9	2.8	18.4	20.8
PER(배)	13.9	24.5	19.0	16.1	13.3
PCR(배)	6.2	9.6	7.2	6.4	5.6
PBR(배)	1.2	2.1	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA(배)	5.5	8.6	7.4	6.5	5.6
ROE(%)	8.9	8.1	7.7	8.5	9.5



| 유통/의류/화장품 |

책임연구원 양지혜

3771-9077

julieyang@iprovest.com

도표 65. 아모레 G 목표주가 산출

아모레퍼시픽	1,030,000	939,023	967.2	적정주가 1030000 원 * 주식수
에뛰드하우스	19.4	21	407.4	2014 년 예상 순이익 * 목표 PER 21 배
이니스프리	40.7	21	854.7	2014 년 예상 순이익 * 목표 PER 21 배
태평양제약			85.9	장부가 2013 년 2 분기말
아모스프로페셔널			36.2	
퍼시픽글라스			51.9	
퍼시픽패키지			43.8	
장원			75.1	
코스비전			7.3	
기타			326.9	
합			2,856.4	
자회사가치			2,570.8	10% 할인
유형자산가치			88.3	
순현금			742.9	
NAV (십억원)			3,402.0	
주식수 (백만주)			7.4	자사주 제외
목표주가			459,724	

자료: 교보증권 리서치센터

도표 66. 아모레 G 분기별 실적 추정

(단위: 억원)

	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2013F
매출액	30,585	8,866	8,766	8,611	8,074	34,317	9,802	10,241	9,193	8,978	38,214
증가율(% YoY)	13.9%	9.4%	12.8%	14.2%	12.6%	12.2%	10.6%	16.8%	6.8%	11.2%	11.4%
매출원가	9,606	2,527	2,489	2,510	2,612	10,139	2,834	3,242	2,730	2,828	11,634
증가율(% YoY)	11.2%	-1.1%	7.0%	1.1%	16.5%	5.5%	12.1%	30.3%	8.8%	8.3%	14.7%
매출원가률(%)	31.4%	28.5%	28.4%	29.1%	32.4%	100.0%	28.9%	31.7%	29.7%	31.5%	30.4%
매출총이익	20,979	6,339	6,277	6,101	5,462	24,178	6,968	7,000	6,463	6,150	26,581
증가율(% YoY)	15.1%	14.2%	15.3%	20.6%	10.8%	15.2%	9.9%	11.5%	5.9%	12.6%	9.9%
매출총이익률(%)	68.6%	71.5%	71.6%	70.9%	67.6%	70.5%	71.1%	68.4%	70.3%	68.5%	69.6%
판매비	16,632	4,523	5,065	4,964	5,129	19,687	5,230	5,756	5,414	5,739	22,139
증가율(% YoY)	17.7%	15.9%	17.0%	20.7%	19.6%	18.4%	15.6%	13.6%	9.1%	11.9%	12.5%
판매비/중(%)	54.4%	51.0%	57.8%	57.6%	63.5%	57.4%	53.4%	56.2%	58.9%	63.9%	57.9%
영업이익	4,347	1,816	1,212	1,137	333	4,491	1,737	1,244	1,049	411	4,442
증가율(% YoY)	6.3%	10.4%	8.9%	20.2%	-48.1%	3.3%	-4.4%	2.6%	-7.7%	23.4%	-1.1%
영업이익률(%)	14.2%	20.5%	13.8%	13.2%	4.1%	13.1%	17.7%	12.1%	11.4%	4.6%	11.8%

자료: 아모레G, 교보증권 리서치센터

[아모레G 002790]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	3,059	3,432	3,821	4,322	4,927
매출원가	961	1,014	1,163	1,314	1,493
매출총이익	2,098	2,418	2,658	3,008	3,434
매출총이익률 (%)	68.6	70.5	69.6	69.6	69.7
판매비와관리비	1,663	1,969	2,214	2,494	2,828
영업이익	435	449	444	514	606
영업이익률 (%)	14.2	13.1	11.6	11.9	12.3
EBITDA	535	576	580	658	756
EBITDA Margin (%)	17.5	16.8	15.2	15.2	15.3
영업외손익	76	20	25	28	34
관계기업손익	3	3	3	3	3
금융수익	26	29	29	32	38
금융비용	-2	-2	-2	-2	-1
기타	49	-10	-5	-5	-5
법인세비용차감전순이익	511	469	469	543	640
법인세비용	135	124	122	141	167
계속사업순이익	376	346	347	402	474
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	376	346	347	402	474
당기순이익률 (%)	12.3	10.1	9.1	9.3	9.6
비지배지분순이익	228	191	188	214	248
지배지분순이익	148	154	159	188	226
지배순이익률 (%)	4.9	4.5	4.2	4.3	4.6
매도가능금융자산평가	-2	1	1	1	1
기타포괄이익	-14	-24	-24	-24	-24
포괄순이익	360	323	324	379	451
비지배지분포괄이익	220	178	176	201	235
지배지분포괄이익	140	145	148	177	216

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	493	346	369	417	483
당기순이익	376	346	347	402	474
비현금항목의 가감	182	235	253	276	302
감가상각비	100	127	136	143	150
외환손익	-1	1	2	2	2
지분법평가손익	0	0	-3	-3	-3
기타	83	107	118	134	153
자산부채의 증감	-7	-151	-136	-150	-163
기타현금흐름	-58	-83	-95	-111	-130
투자활동 현금흐름	-401	-440	-335	-290	-296
투자자산	9	-3	-3	-3	-3
유형자산	-369	-305	-260	-210	-210
기타	-41	-132	-72	-77	-83
재무활동 현금흐름	3	-29	-29	-29	-41
단기차입금	-1	9	-3	-3	-3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	48	8	-10	-10	-20
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-44	-49	-19	-19	-21
기타	1	3	3	3	3
현금의 증감	91	-126	-8	82	146
기초 현금	262	354	227	220	302
기말 현금	354	227	220	302	448
NOPLAT	320	331	329	381	448
FCF	44	1	68	164	225

자료: 아모레 G, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	1,341	1,379	1,483	1,702	2,009
현금및현금성자산	354	227	220	302	448
매출채권 및 기타채권	232	236	257	286	323
재고자산	284	334	372	421	480
기타유동자산	472	581	634	693	758
비유동자산	2,914	3,137	3,273	3,352	3,426
유형자산	1,953	2,103	2,227	2,294	2,354
관계기업투자금	9	9	9	9	9
기타금융자산	43	62	65	68	71
기타비유동자산	910	964	972	982	992
자산총계	4,255	4,516	4,756	5,055	5,435
유동부채	550	529	519	513	530
매입채무 및 기타채무	390	365	358	355	375
차입금	16	25	22	19	16
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	145	139	139	139	139
비유동부채	347	353	347	341	326
차입금	48	52	42	32	12
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	299	301	305	309	315
부채총계	897	882	865	854	857
지배지분	1,851	1,978	2,118	2,287	2,492
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	680	680	680	680	680
이익잉여금	1,258	1,391	1,530	1,699	1,904
기타자본변동	-134	-135	-135	-135	-135
비지배지분	1,507	1,656	1,773	1,914	2,086
자본총계	3,358	3,634	3,891	4,201	4,578
총차입금	79	89	74	59	35

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	18,383	19,093	19,620	23,221	28,047
PER	13.9	24.5	19.0	16.1	13.3
BPS	208,181	222,543	238,278	257,258	280,341
PBR	1.2	2.1	1.6	1.5	1.3
EBITDAPS	60,133	64,782	65,199	73,960	85,037
EV/EBITDA	5.5	8.6	7.4	6.5	5.6
SPS	383,316	430,090	478,934	541,675	617,509
PSR	0.7	1.1	0.8	0.7	0.6
CFPS	4,954	130	7,676	18,411	25,301
DPS	2,000	2,250	2,250	2,500	2,500

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	14.4	12.2	11.4	13.1	14.0
영업이익 증가율	17.5	3.3	-1.1	15.8	17.8
순이익 증가율	30.5	-8.1	0.4	15.7	18.0
수익성					
ROIC	13.8	12.1	11.2	12.2	13.8
ROA	3.9	3.5	3.4	3.8	4.3
ROE	8.9	8.1	7.7	8.5	9.5
안정성					
부채비율	26.7	24.3	22.2	20.3	18.7
순차입금비율	1.9	2.0	1.6	1.2	0.6
이자보상배율	215.3	195.4	226.1	315.5	583.0

코스맥스 044820

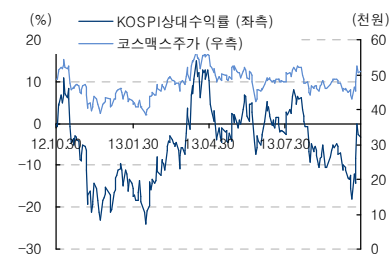
Oct 30, 2013

Buy [신규]
TP 60,000원 [신규]

Company Data

현재가(10/28)	50,800 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	56,500 원
52 주 최저가(보통주)	38,500 원
KOSPI (10/28)	2,048.14p
KOSDAQ (10/28)	534.98p
자본금	68 억원
시가총액	6,905 억원
발행주식수(보통주)	1,359 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	13.4 만주
평균거래대금(60 일)	64 억원
외국인지분(보통주)	22.74%
주요주주	
이경수 외 4 인	23.52%
국민연금공단	11.55%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.7%	-7.8%	8.3%
상대주가	2.9%	-12.5%	0.0%

혁신의 글로벌 화장품 ODM기업

투자자의견 Buy와 목표주가 60,000원으로 커버리지 개시

코스맥스에 대해 투자자의견 Buy와 목표주가 60,000원을 제시한다. 목표주가는 2014년 예상 EPS에 목표승수 30배(대형화장품주 평균 대비 30% 프리미엄)를 적용하여 산출하였다. 특히 코스맥스는 중국 화장품 시장 내 선도적인 진입과 더불어 성장을 지속적으로 준비하고 있는 ODM기업으로서 고성장 지속으로 주가 프리미엄의 근거도 더욱 강화될 전망이다.

2013년 3분기 호실적 전망, 혁신 제품을 통해 화장품 시장을 선도

3분기 실적은 매출액 918억원(+17.9%yoy), 영업이익 70억원(+18.9%yoy)의 호실적인 기대된다. 상반기에 이어 지속되는 호실적은 선도적인 혁신제품(CC크림 등) 런칭과 홈쇼핑 PB상품 확대 등 국내 화장품 산업의 구조적 채널 변화에 적극적으로 대응한 결과이다. 중국법인 또한 기존 상해법인의 3분기 생산량이 역대 최고치를 경신한 가운데, 하반기 광저우 공장의 가동을 상장으로 높은 성장세가 지속될 전망이다.

2014년 기업분할과 함께 화장품 ODM의 글로벌 역량 강화에 주력할 전망

한편 코스맥스는 지난 10월 23일 지주회사 전환을 확정하였다. 사업회사(코스맥스)에는 한국, 중국, 미국, 인도네시아 화장품법인을 묶어 글로벌 화장품 ODM 1위 업체로 성장하기 위한 역량을 집중하고, 지주회사(코스맥스BTI)에는 코스맥스 바이오, 쓰리애플스코스메틱스 등 화장품 ODM과 직접적인 관련이 없는 사업군을 묶어 경영의 효율성을 높일 계획이다. 분할비율은 66:34(사업회사:지주사)로 내년 1월 29일 임시 주주총회를 개최하여 기업 분할안을 비롯한 안건에 대해 승인을 받을 계획이며 변경된 주식의 상장 예정일은 4월 7일이다.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12E	2014.12E	2015.12E
매출액 (십억원)	244	313	372	457	537
YoY(%)	26.8	28.1	19.1	22.9	17.4
영업이익 (십억원)	17	26	30	38	45
OP 마진(%)	7.0	8.3	8.1	8.3	8.4
순이익 (십억원)	11	22	24	30	35
EPS(원)	847	1,507	1,591	2,010	2,380
YoY(%)	25.5	78.0	5.5	26.4	18.4
PER(배)	18.5	28.7	31.9	25.3	21.3
PCR(배)	8.0	16.0	16.3	13.9	12.2
PBR(배)	3.5	7.6	7.3	5.8	4.7
EV/EBITDA(배)	12.6	20.9	21.2	17.7	15.3
ROE(%)	21.1	29.8	25.1	25.5	24.3



| 유통/의류/화장품 |

책임연구원 양지혜

3771-9077

julieyang@iprovest.com

도표 67. 코스맥스 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2013F
매출액	244.0	72.6	87.8	77.9	74.3	312.6	87.3	107.3	91.8	85.8	372.2
%yoy	26.8%	26.1%	44.3%	33.1%	10.8%	28.1%	20.2%	22.3%	17.9%	15.4%	19.1%
코스맥스㈜	176.8	50.3	60.7	53.6	51.1	215.7	62.2	74.4	61.7	56.2	254.4
차이나	40.8	12.4	15.4	15.5	15.3	58.6	17.4	23.3	21.3	21.4	83.4
일진제약	42.0	12.0	16.3	14.8	12.8	55.9	13.5	16.7	14.8	12.2	57.2
기타(연결제거)	-15.6	-2.1	-4.7	-6.1	-4.9	-17.7	-5.8	-7.0	-6.0	-4.0	-22.8
%yoy											
코스맥스㈜	13.6%	14.6%	24.0%	28.0%	28.0%	22.0%	23.6%	22.6%	15.0%	10.0%	18.0%
차이나	63.9%	42.5%	52.0%	78.2%	14.9%	43.7%	40.0%	51.0%	37.5%	40.0%	42.2%
일진제약	61.5%	36.4%	59.0%	27.6%	12.5%	33.2%	12.7%	2.3%	0.0%	-5.0%	2.3%
% of Sales											
코스맥스㈜	72.5%	69.3%	69.2%	68.9%	68.7%	69.0%	71.2%	69.3%	67.2%	65.5%	68.4%
차이나	16.7%	17.1%	17.6%	19.9%	20.6%	18.8%	19.9%	21.7%	23.2%	24.9%	22.4%
일진제약	17.2%	16.5%	18.6%	19.0%	17.3%	17.9%	15.5%	15.5%	16.1%	14.2%	15.4%
매출원가	205.5	59.8	71.6	65.5	61.9	258.7	72.9	87.2	77.1	72.0	309.1
%yoy	26.1%	24.2%	40.7%	30.5%	9.9%	25.9%	22.0%	21.8%	17.6%	16.3%	19.5%
% of Sales	84.2%	82.3%	81.5%	84.2%	83.2%	82.8%	83.5%	81.2%	84.0%	83.9%	83.1%
판매비	21.6	5.9	7.0	6.5	8.3	27.7	7.3	8.6	7.7	9.0	32.6
%yoy	21.2%	24.2%	42.8%	23.7%	23.6%	28.1%	23.7%	22.7%	19.2%	8.0%	17.7%
% of Sales	8.9%	8.1%	8.0%	8.3%	11.2%	8.9%	8.4%	8.0%	8.4%	10.5%	8.8%
영업이익	16.9	6.9	9.2	5.9	4.1	26.1	7.1	11.6	7.0	4.8	30.5
%yoy	44.4%	46.9%	80.8%	90.8%	2.1%	54.8%	2.7%	26.7%	18.9%	16.7%	16.6%
% of Sales	6.9%	9.5%	10.4%	7.5%	5.5%	8.4%	8.1%	10.8%	7.6%	5.6%	8.2%

자료: 교보증권 리서치센터

도표 68. 코스맥스 생산 Capa 확장에 따른 연간 매출액 추정

(단위: 억원, 천개)

중국법인							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
매출액	249	408	585	834	1,084	1,301	1,561
증가율(%)	7.6%	63.9%	43.4%	42.6%	30.0%	20.0%	20.0%
생산량	1,900	4,218	6,372	8,300	11,205	14,006	16,808
증가율(%)	26.7%	122.0%	51.1%	30.3%	35.0%	25.0%	20.0%
Capa	6,000	10,000	11,000	15,000	15,000	18,000	21,000
증가율(%)	33.3%	66.7%	10.0%	36.4%	0.0%	20.0%	16.7%
가동률	31.7%	42.2%	57.9%	55.3%	74.7%	77.8%	80.0%
2011년 상해 2공장 증설, 2013년 광저우 신규 가동, 2016년 광저우 6천만개 추가 증설 감산							
국내법인							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
매출액	1,556	1,768	2,116	2,544	2,798	3,078	3,386
증가율(%)		13.6%	19.7%	20.2%	10.0%	10.0%	10.0%
생산량	9,550	10,282	12,127	13,946	15,341	16,875	18,562
증가율(%)		7.7%	17.9%	15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
Capa	12,000	14,000	15,000	15,000	20,000	20,000	20,000
증가율(%)		16.7%	7.1%	0.0%	33.3%	0.0%	0.0%
가동률	79.6%	73.4%	80.8%	93.0%	76.7%	84.4%	92.8%
2011년 화성공장 확장, 2014년 화성공장 증설 (코스맥스바이오 설비 전환)							
코스맥스바이오							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
매출액	260	420	558	572	601	721	865
증가율(%)		61.5%	32.9%	2.5%	5.0%	20.0%	20.0%
생산량	42,264	60,705	64,095	67,300	84,125	100,950	121,140
증가율(%)		43.6%	5.6%	5.0%	25.0%	20.0%	20.0%
Capa(억원)	700	700	800	1,000	1,000	1,400	1,400
증가율(%)		0.0%	14.3%	25.0%	0.0%	40.0%	0.0%
가동률	37.1%	60.0%	69.8%	57.2%	60.1%	51.5%	61.8%
2013년 하반기 경기도화성 -> 제천으로 공장이전 및 Capa 확장							
인도네시아							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
매출액				10	40	70	100
증가율(%)					300.0%	75.0%	42.9%
Capa				4,000	4,000	4,000	4,000
증가율(%)					0.0%	0.0%	0.0%
미국							
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
매출액					50	200	500
증가율(%)						300.0%	150.0%
Capa					10,000	10,000	10,000
증가율(%)						0.0%	0.0%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
전체 매출액	1,925	2,440	3,125	3,722	4,573	5,370	6,412
증가율(%)	24.8%	26.8%	28.1%	19.1%	22.9%	17.4%	19.4%

자료: 교보증권 리서치센터

[코스맥스 044820]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	244	313	372	457	537
매출원가	205	259	309	380	446
매출총이익	39	54	63	77	91
매출총이익률 (%)	15.8	17.2	16.9	16.9	17.0
판매비와관리비	22	28	33	39	46
영업이익	17	26	30	38	45
영업이익률 (%)	6.9	8.4	8.2	8.3	8.4
EBITDA	22	32	37	45	52
EBITDA Margin (%)	8.9	10.2	10.0	9.9	9.8
영업외손익	-3	-2	-4	-4	-4
관계기업손익	0	2	2	2	2
금융수익	0	0	0	0	0
금융비용	-3	-5	-5	-6	-6
기타	0	1	0	0	0
법인세비용차감전순이익	14	24	27	34	41
법인세비용	3	2	3	4	6
계속사업순이익	11	22	24	30	35
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	11	22	24	30	35
당기순이익률 (%)	4.7	7.1	6.3	6.5	6.6
비지배지분순이익	0	2	2	2	3
지배지분순이익	12	20	22	27	32
지배순이익률 (%)	4.7	6.6	5.8	6.0	6.0
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	12	20	21	28	33
비지배지분포괄이익	0	2	2	3	3
지배지분포괄이익	12	18	20	25	30

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	17	12	22	24	30
당기순이익	11	22	24	30	35
비현금항목의 가감	15	16	21	22	24
감가상각비	4	6	7	7	7
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	-2	-2	-2	-2
기타	11	13	15	17	18
자산부채의 증감	-6	-22	-14	-19	-18
기타현금흐름	-4	-5	-8	-10	-11
투자활동 현금흐름	-32	-33	-33	-18	-18
투자자산	-1	-5	-5	-5	-5
유형자산	-29	-38	-30	-15	-15
기타	-1	11	2	2	2
재무활동 현금흐름	22	21	11	6	-4
단기차입금	13	-2	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	10	27	15	10	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-3	-3	-4	-4	-4
기타	2	-1	0	0	0
현금의 증감	7	-1	-8	4	0
기초 현금	3	10	9	2	6
기말 현금	10	9	2	6	6
NOPLAT	14	24	27	33	39
FCF	-17	-31	-10	7	13

자료: 코스맥스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	101	120	131	161	186
현금및현금성자산	10	9	2	6	6
매출채권 및 기타채권	48	54	64	78	92
재고자산	36	42	50	62	73
기타유동자산	6	15	15	15	15
비유동자산	99	121	152	166	181
유형자산	88	103	126	134	142
관계기업투자금	1	6	11	16	21
기타금융자산	5	7	9	11	13
기타비유동자산	5	5	5	5	5
자산총계	199	242	282	327	367
유동부채	114	111	118	128	138
매입채무 및 기타채무	54	52	59	69	79
차입금	55	53	53	53	53
유동성채무	2	2	2	2	2
기타유동부채	3	4	4	4	4
비유동부채	24	50	66	76	77
차입금	15	40	55	65	65
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9	10	11	11	11
부채총계	138	162	184	204	214
지배지분	60	77	95	119	147
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	16	17	17	17	17
이익잉여금	39	56	74	98	126
기타지분변동	-5	-5	-5	-5	-5
비지배지분	1	3	3	4	5
자본총계	61	80	99	123	152
총차입금	73	95	110	120	120

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	847	1,507	1,591	2,010	2,380
PER	18.5	28.7	31.9	25.3	21.3
BPS	4,433	5,680	7,004	8,746	10,829
PBR	3.5	7.6	7.3	5.8	4.7
EBITDAPS	1,593	2,350	2,748	3,316	3,858
EV/EBITDA	12.6	20.9	21.2	17.7	15.3
SPS	17,951	22,994	27,382	33,644	39,506
PSR	0.9	1.9	1.9	1.5	1.3
CFPS	-1,258	-2,250	-749	504	991
DPS	200	270	270	300	300

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	26.8	28.1	19.1	22.9	17.4
영업이익 증가율	44.4	54.8	16.6	24.6	18.8
순이익 증가율	29.3	94.6	5.5	26.4	18.4
수익성					
ROIC	13.3	17.6	15.9	16.9	17.5
ROA	6.9	9.3	8.3	9.0	9.3
ROE	21.1	29.8	25.1	25.5	24.3
안정성					
부채비율	226.3	202.1	186.3	165.9	140.4
순차입금비율	36.5	39.4	38.9	36.6	32.7
이자보상배율	4.9	5.7	5.7	6.6	7.8

제닉 123330

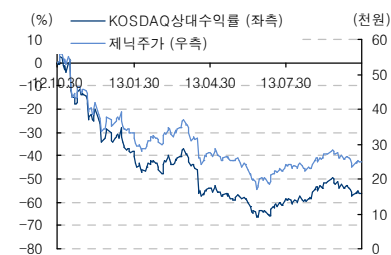
Oct 30, 2013

Not Rated

Company Data

현재가(10/28)	24,850 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	55,806 원
52 주 최저가(보통주)	17,000 원
KOSPI (10/28)	2,048.14p
KOSDAQ (10/28)	534.98p
자본금	25 억원
시가총액	1,367 억원
발행주식수(보통주)	550 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	7.3 만주
평균거래대금(60 일)	19 억원
외국인지분(보통주)	2.26%
주요주주	
유현오 외 4인	25.71%
KB 자산운용	5.06%

Price & Relative Performance



주가수익률	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.6%	-8.6%	-52.2%
상대주가	-8.2%	-3.5%	-54.9%

중국 마스크팩 성장 잠재력 높아

2013년 하반기 실적 턴어라운드 시작되었다

7월부터 홈쇼핑 및 OEM 부문 매출액의 가파른 상승세와 함께 1) 상반기 대비 매출액 확대(2분기 홈쇼핑 매출액 70억원에 불과, 3분기 120억원 예상)에 따른 매출원가율 개선과 2) 모델 및 밴더 판매수수료를 감소로 3분기 매출액은 174억원 (-20.8%yoy, +32.8%qoq), 영업이익 24억원(+72.2%yoy, +0.0%qoq)을 달성할 전망이다.

2014년 중국 생산법인 및 국내 OEM 확대가 본격적으로 실적에 기여할 전망

2014년 국내 OEM/ODM 확대(AP 에뛰드하우스 시트마스크, 리젠코스메틱, CJ 오쇼핑 PB브랜드 셀렘마스크팩, 쿠팡, 티켓몬스터 런칭, 이마트, 롯데마트 PB확대, 글로벌화장품사 에스티로더 초도물량 등)와 중국 생산공장 가동률 상승(AP 에뛰드하우스 런칭, 타오바오 및 쉐메이 등 온라인 런칭, 중장기적인 오프라인 드럭스토어 PB런칭 등)에 따른 본격적인 매출 확대가 가시화될 전망이다.

중국 화장품 마스크팩 시장 고성장에 따른 중장기 수혜 가능

중국에서 고성장하고 있는 중저가화장품 시장 내 마스크팩 시장의 성장 잠재력은 높다. 중국 화장품 시장 내 마스크팩 비중은 2년 사이 2%에서 현재 10%까지 비중이 올라왔으며, 2015년에는 300억위안(원화 5조 4,000억원)까지 성장할 전망이다. 당사는 홈쇼핑을 통한 하이드로겔 마스크의 프리미엄 시장과 중저가를 겨냥한 시트마스크 OEM(현지생산)으로 매스(오프라인)과 온라인 채널을 공략하는 이원화 전략을 추진하고 있다.

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2011.12	2012.12	2013.12E	2014.12E	2015.12E
매출액 (십억원)	105	86	62	66	73
YoY(%)	28.6	-18.4	-27.2	5.1	10.5
영업이익 (십억원)	14	8	8	9	10
OP 마진(%)	13.3	9.3	12.9	13.6	13.7
순이익 (십억원)	11	6	7	8	9
EPS(원)	2,876	1,247	1,208	1,384	1,575
YoY(%)	-37.9	-56.6	-3.2	14.6	13.8
PER(배)	13.6	30.1	20.6	17.9	15.8
PCR(배)	9.9	17.9	11.6	10.8	10.0
PBR(배)	4.1	3.5	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	11.0	16.3	10.3	8.9	7.5
ROE(%)	34.0	12.3	11.7	12.0	12.1



유통/의류/화장품 |

책임연구원 양지혜

3771-9077

julieyang@iprovest.com

도표 69. 개별기준 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	2011	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13	3Q13F	4Q13F	2013F
매출액	105.3	22.4	23.9	22.0	17.5	85.9	13.6	13.1	17.4	18.3	62.5
%yoy	28.6%	-25.5%	-8.8%	-8.8%	-29.4%	-18.4%	-39.3%	-45.1%	-20.8%	4.3%	-27.2%
홈쇼핑	85.2	17.4	18.2	16.7	12.1	64.5	8.0	7.7	11.7	12.1	39.6
OEM/ODM	15.5	3.7	4.1	3.7	3.4	15.0	3.9	4.0	4.1	3.9	15.9
수출	1.5	0.4	1.1	0.7	1.0	3.3	0.9	1.0	0.8	1.2	3.9
기타	3.0	0.9	0.5	0.8	1.0	3.1	0.8	0.4	0.8	1.0	3.1
%yoy											
홈쇼핑	28.9%					-24.4%	-54.0%	-57.6%	-30.0%	0.0%	-38.6%
OEM/ODM	20.0%					-3.3%	5.4%	-2.9%	9.0%	15.1%	6.2%
수출	96.2%					114.5%	100.7%	-12.6%	19.5%	25.0%	21.1%
기타	45.8%					2.6%	-7.7%	-6.4%	-3.0%	0.0%	-2.0%
% of Sales											
홈쇼핑	81.0%	77.5%	76.2%	76.1%	69.2%	75.1%	58.6%	58.9%	67.2%	66.4%	63.3%
OEM/ODM	14.7%	16.6%	17.2%	17.0%	19.4%	17.4%	28.8%	29.2%	23.4%	21.5%	25.5%
수출	1.4%	2.0%	4.8%	3.2%	5.5%	3.8%	6.6%	7.3%	4.9%	6.5%	6.3%
기타	2.9%	3.9%	0.7%	3.7%	5.9%	3.6%	6.0%	3.2%	4.5%	5.6%	4.9%
매출원가	39.9	9.3	8.6	9.4	8.7	36.0	8.1	5.6	7.6	7.9	29.2
%yoy	35.0%	-17.4%	-8.6%	-5.9%	-6.0%	-9.8%	-13.4%	-34.3%	-19.4%	-9.6%	-19.0%
% of Sales	37.9%	41.7%	35.8%	42.7%	49.6%	41.9%	59.4%	42.8%	43.5%	43.0%	46.7%
판매비및기타	51.7	10.5	12.4	11.2	8.2	42.3	5.0	5.1	7.5	7.7	25.3
%yoy	29.1%	-29.1%	-4.9%	-4.8%	-32.4%	-18.2%	-52.3%	-58.6%	-33.3%	-5.9%	-40.1%
% of Sales	49.1%	46.9%	51.9%	51.0%	46.5%	49.3%	36.8%	39.1%	43.0%	42.0%	40.5%
영업이익	13.6	2.6	2.9	1.4	0.7	7.6	0.5	2.4	2.4	2.7	8.0
%yoy	11.3%	-35.5%	-22.5%	-41.3%	-80.8%	-44.5%	-79.9%	-19.3%	72.2%	308.5%	5.7%
% of Sales	12.9%	11.5%	12.3%	6.2%	3.8%	8.8%	3.8%	18.1%	13.5%	15.0%	12.8%

자료: 교보증권 리서치센터

[제닉 123330]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	105	86	62	66	73
매출원가	40	36	29	30	32
매출총이익	65	50	33	36	41
매출총이익률 (%)	62.1	58.1	53.3	55.0	56.4
판매비와관리비	52	42	25	27	31
영업이익	14	8	8	9	10
영업이익률 (%)	12.9	8.8	12.8	13.7	13.9
EBITDA	15	10	10	11	12
EBITDA Margin (%)	14.6	11.8	16.7	17.3	17.1
영업외손익	0	0	1	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	1	1	2
금융비용	0	0	0	0	0
기타	0	-1	0	0	0
법인세비용차감전순이익	14	7	9	10	11
법인세비용	3	1	2	2	2
계속사업순이익	11	6	7	8	9
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	11	6	7	8	9
당기순이익률 (%)	10.0	7.1	10.6	11.6	11.9
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	11	6	7	8	9
지배순이익률 (%)	10.0	7.1	10.6	11.6	11.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	10	6	7	8	9
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	10	6	7	8	9

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	13	5	13	11	12
당기순이익	11	6	7	8	9
비현금항목의 가감	6	5	5	5	5
감가상각비	1	2	2	2	2
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	4	3	3	3	3
자산부채의 증감	1	-4	2	-1	-1
기타현금흐름	-4	-2	-1	-1	-1
투자활동 현금흐름	-29	-4	-2	-2	-2
투자자산	0	-2	-1	-1	-1
유형자산	-13	-3	-2	-2	-2
기타	-17	1	1	1	1
재무활동 현금흐름	17	0	1	0	0
단기차입금	-2	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	19	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	0	2	10	8	8
기초 현금	5	5	7	17	25
기말 현금	5	7	17	25	33
NOPLAT	11	6	6	7	8
FCF	0	3	8	7	7

자료: 제닉, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	34	32	37	44	52
현금및현금성자산	5	7	17	25	33
매출채권 및 기타채권	8	6	4	4	4
재고자산	5	5	4	4	4
기타유동자산	16	15	13	12	10
비유동자산	25	28	28	29	30
유형자산	21	21	21	20	20
관계기업투자금	0	2	3	4	5
기타금융자산	2	2	2	2	2
기타비유동자산	2	2	2	2	2
자산총계	59	60	66	73	82
유동부채	12	6	5	5	5
매입채무 및 기타채무	9	5	4	4	5
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	2	1	1	1	1
비유동부채	1	1	1	0	0
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1	1
부채총계	12	6	6	6	6
지배지분	46	53	60	67	76
자본금	2	2	3	3	3
자본잉여금	24	25	25	25	25
이익잉여금	20	26	32	40	48
기타자본변동	1	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	46	53	60	67	76
총차입금	0	0	0	0	0

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

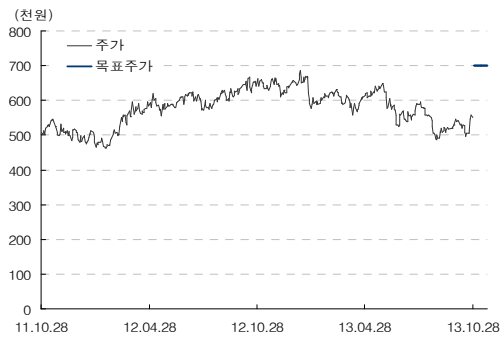
12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	2,876	1,247	1,208	1,384	1,575
PER	13.6	30.1	20.6	17.9	15.8
BPS	9,537	10,753	10,918	12,250	13,773
PBR	4.1	3.5	2.3	2.0	1.8
EBITDAPS	4,041	2,066	1,899	2,069	2,256
EV/EBITDA	11.0	16.3	10.3	8.9	7.5
SPS	25,985	15,780	11,359	11,938	13,191
PSR	1.5	2.4	2.2	2.1	1.9
CFPS	51	524	1,510	1,201	1,283
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
성장성					
매출액 증가율	28.6	-18.4	-27.2	5.1	10.5
영업이익 증가율	11.3	-44.5	5.7	12.5	12.1
순이익 증가율	18.1	-41.7	8.4	14.6	13.8
수익성					
ROIC	58.7	25.0	24.7	29.6	33.1
ROA	23.8	10.3	10.6	11.0	11.2
ROE	34.0	12.3	11.7	12.0	12.1
안정성					
부채비율	26.7	12.0	9.5	8.5	7.6
순차입금비율	0.7	0.0	0.0	-0.1	-0.2
이자보상배율	89.7	536.9	0.0	0.0	0.0

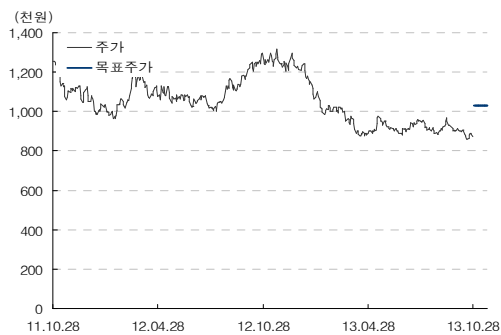
LG 생활건강 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2013.10.30	매수	700,000			

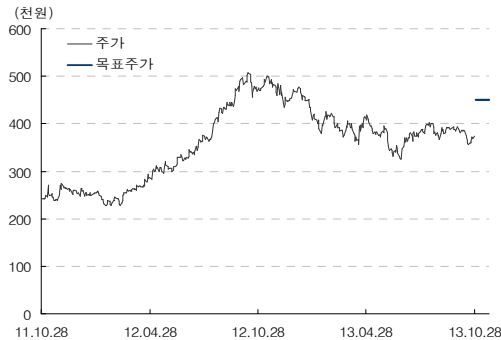
아모레퍼시픽 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2013.10.30	Trading buy	1,030,000			

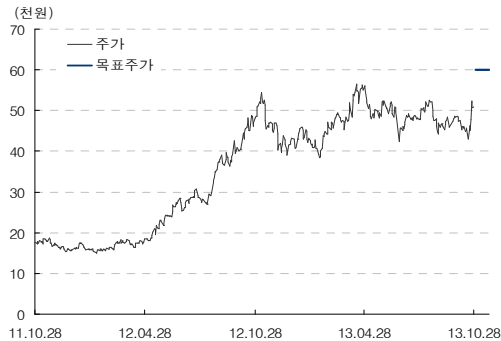
아모레 G 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2013.10.30	매수	450,000			

코스맥스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2012.12.05	Not rate (담당자변경)				
2013.08.23	Not rate				
2013.10.30	매수	60,000			

자료: 교보증권 리서치센터

제넥 최근 2년간 목표주가 변동추이



자료: 교보증권 리서치센터

최근 2년간 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표가(원)	일자	투자의견	목표가(원)
2012.05.24	Not rate				
2012.05.29	Not rate				
2012.06.04	매수	68,000			
2012.06.18	매수	68,000			
2012.10.22	Not rate				
2012.12.20	매수	68,000			
2013.02.07	Trading buy (담당자 변경)	36,000			
2013.08.28	Not rate				
2013.10.30	Not rate				

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

▶ **투자기간 및 투자등급** : 향후 6개월 기준, 2008.7.1일 Trading Buy 등급 추가
적극매수(Strong Buy): KOSPI 대비 기대수익률 30% 이상
Trading Buy: KOSPI 대비 10% 이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
매도(Sell): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하

매수(Buy): KOSPI 대비 기대수익률 10~30% 이내
보유(Hold): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

▶ **업종 투자의견**

비중확대(Overweight): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주의 상승 기대
비중축소(Underweight): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주의 하락 기대

중립(Neutral): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음