



화장품 (Positive)

마지막 퍼즐 기다리기

▶ Analyst 한유경 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 조정현 controlh@hanwha.com 3772-7509

분석종목

종목명(의견)	목표주가(원)
LG 생활건강 (Buy, 유지)	800,000(상향)
아모레퍼시픽 (Buy, 유지)	190,000(유지)
코스맥스 (Buy, 유지)	110,000(유지)
한국콜마 (Buy, 유지)	54,000(유지)
씨앤씨인터내셔널 (Buy, 유지)	52,000(상향)

리오프닝을 맞이하여 대부분의 국가에서 화장품 수요가 회복세를 보이고 있습니다. 다만 대중국 수요 회복은 1 분기까지는 미진했지만 2022년 12월~2023년 1월과 2023년 2월~3월 분위기가 상반되며 개선 가능성이 높아지고 있습니다. 다시 한번 화장품 섹터에 대한 관심을 가져야할 시기라 판단합니다.

멈춤이 아닌 숨 고르는 중

화장품 섹터 주가는 2022년 말 상승 랠리 이후 소강 국면에 진입했다. 2023년 1~2월 중국의 화장품 소매 판매액은 전년 동기 대비 3.8% 증가하며 앞서간 기대감을 충족시키긴 어려웠고 한국 면세 기업들의 수익성 정상화 기조로 타이공항 판매가 급감한 걸로 예상되고 있기 때문이다. 1) 1분기 실적 부진 우려가 주가에 선반영되어온 점, 2) 2023년 1~2월 중국인 외 한국 입국자 수는 2019년의 57.7% 수준까지 회복되며 한국 화장품 시장 회복을 주도하고 있다는 점, 3) 지난 2월 18일 한-중 단기 비자 발급 재개 이후 중국인 입국자 수 역시 큰 폭의 증가세를 보이고 있다는 점을 고려하면 1분기 실적 바닥 확인 후 주가는 다시 반등할 가능성이 높다고 판단한다.

최선호주 대형주 LG생활건강, 중소형주 씨앤씨인터내셔널 추천

2023년 1분기 컨센서스 영업이익을 상회할 것으로 전망되는 기업은 씨앤씨인터내셔널이 유일하다. 부합이 예상되는 기업은 LG생활건강이며 하회 예상되는 기업은 아모레퍼시픽, 코스맥스, 한국콜마다. LG생활건강의 실적 전망치 역시 최근 1년간 하향 조정되어온 점을 고려하면 대부분의 중대형주들의 실적 부진이 예상되고 있다.

예상보다 중국 외 해외 국가에서 색조 화장품 수요 회복은 가파르게 나타나고 있으며, 연말연초 이어진 국내 면세업계와 타이공간의 줄다리기는 면세업계의 승리로 끝날 가능성이 높아지고 있다. 2022년 11월 중국 광군제, 2023년 3월 부녀절 행사가 연달아 흥행에 실패하며 수요자와 공급자 모두 누적 재고가 소진되어가고 있는 점을 감안하면 2023년 6·18 쇼핑 축제 전후 중국 화장품 수요 회복을 기다려 볼만 하다. 화장품 업종 대형주 최선호주로 LG생활건강을, 중소형주 최선호주로 씨앤씨인터내셔널을 추천한다.

멈춤이 아닌 숨 고르는 중

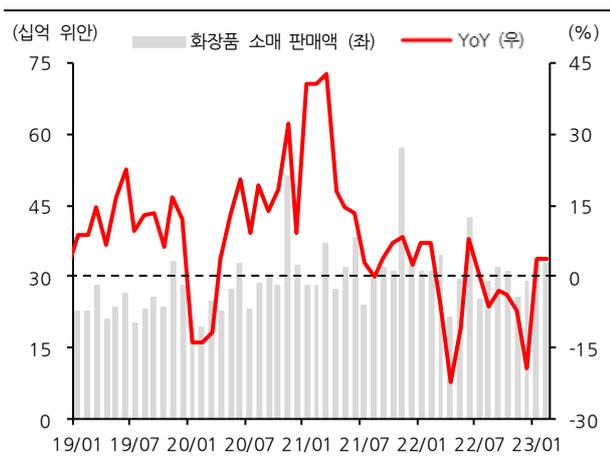
중국 방역 정책 완화 및 소비 개선에 대한 기대감으로 2022년 10월을 저점으로 3개월 만에 화장품 업종 주가는 46.1% 상승하며 단기 반등에 성공했다. 현재는 상승 랠리 이후 소강 국면에 진입한 것으로 보인다. 2023년 1~2월 중국의 화장품 소매 판매액은 +3.8% YoY로 앞서간 기대감을 충족시키긴 어려웠고 한국 주요 면세 기업들의 수익성 정상화 기조로 다이공향 판매가 급감하며 면세 채널의 부진이 예상되고 있기 때문이다.

[그림1] 화장품 업종 주가수익률 추이



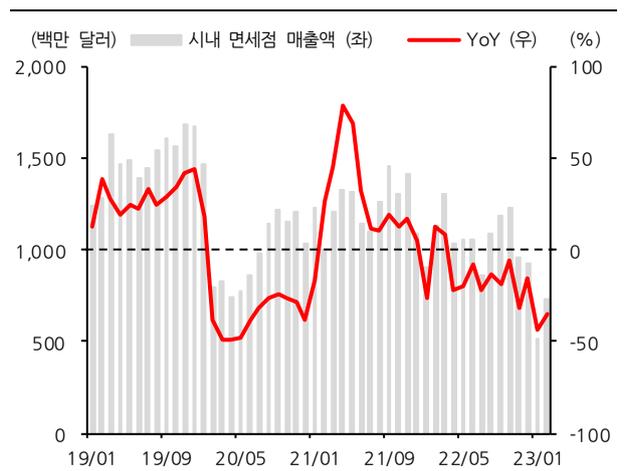
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 중국 화장품 소매판매액 전년 동기 대비 추이



자료: 중국 국가 통계국, 한화투자증권 리서치센터

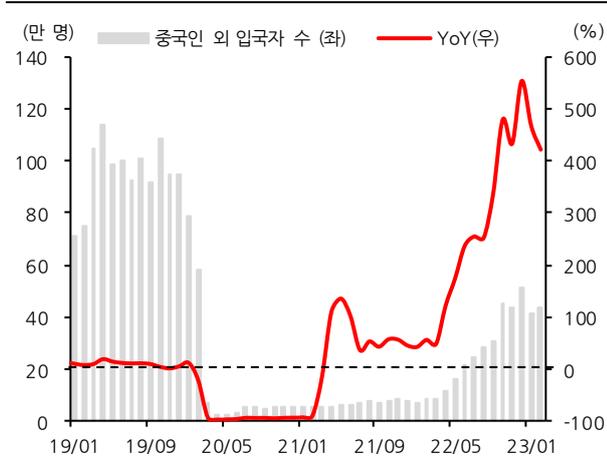
[그림3] 국내 시내 면세점 월매출액 추이



자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

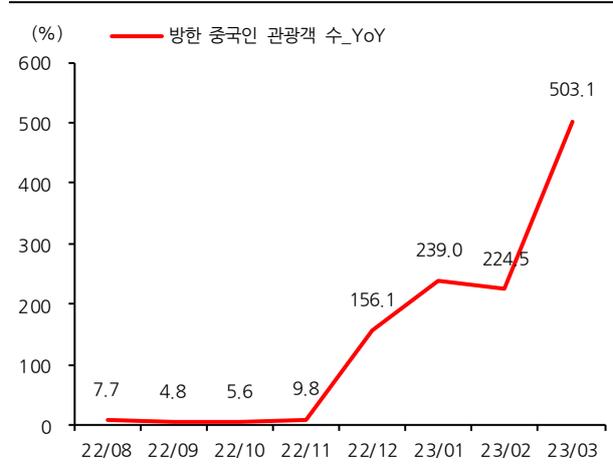
4월 27일 LG생활건강을 시작으로 화장품 기업들의 1분기 실적 발표가 시작된다. 1) 주요 기업들의 1분기 실적 부진에 대한 실망감이 주가에 선반영되어온 점, 2) 2023년 1~2월 중국인 외 한국 입국자 수는 2019년의 57.7% 수준까지 회복되며 한국 화장품 시장 회복을 주도하고 있다는 점, 3) 지난 2월 18일 한-중 단기 비자 발급 재개 이후 중국인 입국자 수 역시 큰 폭의 증가세를 보이고 있다는 점을 고려하면 1분기 실적 바닥 확인 후 주가는 다시 반등할 가능성이 높다고 판단한다.

[그림4] 중국인 외 입국자 수 추이



자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 방한 중국인 관광객 수 YoY



자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 화장품 주요 기업 목표주가 변동 내역

종목명	투자의견	목표주가 (원)	변동폭 (%)
LG 생활건강	Buy	800,000	+14.3
아모레퍼시픽	Buy	190,000	-
코스맥스	Buy	110,000	-
한국콜마	Buy	54,000	-
씨앤씨인터내셔널	Buy	52,000	+30.0

자료: 한화투자증권 리서치센터

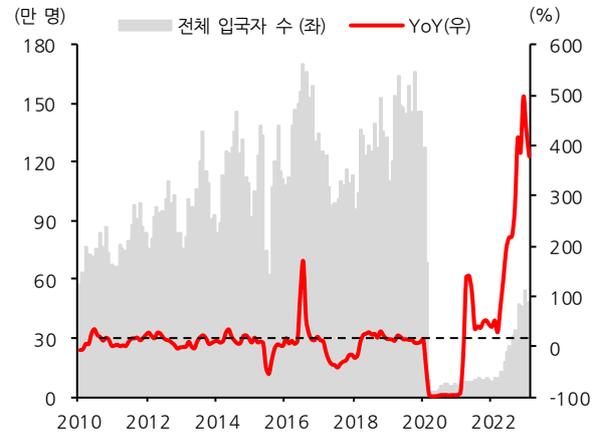
주요 지표

[그림6] 중국 화장품 소매판매액 전년 동기 대비 추이



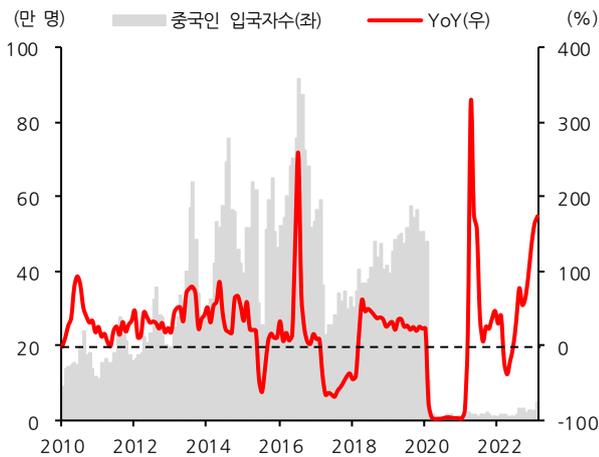
자료: 중국 국가 통계국, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 월별 전체 입국자 수



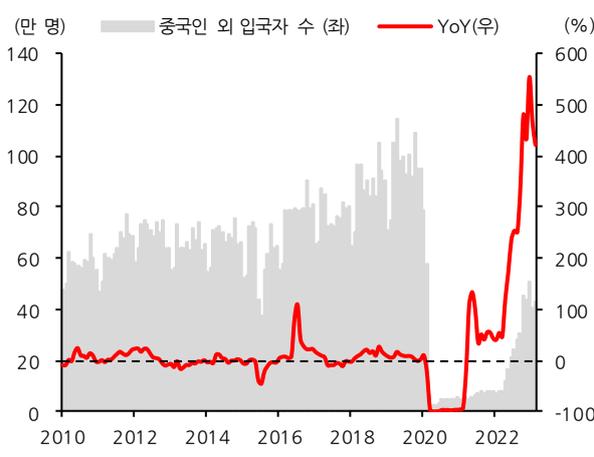
자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 월별 중국인 입국자 수



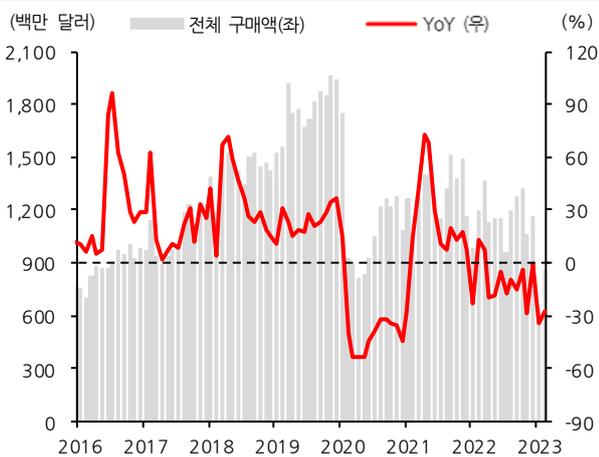
자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 월별 중국인 외 입국자 수



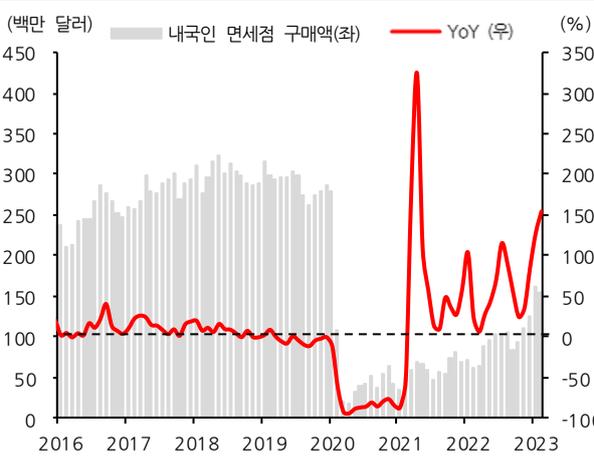
자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 월별 한국 면세점 매출액



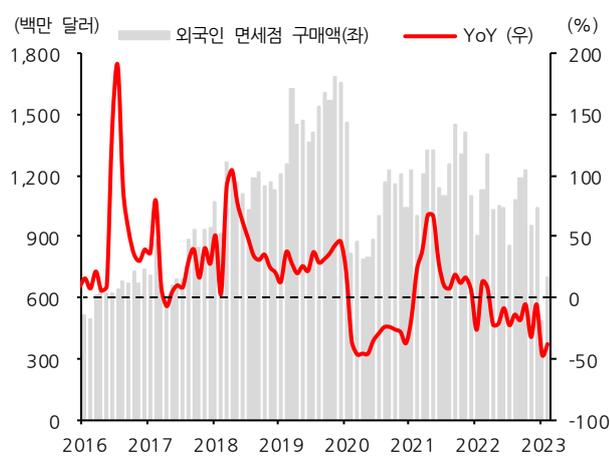
자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 월별 한국 면세점 내국인 매출액



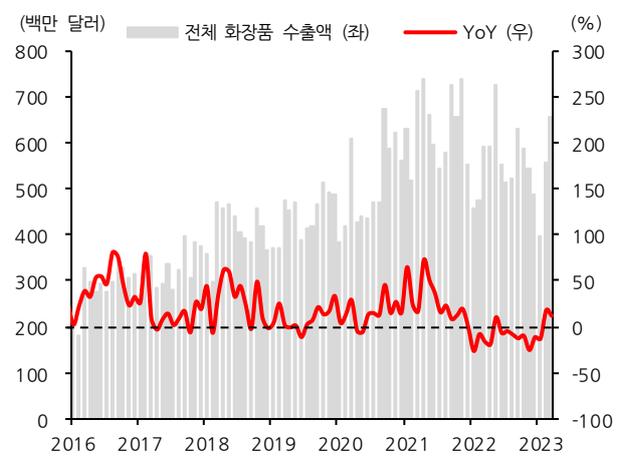
자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 월별 한국 면세점 외국인 매출액



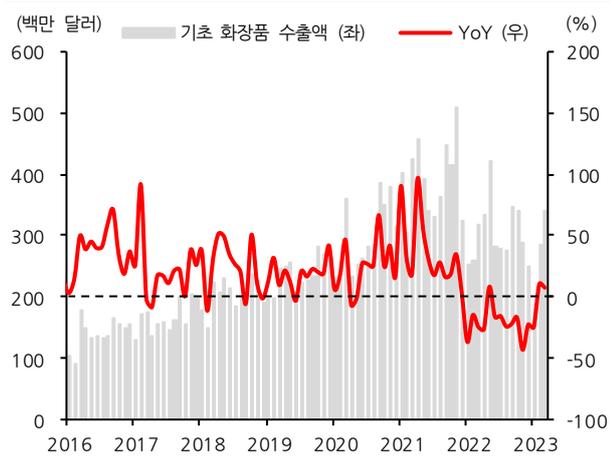
자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 월별 한국 전체 화장품 수출



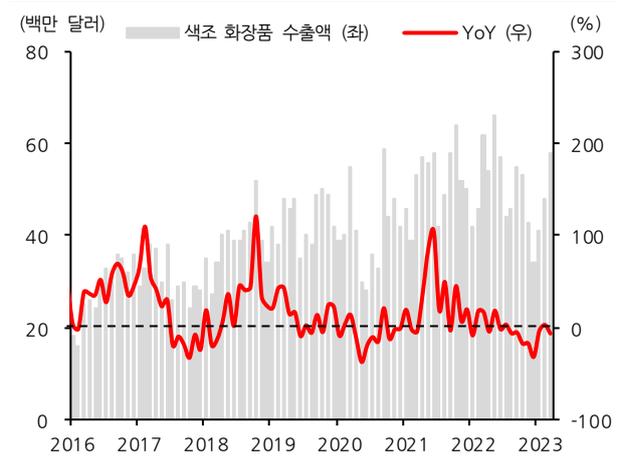
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 월별 한국 기초 화장품 수출



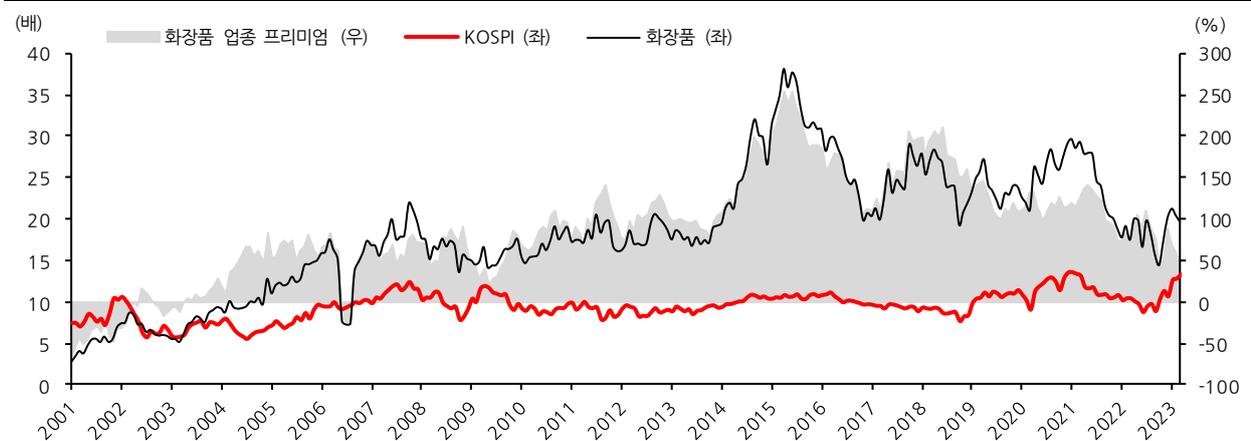
자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 월별 한국 색조 화장품 수출



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] KOSPI, 화장품 업종 12M Fwd PER 추이 비교



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

》 LG 생활건강(051900, BUY, 800,000 원으로 상향 조정

2023년 1분기 LG생활건강의 연결 매출액은 1조 5,797억원(-4.0% YoY, -12.6% QoQ), 영업이익은 1,573억원(-10.4% YoY, +22.0% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 2,340억원은 하회, 컨센서스 영업이익 1,592억원에는 부합할 전망이다.

시장의 기대보다 더딘 대중국 수요 회복과 면세 기업들의 과도했던 파이공향 알선수수료를 정상화 시키기 위한 노력으로 화장품 중국 법인, 면세점 매출액은 각각 -19.7%, -30.5% YoY로 부진이 심화된 것으로 추정한다. 또한 최근 HDB 실적 개선을 주도했던 원료 사업은 경기 침체로 판가가 하락세를 보이고 있고 프리미엄 제품 라인 확대 역시 정체되며 HDB 매출액은 -1.2% YoY로 추정한다. 성장률은 둔화되지만 제로탄산을 중심으로 탄산음료 판매 증가가 이어지며 Refreshment 매출액은 +3.4% YoY로 견조한 성장세가 이어질 전망이다.

회계 기준 연도 변경 및 Target Multiple 상향(15.6→21.8배)으로 목표주가를 종전 700,000원에서 800,000원으로 상향 조정한다. 국내 면세 업체들의 전략 변화는 면세 업체들의 1분기 수익성 개선으로, 인천공항 CDFG 입찰참여는 탈락으로 동사 실적에 타격이 불가피할 것으로 우려되었던 여러 불확실성이 해소되고 있다. 속도는 더디지만 대중국 소비 회복의 방향성은 명확하다. 2분기 대중국 매출 성장 전환 시 실적에 대한 기대감도, 주가도 보다 탄력적인 상승이 가능할 것으로 기대한다.

[표2] LG 생활건강 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,645	1,863	1,870	1,808	1,580	1,933	1,930	1,908	7,186	7,350	7,885
화장품	700	853	789	870	628	924	848	950	3,212	3,351	3,765
백화점	31	33	32	29	32	34	33	30	126	129	133
면세점	161	333	298	235	112	385	333	272	1,026	1,102	1,343
방판	95	95	88	76	94	94	86	74	354	348	355
기타	413	391	371	530	390	412	395	574	1,706	1,772	1,934
생활용품	553	543	587	527	546	531	574	529	2,210	2,179	2,248
구강케어	66	54	70	68	68	55	73	70	260	267	274
헤어케어	66	65	70	63	73	72	78	66	265	289	316
스킨케어	39	43	47	42	40	45	48	43	171	176	181
세탁세제	28	22	23	26	27	22	23	26	99	98	97
섬유유연제	22	22	23	21	22	21	23	21	88	87	85
주방세제	17	16	18	21	16	16	17	21	72	70	69
기타	315	321	335	284	299	300	311	281	1,255	1,192	1,226
음료	393	466	494	411	406	477	508	429	1,764	1,820	1,872
탄산음료	279	312	326	288	289	320	334	300	1,205	1,242	1,277
무탄산음료	114	154	168	123	117	157	175	129	559	578	595
YoY (%)	-19.2	-7.9	-7.0	-10.6	-4.0	3.8	3.2	5.5	-11.2	2.3	7.3
화장품	-39.6	-23.6	-23.1	-23.7	-10.3	8.4	7.5	9.2	-27.7	4.3	12.4
백화점	2.0	7.0	13.0	2.0	4.0	2.8	3.0	2.2	6.0	3.0	3.0
면세점	-67.8	-32.2	-38.0	-31.3	-30.5	15.6	11.9	15.8	-43.4	7.3	21.9
방판	-11.0	-8.0	-7.0	-9.0	-1.0	-2.0	-2.0	-2.0	-8.8	-1.7	2.0
기타	-20.8	-20.1	-12.3	-22.8	-5.6	5.2	6.6	8.3	-19.6	3.9	9.2
생활용품	6.1	9.5	8.8	5.0	-1.2	-2.3	-2.3	0.4	7.4	-1.4	3.1
구강케어	14.8	33.5	3.6	82.0	3.0	2.0	3.0	3.0	27.2	2.8	2.8
헤어케어	17.9	24.0	37.4	20.0	10.6	10.0	10.5	5.0	24.6	9.1	9.1
스킨케어	-0.9	6.8	4.8	-1.2	3.0	3.0	2.5	3.0	2.4	2.9	2.9
세탁세제	0.1	-12.4	-7.4	1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-4.5	-1.0	-1.0
섬유유연제	-3.5	-2.7	3.6	-10.6	-2.0	-2.0	-1.5	-2.0	-3.4	-1.9	-1.9
주방세제	-3.5	-0.5	8.8	20.0	-2.3	-2.0	-2.0	-2.0	6.3	-2.1	-2.1
기타	5.0	7.3	7.4	-5.6	-5.0	-6.3	-7.0	-1.1	3.6	-5.0	2.8
음료	9.9	13.9	11.3	7.8	3.4	2.3	2.9	4.3	10.8	3.2	2.9
탄산음료	12.5	15.8	12.7	7.8	3.6	2.3	2.3	4.3	12.2	3.1	2.8
무탄산음료	3.8	10.2	8.8	7.8	2.8	2.3	3.9	4.3	7.9	3.3	3.0
영업이익	176	217	190	129	157	234	211	185	711	788	1,040
화장품	69	93	68	79	51	109	87	128	309	375	610
생활용품	55	60	56	19	54	59	56	21	190	190	200
음료	51	64	66	31	52	65	69	36	212	223	231
YoY (%)	-52.6	-35.5	-44.5	-46.5	-10.4	8.0	11.0	43.8	-44.9	10.8	32.0
화장품	-72.9	-57.4	-68.6	-57.7	-26.3	16.9	27.9	62.0	-64.7	21.2	62.7
생활용품	-16.7	1.4	-11.8	-6.7	-2.1	-0.1	-0.3	9.1	-9.1	0.2	5.0
음료	2.6	10.0	4.9	-8.2	1.9	2.6	3.4	18.4	3.7	5.0	3.6
영업이익률 (%)	10.7	11.6	10.2	7.1	10.0	12.1	10.9	9.7	9.9	10.7	13.2
화장품	9.9	10.9	8.6	9.1	8.1	11.8	10.2	13.5	9.6	11.2	16.2
생활용품	10.0	11.0	9.6	3.6	9.9	11.2	9.8	3.9	8.6	8.7	8.9
음료	13.1	13.7	13.4	7.5	12.9	13.7	13.5	8.5	12.0	12.2	12.3

주: 화장품 세부 매출액은 한화투자증권 추정치

자료: LG생활건강, 한화투자증권 리서치센터

» 아모레퍼시픽(090430, BUY, 190,000 원 유지)

2023년 1분기 아모레퍼시픽의 연결 매출액은 1조 199억원(-12.5% YoY, -6.2% QoQ), 영업이익은 792억원(-49.9% YoY, +40.0% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 900억원, 컨센서스 영업이익 926억원을 하회할 전망이다.

북미, 유럽 매출액은 각각 +41.6%, +19.2% YoY로 2022년 하반기에 이어 중국 외 지역에서는 고성장이 이어진 것으로 판단한다. 그럼에도 면세와 중국 법인 판매 부진 영향으로 기대치를 크게 하회하는 실적이 예상된다. 국내 면세 매출액은 -60%, 해외 면세 매출액은 +30% YoY로 추정한다. 국내외 면세 합산 매출액은 -48.3% YoY로 추정하는데 이는 시장 평균 대비, 경쟁사 대비 부진한 수치이다. 중국 법인 매출액 역시 -23.5% YoY로 추정하는데 브랜드별로는 설화수/라네즈/이니스프리 매출액을 각각 -18%/-39%/-39% YoY로 추정했다. 설화수 외 브랜드들은 수익성 개선을 위한 구조조정 영향, 설화수는 리브랜딩을 앞두고 기존 제품에 대한 소극적 판매를 이어간 까닭으로 판단한다.

아모레퍼시픽은 최근 설화수와 이니스프리에 대한 과감한 리브랜딩을 단행했다. 설화수의 대표 제품인 윤조에센스는 6세대 버전이 출시되며 패키지가 크게 변화되었고 이니스프리는 패키지뿐만 아니라 로고까지 변경되었다. 리브랜딩을 앞두고 기존 제품들의 재고 소진과 주력 채널 재편을 위해 상당 기간의 준비 기간을 가져온 바 있다. 리오프닝으로 화장품 수요가 본격적인 회복 구간에 진입한 만큼 2분기부터는 주요 브랜드의 성장을 확인해볼 필요가 있다.

[표3] 아모레퍼시픽 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,165	946	936	1,088	1,020	965	1,052	1,234	4,135	4,271	4,790
한국	733	628	587	634	616	607	648	690	2,581	2,561	2,833
화장품	607	532	489	529	488	504	546	583	2,156	2,121	2,377
면세점	176	138	147	190	91	119	167	216	651	594	694
디지털	345	313	222	219	316	306	261	255	1,099	1,138	1,309
그외 전통채널	86	80	120	120	81	78	118	112	406	390	374
Daily Beauty	126	96	98	105	128	103	102	107	425	440	455
해외	420	297	335	442	390	334	388	528	1,494	1,641	1,878
아시아	380	256	274	373	335	273	308	441	1,282	1,357	1,514
중국	266	128	148	224	203	127	162	263	765	755	812
그외 아세안	114	128	126	149	131	146	146	178	517	602	701
유럽	6	6	8	11	7	7	10	12	30	35	42
북미	35	36	53	56	49	54	71	74	179	248	322
기타	12	21	15	13	13	24	16	15	60	69	79
YoY (%)	-7.0	-19.6	-15.6	-17.9	-12.5	2.1	12.3	13.4	-15.0	3.3	12.2
한국	-9.9	-15.4	-18.6	-20.7	-15.9	-3.3	10.3	9.0	-16.1	-0.8	10.6
화장품	-10.7	-15.1	-18.2	-23.3	-19.6	-5.2	11.7	10.2	-16.8	-1.6	12.1
면세점	-42.2	-45.2	-43.5	-44.7	-48.3	-13.5	14.0	13.8	-43.9	-8.7	16.9
디지털	24.0	13.4	-4.0	-13.0	-8.4	-2.2	17.2	16.5	6.0	3.5	15.1
그외 전통채널	-11.6	-18.1	12.7	27.2	-5.6	-2.3	-1.5	-6.7	2.6	-4.1	-4.0
Daily Beauty	-5.8	-16.6	-20.7	-4.4	1.6	6.9	3.5	2.6	-11.9	3.5	3.5
해외	-6.1	-33.2	-12.8	-16.0	-7.0	12.3	16.0	19.6	-17.1	9.9	14.5
아시아	-9.7	-39.0	-22.2	-23.9	-11.8	7.0	12.2	18.4	-23.7	5.8	11.6
중국	-9.6	-56.4	-40.6	-35.5	-23.5	-0.6	9.1	17.6	-35.3	-1.3	7.6
그외 아세안	-9.9	1.7	22.2	3.8	15.3	14.5	15.8	19.6	3.6	16.5	16.5
유럽	-1.8	14.8	58.8	68.8	19.2	18.8	18.5	15.3	36.4	17.5	17.6
북미	62.6	66.4	96.6	91.8	41.6	49.3	35.3	32.7	81.2	38.5	29.8
기타	-252.2	-301.2	334.0	6,150.0	8.3	17.6	10.8	21.7	-504.1	14.9	15.1
영업이익	158	-20	19	57	79	66	95	107	214	348	452
한국	112	37	29	40	43	54	56	59	218	213	266
화장품	104	40	29	38	35	57	55	57	211	203	256
Daily Beauty	8	-3	1	2	8	-2	1	2	7	9	11
해외	42	-43	-9	18	37	17	40	49	8	143	190
아시아	32	-46	-22	8	23	12	23	40	-27	98	132
유럽	1	0	1	0	1	1	1	0	2	3	3
북미	9	3	12	9	13	5	16	9	33	42	55
기타	4	-14	-1	-1	0	-5	-1	-1	-12	-8	-4
YoY (%)	-10.4	적전	-62.7	122.5	-49.9	흑전	405.3	88.1	-37.6	62.3	30.0
한국	-10.6	-55.3	-49.9	17.9	-61.7	48.4	90.6	47.8	-27.3	-2.6	25.3
화장품	-10.5	-52.5	-50.0	-8.4	-66.8	41.1	92.9	49.1	-29.6	-3.7	25.7
Daily Beauty	-12.4	적지	-42.9	흑전	6.7	적지	8.7	19.1	3,400.0	31.8	18.4
해외	-19.5	적전	적전	흑전	-13.2	흑전	흑전	173.2	-84.2	1,644.1	32.8
아시아	-35.5	적전	적전	흑전	-29.5	흑전	흑전	371.5	적전	흑전	34.5
유럽	194.6	31.2	78.2	적지	21.8	24.7	23.2	적지	99.8	25.3	24.8
북미	353.9	56.7	332.6	195.1	42.1	50.5	37.1	-5.3	237.9	27.6	29.3
기타	흑전	적지	적지	적전	-105.8	-60.0	4.6	-19.9	적지	적지	적지
영업이익률 (%)	13.6	-2.1	2.0	5.2	7.8	6.9	9.0	8.7	5.2	8.1	9.4
한국	15.3	5.8	5.0	6.3	7.0	9.0	8.7	8.6	8.5	8.3	9.4
화장품	17.2	7.5	5.9	7.2	7.1	11.2	10.1	9.8	9.8	9.6	10.8
Daily Beauty	6.2	-3.5	0.8	1.7	6.5	-2.1	0.9	2.0	1.6	2.1	2.4
해외	10.0	-14.3	-2.7	4.0	9.4	5.2	10.4	9.2	0.5	8.7	10.1
아시아	8.5	-18.0	-8.0	2.3	6.8	4.5	7.5	9.0	-2.1	7.2	8.7
유럽	18.0	8.0	10.1	-0.4	18.4	8.4	10.5	0.0	7.4	7.9	8.4
북미	25.4	8.4	22.7	16.8	25.5	8.5	23.0	12.0	18.5	17.1	17.0
기타	31.6	-66.2	-9.7	-7.5	-1.7	-22.5	-9.1	-4.9	-20.3	-11.5	-5.4

자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

» 코스맥스(192820, BUY, 110,000 원 유지)

2023년 1분기 코스맥스의 연결 매출액은 3,878억원(-2.5% YoY, -3.2% QoQ), 영업이익은 100억원(-27.1% YoY, +319.2% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 135억원, 컨센서스 영업이익 137억원을 하회할 전망이다.

1) **[별도, 중국]** 인바운드 및 색조 수요 회복으로 별도 순수 내수 매출액은 +15% YoY로 추정되나 2022년 12월~2023년 1월 중국 내 코로나19 확진자 수 급증에 따른 생산 차질 및 수요 부진으로 별도 직간접 수출(별도 매출 50% 비중으로 추정) 매출액은 +1% YoY, 중국 법인 합산 매출액은 -8.4% YoY로 추정된다. 2) **[미국]** 구조조정 이후 안정화 기간으로 매출액은 -30.9% YoY로 예상되나, 3) **[동남아]** 관광 수요 회복 및 화장품 시장 성장으로 인도네시아, 태국 매출액은 각각 +20.1%, +29.8% YoY로 2022년 하반기에 이어 높은 두자리 수의 매출 성장세가 지속될 전망이다.

2023년 1월 중국 법인의 평균 공장 가동률은 50%를 하회한 것으로 파악된다. 코로나 19 확진자 수 급증으로 경제 활동에 차질이 불가피했던 점과 2022년 광군제 흥행 실패로 고객사들의 재고 조정 필요성이 증대된 영향으로 판단한다. 1월 이후 확연히 개선되는 분위기로 3월 월매출은 2022년 상반기 이후 가장 높은 수준을 기록했던 것으로 파악된다. 구조조정 이후 안정화 및 고객사 이관이 진행되고 있는 미국 법인의 매출 감소 폭 역시 1분기보다는 2분기, 상반기보다는 하반기에 더욱 축소되어갈 전망이다.

[표4] 코스맥스 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	398	405	397	400	388	442	429	433	1,600	1,692	1,887
국내	205	225	207	217	222	249	224	236	854	930	1,006
해외	214	206	209	192	191	223	232	212	821	858	981
중국	152	150	138	127	139	172	164	152	567	626	718
상해	128	114	107	100	117	131	128	120	449	495	569
광저우	23	36	31	28	22	41	36	32	118	131	149
인도네시아	14	15	19	20	17	18	24	25	67	84	96
태국	3	3	7	7	4	4	8	7	20	23	25
미국	45	38	46	38	31	30	36	28	167	125	142
연결조정	-21	-27	-19	-8	-25	-30	-27	-15	-75	-96	-100
YoY (%)	15.3	-5.9	0.5	-4.9	-2.5	9.2	8.0	8.1	0.5	5.7	11.5
국내	8.8	-2.0	-5.0	-0.1	8.0	10.3	8.2	9.0	0.1	8.9	8.2
해외	19.2	-8.5	2.3	-14.3	-10.7	8.1	10.8	10.4	-1.5	4.4	14.4
중국	13.6	-15.1	-8.8	-28.1	-8.4	14.6	18.5	19.2	-11.2	10.4	14.7
상해	28.8	-18.8	-9.4	-28.8	-8.8	14.8	19.8	19.8	-9.9	10.4	14.9
광저우	-31.3	-0.6	-6.5	-25.2	-5.9	14.0	14.0	17.0	-15.9	10.8	13.8
인도네시아	101.4	46.7	67.6	80.0	20.1	19.2	30.7	25.6	71.9	24.4	14.2
태국	-56.9	-26.8	51.1	51.2	29.8	15.2	15.2	15.2	-2.2	17.3	10.7
미국	39.9	11.2	21.9	21.3	-30.9	-22.5	-21.3	-27.4	23.3	-25.6	13.7
영업이익	14	17	20	2	10	31	32	27	53	100	134
별도	10	19	12	3	16	20	13	17	43	65	77
국내외연결법인	4	-1	8	-1	-5	11	18	11	10	35	57
YoY (%)	-41.0	-60.8	-20.9	-92.3	-27.1	81.8	59.8	1066.0	-56.7	88.9	33.7
별도	-39.3	-8.8	-43.4	-86.0	60.6	6.9	15.0	470.1	-44.8	52.6	18.1
국내외연결법인	-44.7	적전	84.9	적전	적전	흑전	124.6	흑전	-77.3	241.1	62.8
영업이익률 (%)	3.5	4.3	5.0	0.6	2.6	7.1	7.4	6.3	3.3	5.9	7.1
별도	8.3	8.3	5.6	1.3	7.0	8.0	6.0	7.0	5.0	7.0	7.7
국내외연결법인	2.1	-0.8	4.2	-0.3	-3.3	5.9	8.8	5.5	1.4	4.6	6.4

자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

» 한국콜마161890, BUY, 54,000 원 유지

2023년 1분기 한국콜마의 연결 매출액은 4,747억원(+15.6% YoY, -0.9% QoQ), 영업 이익은 140억원(-8.2% YoY, +61.7% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 263억원, 컨센서스 영업이익 226억원을 하회할 전망이다.

1) **[별도]** 선케어/틴트/쿠션 수주 증가로 매출액은 +7.9% YoY, 인센티브 지급 및 외주 가공비 증가 영향으로 영업이익은 -9.9% YoY로 추정된다. 2) **[무석]** 2022년 12월 이후 코로나19 확진자 수가 급증한 영향으로 12~1월 공장 가동률은 50%를 하회했던 것으로 파악되나 춘절 이후 발빠른 정상화로 무석 법인 매출액은 +4.7% YoY, 영업이익은 흑자전환할 전망이다. 반면 3) **[연우]** 국내 대형 고객사 수주 감소로 연우 매출액은 450억원, 영업이익은 적자전환한 -20억원, 4) **[HK이노엔]** 매출액 1,830억원(+1.6% YoY), 영업이익은 48억원(+14.3% YoY)으로 컨센서스를 하회하는 부진한 실적이 예상된다.

[표5] 한국콜마 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	410	503	474	479	475	557	535	543	1,866	2,110	2,286
별도	179	206	176	164	194	217	190	178	725	779	832
연결법인	231	297	298	315	281	340	345	365	1,141	1,331	1,455
중국	36	33	28	31	37	52	39	46	129	174	196
북미	18	17	21	19	20	22	27	25	74	93	110
HK 이노엔	180	252	198	216	183	220	225	242	847	870	936
연우	-	-	54	52	45	51	57	56	106	209	230
기타 및 조정	-3	-5	-3	-3	-3	-5	-4	-3	-14	-15	-17
YoY (%)	3.8	21.8	25.9	19.1	15.6	10.8	13.1	13.4	17.6	13.1	8.4
별도	4.1	20.9	23.7	10.4	7.9	5.5	8.3	8.8	14.5	7.5	6.8
연결법인	3.6	22.4	27.3	23.7	21.7	14.4	15.8	15.7	19.6	16.6	9.3
중국	18.7	-18.6	-10.8	-7.7	1.6	56.4	40.0	46.2	-5.8	34.9	12.6
북미	12.1	-6.7	17.8	33.8	11.6	31.0	29.2	31.9	13.1	26.1	17.3
HK 이노엔	-3.5	36.2	5.0	3.3	1.6	-12.7	13.4	11.9	10.0	2.7	7.6
연우	-	-	-	-	-	-	15.7	16.8	-	97.8	9.6
기타 및 조정	-70.3	345.5	-15.0	17.4	10.3	6.0	8.9	9.6	-19.6	8.4	7.1
영업이익	13	34	18	9	14	44	32	44	73	134	161
별도	14	23	10	21	13	24	9	19	69	64	72
연결법인	-1	11	8	13	1	20	23	25	4	69	90
중국	-3	-3	-7	-3	-0	3	0	0	-16	3	7
북미	-3	-5	-3	-4	-1	-1	-1	-1	-15	-4	-4
HK 이노엔	4	18	22	8	5	17	21	23	53	66	73
연우	-	-	-5	-1	-2	1	3	3	-5	4	14
기타 및 조정	0	1	-0	-14	-	0	-	-	-13	0	-0
YoY (%)	-46.8	57.6	41.6	-66.6	8.2	30.8	77.8	406.2	-13.0	82.7	20.7
별도	-8.3	14.8	0.4	9.2	-9.9	3.4	-13.3	-12.9	5.3	-7.0	11.4
연결법인	적전	675.2	217.6	적전	흑전	89.3	201.0	흑전	-77.8	1582.9	29.2
중국	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	134.5
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK 이노엔	-67.7	498.0	30.0	-51.2	14.3	-2.8	-5.4	174.9	4.4	26.0	10.1
연우	-	-	-	-	-	-	흑전	흑전	-	흑전	215.8
기타 및 조정	17.8	41579	적지	적지	-	-100.0	-	-	53.3	-100.0	-215.8
영업이익률 (%)	3.1	6.7	3.8	1.8	2.9	7.9	6.0	8.0	3.9	6.3	7.1
별도	8.0	11.1	5.9	13.1	6.7	10.9	4.7	10.4	9.5	8.3	8.6
연결법인	-0.6	3.6	2.6	-4.1	0.4	6.0	6.7	6.9	0.4	5.2	6.2
중국	-7.5	-9.6	-24.2	-9.9	-1.3	5.9	1.0	0.4	-12.3	1.8	3.8
북미	-19.3	-30.5	-11.8	-19.4	-6.6	-4.6	-4.0	-3.3	-19.7	-4.5	-3.8
HK 이노엔	2.3	7.0	11.2	3.9	2.6	7.8	9.3	9.6	6.2	7.6	7.8
연우	-	-	-8.9	-1.2	-4.5	1.9	5.0	4.5	-5.1	2.1	6.0
기타 및 조정	-13.6	-26.5	11.8	472.8	0.0	0.0	0.0	0.0	88.3	0.0	0.0

주: 음영표시는 한화투자증권 추정치
 자료: 한국콜마, 한화투자증권 리서치센터

» 씨앤씨인터내셔널(352480, BUY, 52,000 원으로 상향 조정)

2023년 1분기 씨앤씨인터내셔널의 연결 매출액은 403억원(+58.8% YoY, +4.8% QoQ), 영업이익은 51억원(+122.5% YoY, +10.3% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 55 억원은 하회, 컨센서스 영업이익 46억원은 상회할 전망이다.

1) 리오프닝 및 인바운드 증가에 따른 색조 화장품 수요 증가로 국내 매출액은 +55.5% YoY, 2) 립틴트 수주 증가로 북미 매출액은 +140.3% YoY, 3) 중국 2공장 가동 이후 고객사 발주 물량 증가로 중국 법인 매출액은 +25.4% YoY로 연결 매출액은 +58.8% YoY로 화장품 커버리지 기업 내 가장 높은 외형성장이 예상된다. 1분기 연결 영업이익률은 12.8%로 추정되는데 영업이익률 역시 커버리지 기업 내 가장 높은 수익성이다. 1분기 약 15억원의 일회성 인건비가 지급된 점을 감안하면 영업이익은 +187.5% YoY로 추정한다.

이익 추정치와 Target Multiple 상향 조정으로 목표주가를 종전 40,000원에서 52,000원으로 30% 상향조정한다. 종전 목표주가 산정 시 오버행 리스크를 감안하여 해외 유사 기업 12M Fwd PER에 20% 할인한 수치를 Target Multiple로 적용하였으나 해당 리스크 해소로 할인 근거가 소멸되었다고 판단한다. 이에 Target Multiple을 23.9배로 상향 조정하였다.

[표6] 씨앤씨인터내셔널 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	25	31	36	38	40	41	45	44	131	170	202
국내	13	18	17	18	20	23	19	20	67	82	91
아시아	2	3	3	3	2	3	3	3	10	12	13
북미	5	6	10	10	11	9	14	12	30	47	66
유럽	2	2	3	2	2	3	5	3	10	13	14
중국	4	2	3	5	5	2	4	5	14	16	18
YoY (%)	19.4	31.9	52.6	66.3	58.8	32.5	24.7	14.8	43.1	30.3	18.6
국내	-8.1	35.8	46.8	50.3	55.5	24.2	11.3	9.7	29.9	22.9	10.7
아시아	-17.0	56.6	-18.9	58.8	10.9	15.9	20.8	11.7	10.5	15.0	10.0
북미	127.3	89.3	103.2	268.5	140.3	65.0	45.6	20.2	140.7	55.0	39.0
유럽	11.6	-174.8	58.3	-0.4	8.1	45.2	42.3	40.3	10.6	35.1	10.0
중국	326.6	-30.5	80.5	14.8	25.4	25.0	20.0	12.6	46.6	19.5	12.6
영업이익	2	3	7	5	5	5	8	5	17	23	29
YoY (%)	94.4	흑전	274.6	2127.3	122.5	50.7	9.7	10.4	675.0	32.7	23.9
영업이익률 (%)	9.1	11.0	19.7	12.1	12.8	12.5	17.4	11.6	13.4	13.6	14.2

자료: 씨앤씨인터내셔널, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표: LG생활건강]

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	7,845	8,092	7,186	7,350	7,885
매출총이익	4,882	5,052	4,017	4,159	4,531
영업이익	1,221	1,290	711	788	1,040
EBITDA	1,483	1,565	999	1,073	1,314
순이자손익	-7	-7	-3	-3	-2
외화관련손익	1	3	-11	2	2
지분법손익	7	11	7	9	8
세전계속사업손익	1,121	1,187	418	648	938
당기순이익	813	861	258	470	680
지배주주순이익	798	845	237	461	666
증가율(%)					
매출액	2.1	3.1	-11.2	2.3	7.3
영업이익	3.8	5.6	-44.9	10.8	32.0
EBITDA	3.9	5.5	-36.1	7.4	22.5
순이익	3.2	5.9	-70.0	81.9	44.7
이익률(%)					
매출총이익률	62.2	62.4	55.9	56.6	57.5
영업이익률	15.6	15.9	9.9	10.7	13.2
EBITDA 이익률	18.9	19.3	13.9	14.6	16.7
세전이익률	14.3	14.7	5.8	8.8	11.9
순이익률	10.4	10.6	3.6	6.4	8.6

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	1,005	984	497	588	872
당기순이익	813	861	258	470	680
자산상각비	262	275	288	285	274
운전자본증감	-98	-232	-200	-160	-72
매출채권 감소(증가)	22	49	13	-115	-54
재고자산 감소(증가)	-68	-148	62	-111	-80
매입채무 증가(감소)	-30	5	-65	60	57
투자현금흐름	-746	-465	-197	-184	-145
유형자산처분(취득)	-499	-304	-123	-160	-120
무형자산 감소(증가)	-3	-10	-5	-15	-15
투자자산 감소(증가)	14	-34	76	-1	-1
재무현금흐름	-466	-238	-374	-99	-111
차입금의 증가(감소)	-269	-38	-161	-32	-44
자본의 증가(감소)	-196	-186	-201	-67	-67
배당금의 지급	-196	-186	-201	-67	-67
총현금흐름	1,439	1,517	937	748	944
(-)운전자본증가(감소)	148	198	238	160	72
(-)설비투자	506	322	157	160	120
(+)자산매각	4	8	30	-15	-15
Free Cash Flow	790	1,005	572	413	737
(-)기타투자	208	151	108	8	9
잉여현금	582	854	464	406	727
NOPLAT	885	935	440	571	754
(+) Dep	262	275	288	285	274
(-)운전자본투자	148	198	238	160	72
(-)Capex	506	322	157	160	120
OpFCF	494	691	333	537	836

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	1,983	2,473	2,284	2,819	3,571
현금성자산	493	831	678	985	1,601
매출채권	638	593	604	719	774
재고자산	809	1,001	955	1,066	1,146
비유동자산	4,819	5,082	5,019	4,925	4,803
투자자산	425	464	534	551	568
유형자산	2,330	2,449	2,384	2,300	2,186
무형자산	2,063	2,169	2,101	2,075	2,049
자산총계	6,801	7,555	7,303	7,744	8,375
유동부채	1,480	1,526	1,163	1,207	1,236
매입채무	919	870	693	754	810
유동성이자부채	279	371	282	258	222
비유동부채	472	532	671	674	678
비유동이자부채	209	280	389	381	373
부채총계	1,952	2,057	1,834	1,881	1,913
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
이익잉여금	4,805	5,484	5,542	5,936	6,535
자본조정	-235	-282	-389	-389	-389
자기주식	-71	-71	-71	-71	-71
자본총계	4,849	5,498	5,469	5,862	6,461

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	49,587	52,456	14,604	30,841	44,388
BPS	268,428	304,100	301,350	323,558	357,368
DPS	11,000	12,000	4,000	7,280	9,750
CFPS	81,234	85,604	52,891	42,208	53,255
ROA(%)	12.0	11.8	3.2	6.1	8.3
ROE(%)	17.9	16.7	4.4	8.3	11.0
ROIC(%)	19.8	18.7	8.3	10.6	14.1
Multiples(x, %)					
PER	32.7	20.9	49.4	21.1	14.7
PBR	6.0	3.6	2.4	2.0	1.8
PSR	3.7	2.4	1.8	1.6	1.5
PCR	19.9	12.8	13.7	15.4	12.2
EV/EBITDA	18.1	11.7	11.9	9.7	7.4
배당수익률	0.7	1.1	0.6	1.1	1.5
안정성(%)					
부채비율	40.3	37.4	33.5	32.1	29.6
Net debt/Equity	-0.1	-3.3	-0.1	-5.9	-15.6
Net debt/EBITDA	-0.3	-11.5	-0.7	-32.2	-76.6
유동비율	134.0	162.1	196.5	233.5	289.0
이자보상배율(배)	97.6	102.9	47.9	55.4	77.6
자산구조(%)					
투하자본	83.9	80.2	81.5	77.8	71.1
현금+투자자산	16.1	19.8	18.5	22.2	28.9
자본구조(%)					
차입금	9.2	10.6	10.9	9.8	8.4
자기자본	90.8	89.4	89.1	90.2	91.6

[재무제표: 아모레퍼시픽]

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	4,432	4,863	4,135	4,271	4,790
매출총이익	3,167	3,500	2,797	3,102	3,542
영업이익	143	343	214	348	452
EBITDA	602	705	503	627	712
순이자손익	-11	-5	-3	-3	0
외화관련손익	-12	27	15	21	18
지분법손익	1	1	9	10	10
세전계속사업손익	25	298	224	365	471
당기순이익	22	181	129	221	285
지배주주순이익	35	194	134	231	299
증가율(%)					
매출액	-20.6	9.7	-15.0	3.3	12.2
영업이익	-66.6	140.1	-37.6	62.3	30.0
EBITDA	-34.1	17.2	-28.7	24.8	13.5
순이익	-90.2	727.0	-28.5	70.9	29.1
이익률(%)					
매출총이익률	71.4	72.0	67.7	72.6	73.9
영업이익률	3.2	7.1	5.2	8.1	9.4
EBITDA 이익률	13.6	14.5	12.2	14.7	14.9
세전이익률	0.6	6.1	5.4	8.5	9.8
순이익률	0.5	3.7	3.1	5.2	6.0

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	554	691	151	269	454
당기순이익	22	181	129	221	285
자산상각비	459	362	289	280	260
운전자본증감	40	-94	-345	-236	-99
매출채권 감소(증가)	70	-3	2	-81	-63
재고자산 감소(증가)	0	-91	55	-97	-80
매입채무 증가(감소)	-48	-13	-53	-45	57
투자현금흐름	-206	-708	-69	-175	-176
유형자산처분(취득)	-158	-88	-95	-100	-100
무형자산 감소(증가)	-32	-29	-36	-41	-41
투자자산 감소(증가)	-8	-469	212	-4	-5
재무현금흐름	-216	-226	-155	-65	-67
차입금의 증가(감소)	-145	-156	-83	-18	-20
자본의 증가(감소)	-69	-74	-71	-47	-47
배당금의 지급	-69	-55	-68	-47	-47
총현금흐름	631	809	626	505	553
(-)운전자본증가(감소)	6	220	127	236	99
(-)설비투자	183	91	99	100	100
(+)자산매각	-7	-26	-31	-41	-41
Free Cash Flow	435	472	369	128	313
(-)기타투자	-38	-3	368	30	31
잉여현금	472	475	1	98	282
NOPLAT	124	208	123	210	273
(+) Dep	459	362	289	280	260
(-)운전자본투자	6	220	127	236	99
(-)Capex	183	91	99	100	100
OpFCF	393	260	186	154	334

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	1,826	2,019	1,735	1,965	2,342
현금성자산	854	642	557	590	806
매출채권	306	335	317	398	462
재고자산	414	493	409	506	586
비유동자산	3,876	4,098	4,067	3,967	3,889
투자자산	1,101	1,355	1,234	1,273	1,314
유형자산	2,566	2,541	2,475	2,296	2,136
무형자산	209	202	358	399	440
자산총계	5,702	6,117	5,802	5,932	6,232
유동부채	966	1,157	831	792	846
매입채무	608	712	407	362	419
유동성이자부채	287	294	292	292	283
비유동부채	272	215	191	177	171
비유동이자부채	134	96	65	47	36
부채총계	1,238	1,372	1,023	969	1,017
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	724	796	792	792	792
이익잉여금	3,848	3,938	4,010	4,194	4,446
자본조정	-138	-7	-38	-38	-38
자기주식	-101	-19	-9	-9	-9
자본총계	4,464	4,744	4,779	4,963	5,215

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	456	3,134	2,175	3,826	4,902
BPS	64,736	68,950	69,494	72,156	75,807
DPS	800	980	680	1,180	1,530
CFPS	9,138	11,721	9,070	7,315	8,011
ROA(%)	0.6	3.3	2.3	3.9	4.9
ROE(%)	0.8	4.2	2.8	4.7	5.9
ROIC(%)	3.0	5.1	2.9	4.8	6.1
Multiples(x, %)					
PER	452.1	53.3	63.2	35.5	27.7
PBR	3.2	2.4	2.0	1.9	1.8
PSR	3.2	2.4	2.3	2.2	2.0
PCR	22.5	14.2	15.2	18.6	17.0
EV/EBITDA	20.4	14.6	16.6	13.0	11.1
배당수익률	0.4	0.6	0.5	0.9	1.1
안정성(%)					
부채비율	27.7	28.9	21.4	19.5	19.5
Net debt/Equity	-9.7	-5.3	-4.2	-5.1	-9.3
Net debt/EBITDA	-72.0	-35.8	-39.8	-40.1	-68.4
유동비율	189.0	174.4	208.8	248.2	277.0
이자보상배율(배)	8.4	30.1	17.5	29.1	48.5
자산구조(%)					
투하자본	67.0	67.5	70.7	70.5	67.8
현금+투자자산	33.0	32.5	29.3	29.5	32.2
자본구조(%)					
차입금	8.6	7.6	7.0	6.4	5.8
자기자본	91.4	92.4	93.0	93.6	94.2

[재무제표: 코스맥스]

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1,383	1,591	1,600	1,692	1,887
매출총이익	211	278	205	232	275
영업이익	67	123	53	100	134
EBITDA	112	174	112	163	199
순이자손익	-19	-14	-18	-18	-16
외화관련손익	-3	4	-1	2	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	78	6	80	117
당기순이익	-29	34	-16	50	73
지배주주순이익	21	74	21	72	102
증가율(%)					
매출액	3.9	15.1	0.5	5.7	11.5
영업이익	23.4	84.0	-56.7	88.7	33.7
EBITDA	22.3	55.1	-35.8	45.9	21.9
순이익	적전	흑전	적전	흑전	46.8
이익률(%)					
매출총이익률	15.2	17.4	12.8	13.7	14.6
영업이익률	4.8	7.7	3.3	5.9	7.1
EBITDA 이익률	8.1	11.0	7.0	9.6	10.5
세전이익률	0.0	4.9	0.4	4.7	6.2
순이익률	-2.1	2.2	-1.0	2.9	3.9

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	41	100	103	63	135
당기순이익	-29	34	-16	50	73
자산상각비	46	52	59	63	65
운전자본증감	-21	-41	28	-73	-33
매출채권 감소(증가)	-48	-53	40	-58	-37
재고자산 감소(증가)	12	-16	23	-34	-23
매입채무 증가(감소)	-4	30	-11	18	27
투자현금흐름	-65	-144	-31	-84	-84
유형자산처분(취득)	-54	-39	-83	-80	-80
무형자산 감소(증가)	-1	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-6	-84	78	0	0
재무현금흐름	51	33	3	-68	-65
차입금의 증가(감소)	60	-100	10	-68	-65
자본의 증가(감소)	-9	132	-6	0	0
배당금의 지급	-9	0	-6	0	0
총현금흐름	137	189	134	137	169
(-)운전자본증가(감소)	18	99	-85	73	33
(-)설비투자	59	41	84	80	80
(+)자산매각	4	0	2	0	0
Free Cash Flow	64	50	137	-17	55
(-)기타투자	7	-39	83	3	3
잉여현금	56	89	53	-20	52
NOPLAT	-17,082	54	-142	62	83
(+) Dep	46	52	59	63	65
(-)운전자본투자	18	99	-85	73	33
(-)Capex	59	41	84	80	80
OpFCF	-17,113	-34	-81	-28	35

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	623	792	737	742	791
현금성자산	107	104	179	91	78
매출채권	306	364	318	376	413
재고자산	193	224	202	236	259
비유동자산	566	620	659	680	698
투자자산	73	98	119	122	125
유형자산	437	471	491	511	530
무형자산	57	50	50	46	43
자산총계	1,189	1,412	1,396	1,421	1,489
유동부채	718	788	812	768	736
매입채무	231	289	257	275	303
유동성이자부채	453	448	517	453	392
비유동부채	199	159	140	138	135
비유동이자부채	160	115	91	87	82
부채총계	917	947	952	905	871
자본금	5	6	6	6	6
자본잉여금	182	292	287	287	287
이익잉여금	174	248	268	339	441
자본조정	-18	15	21	21	21
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	272	465	444	516	618

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	2,082	6,558	1,837	6,330	8,972
BPS	34,118	49,457	51,203	57,530	66,499
DPS	0	550	0	790	1,150
CFPS	13,327	16,674	11,791	12,038	14,863
ROA(%)	1.8	5.7	1.5	5.1	7.0
ROE(%)	6.2	16.5	3.6	11.6	14.5
ROIC(%)	-2,215.9	6.5	-16.5	7.1	8.8
Multiples(x, %)					
PER	46.8	13.3	40.3	12.4	8.7
PBR	2.9	1.8	1.4	1.4	1.2
PSR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
PCR	7.3	5.2	6.3	6.5	5.3
EV/EBITDA	13.4	8.3	11.3	8.2	6.5
배당수익률	n/a	0.6	n/a	1.0	1.5
안정성(%)					
부채비율	337.3	203.4	214.3	175.4	141.0
Net debt/Equity	186.0	98.7	96.6	87.0	64.2
Net debt/EBITDA	449.6	263.3	383.3	275.1	199.5
유동비율	86.7	100.6	90.8	96.6	107.5
이자보상배율(배)	3.3	7.0	2.5	4.8	7.2
자산구조(%)					
투하자본	81.0	81.5	73.5	81.2	82.7
현금+투자자산	19.0	18.5	26.5	18.8	17.3
자본구조(%)					
차입금	69.3	54.8	57.8	51.1	43.4
자기자본	30.7	45.2	42.2	48.9	56.6

[재무제표: 한국콜마]

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	1,322	1,586	1,866	2,110	2,286
매출총이익	426	428	469	546	609
영업이익	122	84	73	134	161
EBITDA	183	143	149	218	242
순이자손익	-36	-27	-25	-32	-29
외화관련손익	-2	11	2	5	4
지분법손익	0	-1	-1	0	0
세전계속사업손익	222	67	17	92	127
당기순이익	161	44	-4	60	83
지배주주순이익	160	36	-22	52	72
증가율(%)					
매출액	-4.1	20.0	17.6	13.1	8.4
영업이익	21.9	-30.7	-13.0	82.6	20.7
EBITDA	14.3	-22.2	4.3	46.9	10.8
순이익	377.3	-72.9	적전	흑전	37.6
이익률(%)					
매출총이익률	32.2	27.0	25.1	25.9	26.6
영업이익률	9.2	5.3	3.9	6.3	7.1
EBITDA 이익률	13.9	9.0	8.0	10.4	10.6
세전이익률	16.8	4.2	0.9	4.4	5.5
순이익률	12.1	2.7	-0.2	2.9	3.6

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	121	-3	91	65	132
당기순이익	161	44	-4	60	83
자산상각비	62	58	75	85	81
운전자본증감	-39	-59	-32	-74	-22
매출채권 감소(증가)	0	-40	-4	-52	-26
재고자산 감소(증가)	-17	-58	-10	-41	-23
매입채무 증가(감소)	-3	56	-7	18	26
투자현금흐름	246	-283	-145	-61	-56
유형자산처분(취득)	-118	-40	-32	-37	-32
무형자산 감소(증가)	-2	-11	-17	-14	-14
투자자산 감소(증가)	11	-135	75	-3	-3
재무현금흐름	-110	98	82	-64	-71
차입금의 증가(감소)	-100	-233	121	-53	-60
자본의 증가(감소)	-8	-8	-39	-11	-11
배당금의 지급	-8	-8	-15	-11	-11
총현금흐름	228	166	181	139	155
(-)운전자본증가(감소)	-157	186	-65	74	22
(-)설비투자	119	40	38	40	36
(+)자산매각	-2	-11	-12	-11	-10
Free Cash Flow	265	-71	196	14	86
(-)기타투자	-158	-30	268	7	7
잉여현금	423	-41	-72	7	79
NOPLAT	79	55	-18	87	105
(+) Dep	62	58	75	85	81
(-)운전자본투자	-157	186	-65	74	22
(-)Capex	119	40	38	40	36
OpFCF	179	-112	85	58	128

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	775	883	816	852	910
현금성자산	384	333	293	235	243
매출채권	219	228	266	318	345
재고자산	149	210	239	280	303
비유동자산	1,714	1,723	2,117	2,091	2,063
투자자산	147	151	206	213	221
유형자산	473	446	609	575	541
무형자산	1,094	1,127	1,302	1,302	1,302
자산총계	2,490	2,606	2,933	2,943	2,973
유동부채	687	889	868	855	842
매입채무	216	256	298	316	342
유동성이자부채	363	592	533	500	460
비유동부채	804	358	596	578	560
비유동이자부채	767	318	535	515	495
부채총계	1,490	1,246	1,464	1,433	1,403
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	228	267	264	264	264
이익잉여금	382	403	384	424	485
자본조정	2	3	4	4	4
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	999	1,360	1,469	1,510	1,571

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	7,004	1,565	-961	2,274	3,149
BPS	27,257	29,876	29,024	30,797	33,447
DPS	345	415	500	550	800
CFPS	9,970	7,249	7,905	6,068	6,761
ROA(%)	6.6	1.4	-0.8	1.8	2.4
ROE(%)	29.3	5.5	-3.3	7.6	9.8
ROIC(%)	4.4	3.0	-0.9	3.9	4.7
Multiples(x, %)					
PER	7.3	25.7	-44.3	19.0	13.7
PBR	1.9	1.3	1.5	1.4	1.3
PSR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.4
PCR	5.1	5.6	5.4	7.1	6.4
EV/EBITDA	10.4	10.5	11.8	8.1	7.0
배당수익률	0.7	1.0	1.2	1.3	1.9
안정성(%)					
부채비율	149.1	91.7	99.6	94.9	89.3
Net debt/Equity	74.7	42.4	52.8	51.6	45.3
Net debt/EBITDA	407.2	404.4	521.3	357.0	294.2
유동비율	112.9	99.4	94.0	99.7	108.0
이자보상배율(배)	3.3	2.8	2.2	3.4	4.4
자산구조(%)					
투하자본	76.4	79.8	81.6	83.4	82.9
현금+투자자산	23.6	20.2	18.4	16.6	17.1
자본구조(%)					
차입금	53.1	40.1	42.1	40.2	37.8
자기자본	46.9	59.9	57.9	59.8	62.2

[재무제표: 씨앤씨인터내셔널]

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	90	91	131	170	202
매출총이익	21	10	28	38	45
영업이익	14	2	17	23	29
EBITDA	18	7	23	29	35
순이자손익	0	0	1	-1	0
외화관련손익	-2	2	1	1	1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	11	-7	19	23	29
당기순이익	10	-6	16	19	25
지배주주순이익	10	-6	16	19	25
증가율(%)					
매출액	9.8	1.9	43.1	30.3	18.6
영업이익	47.2	-84.3	674.9	32.7	23.9
EBITDA	38.3	-60.7	226.4	26.2	20.0
순이익	46.8	적전	흑전	17.4	27.6
이익률(%)					
매출총이익률	22.9	11.1	21.4	22.2	22.3
영업이익률	16.0	2.5	13.4	13.6	14.2
EBITDA 이익률	19.9	7.7	17.5	17.0	17.2
세전이익률	12.1	-7.9	14.8	13.3	14.4
순이익률	10.9	-6.5	12.6	11.4	12.2

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	19	4	9	24	28
당기순이익	10	-6	16	19	25
자산상각비	3	5	5	6	6
운전자본증감	2	-3	-15	-1	-2
매출채권 감소(증가)	3	-2	-8	-1	-2
재고자산 감소(증가)	-2	-2	-8	-2	-2
매입채무 증가(감소)	2	1	2	2	1
투자현금흐름	-10	-44	34	-10	-9
유형자산처분(취득)	-28	-10	-4	-10	-9
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	18	-34	38	0	0
재무현금흐름	8	32	-5	-3	-4
차입금의 증가(감소)	15	-7	-5	-3	-4
자본의 증가(감소)	-2	41	0	0	0
배당금의 지급	-2	-2	0	0	0
총현금흐름	18	8	23	25	31
(-)운전자본증가(감소)	-14	4	8	1	2
(-)설비투자	28	10	4	10	9
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	5	-6	11	14	19
(-)기타투자	13	-1	7	0	0
잉여현금	-8	-5	4	14	19
NOPLAT	13	2	15	20	24
(+) Dep	3	5	5	6	6
(-)운전자본투자	-14	4	8	1	2
(-)Capex	28	10	4	10	9
OpFCF	3	-7	8	14	19

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	49	82	102	116	136
현금성자산	23	51	56	67	83
매출채권	8	11	21	22	24
재고자산	9	11	19	21	23
비유동자산	71	78	77	81	85
투자자산	0	2	1	1	1
유형자산	70	75	75	80	83
무형자산	1	0	0	0	0
자산총계	120	160	179	198	220
유동부채	55	39	43	43	41
매입채무	9	9	14	16	17
유동성이자부채	45	28	25	23	20
비유동부채	25	3	2	1	1
비유동이자부채	25	3	2	1	1
부채총계	80	42	45	44	42
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	0	86	86	86	86
이익잉여금	40	31	47	67	91
자본조정	-1	0	-1	-1	-1
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	40	118	134	154	178

12월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	1,299	-590	1,644	1,933	2,466
BPS	8,084	11,774	13,400	15,330	17,792
DPS	261	0	0	0	0
CFPS	2,451	774	2,332	2,500	3,056
ROA(%)	8.9	-4.2	9.7	10.3	11.8
ROE(%)	26.3	-7.5	13.1	13.4	14.9
ROIC(%)	15.7	1.8	14.7	18.3	21.5
Multiples(x, %)					
PER	0.0	-31.1	18.5	19.3	15.1
PBR	0.0	1.6	2.3	2.4	2.1
PSR	0.0	2.0	2.3	2.2	1.9
PCR	0.0	23.7	13.0	14.9	12.2
EV/EBITDA	2.6	23.3	12.0	11.5	9.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	197.2	35.5	33.4	28.8	23.6
Net debt/Equity	115.6	-17.1	-21.9	-28.0	-34.8
Net debt/EBITDA	262.1	-287.7	-128.6	-148.9	-179.3
유동비율	89.1	211.3	238.9	271.1	329.5
이자보상배율(배)	41.7	4.4	23.3	30.3	43.0
자산구조(%)					
투하자본	78.9	64.7	64.5	61.7	58.0
현금+투자자산	21.1	35.3	35.5	38.3	42.0
자본구조(%)					
차입금	63.3	20.9	16.8	13.6	10.4
자기자본	36.7	79.1	83.2	86.4	89.6

[Compliance Notice]

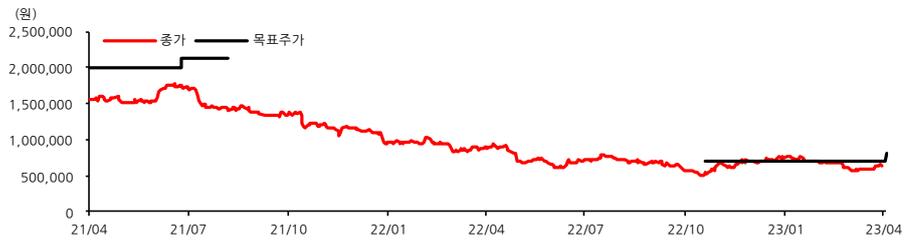
(공표일: 2023년 4월 18일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유경, 조정현)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[LG생활건강 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

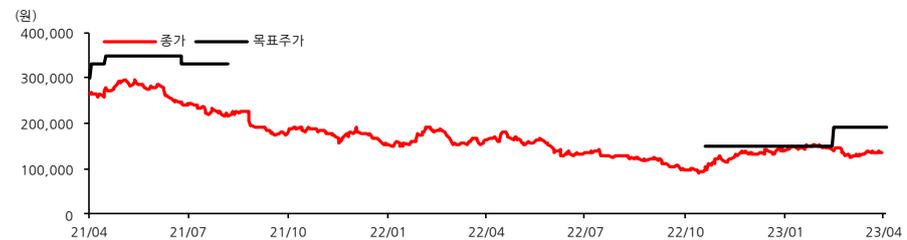
일 시	2016.08.12	2021.04.15	2021.04.23	2021.05.18	2021.06.08	2021.07.08
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,140,000
일 시	2022.11.02	2022.11.02	2023.04.18			
투자의견	담당자변경	Buy	Buy			
목표가격	한유경	700,000	800,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.07.08	Buy	2,140,000	-49.09	-17.62
2022.11.02	Buy	700,000	-5.12	9.71
2023.04.18	Buy	800,000		

[아모레퍼시픽 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

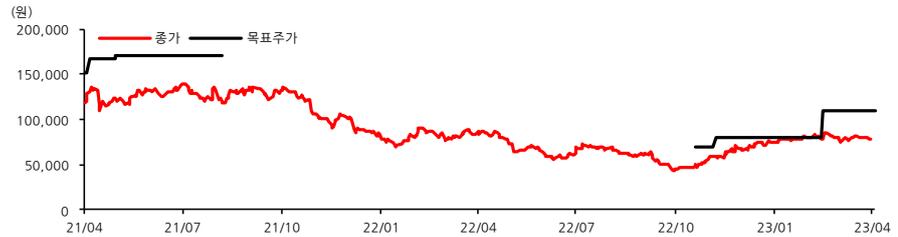
일 시	2016.08.12	2021.04.15	2021.04.29	2021.05.18	2021.06.08	2021.07.08
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		330,000	350,000	350,000	350,000	330,000
일 시	2022.11.02	2022.11.02	2022.12.01	2023.02.28	2023.04.18	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	한유경	150,000	150,000	190,000	190,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.29	Buy	350,000	-21.15	-15.14
2021.07.08	Buy	330,000	-45.92	-25.00
2022.11.02	Buy	150,000	-10.02	2.00
2023.02.28	Buy	190,000		

[코스맥스 주가와 목표주가 추이]



[목표주가 변동 내역별 괴리율]

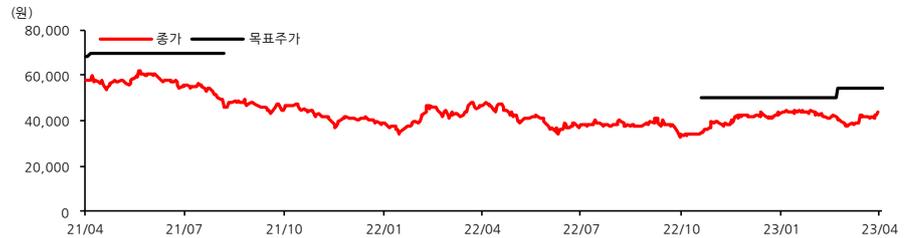
*괴리율 산정: 수정주가 적용

일 시	2021.04.19	2021.04.27	2021.05.12	2021.05.18	2021.06.08	2021.07.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000
일 시	2022.11.02	2022.11.02	2022.11.21	2023.02.28	2023.03.10	2023.04.18
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	한유경	70,000	80,000	110,000	110,000	110,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.19	Buy	166,640	-33.89	-15.99
2022.11.02	Buy	70,000	-23.37	-15.00
2022.11.21	Buy	80,000	-9.65	3.50
2023.02.28	Buy	110,000		

[한국콜마 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

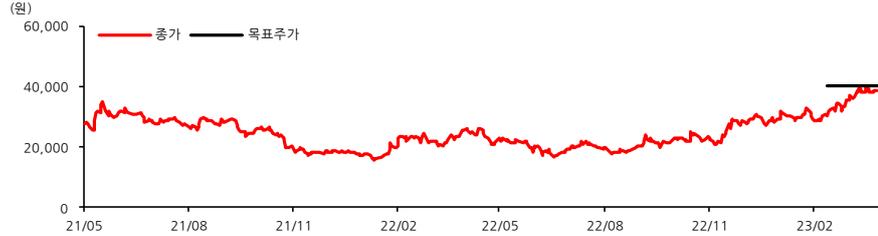
일 시	2021.04.19	2021.05.18	2021.06.08	2021.07.08	2022.11.02	2022.11.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격	70,000	70,000	70,000	70,000	한유경	50,000
일 시	2022.11.11	2023.03.07	2023.04.18			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	50,000	54,000	54,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.19	Buy	70,000	-31.69	-11.71
2022.11.02	Buy	50,000	-17.18	-11.10
2023.03.07	Buy	54,000		

[씨앤씨인터내셔널 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.02.28	2023.02.28	2023.04.18			
투자의견	담당자변경	Buy	Buy			
목표가격	한유경	40,000	52,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.28	Buy	40,000	-10.09	-0.75
2023.04.18	Buy	52,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.2%	6.2%	0.6%	100.0%