



코스메슈티컬 특집

Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

- Part I Paradigm Shift, Holistic Beauty
 Part II New Anti-aging Care
 Part III Globalization of Korean Facial Aesthetics
 Appendix Pharmaceutical CMO

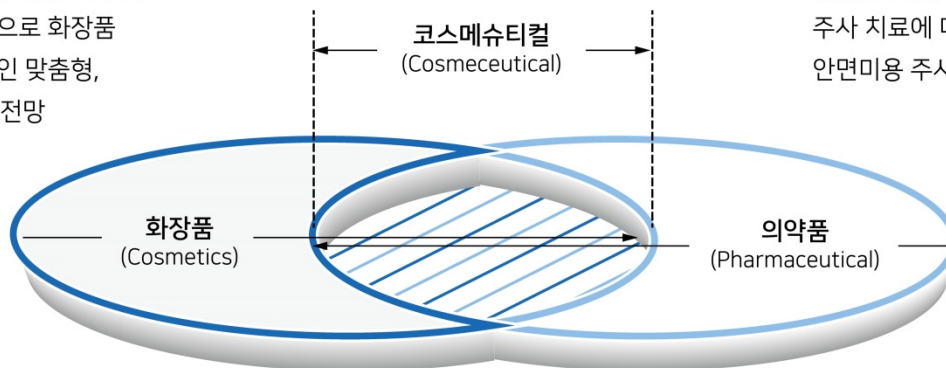


관련종목

종목	투자판단	적정주가
LG생활건강 (051900)	Buy	1,500,000원
휴젤 (145020)	Buy (신규)	580,000원
한국콜마홀딩스 (024720)	Not Rated	
휴온스 (243070)	Not Rated	
네오팜 (092730)	Not Rated	
아우딘퓨처스 (227610)	Not Rated	

Cosmetics Perspective

화장품 산업은 지난 몇 년간 여러 번의 시련을 겪으며
결국은 한 단계 도약하는 모습을 보여왔음
2018년 중국인 관광객 소비 회복과 함께
새로운 성장 패러다임에 걸맞는 카테고리화 기업들이
크게 주목을 받을 것으로 기대됨
특히 전세계적으로 기능성 화장품 (코스메슈티컬) 시장은
지속 성장 추세를 보이고 있으며, 중장기적으로 화장품
산업의 미래는 유전자 분석 기술을 통한 개인 맞춤형,
감성화장품과 뉴로코스메틱스까지 확대될 전망



유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Pharmaceutical Perspective

내수시장의 한계를 느낀 국내 제약업체들이 지난 수 년간
투자해 온 세계 시장 진출 계획이 결실을 맺어가고 있음
2018년은 Holistic Beauty의 시대를 대비해 에스테틱
분야에 대한 투자를 아끼지 않은 기업에 주목
'20년까지 11%의 연평균성장률을 기록하며 54억 달러까지
성장할 전망이다 안면미용 시장에 한국 기업들 진출 중
주사 치료에 대한 여성들의 인식 역시 점차 개선되고 있어
안면미용 주사제 판매 기업들의 비중 지속 확대 전망



제약/바이오
Analyst 이태영
02. 6098-6658
taeyoung.lee@meritz.co.kr

Contents

Part I	Paradigm Shift, Holistic Beauty : 국내 화장품 시장, 성장 모멘텀의 다변화	7
Part II	New Anti-aging Care : 글로벌 안티에이징 및 코스메슈티컬 시장 동향	23
Part III	Globalization of Korean Facial Aesthetics : 세계 안면미용 시장에 침투하는 국내 기업	39
Appendix	Pharmaceutical CMO : 국내 의약품 위탁생산시장 현황	51
기업분석	LG생활건강(051900) 달라진 체력에 걸맞는 정당한 밸류에이션	60
	휴젤(145020) 해외 임상 마무리 단계 진입	64
	한국콜마홀딩스(024720) 매력적인 포트폴리오	69
	휴온스(243070) 휴톡스로 완전체에 다가서다	73
	네오팜(092730) 더마코스메틱의 작은 강자	75
	아우딘퓨처스(227610) 화장은 지우는 것이 더 중요합니다	79

Summary

I Paradigm Shift, Holistic Beauty: 국내 화장품 시장, 성장 모멘텀의 다변화

- 2018년 국내 화장품 시장 성장률 반등 전망. 중국 인바운드 소비 회복과 함께 국내 뷰티 시장의 카테고리가 전방위적으로 확대되면서 성장 회복. 특히 제2의 얼굴이라 할 수 있는 헤어바디 시장이 코스메틱화되면서 다양한 유형 확대와 가격 상승 효과가 공존하며 성장
- 고령화로 안티에이징에 대한 니즈가 더욱 강화되고 있으며 미세먼지로 인한 피부 스트레스 심화와 색조 화장품 시장의 성장으로 기초 스킨케어 내 클렌징 카테고리의 확장도 두드러짐. 중장기적으로 화장품 산업의 미래는 유전자 분석 기술을 통한 개인 맞춤형, 감성화장품과 뉴로코스메틱스까지 확대될 전망

II New Anti-aging Care: 글로벌 안티에이징 및 코스메슈티컬 시장 동향

- 글로벌 화장품 시장에서 기능성 화장품이 차지하는 비중은 2012년 13%에서 2017년 16%까지 확대되며 지속적인 성장 추세를 보이고 있음. 특히 중국 코스메슈티컬 시장은 매우 빠른 성장 단계에 진입하였으며 2021년까지 중국 코스메슈티컬 시장 규모는 600억 위안 (원화 10조원)에 달할 것으로 전망함
- 국내 기능성 화장품 시장은 규제 완화로 1) 타 업종의 화장품 진입 가속화 (제약, 패션, 식품회사 등) 2) 기능성 화장품에 최적화된 유통 채널의 성장 (H&B스토어, 온라인, 홈쇼핑 등) 및 3) 기업간 협력, 인수 합병 증가가 활발해지고 있음

III Globalization of Korean Facial Aesthetics: 세계 안면미용 시장에 침투하는 국내 기업

- 전세계 여성의 81%가 주기적인 얼굴 피부관리 방식(regular facial skincare routine)을 사용하고 있음. 특히 주사 치료(Injectable treatments)에 대한 인식은 브라질, 멕시코, 터키 등의 여성들 중 70% 이상이 "자연스럽다"라고 대답할 만큼 개선 되었음
- '20년까지 11%의 연평균성장률을 기록하며 54억 달러까지 성장할 전망인 안면 미용 시장의 58%, 39%를 차지하고 있는 보툴리눔 독신, HA 필러 시장에 한국 기업들이 진출 중. 보툴리눔 독신의 추정 3Q17누적 통관 금액은 이미 전년 총액을 +64.8% 상회
- 관심종목: LG생활건강 [Buy, TP: 1,500,000원], 휴젤 [Buy, TP: 580,000원]
- 관련기업: 한국콜마홀딩스, 휴온스, 네오팜, 아우딘퓨처스

Part I

Paradigm Shift, Holistic Beauty

국내 화장품 시장, 성장 모멘텀의 다변화



유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr



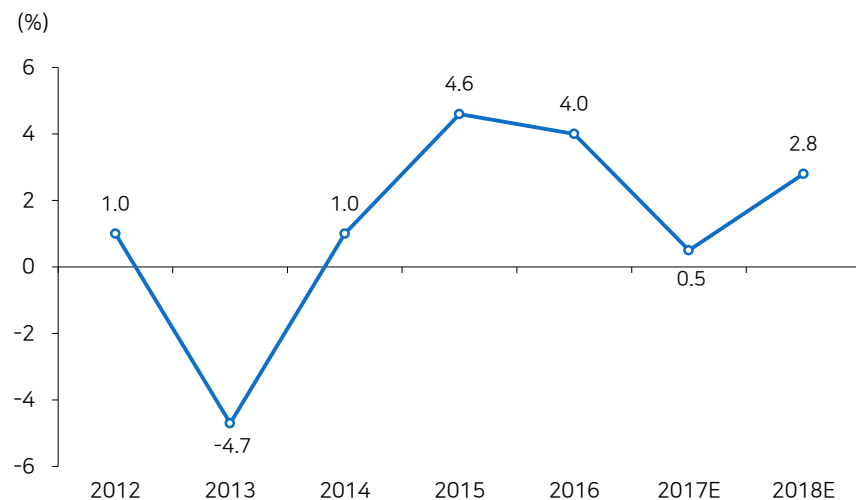
시련 (2017년)이 있는 곳에 희망 (2018년)이 있다

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

2018년 국내 화장품 시장 성장률 반등 전망

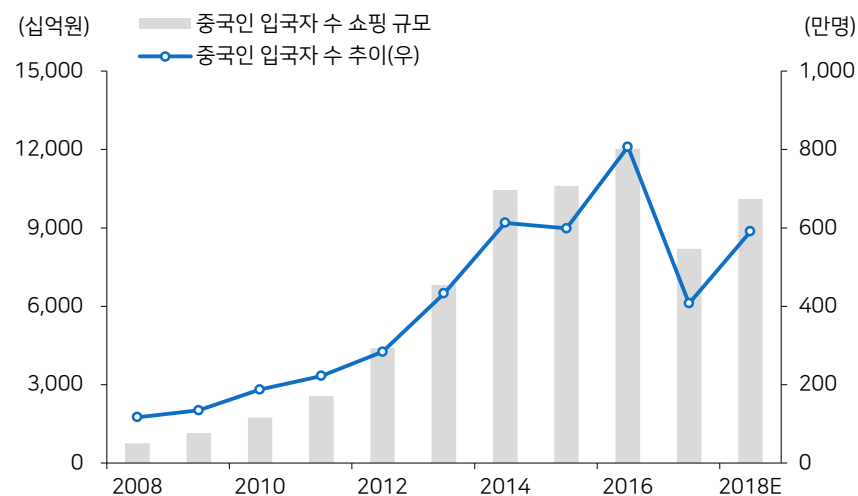
- 2014년부터 중국 인바운드 소비가 국내 화장품 시장에 막강한 영향력을 미치기 시작하면서 업종 리레이팅도 나타남. 내국인 기준으로 2013년 브랜드샵 할인경쟁이 마무리되면서 상승세로 전환됨
- 2016년 중국인 관광객들의 소비가 차지하는 비중은 25.5%에 달했을 것으로 추정되며 따라서 2017년 중국의 관광제재 조치로 중국인 입국자 쇼핑 규모는 전년대비 31.8% 크게 감소했던 것으로 추산됨
- 2017년 4백만 수준까지 떨어진 중국인 관광객 수가 6백만 (2014년 수준)까지 회복될 경우 중국인 입국자 쇼핑 규모는 23.3% 증가할 전망. 중국인 관광객이 다시 돌아오지 않는다고 해도 2018년 추가적으로 인바운드 수요가 감소할 가능성은 제한적이라고 판단됨

연도별 화장품 시장 증감률 동향 (내국인 수요 기준)



자료: 칸타월드패널 (국내 소비자 기준), 메리츠증권증권 리서치센터

중국인 입국자수 및 화장품 포함 전체 입국자 쇼핑 규모 추정



자료: 한국관광공사 설문조사 바탕으로 메리츠증권증권 리서치센터 추정

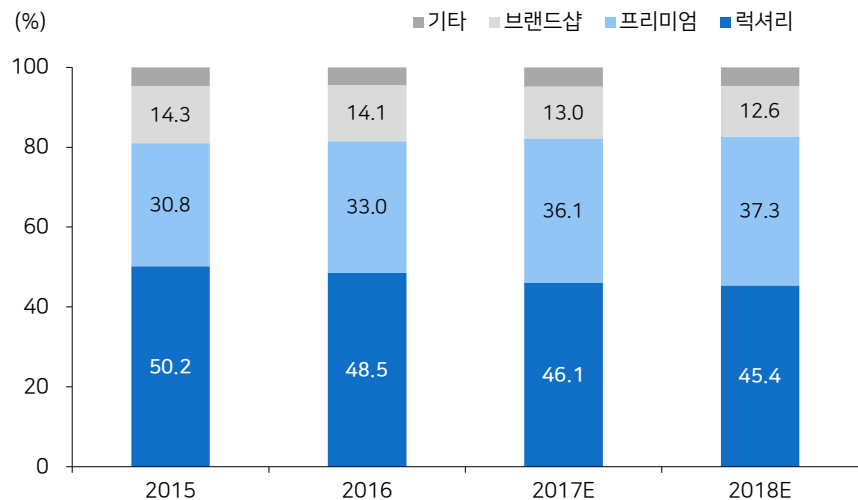
중국 요우커를 제외한 국내 시장의 기존 트렌드는 지속되었음

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

H&B스토어와 온라인 채널 기반의 매스 프리미엄과 색조 화장품의 성장 지속될 전망

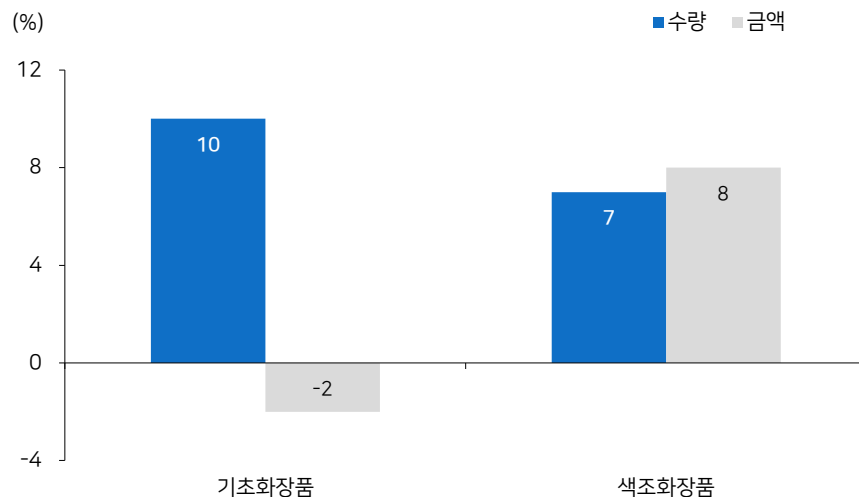
- 국내 화장품 시장에서 럭셔리 위축과 매스 세그먼트의 성장은 지속되고 있음
- 최근 성장률이 두드러진 매스 브랜드로는 CNP Cosmetics, AHC, DrJart (기초 기능성) 브랜드, AGE 20's, CLIO, peripera, Kiss me (색조 전문 브랜드), 시드물 (온라인 전용 브랜드) 등이 있음
- 국내 기초 화장품 시장의 경우 세그먼트가 세분화되면서 수량 (Q) 기준으로는 증가했지만 금액 (P)으로는 감소, 국내 색조 화장품 시장은 수량과 금액 기준으로 모두 성장하였음

국내 화장품 시장 구성비 변화 추이



자료: 칸타월드패널 (국내 소비자 기준), 메리츠증권증권 리서치센터

국내 기초 및 색조 화장품 수량과 금액 변화



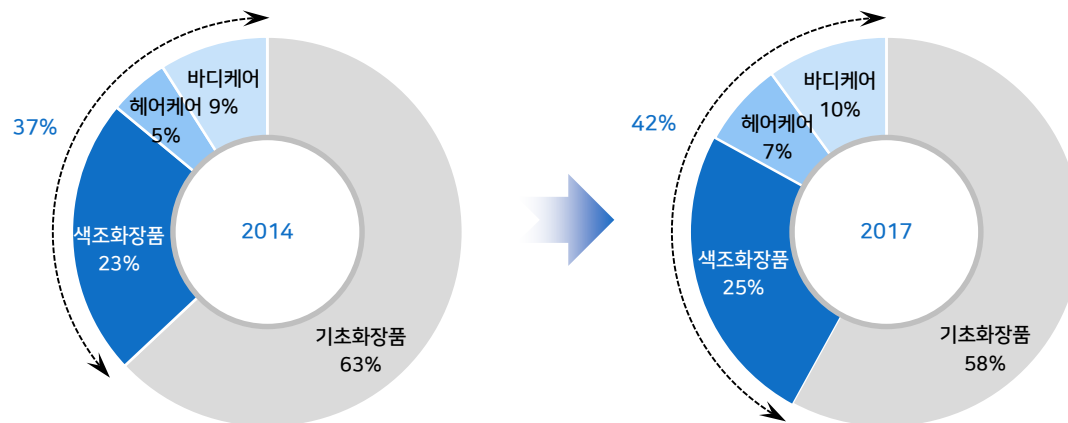
자료: 칸타월드패널 (국내 소비자 기준), 메리츠증권증권 리서치센터

화장품 시장, 색조 및 헤어바디로 빠르게 확장

최근 3년간 국내 뷰티 시장은
전방위적으로 카테고리가
확대되었음

- 남성화장품 (1조원 추정), 건강기능식품, 메디컬뷰티, 염모제, 향수 등 화장품의 영역이 넓어지고 있음
- 유통 채널 면에서는 다양한 포트폴리오를 갖춘 편집샵 류와 온라인의 성장이 화장품 시장의 영역 확장을 이끌고 있음
- 대량 소비 시대에서 개인 맞춤형 소비로 시대로 변화하면서 소비자의 니즈가 더욱 세분화되고 이를 충족하는 신제품이 꾸준히 출시되면서 색조 화장품 시장이 상대적으로 높은 성장을 지속할 전망

국내 뷰티 시장은 색조 및 헤어바디로 빠르게 확장하며 성장



자료: 칸타월드패널, 메리츠총금증권 리서치센터

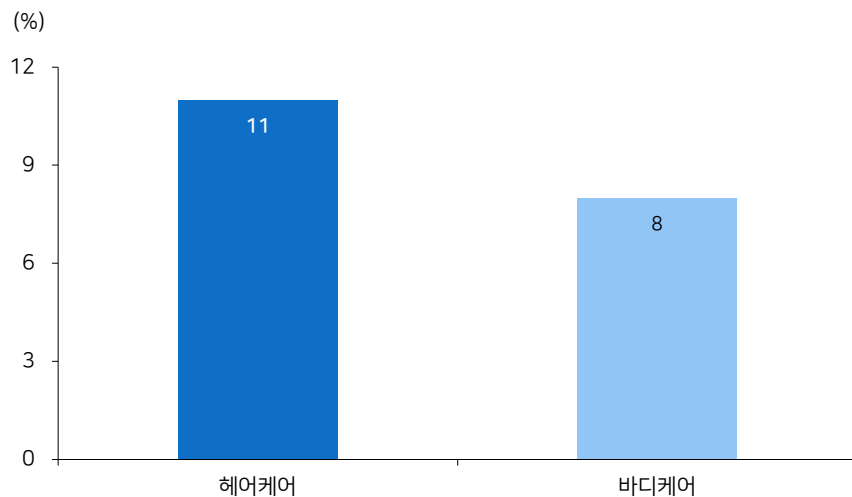
제2의 얼굴, 헤어바디 시장의 코스메틱화

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

국내 헤어바디 시장은 다양한
유형 확대와 가격 상승 효과가
공존하며 성장

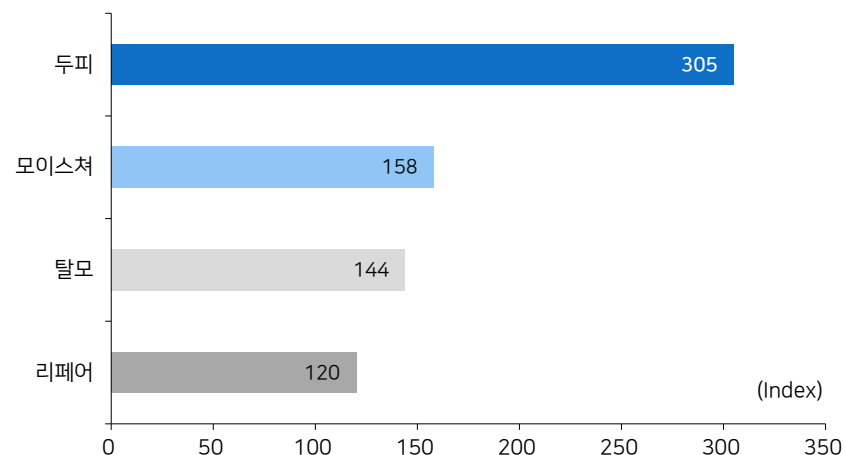
- 헤어바디 시장의 성장 원인은 다양한 유형 확대와 여성 뿐만 아니라 남성까지 개인 목적으로의 사용이 증가하고 있기 때문
- 국내 헤어바디 시장은 구매자 유입과 함께 다양한 유형 확대, 그리고 두피관리 등 세부 기능에 대한 수요가 가격 상승을 이끌어내며 성장하고 있음
- 바디케어 시장 또한 다양한 유형으로 세분화되면서 성장하고 있으며 최근에는 특히 "향"에 대한 수요가 증가하면서 바디방향제, 바디입욕제와 같은 신규 카테고리에 구매자가 확대됨

헤어케어, 바디케어 구매 유형수 증감률



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

샴푸 기능별 구매자 변화 Index



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

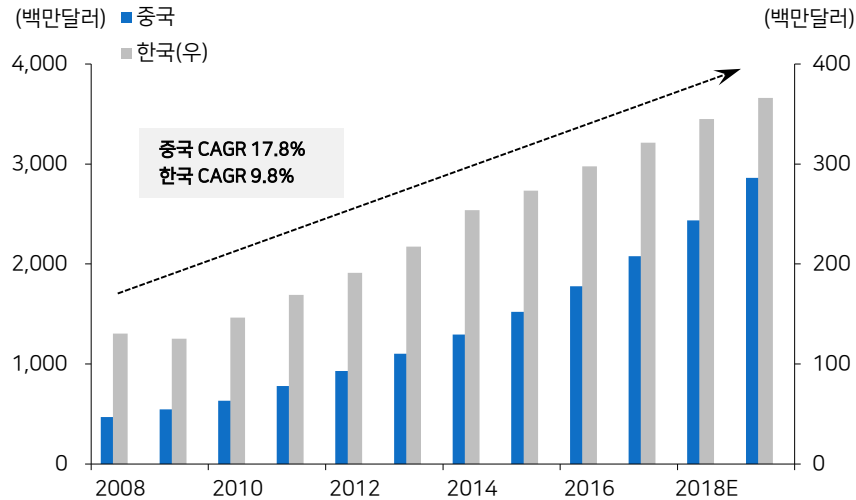
소비자 니즈의 세분화, 니치 화장품 시장의 성장이 두드러짐

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

화장품 성분을 분석하는
체크슈머가 늘어나면서 저자극,
천연 성분 등을 내세운
제품들이 각광받음

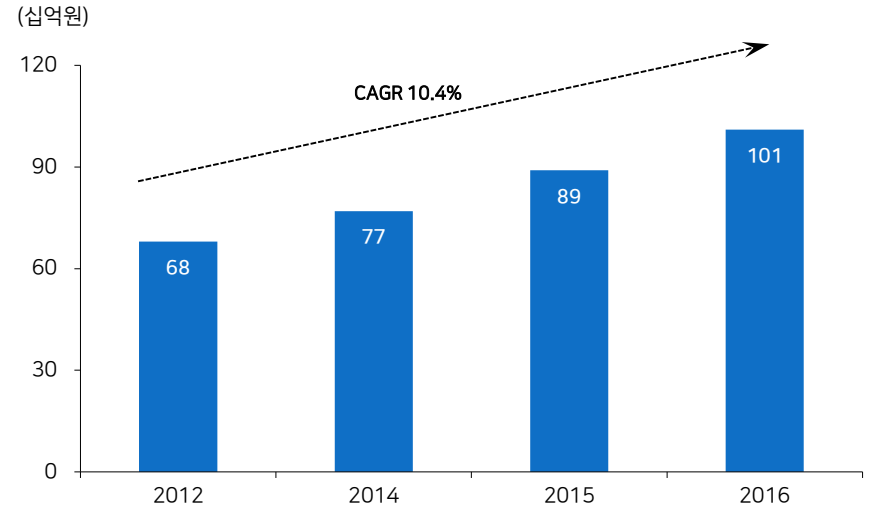
- 1인 가구 확산과 함께 소용량/소포장의 가성비를 부각시킨 동시에 다양한 콜라보 등으로 개성있고 실속있는 소용량 화장품 '쁘띠' 상품이 새로운 트렌드로 부각되고 있음
- 체크슈머 (Check와 Consumer) 확산으로 유해성분은 줄이고 천연성분 중심의 착한 화장품 인기 증가
- 천연 식물성과 유기농, 효모, 한방 성분이 함유된 천연 유기농 화장품 시장이 꾸준히 연평균 10%대 성장하는 추세이며 복합 기능성 제품에 대한 수요가 크게 확대됨

중국 및 한국 영유아 화장품 시장규모



자료: Euromonitor, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 유기농 화장품 시장의 성장



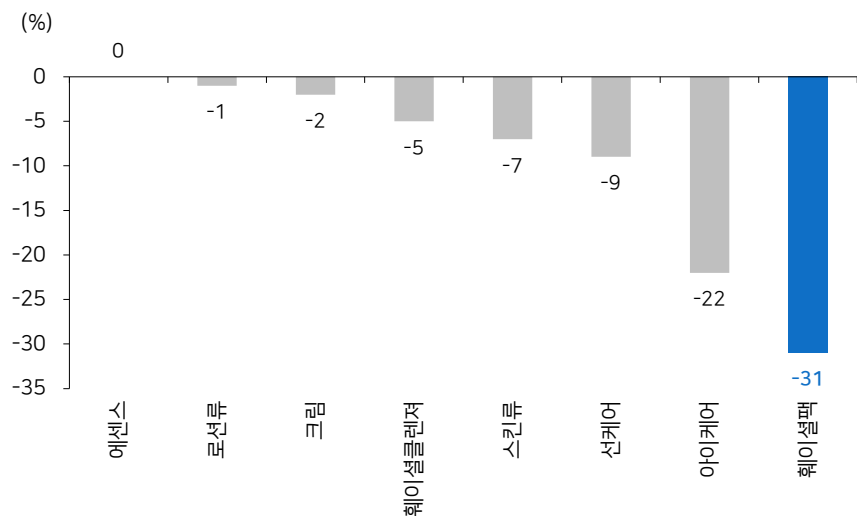
자료: 농업기술상공회, 메리츠증권증권 리서치센터

기초 화장품의 단계 축소와 매스화, 그리고 마스크팩의 성장

기초 화장품, 평균구매가격이
하락하면서 일용품화되는
가운데 마스크팩 카테고리 성장

- 기초 화장품 시장의 평균가격은 하락하지만 다양한 제품을 구매하면서 수량 중심의 성장이 나타남
- 한편 기초 화장품의 사용 단계는 간소화되는 가운데 마스크팩 (페이셜팩) 카테고리의 구매경험률이 크게 늘어나고 있음
- 셀프 케어에 대한 니즈가 증가하면서 페이셜팩의 1인당 평균 구매 수량이 크게 증가한 것으로 파악됨

국내 기초화장품 평균 구매가격 증감률



주: 최근 3년, 직접구매 기준
자료: 칸타월드패널 (국내 소비자 기준), 메리츠증권증권 리서치센터

국내 기초화장품 구매경험률

	2년 전	최근 1년	GAP%p
스킨류	55.6	54.2	-1.4
로션류	46.8	42.1	-4.7
에센스	45.5	43.3	-2.2
크림	55.2	53.6	-1.6
아이케어	17.9	16.0	-1.9
웨이셜팩	30.3	40.5	10.2

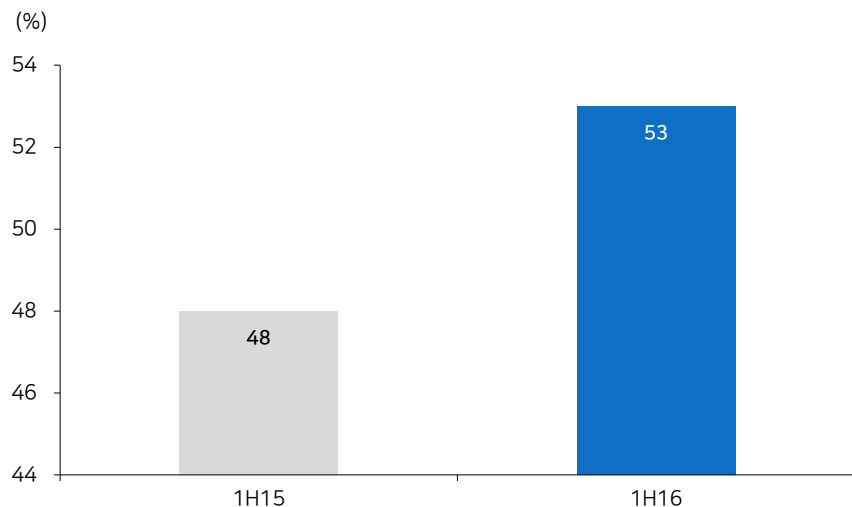
주: 최근 3년 기준
자료: 칸타월드패널 (국내 소비자 기준), 메리츠증권증권 리서치센터

기초 화장품의 세분화로 구매갯수는 증가

외부 환경적인 요인으로 피부
민감해지면서 기초 기능 세분화

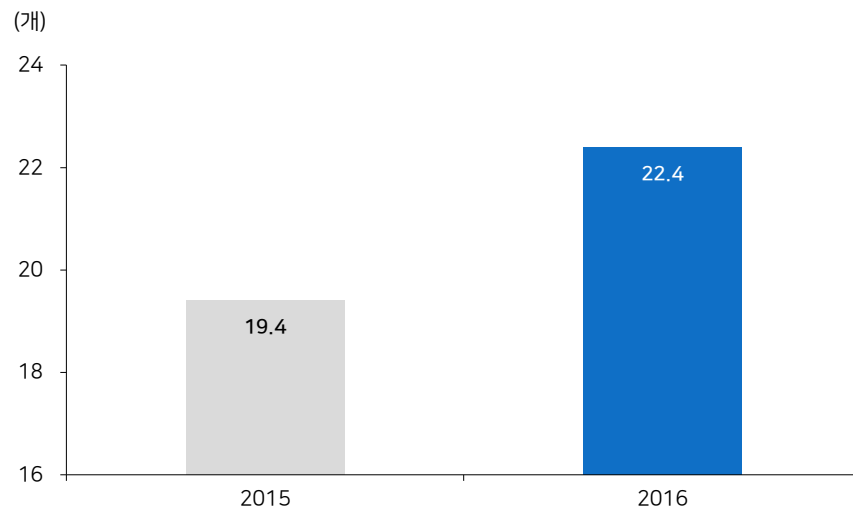
- 외부 환경적인 요인으로 피부 민감해지면서 기초 화장품 시장이 세분화되고 평균 구매갯수는 증가함
- 피부 고민에 따른 맞춤형 화장품 출시 활발하게 나타나고 있음. 피부 민감도가 상승하면서 코스메슈티컬 브랜드 (더마 화장품)의 구입 증가
- 밀레니얼 세대의 코스메슈티컬 브랜드 선호도는 상대적으로 높은 편

아침/저녁 기초화장품 유형 사용비교



자료: 브랜드콘랩, 메리츠증권증권 리서치센터

연간 기초화장품 구매개수 추이 비교



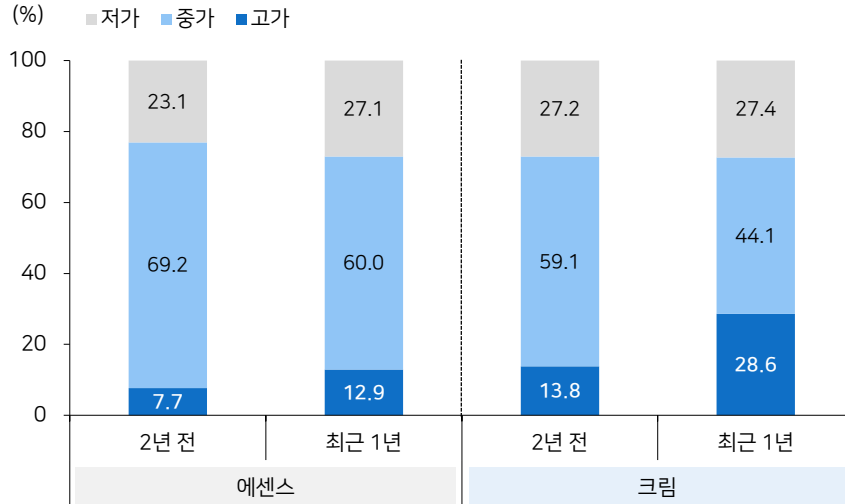
자료: 브랜드콘랩, 메리츠증권증권 리서치센터

기초 화장품, 안티에이징 및 피부시술로 진화

25세 이상부터 피부관리 및 시술 시장으로 적극적으로 진입

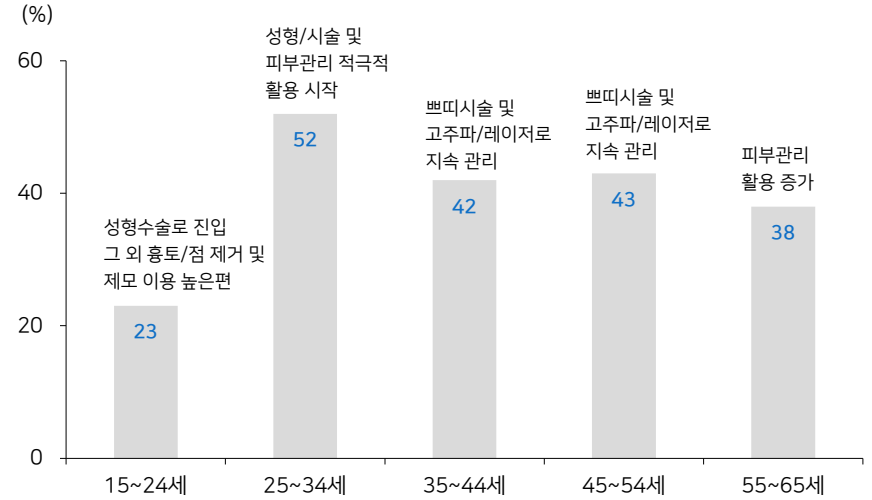
- 연령별 기능성 화장품 구매 횟수 비중 변화 추이를 살펴보면 25세 이상 부터 안티에이징 및 피부 시술 시장으로 적극적으로 진입하고 있음
- 전반적인 기초 화장품의 평균 가격 하락에도 럭셔리 안티에이징 에센스와 크림의 구매 비중은 확대됨
- 소비가 양극화되면서 럭셔리 기초 화장품의 평균 구매액과 평균 가격은 상승하였음

럭셔리 안티에이징 에센스/크림 구매 비중 확대



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

피부관리 및 시술활용 증가 - 피부관리 및 시술활용 응답자



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

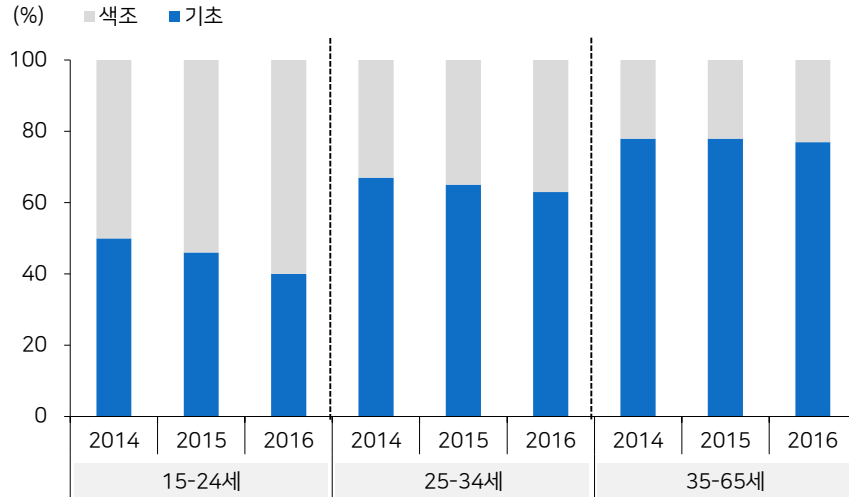
고령화로 안티에이징에 대한 니즈는 더욱 강화되고 있음

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

시니어 층은 기초 화장품 구매 비중이 높으며 안티에이징에 대한 니즈 강화

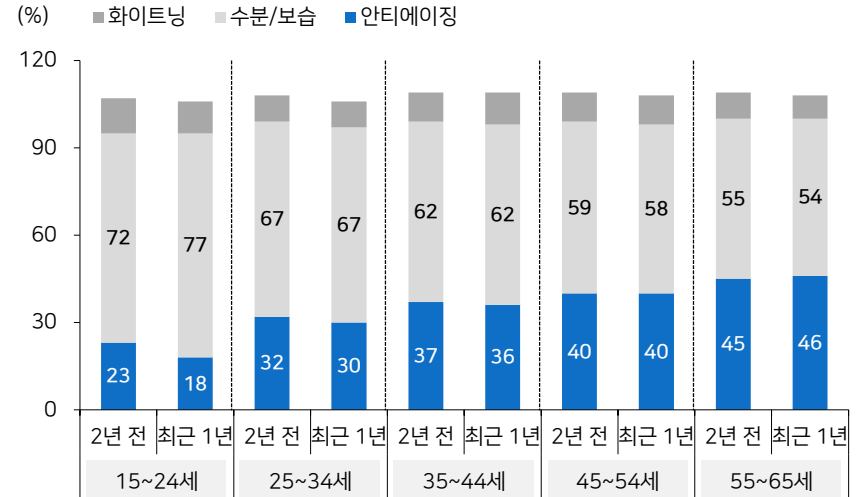
- 연령대별 채널 비중 변화를 살펴보면 전 연령대에서 온라인 비중이 확대되고 있는 가운데 젊은 층과 고령 층의 소비 행태는 차별화된 양상
- 밀레니얼 시대는 H&B스토어의 성장을 주도하고 있으며 시니어 층은 방판을 제외한 구매 채널이 다변화되고 있음. 시니어 층은 기초 화장품 구매 비중이 높으며 안티에이징에 대한 니즈가 더욱 강화되고 있음

연령별 기초 / 색조 구매액 비중



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

연령별 기능성 구매횟수 비중 변화



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

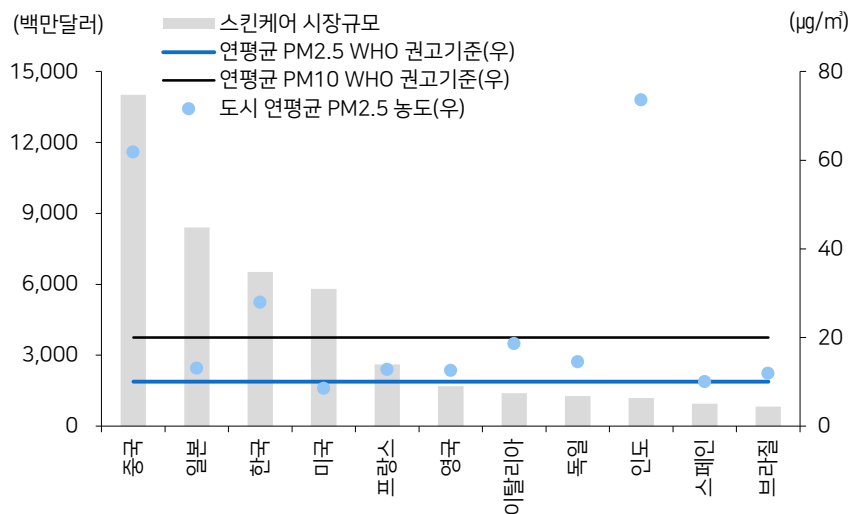
환경의 위협, 미세먼지와 일교차 확대 등으로 피부가 민감하다

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

미세먼지, 피부건강을 위협하는 치명적인 효소로 부각되기 시작

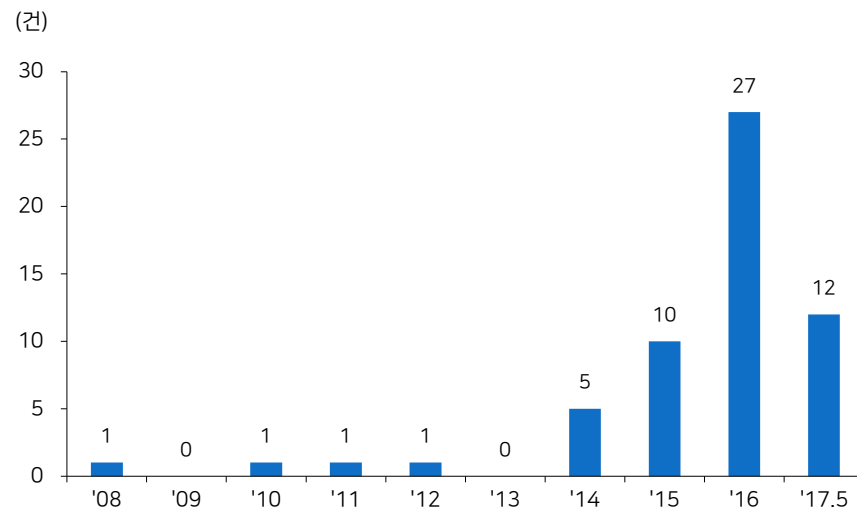
- 소비자들 사이에서 미세먼지의 심각성에 대한 인식이 확산되면서 국내 안티폴루션 화장품 시장은 점점 본격화되고 있음
- 한국보건산업진흥원에 따르면 2011~2013년 아시아 태평양지역 안티폴루션 뷰티 및 퍼스널케어 제품 판매는 약 40% 증가하였음

2015년 기준 국가별 스킨케어 시장 규모 및 미세먼지 농도



자료: WHO, Mintel, 메리츠증권증권 리서치센터

안티폴루션 화장품 관련 국내 특허 현황



자료: 특허청, 메리츠증권증권 리서치센터

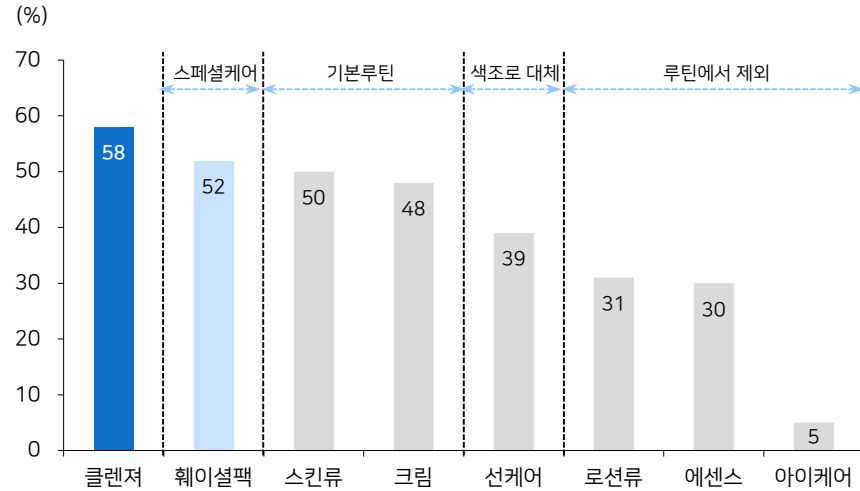
안티폴루션의 시대, 클렌징 카테고리의 역할 강화

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

클렌징, 전 연령대에서 가장 중요한 스킨케어 카테고리

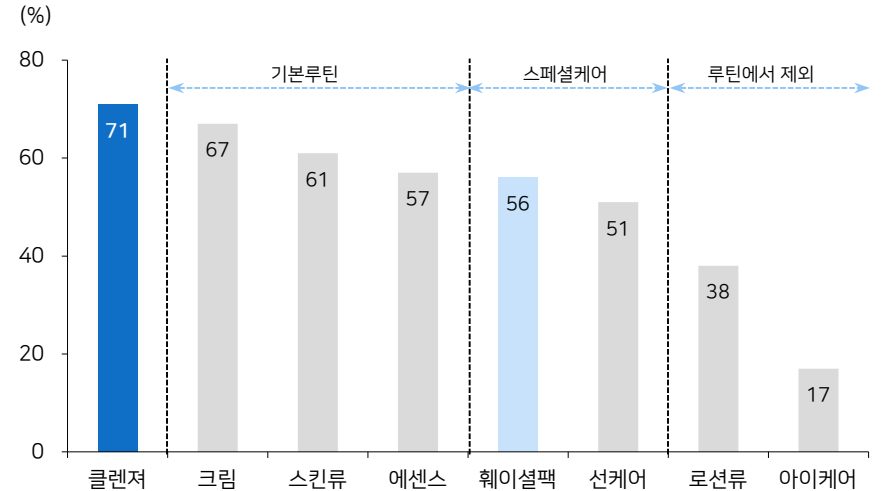
- 미세먼지로 시작된 유해환경에 대한 피부 스트레스 심화, 나아가 길고 더워지는 여름철 기온 변화로 인해 '모공케어'가 스킨케어의 핵심 화두가 되고 있음
- 색조 화장품 시장의 성장 또한 클렌징 카테고리의 성장과 공존하는 양상을 나타내고 있음
- 이를 위한 마스크팩과 클렌징 시장이 기능적으로 더욱 세분화되고 있음. 마스크팩은 기존 마스크시트 뿐만 아니라 모델링팩, 수분팩, 머드팩, 필링젤, 코팩 등으로 다양화. 클렌징 또한 클렌징폼, 클렌징 오일, 클렌징 티슈, 클렌징 젤, 클렌징 밤, 스크럽 유형 등의 제형 중심으로 확장이 두드러짐

15~24세 기초화장품 구매경험률



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

25~34세 기초화장품 구매경험률



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

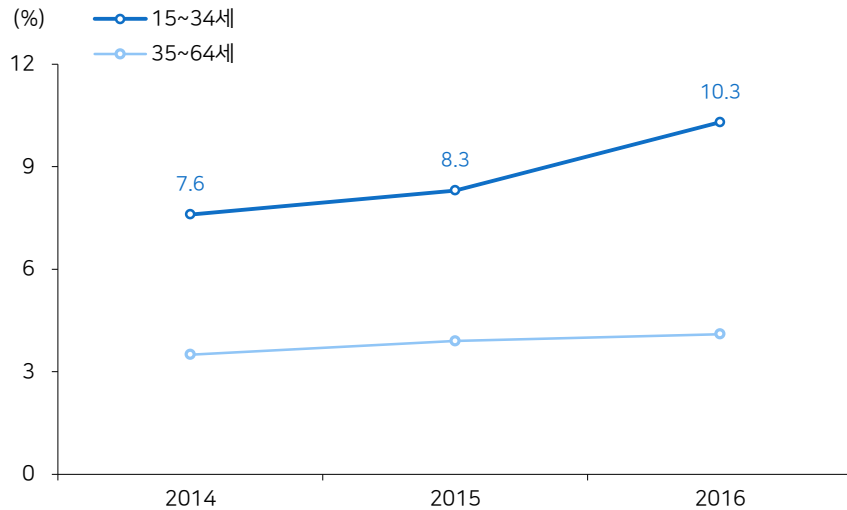
밀레니얼 세대의 차별화된 기능성 화장품에 대한 수요 증가

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

밀레니얼 세대, 온라인 커뮤니케이션을 통한 차별화된 기능성 화장품 구매

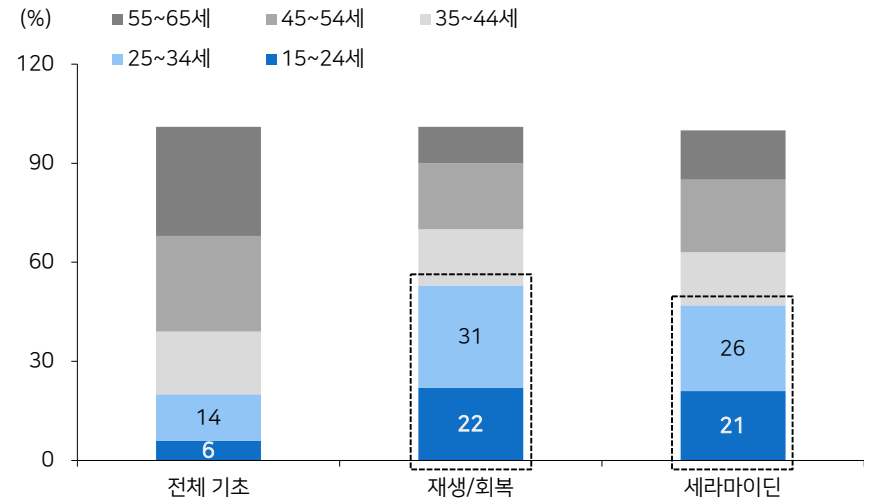
- 밀레니얼 세대는 보다 트렌드에 민감하고 빠르게 대응하는 특징을 가지고 있음. 개인의 피부톤에 따른 진단과 화장품 구매함
- 밀레니얼 세대의 더마화장품 구매 비중은 상대적으로 높은 편이며 온라인 커뮤니케이션과 인플루언서 (화장품애플 '화해' 등)에 의한 성분 마케팅에 적극적으로 반응함

연령별 더마화장품 구매액 비중



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

성분별 구매자 연령



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

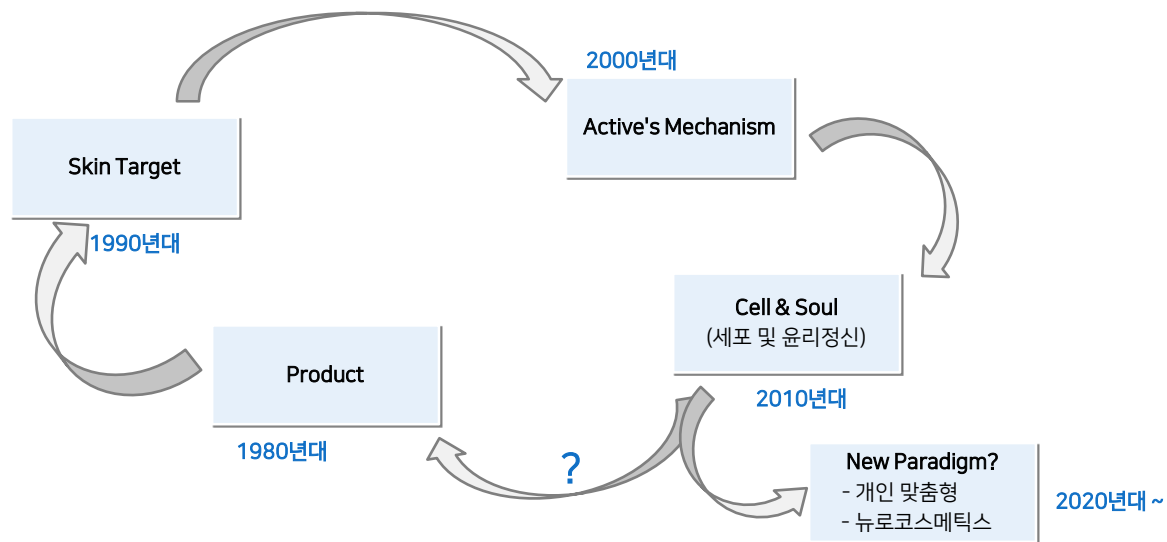
제4차 산업혁명과 화장품 산업의 미래

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

2020년대 화장품 패러다임,
개인 맞춤형 중심으로
뉴로코스메틱스 등장 예상

- 글로벌 화장품 R&D 시장은 안티에이징을 위한 융복합 기술의 집합체로 거듭나고 있음. 또한 화장품은 연구에서 사업화까지의 기간이 의약품에 비해 짧음. 여기에 감성적인 요소가 중요한 화장품 산업의 특성상, 과학적 심리학 연구와 신경 과학의 융합으로 개인맞춤형과 뉴로코스메틱스까지 확장될 전망
- 아모레퍼시픽, '테라젠이텍스'와 유전자 연구 파트너십 협약을 700여명의 고객 유전자 분석 결과를 확보한 상태로 올해부터 관련 분야 공동 연구에 들어감
- LG생활건강, '마크로젠'과 소비자 유전체 시장 공동 진출을 위한 합자법인 설립. 특히 피부·모발 및 생활습관 개선을 위한 검사 서비스에 집중할 계획

화장품, 새로운 패러다임 전환



자료: 글로벌코스메틱연구개발사업단, 메리츠증권증권 리서치센터

감성 화장품, 개인맞춤형과 뉴로코스메틱스까지 확장

- 글로벌 화장품 R&D는 트렌드에 민감하며 인문 사회학 등 문화적 요소가 가미되는 특성이 있음
- 감성적인 요소가 중요한 화장품 산업 특성상 과학적 심리학 연구와 신경 과학의 융합
- 사용자의 음성 패턴과 얼굴 표정 분석 등을 통해 화장품에 대한 선호도를 평가, 개별 소비자의 감성에 반응하여 개인 맞춤형으로 진화될 전망

새로운 차원의 감성화장품 개발동향

화장품의 감성평가

- 사용감의 정량적 평가를 위한 과학적 심리학 연구와 신경과학의 융합
- 음성패턴과 얼굴표정분석을 통한 화장품에 대한 선호도 결정
- 화장품에서 복지와 감성을 평가하기 위한 글로벌 접근 방식

화장품의 감성적 인지 요소 및 사용감과 제품의 물리적 물성과의 상관관계

- 사용감을 정량화하기 위해 심도 깊은 연구, 기기적인 방법(유변학, 사용감 분석 등)과 감각적인 접근. 즉 대상물의 분석을 포함하는 방법(소비자 선호도 평가)의 상관관계
- 아이트래킹 기법을 활용한 모발 광택 평가
- 다양한 software와 다양한 통계적 기법을 활용한 관능평가

소비자의 제품 선호도 평가 기법 적용

- 광학적 시뮬레이션 기술을 활용
- 선호하는 제품을 선택하기 위해 Hedonext 소비자 시험
- 클렌징 오일 시스템의 평가

방향 제품의 감성평가

- 향지속성 평가
- 친환경 및 안정성 향상 향수
- 화장품 인지의 이해 증진을 위한 감성 측정. 향에 의해 유도되는 감성 응용

자료: 글로벌코스메틱연구개발사업단, 메리츠종금증권 리서치센터

Part II

New Anti-aging Care

글로벌 안티에이징 및 코스메슈티컬 시장 동향



유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

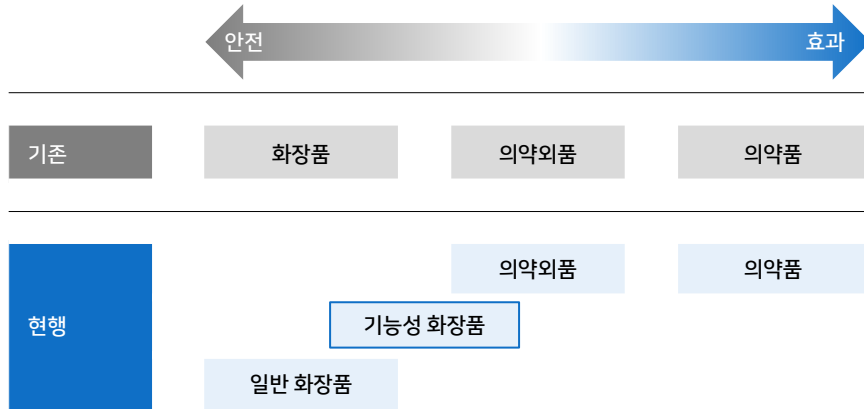


기능성 화장품 정의 및 국가별 품목 현황

기능성 화장품의 정의는
국가마다 다르며 범위의 차이가
있겠음

- 안정성과 효과의 차이에 따라 화장품 / 기능성화장품 / 의약외품 / 의약품으로 구분
- 기능성 화장품의 정의는 국가마다 다르며 제도 및 규제의 강도에 따라 차이가 나타나기도 함
- 한국에서의 기능성 화장품 기준은 '제품'이 아니라 미백, 주름개선 등의 기능이 있는 '원료'를 얼마나 썼는지가 입증되어야 함. 최근 기능성 화장품에 신규로 추가되거나 의약외품에서 기능성 화장품으로 전환되는 카테고리 범위가 크게 확대되고 있음
- 비슷하게 코스메슈티컬 (Cosmeceutical)이란 화장품(Cosmetics)과 의약품 (Pharmaceutical)이 합쳐진 용어로 화장품에 의약적으로 검증된 성분을 함유한 제품을 지칭함

기능성 화장품의 정의



자료: 셀트리온스킨큐어, 메리츠중금증권 리서치센터

국가별 품목 분류 현황

제품유형	미국	유럽	일본	한국
비듬 개선	OTC 화장품	화장품	의약부외품 (약용화장품)	의약품
여드름 개선	OTC 화장품	화장품	의약부외품 (약용화장품)	기능성화장품
염모제	화장품	화장품	의약부외품 (약용화장품)	기능성화장품
옥용제	화장품 / OTC 화장품	화장품	의약부외품 (약용화장품)	의약외품
자외선차단제	OTC 화장품	화장품	화장품	기능성화장품
제모제	화장품	화장품	의약부외품 (약용화장품)	기능성화장품
제한제(데오드란트)	OTC 화장품	화장품	의약부외품 (약용화장품)	의약외품
주름 개선	화장품 / 의약품	화장품	화장품	기능성화장품
퍼머넌트웨이브용 제품	화장품	화장품	의약부외품 (약용화장품)	화장품
피부미백제	OTC 화장품	화장품	의약부외품 (약용화장품)	기능성화장품

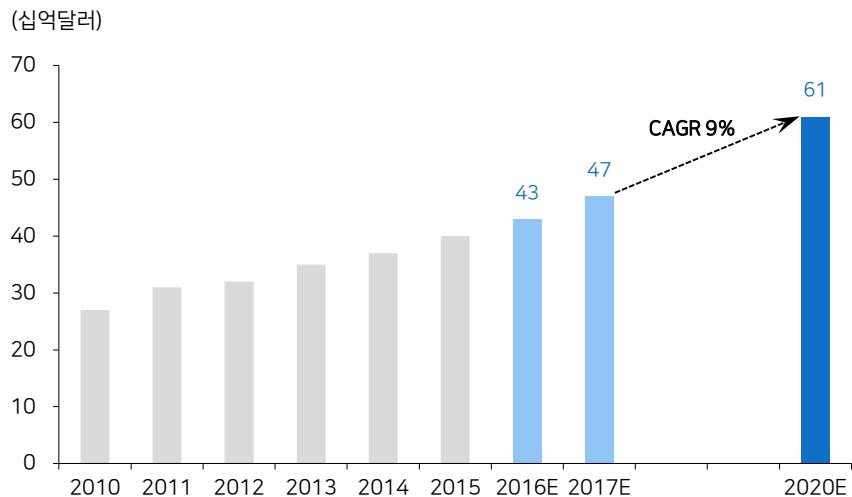
자료: 셀트리온스킨큐어, 메리츠중금증권 리서치센터

기능성 화장품 시장에 대한 글로벌 시장 수요 확대

전세계적으로 기능성 화장품 시장은 지속적인 성장 추세를 보이고 있음

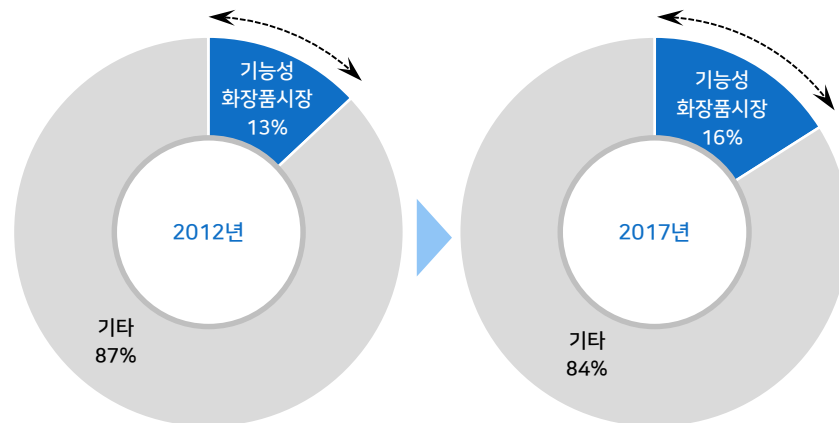
- 글로벌 화장품 시장에서 기능성 화장품이 차지하는 비중은 2012년 13%에서 2017년 16%까지 확대되며 지속적인 성장 추세를 보이고 있음
- 국내 기능성 화장품 시장 또한 연평균 17%의 높은 성장을 통해 빠르게 그 비중이 확대될 전망

기능성 화장품 글로벌 시장규모



자료: RNCOS, 메리츠증권증권 리서치센터

기능성 화장품 비중 변화



자료: RNCOS, 메리츠증권증권 리서치센터

국가별 기능성 화장품 트렌드

글로벌 기능성 화장품 시장 핵심 트렌드는 '안티에이징'과 '천연' 화장품임

- 전 세계적으로 개인 맞춤형 니즈 증가 (세분화된 피부타입 및 연령별 피부 니즈 존재)와 고령화 사회 진입에 따른 시대적 요구 증가
- 아시아보다 먼저 코스메슈티컬 및 기능성 화장품 시장이 발달한 유럽 화장품 시장의 경우 멀티기능 제품, 저가 제품, 약국 화장품, SNS 마케팅이 최신 트렌드로 자리잡고 있음

글로벌 화장품 시장 권역별 트렌드



자료: 셀트리온스킨큐어, 메리츠증권증권 리서치센터

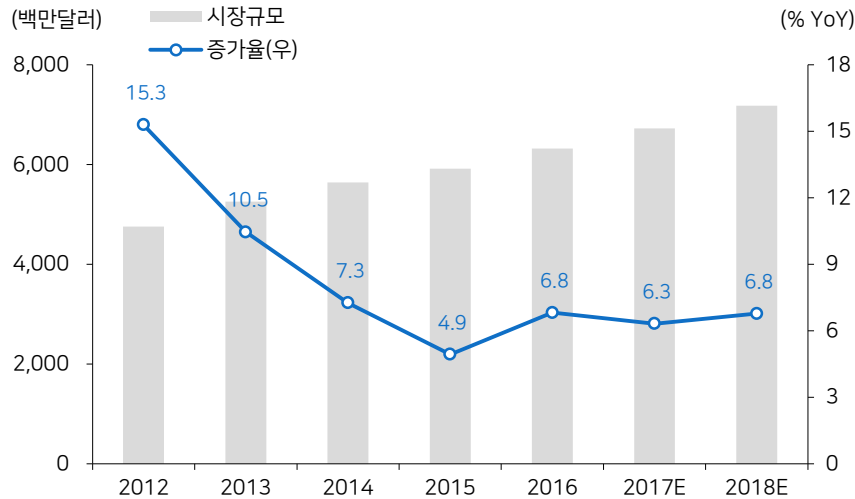
미국 기능성 (코스메슈티컬) 시장 현황

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

안티에이징, 미국 베이비부머 세대 수요가 큼

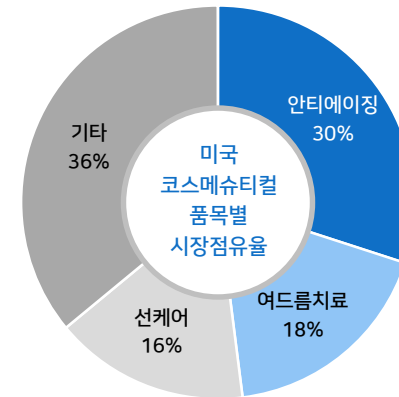
- 성분에 대한 관심, 천연 유기농 / 아토피 / 건성피부용 화장품이 미국 코스메슈티컬 시장의 신규 트렌드로 부각받고 있음
- 식물, 꽃, 과일을 원료로 한 자연주의 및 환경보호 화장품 인기
- 미국 코스메슈티컬 시장에서 안티에이징 제품군의 점유율이 가장 높음
- 미국의 주요 화장품 수입국은 프랑스, 캐나다, 중국을 이어 한국이 2017년 4위로 올라섬

최근 7년간 미국 코스메슈티컬 시장 규모



자료: Globalwindow, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 코스메슈티컬 품목별 시장 점유율



자료: Globalwindow, 메리츠증권증권 리서치센터

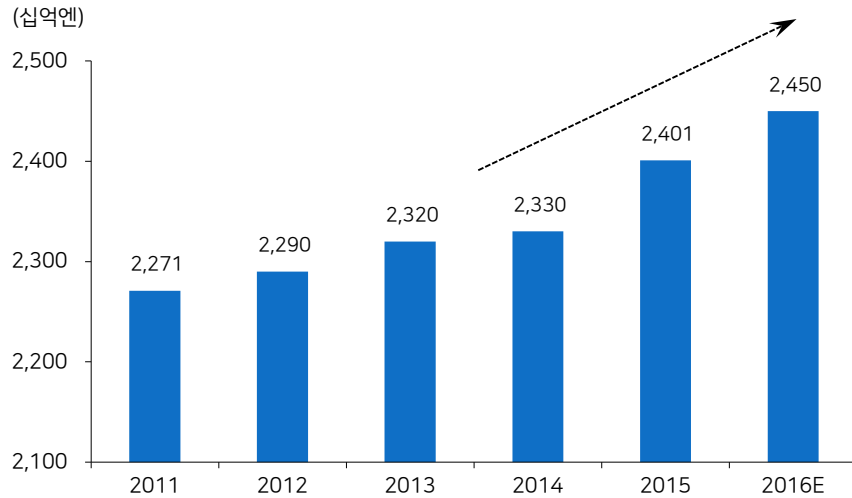
일본 기능성 (코스메슈티컬) 시장 현황

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

고령화 사회를 배경으로
안티에이징 / 미백 / 항노화
기능 제품이 크게 성장

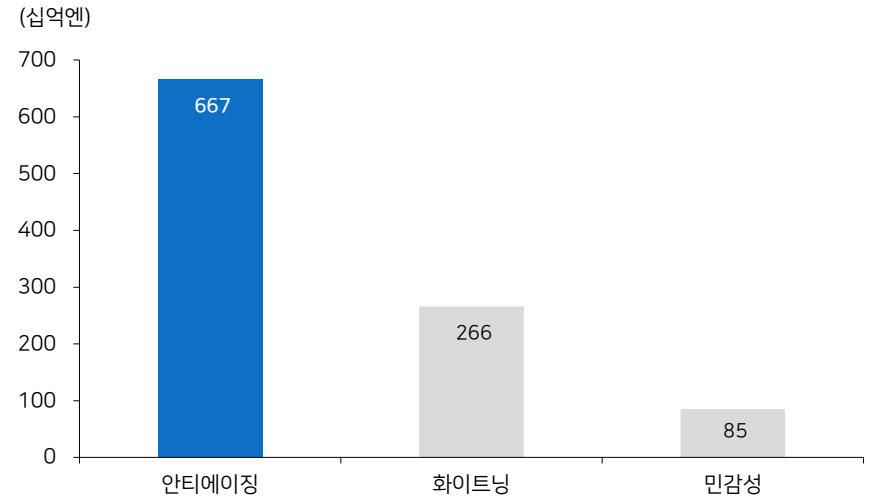
- 인구 고령화가 심각한 수준인 일본은 안티에이징에 대한 관심이 점점 더 높아지고 있음
- 일본 기능성 화장품 시장에서 안티에이징과 화이트닝이 가장 큰 시장이며 최근 스킨케어 중심으로 큰 폭으로 성장
- 일본 안티에이징 시장은 백화점과 드럭스토어를 중심으로 단카이세대 (1947~9년 출생한 세대)를 타겟으로 한 신규 브랜드 및 신제품 출시 활발

전체 일본 화장품 시장 규모



자료: 야노경제연구소, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 세부 기능성 화장품 시장 규모 추정 (2016년 기준)



자료: 후지경제, 메리츠증권증권 리서치센터

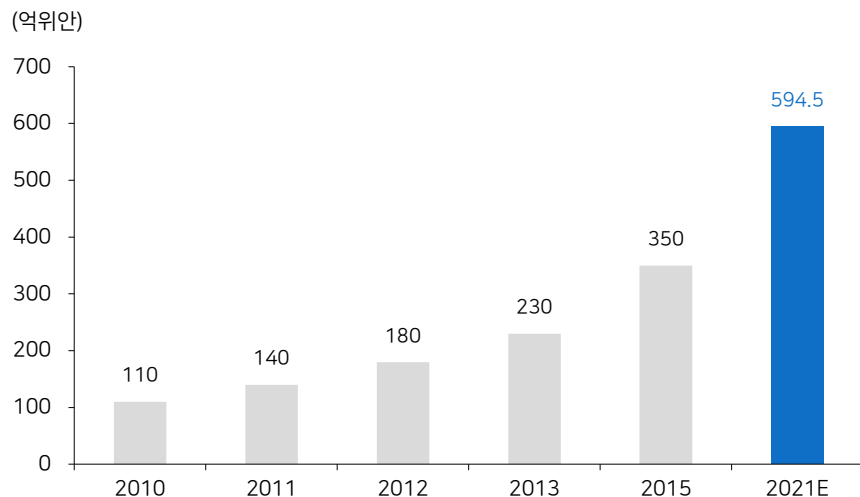
중국 코스메슈티컬 시장 현황

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

중국 코스메슈티컬 시장은 매우 빠른 성장 단계에 진입하였음

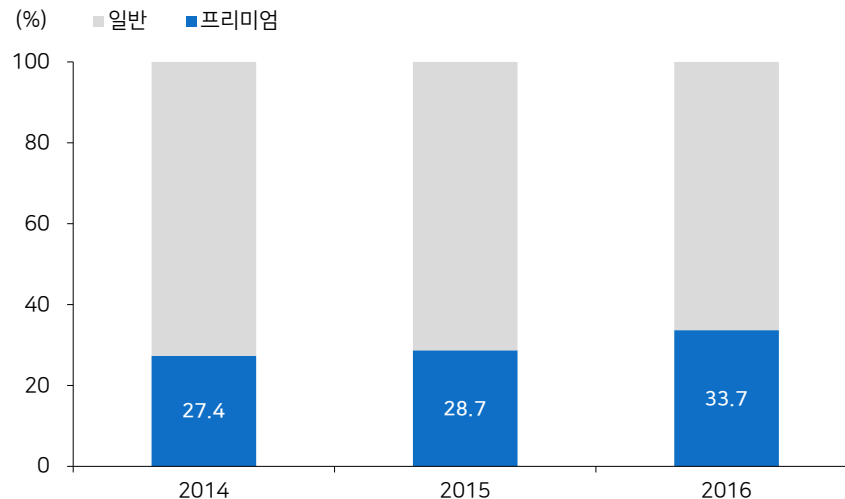
- 2015년 중국 코스메슈티컬 시장 규모는 2009년 대비 약 4배에 달하는 350억 위안으로 증가. 2021년까지 중국 코스메슈티컬 시장 규모는 2015년 대비 2배 늘어난 600억 위안 (원화 10조원)에 달할 것으로 전망
- 코스메슈티컬 품목 중 여드름 제거 제품이 주요 상품 및 시장 트렌드로 자리잡음. 여드름 제거 화장품 시장 규모는 2015년 61억 위안 (원화 1조원)에 달함
- 불량 화장품, 미용 제품의 피부 손상 사례가 잦아지면서 코스메슈티컬 제품에 대한 관심이 자연스럽게 증가하고 있음

중국 코스메슈티컬 시장 규모 현황



자료: 첸잔산업연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 프리미엄 및 일반 화장품 브랜드 검색 추세



자료: 첸잔산업연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 코스메슈티컬 브랜드 현황

중고가 중심, 왓슨 등 멀티 채널 내 더마 화장품 판매 존 확대

- 중국 코스메슈티컬 시장은 80% 이상이 해외 화장품 브랜드로 추정됨
- 주로 중고가 중심으로 왓슨 등 드럭스토어 내 더마 화장품 판매 존이 확대되고 있음
- 네오팜은 아토팜과 리얼베리어 제품의 중국 위생허가를 취득했으며, 2017년 9월 중국 유통 전문기업 킵그룹과 리얼베리어 브랜드 대한 유통계약을 체결하였음

중국 시장에 진출한 코스메슈티컬 브랜드

브랜드	국가	제품소개	가격대
VICHY	프랑스	▪ L'Oreal 제품으로 온천수 함유 ▪ 처음으로 중국에 런칭된 코스메슈티컬 제품	중고가
LA ROCHE-POSAY	프랑스	▪ L'Oreal 제품으로 온천수 함유 ▪ 노화방지 효과, 병원과 공동 개발	중고가
URIAGE	프랑스	▪ 피부약품회사 (Biorga) 제품, 알레르기 반응 X ▪ 약국과 화장품 판매점 동시 판매	중고가
AVENE	프랑스	▪ 제약회사 (Pierre Fabre)의 천연온천수 제품 ▪ '친환경제품' 특징 홍보	중고가
freeplus	일본	▪ Kanebo 그룹의 무자극 성분 제품 ▪ 개인 피부에 맞게 컨설팅	중가
DQ	일본	▪ Shiseido 제품	중고가
片仔	중국	▪ 중국 로컬브랜드로 약제 편자향 사용 ▪ 2009년 코스맥스와 합작하여 아시아 전용 라인 발매	중고가

자료: 셀트리온스킨큐어, 메리츠증권증권 리서치센터

코스메슈티컬로 자리매김한 국내외 브랜드

해외 브랜드의 경우 Water
성분의 차별성을 기반으로 국내
브랜드는 기능성을 부각할 수
있는 전문 채널을 통해 성장함

- 로레알의 VICHY 등은 Pure & Mild한 온천수 이미지를 바탕으로 미네랄 성분의 보습 지속력, 항염, 항산화 기능 강조
- 존슨앤존슨의 Avene 또한 칼슘과 마스네슘의 황금비율 (2:1) 기반으로 피부장벽 기능 강화
- 2015년 에스테로더가 인수한 국내 화장품 브랜드 Dr. Jart는 올리브영과 같은 H&B 스토어 채널을 통해 닥터와 치료의 이미지를 잘 살려줌
- 동국제약의 마데카크림은 제약사 화장품으로서 홈쇼핑 채널을 통해 기능성에 대한 소비자들의 기대치를 충족시켜 주었음

국내 코스메슈티컬 (더마코스메틱, 기능성화장품)으로 자리매김한 국내외 브랜드

		
		 Doctor Makes The Difference
		

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

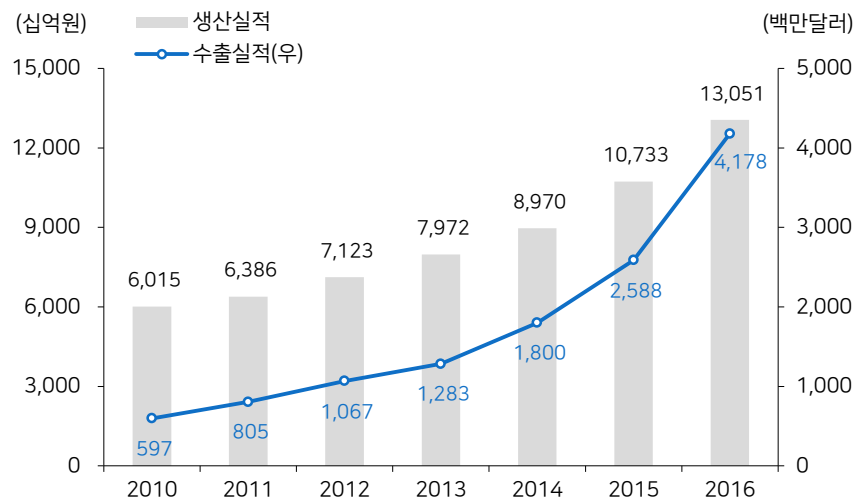
국내 기능성화장품 시장의 성장

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

기능성 화장품 생산금액
연간 4조원 이상, 전체
화장품 생산대비 34% 비중

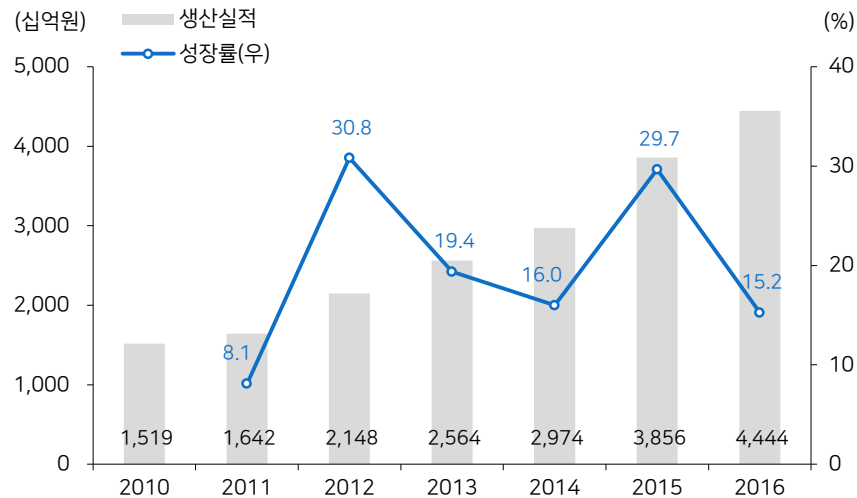
- 2016년 국내 화장품 생산실적은 13조 514억원으로 2015년 10조 7,328억원 보다 21.6% 증가하였으며 이같은 증가세는 지속적인 수출 증가와 수출 지역 다변화, 기능성 화장품 성장세, 다양한 아이디어 상품 부상 등에 기인함
- 기능성 화장품 생산실적은 2016년 4조 4,439억원으로 2015년보다 5,880억원 (+15.2% YoY) 증가. 기능성 화장품은 2011년 1조 6,418억원에서 2013년 2조 5,638억원, 2015년 3조 8,559억원으로 매년 큰 폭의 증가세를 보이고 있음

국내 화장품 생산실적 및 수출현황



자료: CMN, 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 기능성화장품 생산실적 및 성장률



자료: CMN, 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

기능성 화장품, 전세계에서 한국에만 있는 제도

기능성 화장품 규제 완화로 높은 성장 지속될 전망

- 식약처는 기능성 화장품 지속 성장 요인으로 식약처가 직접 심사, 품질에 대한 신뢰성을 높인 데다 기능성 입증 성분을 고시로 명문화해, 화장품 업체가 쉽게 기능성 화장품을 제품화할 수 있는 환경을 조성했기 때문으로 보고 있음. 실제 지난 2012년 기능성 화장품 고시 품목수가 38개에서 2013년 47개로 늘었고 2015년에는 55개로 증가하였음
- 여기에 지난 2016년 8월 화장품법 개정으로 기능성 화장품 범위가 미백, 주름개선, 자외선 차단에서 모발의 색상을 변화, 제거하거나 피부 건조, 갈라짐, 각질화 등을 방지, 개선하는데 도움을 주는 제품에 이르기까지 확대돼 국내 기능성 화장품 시장의 높은 성장은 지속될 전망

국내 기능성 천연화장품 정책 및 제도 개선 변화 (1)

일자	구분	주요내용
2008.04.03	기능성 화장품 심사 및 전 성분 표시 제도에 관한 일부 개정 고시	화장품 전 성분 표시제 시행(2008.10.18)에 따른 일부 화장품 성분의 명칭을 정비: 기능성 화장품 기준 및 시험방법, 기능성 화장품 등의 심사에 관한 규정, 사용기한 표시대상 화장품 지정, 자외선 차단 효과 측정방법 및 기준 지정, 화장품 원료 지정에 관한 규정
2008.08.25	기능성 화장품 등의 심사에 관한 규정 일부개정 고시	기능성 화장품 심사 규정의 효율화: 안정성·유효성이 확보된 기능성 화장품을 심사할 때 주성분 및 배합한도 지정원료의 명칭, 규격 등만을 작성·제출
2009.11.05	기능성 화장품 기준 및 시험방법	기능성 화장품(미백)의 성분 및 제형의 기준, 시험방법 신설
2009.11.06	기능성 화장품 등의 심사에 관한 규정	안정성 및 유효성의 자료 제출이 생략 가능한 기능성 화장품의 종류를 추가로 신설
2009.12.30	유기농 화장품 표시·광고 가이드라인	유기농 화장품 기준안 마련
2012.08.22	기능성 화장품 기준 및 시험방법 전부 개정고시	시험결과에 대한 최정판정 기준 명시, 계량 단위 기호 온도·PH 범위 지정 등
2013.06.26	기능성 화장품 등의 심사에 관한 규정 일부개정고시	"기능성 화장품 심사에 관한 규정"으로 제명 변경 기능성 화장품의 안정성·유효성 심사 면제 대상 조항 삭제
2014.12.24	유기농 화장품의 기준에 관한 규정 제정고시	유기농 화장품 용어 정리 및 기준 마련
2015.03.25	기능성 화장품 등의 심사에 관한 규정 일부개정고시	심사 시 인정되는 효력시점 자료의 범위 확대, 미생물허용 시험항목 삭제, 자외선 차단성분 1종 함량기준 변경
2015.03.25	기능성 화장품 기준 및 시험방법 일부개정고시	피부의 미백 및 주름개선에 도움을 주는 기능성화장품 일부 신설 및 정량법 개선, 중금속·메탄올 및 내용량 시험항목 삭제
2016.06.30	의약품 품목허가·신고·심사 규정 일부개정고시	기능성화장품에 사용되는 성분 중 안전성 자료 제출 면제 성분을 의약품 염모제와 탈모방지제의 첨가제로 사용하는 경우 안전성·유효성 심사 면제
2016.08.11	화장품법 시행규칙 일부 개정안 입법예고	△염모 △탈탈 · 탈색 △제모 △탈모방지 △모발 굵기 증가 등 5종이 의약품에서 기능성 화장품으로 전환. 아토피 등 건조함 개선의 효과가 있는 종류 기능성 화장품 범위에 추가.

자료: 식품의약품안전처, 생명공학정책연구센터, 메리츠증권 리서치센터

기능성 화장품 규제 완화로 시장 확대

기능성 화장품 규제 완화로 높은 성장 지속될 전망

- 타 업종의 화장품 진입 가속 (제약, 패션, 식품회사 등)
- 기능성 화장품에 최적화된 유통 채널의 성장 (H&B스토어, 온라인, 홈쇼핑 등)
- 기업간 협력, 인수 합병 증가

국내 기능성 천연화장품 정책 및 제도 개선 변화 [2]

일자	구분	주요 내용
2016.06.30	의약외품 품목허가·신고·심사 규정 일부개정고시	기능성화장품에 사용되는 성분 중 안전성 자료 제출 면제 성분을 의약외품 염모제와 탈모방지제의 첨가제로 사용하는 경우 안전성·유효성 심사 면제
2016.08.11	화장품법 시행규칙 일부 개정안 입법예고	△염모 △탈염 · 탈색 △제모 △탈모방지 △모발 굵기 증가 등 5종이 의약외품에서 기능성 화장품으로 전환. 아토피 등 건조함 개선의 효과가 있는 종류 기능성 화장품 범위에 추가.
2016.09.09	화장품법 시행규칙 개정안	기능성화장품 범위 확대, 상위 화장품법 개정에 따른 시행규칙 개정안 발표, 사용시 주의사항 개정, 제품에 적합하지 않은 문구 등 사용시 주의사항 문구 조정, 제조판매관리자의 자격기준 확대, 화장품 관련학과 및 이공계로 확대
2017.01.12	화장품법 시행규칙 개정	기능성화장품 범위 확대, 상위 화장품법 개정에 따른 시행규칙 개정 확정
2017.07.27	맞춤화장품 정의 및 맞춤형화장품판매업 신설	맞춤형화장품을 제조 또는 수입된 화장품의 내용물에 다른 화장품의 내용물이나 식품의약품안전처장이 정하는 원료를 추가/혼합한 화장품과 제조 또는 수입된 화장품의 내용물을 소분한 화장품으로 정의하고, 맞춤형화장품을 판매하는 영업을 맞춤형화장품판매업으로 신설
	천연화장품, 유기농 화장품 인증제도 도입	천연화장품 또는 유기농 화장품 인증제도 신설
	소비자 화장품 안전관리 감시원 도입	해당 단체의 장이 추천한 사람이나, 화장품 안전관리 지식이 있는 사람을 "소비자화장품안전관리감시원"으로 위촉하여 출입, 검사, 질문, 수거업무를 하도록 함
	화장품 영업의 종류	1) 화장품 제조업, 2) 화장품 책임판매업, 3) 맞춤형화장품판매업으로 분류

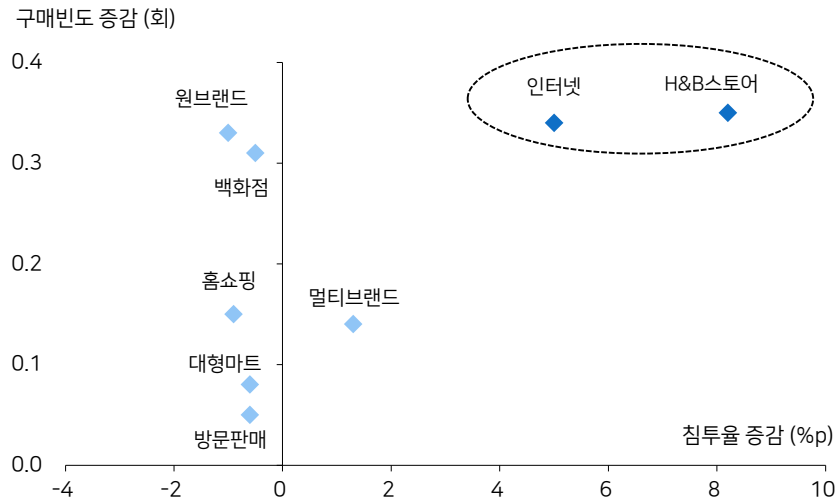
자료: 식품의약품안전처, 생명공학정책연구센터, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 코스메슈티컬 제품 판매 채널의 다양화

과거 약국 중심에서 홈쇼핑, 드럭스토어, 온라인쇼핑몰 등으로 판매 채널 확대

- 과거 약국에 국한됐던 유통을 홈쇼핑과 CJ올리브영 등의 드럭스토어 (헬스&뷰티숍), 온라인 쇼핑몰로 확대하면서 코스메슈티컬 브랜드들의 소비자 접점이 넓어짐
- 자신에게 맞는 제품을 스스로 찾는 스마트 컨슈머가 크게 늘면서 제품을 경험할 기회를 제공하는 것이 중요해짐. 이에 맞게 CJ올리브영은 다양한 제품을 한자리에서 체험하고 구매할 수 있도록 하는 멀티숍 전략을 통해 높은 성장을 이어가고 있음

채널별 침투율 증감 vs. 구매빈도 증감



자료: 칸타월드패널(선물제외), 메리츠종합증권 리서치센터

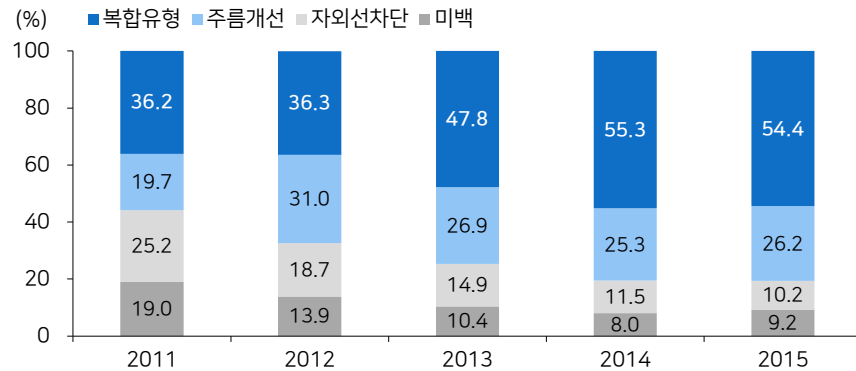
국내 코스메슈티컬 제품의 예 (2014년 기준)

판매사	판매채널	메디컬:뷰티 (추정)	유명제품
씨에이팜	온라인	8:2	마더스, 화이트마크, 레볼루션
라로슈포제	피부과, 대학병원	9:1	에빠글라
피지오겔	병원, 약국, 마트, 백화점, 온라인	6:4	피이조겔 크림
이지듀	피부과	6:4	이지듀 EGF 레퍼어 커트를
Dr. Jart	피부과, 백화점, 드럭스토어, 면세점	2:8	V7 비타 레이저
CNP	백화점, 드럭스토어, 면세점	5:5	CNP 화리트 필
고운세상	피부과	6:4	브라이트닝 밤 SPA 30 PA++

자료: 각 사, 메리츠종합증권 리서치센터

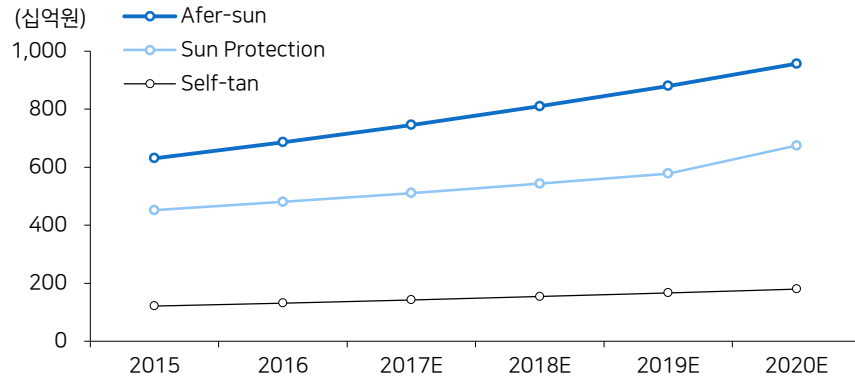
기능성 화장품 세부 시장별 규모 추이

기능성 화장품 세부 품목별 비중 추이



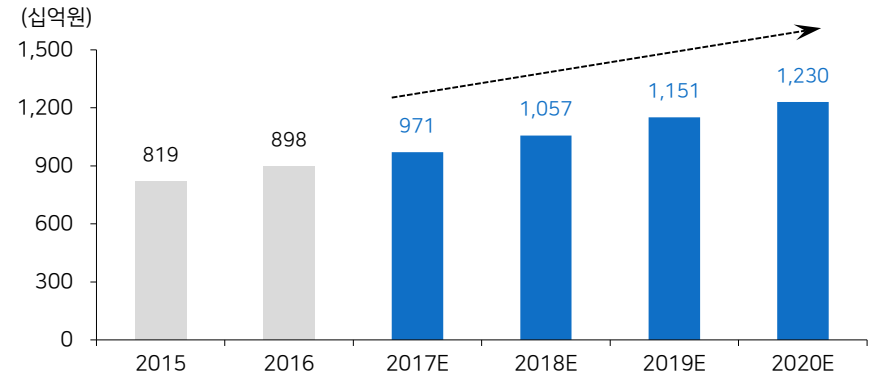
자료: 브랜드콘랩, 메리츠증권증권 리서치센터

자외선차단 화장품의 국내 시장규모 및 전망



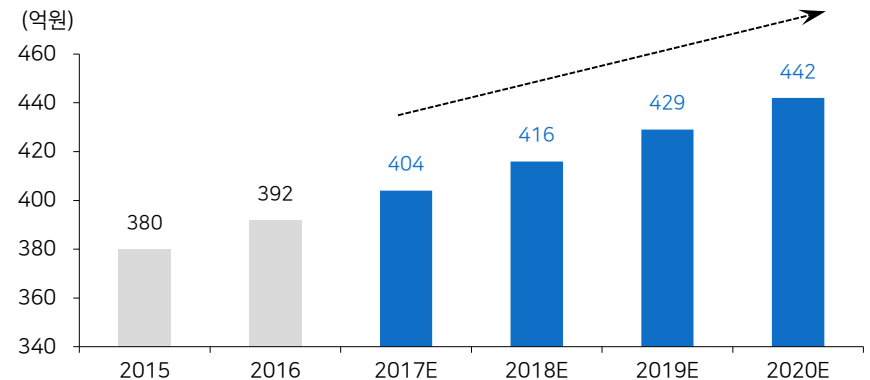
자료: 브랜드콘랩, 메리츠증권증권 리서치센터

주름개선 화장품의 국내 시장규모 및 전망



자료: 브랜드콘랩, 메리츠증권증권 리서치센터

아토피화장품의 국내 시장규모 및 전망



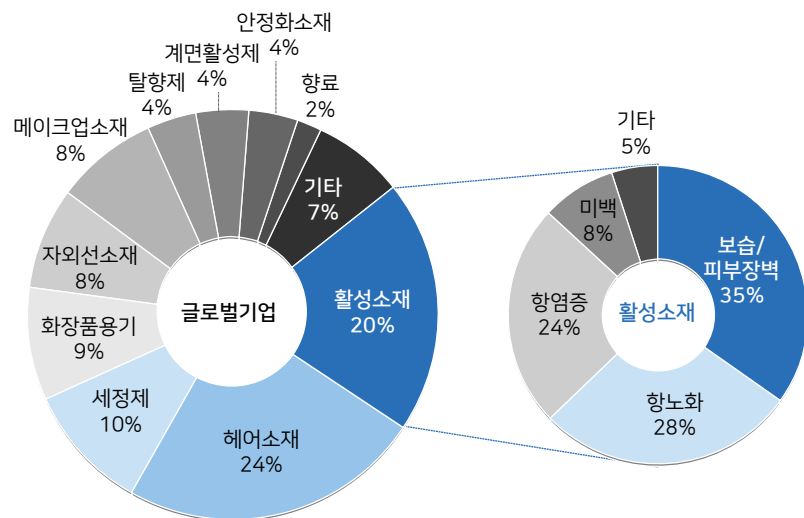
자료: 브랜드콘랩, 메리츠증권증권 리서치센터

화장품 기업의 기술별 특허 분석 비교

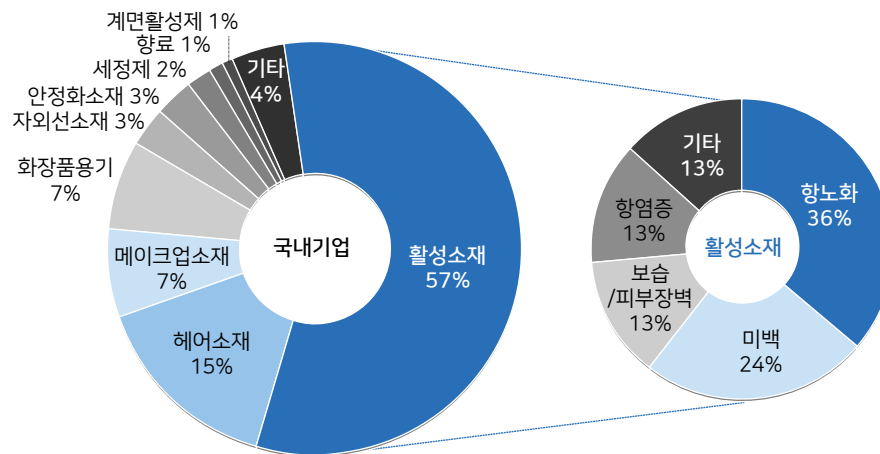
화장품 R&D의 주요 분야, 실질적 효능 소재에 집중

- 국내 화장품 기업, 기초 기능성 화장품 분야에서 차별화된 소재 특허 기술 확보
- 특히 항노화와 미백 부분에서 강점을 가지고 있음
- 따라서 향후 화장품 시장 내 기술적 혁신과 브랜드 차별화는 더욱 중요해질 것으로 판단됨

글로벌 기업



국내 기업



자료: 글로벌코스메틱연구개발사업단, 메리츠중금증권 리서치센터

자료: 글로벌코스메틱연구개발사업단, 메리츠중금증권 리서치센터

Part III

Globalization of Korean Facial Aesthetics

세계 안면미용 시장에 침투하는 국내 기업



제약/바이오
Analyst **이태영**
02. 6098-6658
taeyoung.lee@meritz.co.kr



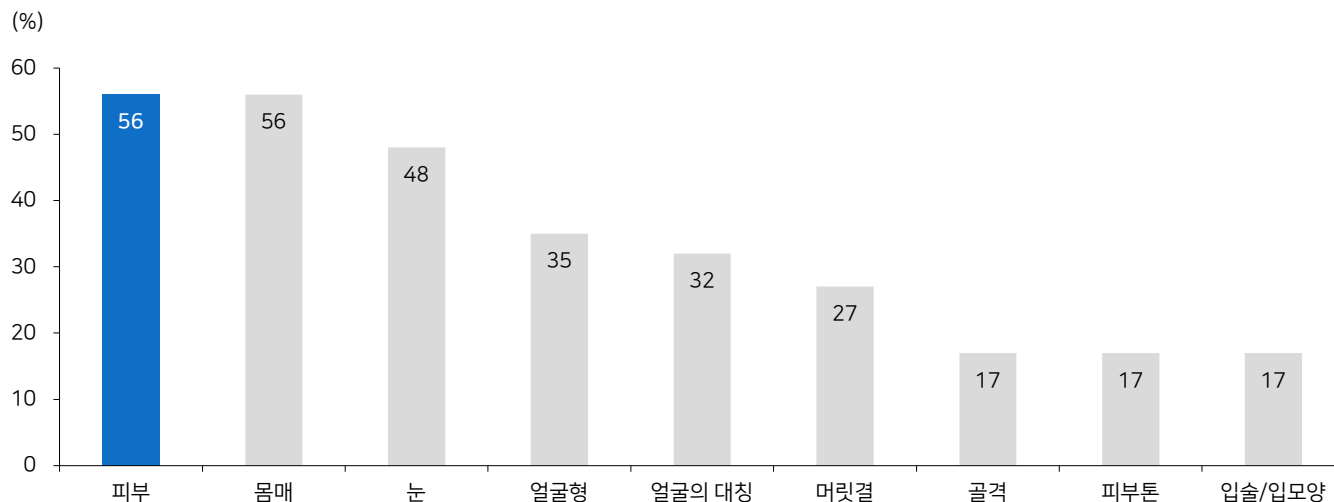
무엇이 여성을 아름답고 싶게 하는가?

자기만족을 위해 외모에 신경
쓰는 여성 = 74%

중요한 아름다움의 요소 = 피부

- 전 세계 16개국 7,700명의 '미적인 인식(aesthetically aware)'이 높은 여성 대상 설문 결과
- 조사대상의 74%는 우선적으로 자기만족을 위해 외면에 신경 씬. 파트너(37%), 친구(15%)는 후 순위
- 아름다움은 더 이상 어려 보이기 위한 것이 아닌 자신에게 만족스러운 나를 만드는 것
- 미용 치료(Aesthetic treatment)를 시도하는 여성의 42%는 그 목적이 자신감 때문이라 밝힘
- 외면의 아름다움(Outer beauty)을 결정짓는 주요 요소는 피부(56%)와 몸매(56%)가 가장 높은 우선순위

여성 외면의 아름다움을 결정짓는 주요 요소



자료: Allergan, 메리츠증권증권 리서치센터

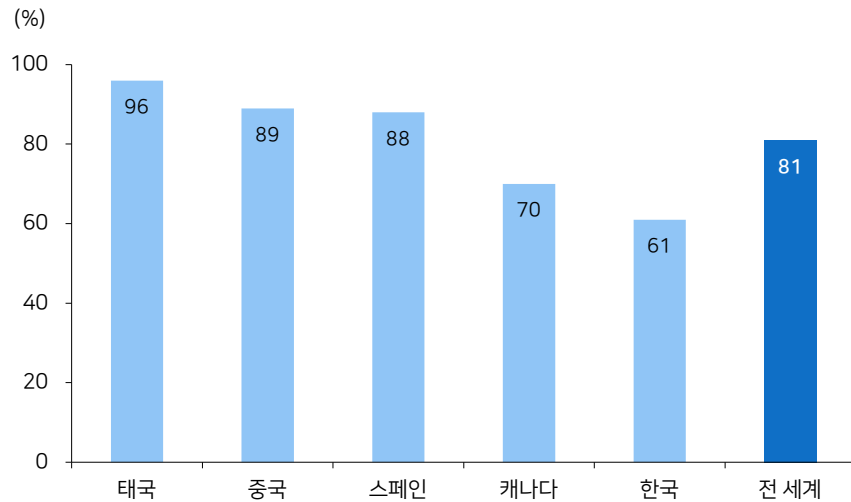
Facial skincare에 사용하는 월 평균 지출 45,500원

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

중국, 한국의 여성들은 전 세계
평균 대비 많은 비용을 지출

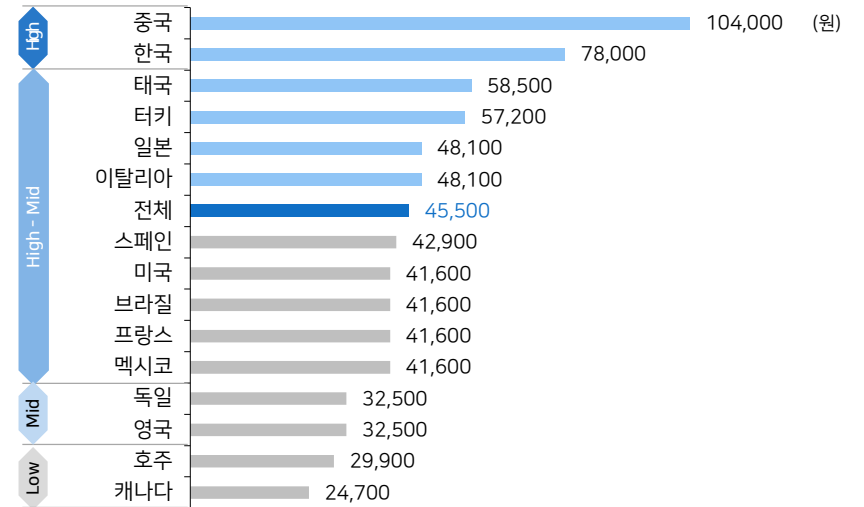
- 얼굴 피부관리에 한정할 경우 전세계 81%의 여성이 주기적인 얼굴 피부관리 방식(regular facial skincare routine)을 사용하고 있음
- 중국, 한국 여성들의 월평균 지출액은 각각 104,000원, 78,000원으로 높은 축에 속해있음
- 전 세계 평균 월 45,500원의 비용을 얼굴 피부 관리에 지출함

주기적인 피부관리 방식을 사용하고 있는 여성



자료: Allergan, 메리츠증권증권 리서치센터

미용에 사용되는 월 평균 지출



자료: Allergan, 메리츠증권증권 리서치센터

걱정의 중심, 얼굴

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

눈가와 턱이 주요 걱정 부위

- 처진 눈과 다크써클은 자신감을 떨어트리며, 생기있는 안색을 방해하는 주요 요소로 인식
- 23%의 여성은 원하는 외모를 만들기 위해 눈 밑의 전체적인 개선을 심각하게 고려해 본 적 있음
- 이중 턱 역시 자신감을 떨어트리며, 나이 들어 보이게 만드는 주요 요소

걱정되는, 개선하고 싶은, 혹은 바꾸고 싶은 얼굴 부위

걱정되는 얼굴 부위		개선하고 싶은 얼굴 부위	
 66% 의 여성은 눈두덩이가 가장 큰 고민	 60% 의 여성은 이중턱이 가장 큰 고민	 33% 의 여성이 눈을 개선시키고 싶은 부위로 선택	 30% 의 여성이 코를 개선시키고 싶은 부위로 선택
바꾸고 싶은 얼굴 부위			
 23% 의 여성은 그녀들이 원하는 모습을 위해 눈 아래 부위에 대한 개선 혹은 변화를 심각하게 고민해 보았음		 47% 의 여성은 덜 피곤해 보이기 위한 치료를 고민해 보았음	

자료: Allergan, 메리츠증권 리서치센터

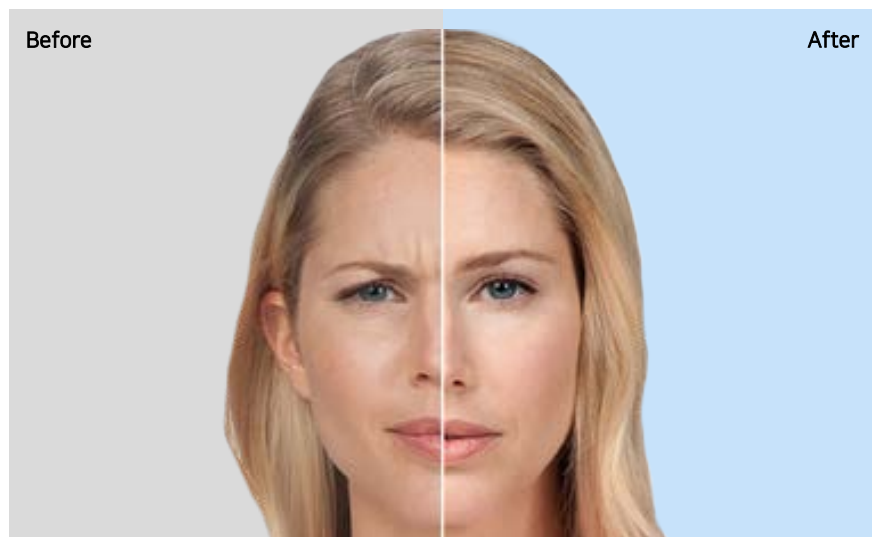
주사 치료에 대한 인식 변화

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

응답자의 57%가
자연스럽다고 생각

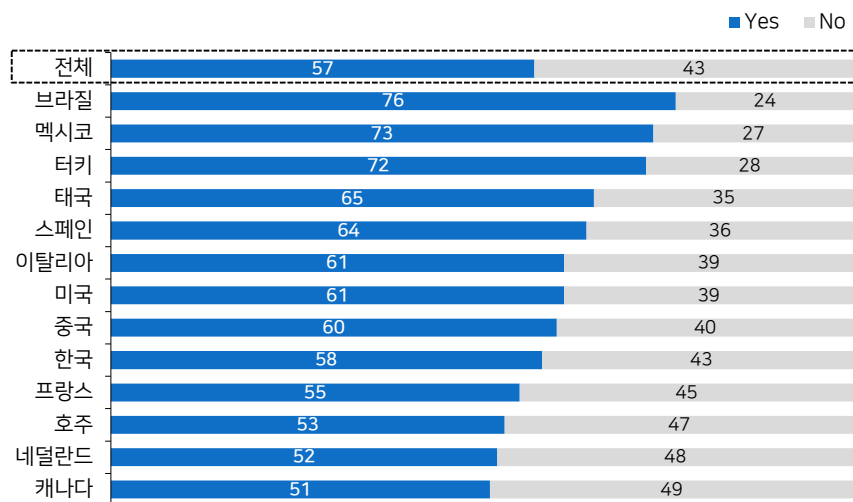
- 응답자의 65%는 얼굴 필러에 대한 사회적인 인식이 지난 5 년 전에 비해 나아 졌다는 것에 동의
- 주사 치료(Injectable treatments)의 자연스러움에 대한 질문에 브라질(76%), 멕시코(73%), 터키(72%) 등 의 국가에서 70%이상의 여성들이 자연스럽다고 대답함
- 전 세계 평균 57%의 여성이 자연스럽다고 생각

중등도 - 심각한 찡그리기 주름환자에 대한 치료 결과



자료: Allergan, 메리츠중금증권 리서치센터

주사 치료제가 자연스럽다고 생각하는가?



자료: Allergan, 메리츠중금증권 리서치센터

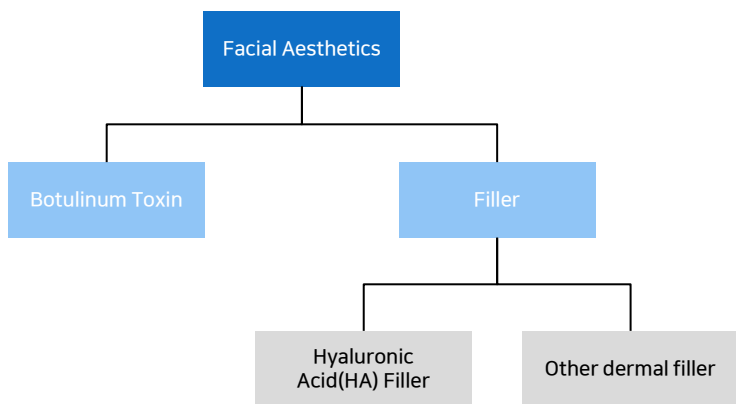
Aesthetic treatment(미용 치료)의 핵심, Facial aesthetic

보툴리눔 독신 = 근육이완

HA 필러 = 탄력, 볼륨감

- 안면미용(Facial aesthetic)은 주름 또는 함몰 증상 치료에 이용되는 보툴리눔 독신과 필러 등으로 구성
- 보툴리눔 독신은 보툴리눔 세균이 만드는 단백질로 근육 수축을 일으키는 신경전달물질의 분비를 억제하여 주름살을 만드는 근육을 일시적으로 마비 시킴
- 히알루론산 필러는 복합 다당체로 구성되어 피부 진피층의 엘라스틴, 콜라겐과 결합해 피부에 탄력과 볼륨감 형성
- 시술 효과가 일시적이기 때문에 치료 효과를 유지하기 위해 반복적으로 시술 받아야 함

안면미용 산업의 범위



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

안면미용 관련 시술의 특징

구분	적용부위	시술시간	치료횟수	회복시간
Autologous fat (자가지방)	입술 주름, 이마 주름, 안면 윤곽 교정, 어명이, 기타 신체 부위	1시간~4시간	다양함	1일~14일
Botulinum Toxin	미간 주름, 외안각 주름	30분	4, 6개월 마다	즉시
Calcium Hydroxylapatite	팔자 주름, 미간 주름, 외안각 주름, 입술	1시간 이내	2년마다	즉시
Hyaluronic Acid	팔자 주름, 이마 주름, 미소선, 입술	1시간 이내	4개월에서 1년	즉시
Poly-L-Lactic Acid	뺨, 관자놀이, 턱선, 볼륨 상실, 얼굴 지방	1시간 이내	2, 3년 마다	최소 시간

자료: GBI Research(2014), 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 안면미용 시장 현황

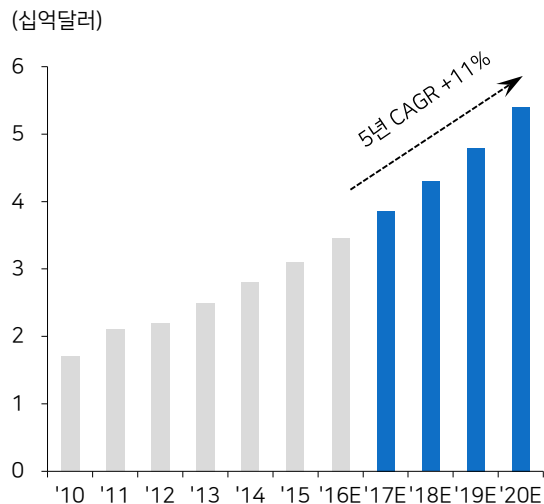
MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

보툴리눔 독신 점유율 57.7%

미국 점유율 21.7%

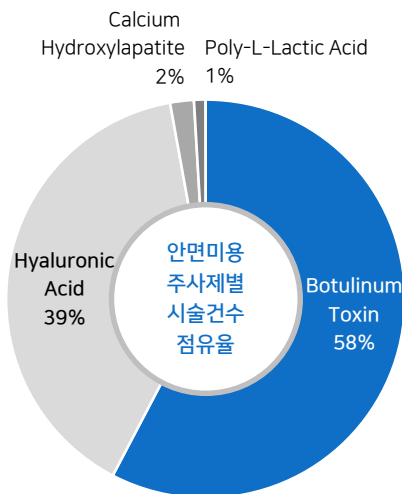
- '13년 25억 달러 규모였던 글로벌 안면미용 시장은 '20년까지 11%의 연평균성장률을 기록하며 54억 달러까지 성장할 전망
- 국제미용성형수술학회(International Society of Aesthetic Plastic Surgery; ISAPS)에 따르면 2016년 전세계 주사치료 시술 건수는 855만건에 달하며, 이중 Botulinum toxin을 이용한 경우는 57.7%, HA filler를 이용한 경우는 39.5%
- 국가별로는 미국이 186만건(21.7%)으로 가장 많은 시술을 시행

글로벌 안면미용 시장규모 추이 및 전망



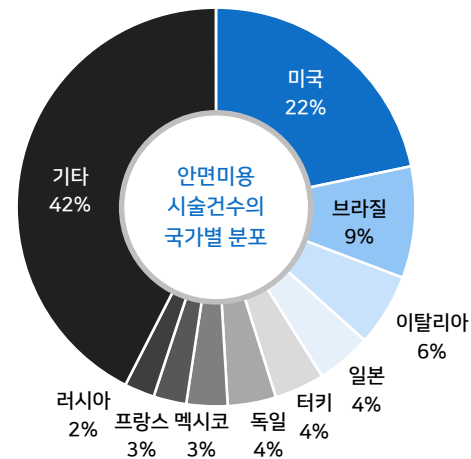
자료: GBI Research(2014), 메리츠증권증권 리서치센터

안면미용 주사제별 시술건수 점유율



자료: ISAPS(2016), 메리츠증권증권 리서치센터

안면미용 시술건수의 국가별 분포



자료: ISAPS(2016), 메리츠증권증권 리서치센터

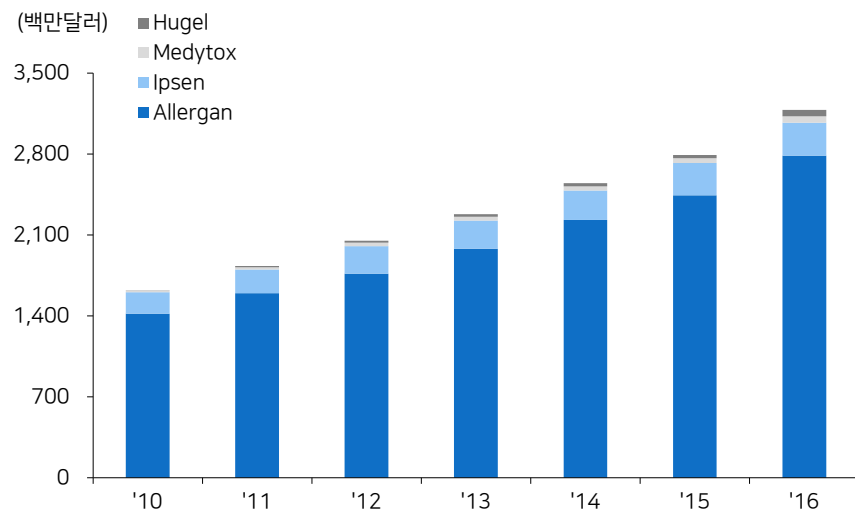
글로벌 보툴리눔 독신 시장 동향

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

Botox의 점유율을 빼앗기 위한 전쟁 중

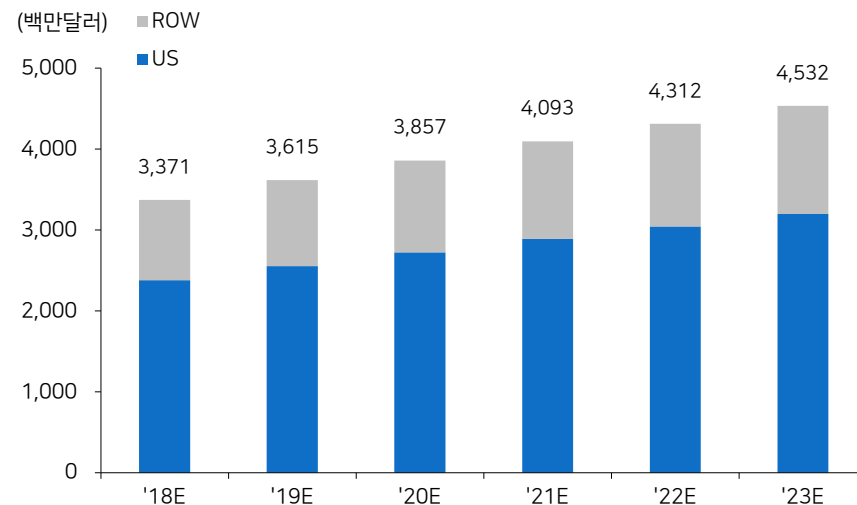
- 전 세계 보툴리눔 독신 시장은 Allergan의 Botox가 70% 이상의 점유율을 차지
- 그 외 Ipsen(Dysport), Merz(Xeomin), Solstice Neurosciences(Myobloc), 휴젤(Botulax), 메디톡스(Meditoxin), 대웅제약(Nabota), 휴온스(Hutox) 등이 시판 혹은 수출 중
- 보툴리눔 독신은 현재 특허가 없어 이론적으로 어느 제약사나 제조 및 판매 가능
- 그러나 생산균주를 구하기 쉽지 않아 진입장벽 존재
- 허가가 용이하거나 허가 없이 판매 가능한 이머징 마켓의 경우 경쟁이 치열한 반면, 미국, 유럽 등 선진시장은 경쟁이 치열하지 않은 상황

주요 업체별 보툴리눔 독신 매출액 추이



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

Botox(Allergan)의 지역별 매출액 전망



자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

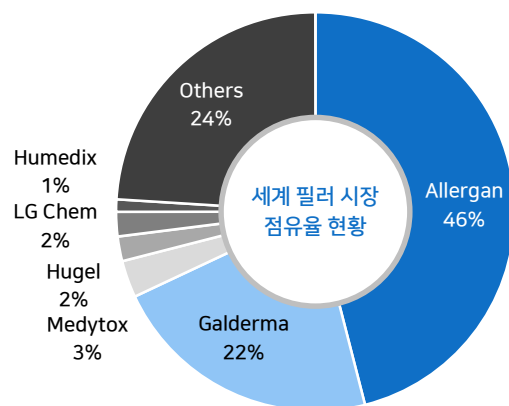
글로벌 필러 시장 동향

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

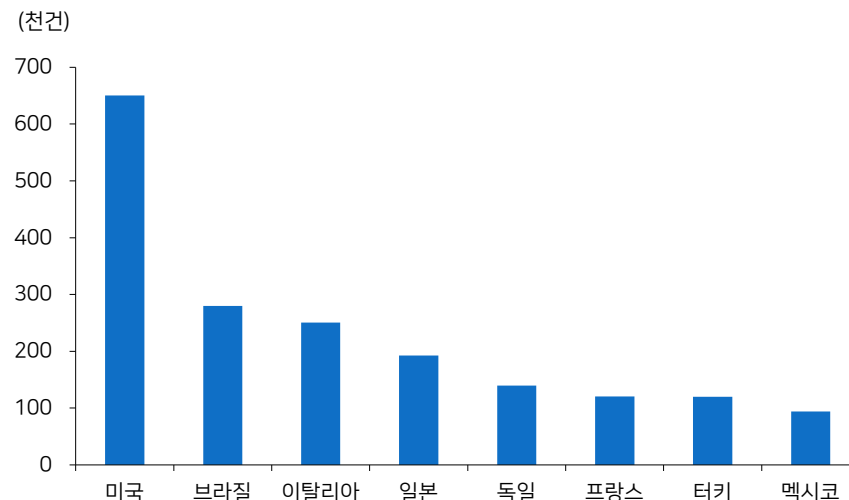
성장성은 좋으나
진입 장벽 낮음

- 전 세계 HA 필러 시장은 '13년 10억 달러에서 '20년 23억 달러 규모로 연평균 12% 성장 전망
- 국내 허가 제품 용량별로 100개 이상, 글로벌 시장 역시 유사
- 유지기간, 점도 및 탄력성에 대한 차별화 포인트 존재하지만 경쟁 치열
- 경쟁 심화에 따른 시술가격 하락에 따라 수요가 빠르게 증가해 시장 지속 성장 예상

세계 필러 시장 점유율 현황



국가별 HA 필러 시술 건수



자료: GBI Research, 메리츠증권증권 리서치센터

자료: ISAPS(2016), 메리츠증권증권 리서치센터

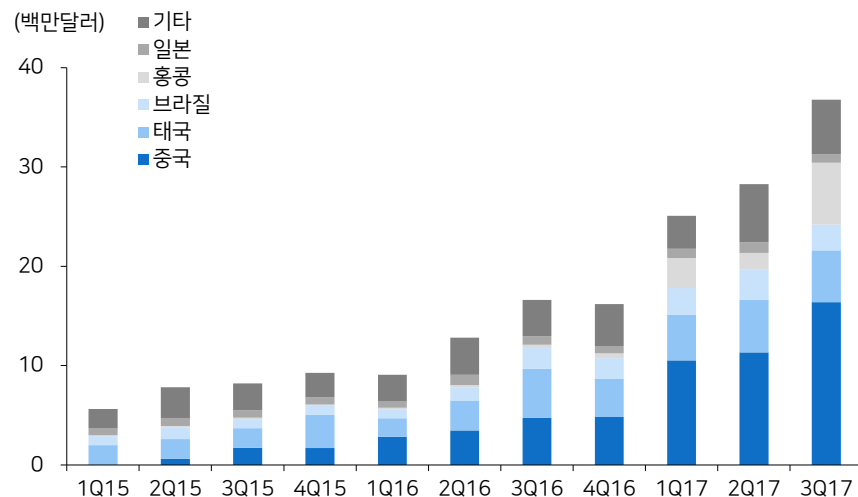
글로벌 시장에 도전중인 국내 기업

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

수출 물량 확대 지속

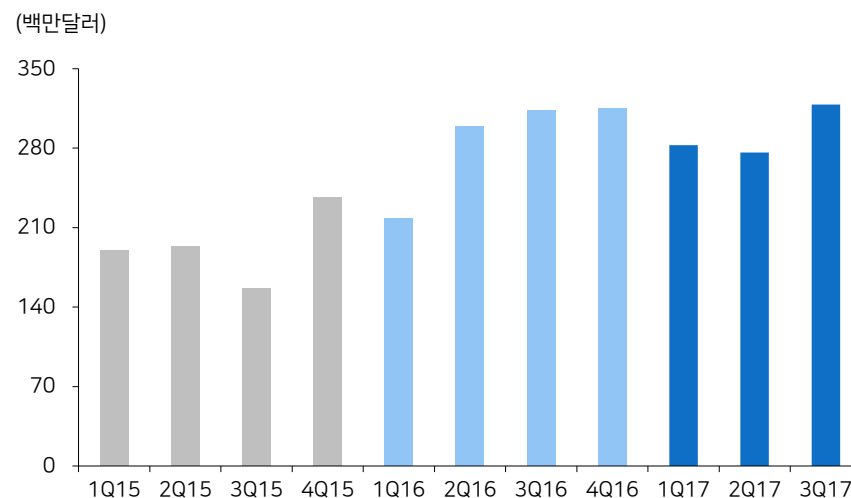
- '15년 분기 약 1,000만달러 규모에 불과했던 보틀리눔 독신 수출 물량은 매 분기 폭발적으로 성장하여 '17년 3분기 3,700만달러 수준으로 확대
- 3Q17누적 기준 통관 금액은 이미 '16년 통관 총액을 +64.8% 상회
- HA 필러를 포함하고 있다고 추정되는 HS Code(3304.99.9000)의 통관 물량은 다소 성장세가 꺾이는 모습이나, 국내 업체들의 허가 국가 확대에 따라 점진적으로 증가 전망

보틀리눔 독신(추정) 통관 금액 추이



자료: TRASS, 메리츠증권증권 리서치센터

HA 필러(추정) 통관 금액 추이



자료: TRASS, 메리츠증권증권 리서치센터

2018년은 선진 시장 진출의 해

대웅제약의 나보타를 시작으로 선진시장 진출 예정

- 현재 국내 업체간 가장 경쟁이 치열한 국가는 미국으로 대웅제약의 파트너사인 Alphaeon이 지난 '17년 7월 허가 신청. 내년 3분기 허가 획득 후 출시될 예정으로 가장 빠른 진행 단계를 보임
- 그 뒤를 휴젤의 Botulax가 뒤쫓고 있는 상황으로 '17년 말 미국과 유럽 임상을 마친 뒤 내년 상반기 중 허가 신청하여 '19년 상반기 출시 계획
- 중국 시장의 경우 메디톡스의 Neuronox가 임상 3상을 완료하고 허가 신청만을 남겨놓은 상태
- 2018년 대웅제약의 나보타의 유럽, 미국 시장 진출을 시작으로 휴젤의 보툴렉스, 메디톡스의 뉴로녹스가 차례로 글로벌 선진 시장에 진입할 전망

미국, 유럽, 중국 시장 임상 진행 현황 및 예상 개발 일정

			17 4Q	18 1Q	2Q	3Q	4Q	19 1Q	2Q	3Q	4Q	20 1Q	2Q	3Q	4Q
US	대웅제약	Nabota	Alphaeon	허가 진행			허가								
	휴젤	Botulax	Croma	3상 완료		허가 신청			허가						
	Revnace	RT002				3상 완료		허가 신청				허가			
	메디톡스	Innotox	Allergan		3상 시작						3상 완료		허가 신청		
EU	대웅제약	Nabota	Alphaeon	허가 진행		허가									
	휴젤	Botulax	Stada	3상 완료	허가 신청		허가								
CN	메디톡스	Neuronox	Bloomage		허가 신청				허가						
	휴젤	Botulax	Sihuan			3상 완료	허가 신청				허가				

자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

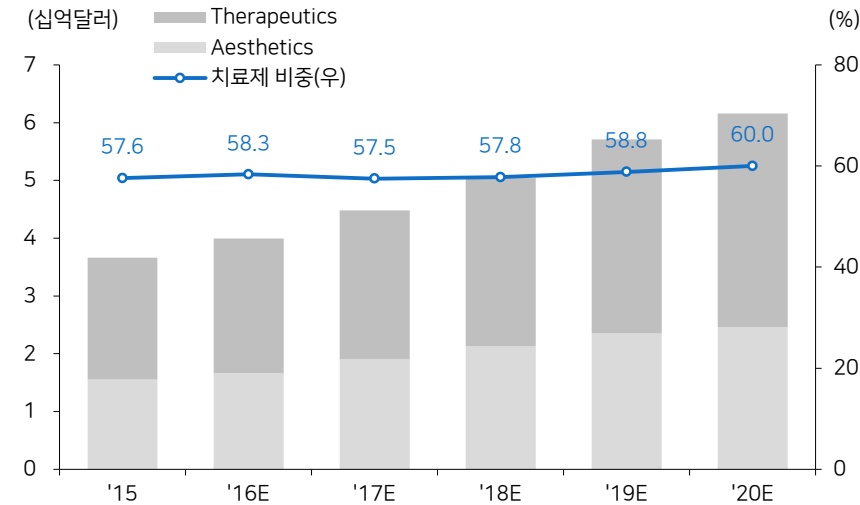
치료 적응증 확대하면 추가 성장 가능

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

치료제로써의 매출 비중 60%에 육박

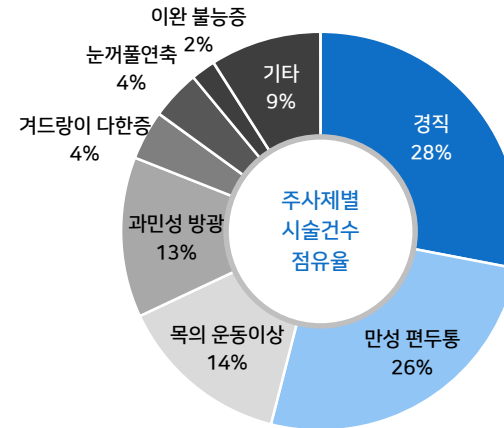
- 보툴리눔 독신은 신경전달물질의 신호를 차단시키는 그 특성상 경직, 만성 편두통, 목의 운동이상, 과민성 방광 등 여러 가지 치료목적 용도로 사용되고 있음
- '18년 글로벌 50억달러에 이를 것으로 전망인 시장의 약 60%는 치료제로써의 사용에 의함
- 현재 대부분의 보툴리눔 독신은 목의 운동이상이나 미용 목적인 미간 주름에 대한 임상 3상 진행하여 허가 받고 있는 상황으로, 경직, 만성 편두통 등 추가적인 성장 잠재력 높은 시장 보유

보툴리눔 독신 치료/에스테틱 시장 규모 전망



자료: Ipsen, Daedal Research, 메리츠증권증권 리서치센터

보툴리눔 독신 치료제 시장



자료: Ipsen, Daedal Research, 메리츠증권증권 리서치센터

Appendix

Pharmaceutical CMO

국내 의약품 위탁생산시장 현황



제약/바이오

Analyst **이태영**

02. 6098-6658

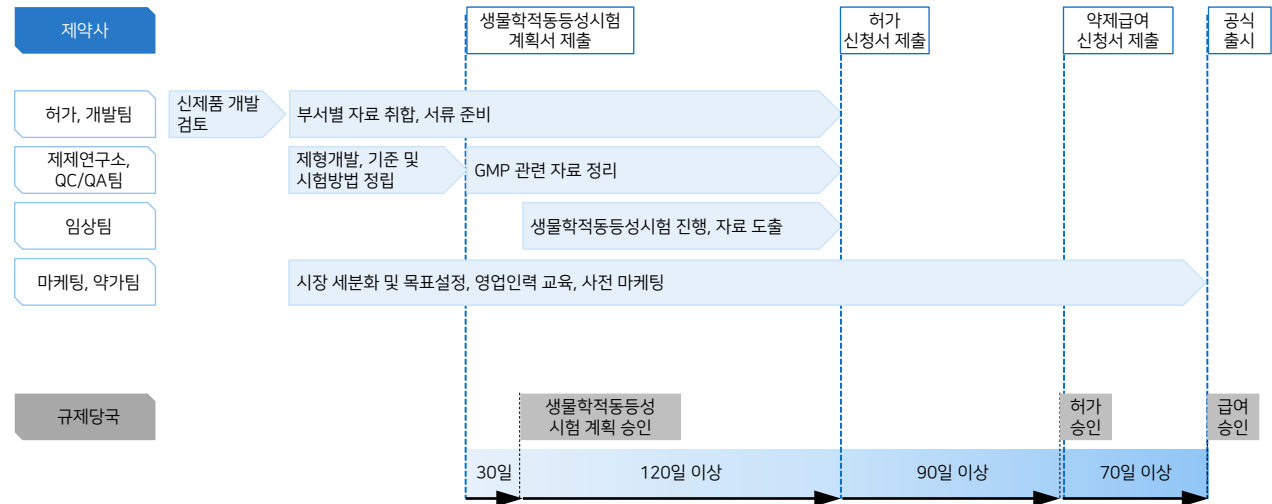
taeyoung.lee@meritz.co.kr

제네릭 의약품이 시판 되기 까지

영세제약사 자체 품목 확대 제한적 → CMO에 의존

- 제네릭 의약품은 품목허가를 위해 1) 안전성, 유효성에 관한 자료, 2) QC/QA를 위한 분석 기법 등의 자료, 3) 원료의약품과 완제의약품의 제조, 생산, 품질관리 자료 등이 필요
- 제네릭은 상대적으로 개발하기 용이하다는 인식 있지만, 영세 제약사들은 다양한 제품 출시 어려움
- KGMP 시설 구축 및 유지/관리, 생동시험 수행 등 점차 규제당국의 요구 수준이 높아지고 있기 때문

의약품 품목 허가를 위한 제약사의 부서별 업무 흐름도



주: 허가 단계를 단순화한 모식으로 실제 개발 과정과 다를 수 있음
자료: 메리츠총금증권 리서치센터

규제 개혁에 따라 저비용으로 빠르게 제네릭 출시 가능

대규모 설비 투자 없이
다양한 품목 허가 가능

- 일괄 약가인하 제도로 인해 시장에 늦게 출시해도 동일한 가격 보장 받음
- 생동 1회당 3개 품목 허용 → 제한 폐지에 따라 이론적으로 1번의 생동으로 무제한 품목 허가 가능
- GMP 적합 판정서 발급 → 인증된 공장에서는 시생산, 식약처 실사 없이 빠른 출시 가능

제네릭 관련 제도 변화와 그 에 따른 기대 효과

	전	후
'11.11	<공동(위탁)생동 제한> 동일 공장 생산 제네릭의 경우 생동성시험은 2개사 까지만 함께 진행 (한번의 생동성시험으로 최대 3개 품목만 허가)	<공동(위탁)생동 제한 폐지> 한번의 생동성시험으로 무제한(이론적으로) 허가 가능
효과	불필요한 생동시험(일반적으로 수천만원~수억원의 비용 발생) 실시 필요 없어짐 공동생동시험 활성화에 따라 신제품 개발 비용, 기간 단축	
'12.01	<계단식 약가> 특허 만료 후 오리지널 약가는 만료전 약가 대비 80% 적용 제네릭의 경우 5번째 까지는 68%, 이후에는 품목당 10%씩 할인 적용	<오리지널-제네릭 일괄 약가 적용> 특허 만료 후 1년간 이전 약가 대비 - 오리지널: 70%, 제네릭: 59.5% 특허 만료 1년 이후 - 오리지널, 제네릭 모두 53.6%로 고정
'12.04	기존 허가 의약품은 적용대상 제외	기존 허가 의약품까지 확대하여 일괄 약가인하 단행
효과	오리지널과 제네릭 간의 약가 차이 없어짐. 오리지널 의약품의 경쟁력 강화, 제네릭 의약품의 경쟁력 약화 개발사의 전략적 선택에 따라 시점에 관계없는 제네릭 출시 가능 (기존의 경우 늦게 허가될 수록 낮은 약가를 부여 받음)	
'14.10	<적합 판정서 발급하지 않음> 허가 품목 있을 때 마다 사전 GMP실사(90일 이상 소요) 받아야 함 허가와 GMP 함께 연동, 의약품 허가 위해 허가용 제품 생산 해야 함 품목별 품질에 편차가 있어도 큰 영향 없이 문제 없는 제품 판매 가능	<적합 판정서 발급> 3년마다 적합 판정서 발급, 적합 판정시 사전 GMP실사 면제 허가용 의약품 생산 불필요 적합판정서 갱신을 위해서는 높은 수준의 일관적인 품질관리 능력 필요
효과	적합 판정서를 발급 받은 회사의 경우 사전 GMP실사 면제에 따라 허가 기간 단축 허가용 의약품 생산이 필요없어 해당 비용 절감 효과 위탁을 원하는 제약사는 제네릭 허가 수수료 139만원만 있으면 허가 가능 (수탁-위탁사간의 계약에서 발생하는 비용 제외)	

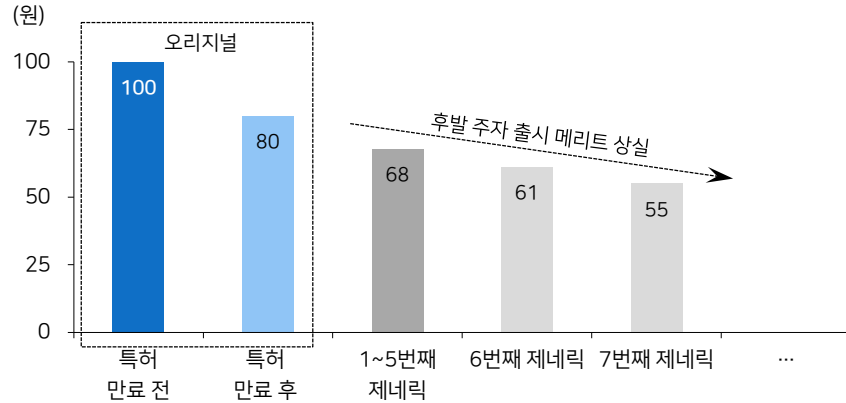
주: 실제 정책의 효과는 다양한 변수에 의해 다르게 나타날 수 있음

자료: 메리츠증권리서치센터

일괄 약가 인하 - 늦은 출시에도 동일한 약가

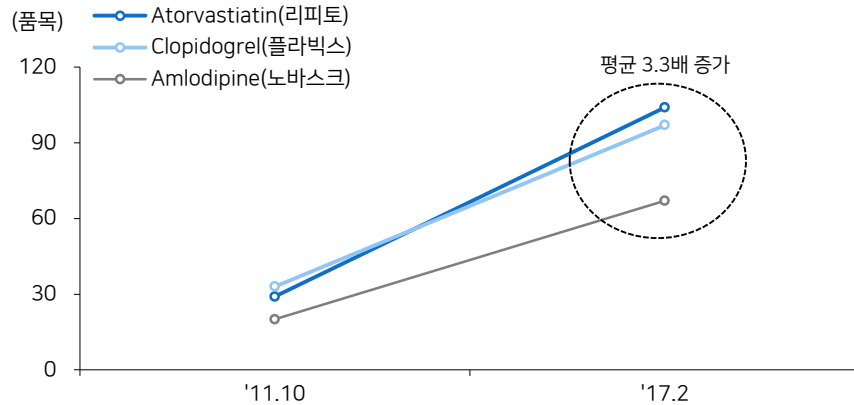
MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

2012년 1월 이전 약가 제도



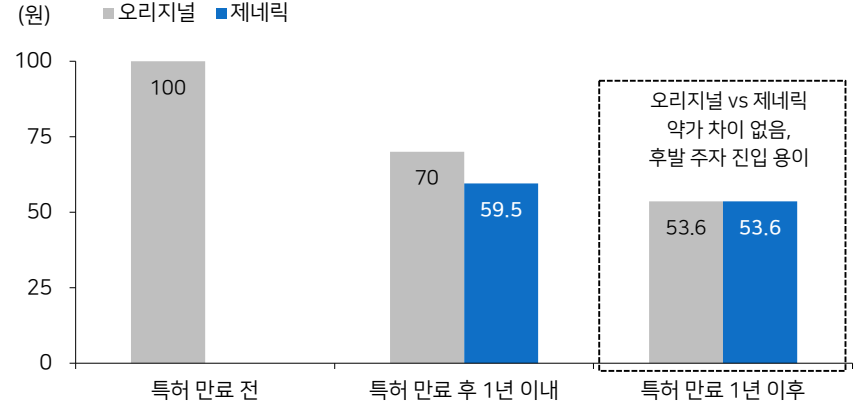
자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

특허 만료 이후 오랜 시간이 지난 제품들의 품목 수 증가



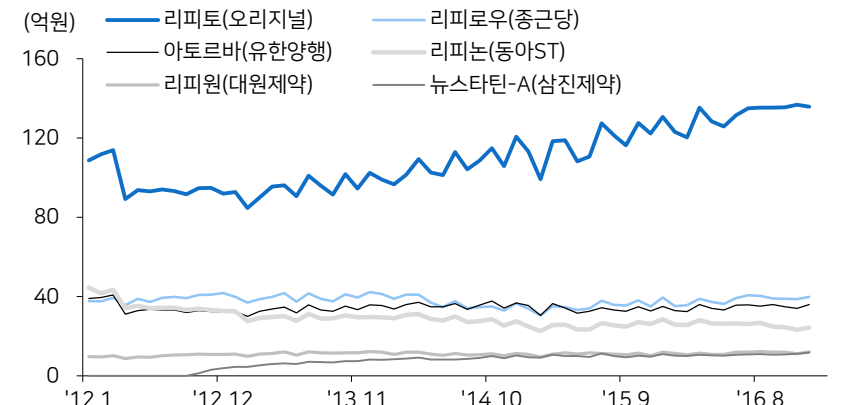
자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

2012년 1월 이후 약가 제도



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

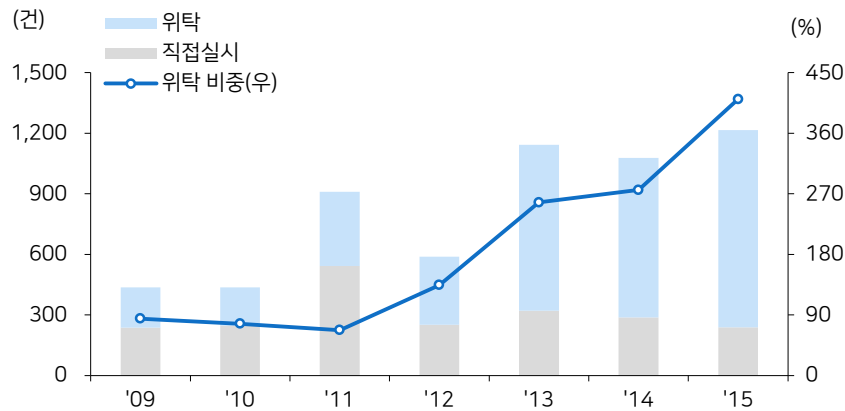
오리지널의약품 성장 대비 제네릭 성장 둔화



자료: 산업 자료, 메리츠증권증권 리서치센터

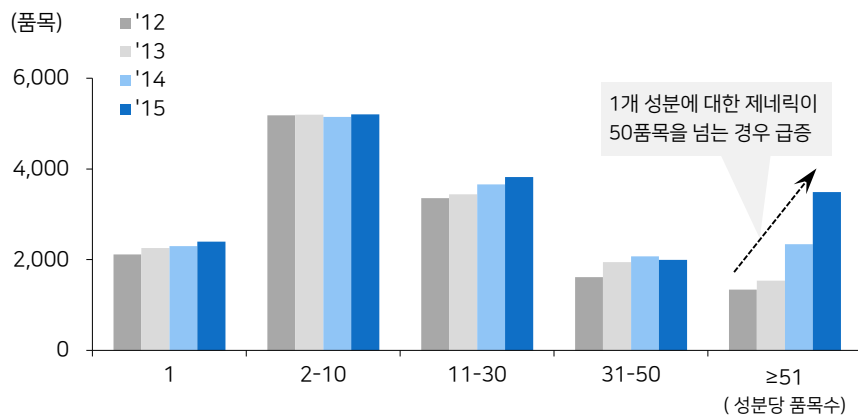
공동 생동 제한 폐지 - 생동시험 비용 절감

생물학적 동등성 시험 직접 실시/위탁 실시 추이



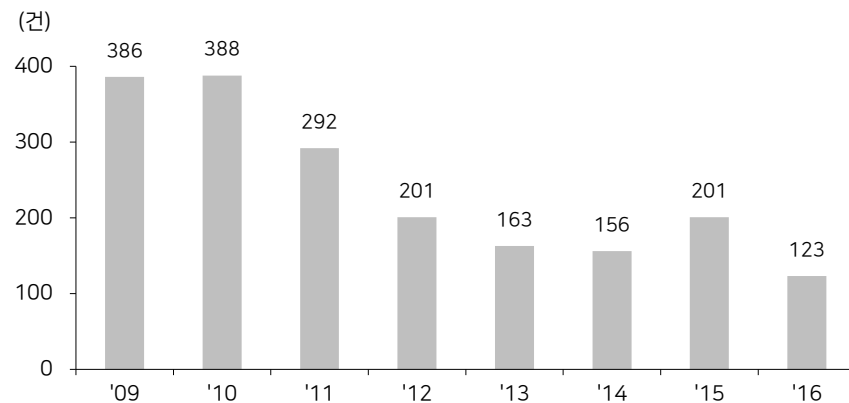
자료: 식품의약품안전처, 메리츠중금증권 리서치센터

성분당 품목 수 추이



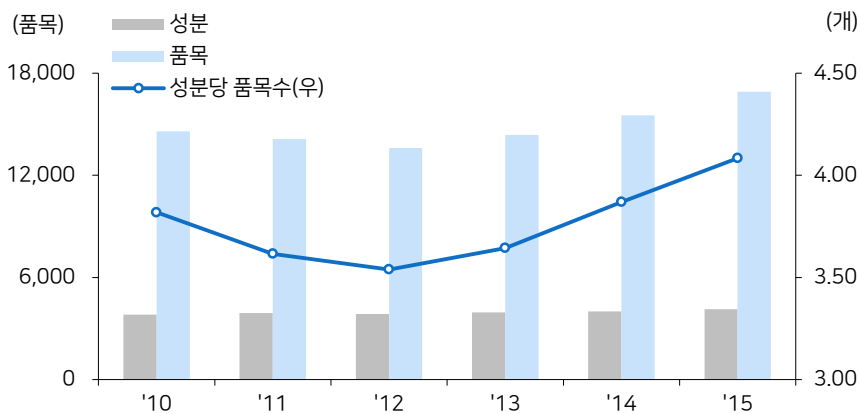
자료: 한국제약협회, 메리츠중금증권 리서치센터

생물학적 동등성 시험 계획 신청 추이



자료: 식품의약품안전처, 메리츠중금증권 리서치센터

성분 대비 품목 수 증가 추이



자료: 한국제약협회, 메리츠중금증권 리서치센터

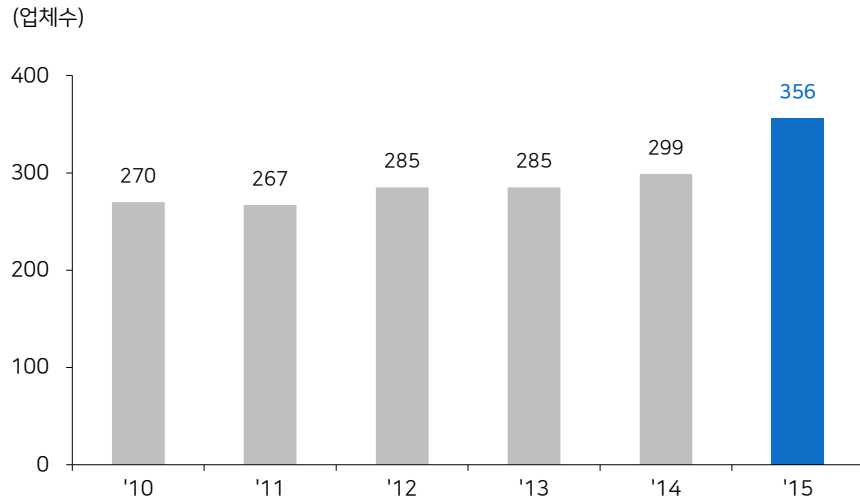
변화의 결과 1 - 영세 업체 수 증가

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

완제의약품 생산 업체 수 300곳 넘어서

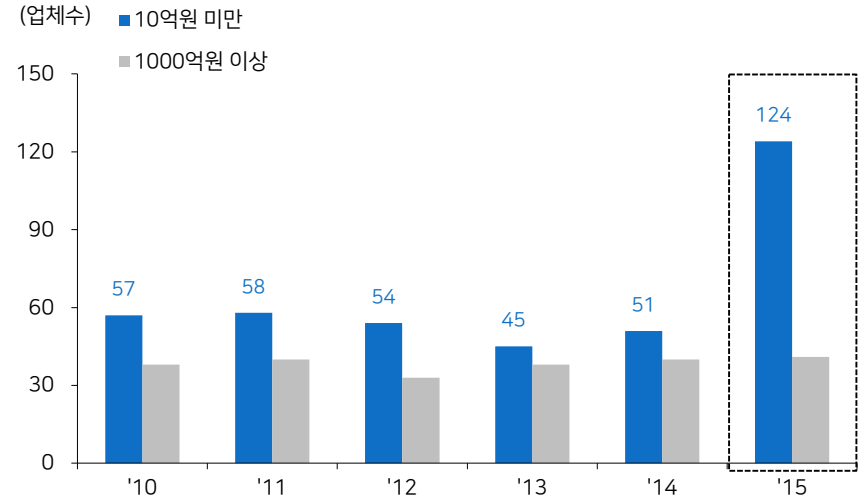
- 규제 개혁으로 인해 중소형·영세 제약사는 높은 비용이 소요되는 생동 시험이나 초기투자 필요한 GMP수준의 공장 없이 원하는 신제품 허가 가능
- 300개 업체 미만으로 유지되던 완제의약품 생산 업체수는 '15년 전년대비 19% 증가한 356개 도달
- 10억원 미만을 생산하는 영세 업체의 증가세가 두드러짐

완제의약품 생산 업체 수



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

생산금액별 완제의약품 생산 업체 수



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

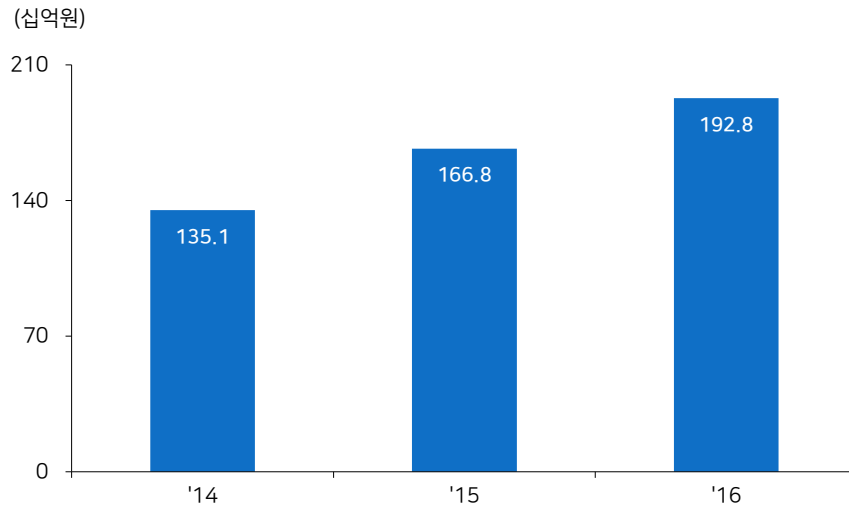
변화의 결과 2 - 중·대형 제약사 수탁 매출 증가

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

2016년 CMO 시장 1,629억원
전년대비 13.5% 성장

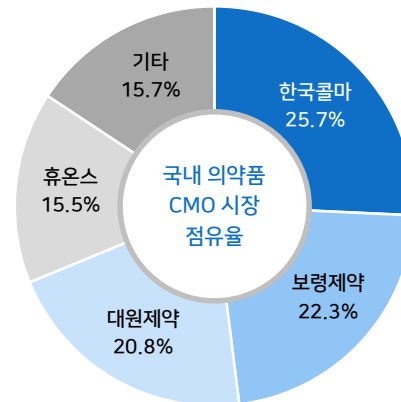
- 따로 정해진 회계 처리 가이드가 없어 정확한 집계가 어렵지만 수탁사업을 활발히 진행하고 있는 대부분의 제약사 매출액 증가세 뚜렷
- '14년 1,351억원 이었던 국내 CMO 시장은 '16년 1,928억원 수준 으로 성장
- 한국콜마는 '15년 395억원(+15.0% YoY), '16년 496억원(+25.8% YoY)의 수탁부문 매출액을 기록하며 점유율 1위 차지

국내 의약품 CMO 시장 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

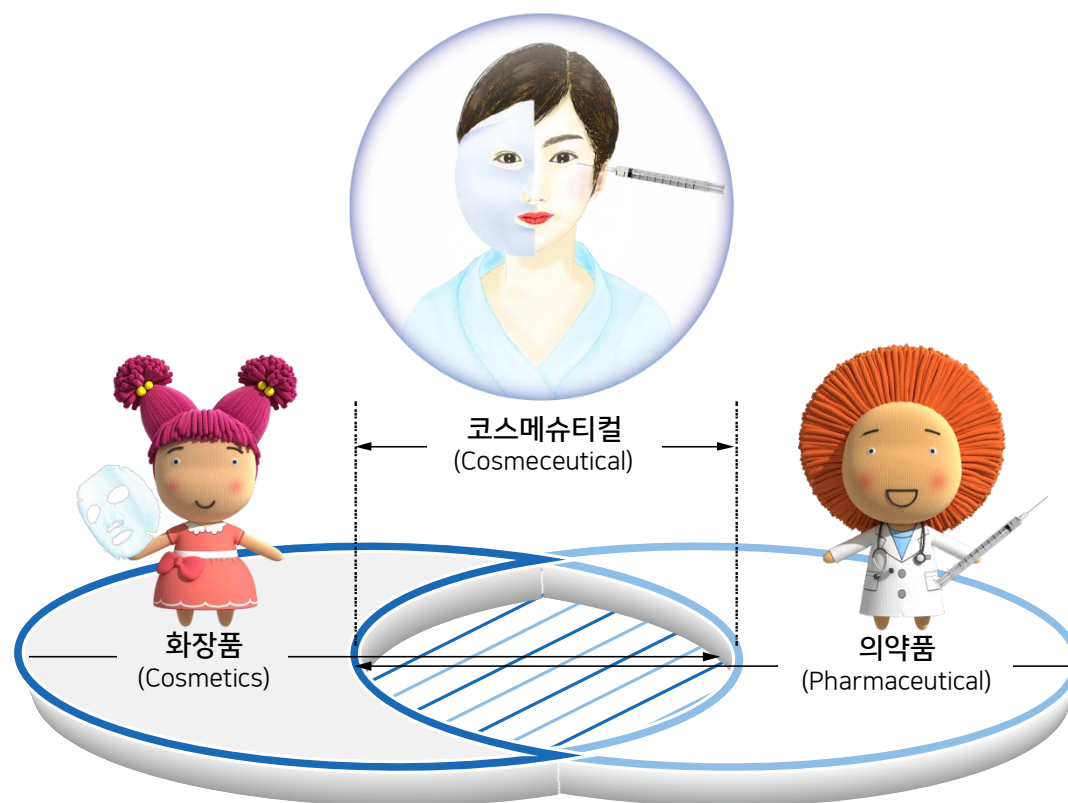
국내 의약품 CMO 시장 점유율



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

기업분석

종목	투자판단	적정주가
LG생활건강(051900)	Buy	1,500,000원
휴젤(145020)	Buy(신규)	580,000원
한국콜마홀딩스(024720)	Not Rated	
휴온스(243070)	Not Rated	
네오팜(092730)	Not Rated	
아우딘퓨처스(227610)	Not Rated	

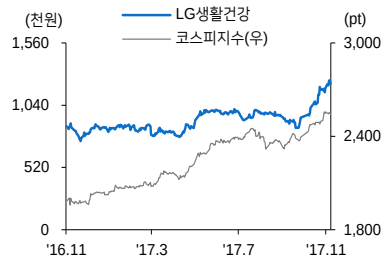


LG생활건강(051900) 달라진 체력에 걸맞는 정당한 밸류에이션

Analyst 양지혜 02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	1,500,000원
현재주가 (11.10)	1,220,000원
상승여력	23.0%
KOSPI	2,542.95pt
시가총액	190,542억원
발행주식수	1,562만주
유동주식비율	59.83%
외국인비중	46.46%
52주 최고/최저가	1,250,000원 / 741,000원
평균거래대금	361.0억원
주요주주(%)	
LG 외 2인	34.03
국민연금공단	6.15
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	26.7 21.3
6개월	26.8 13.2
12개월	37.4 8.2
주가그래프	



‘후’ 브랜드, 중국 화장품 시장 내 진정한 럭셔리 브랜드로 자리매김

- LG생활건강은 이미 중국 로컬 브랜드들이 빠르게 성장하고 있는 중저가 시장보다는 아직 로컬 브랜드들이 올라가고 있지 못하는 프레스티지 중심으로 브랜드 역량을 강화
- 특히 LG생활건강의 럭셔리 브랜드인 후의 중국 현지 성장률 강화. 중국 현지에서 이미 아모레퍼시픽 설화수의 매출액을 넘어섰음 (2016년 기준, 중국법인 후 1,500억원, 중국법인 설화수 981억원 추산)

국내 더마코스메틱 분야에서 M&A를 통한 초기 시장 선점으로 두드러진 성과 지속될 전망

- 2014년 인수한 CNP Cosmetics (차앤박화장품)가 올리브영과 홈쇼핑, 온라인 채널 중심으로 고성장
- 최근 2017년 인수한 태극제약의 피부의약품 원천기술과 생산설비를 기반으로 더마화장품 강화할 계획

투자의견 Buy, 적정주가 1,500,000원으로 상향

- 중국 관련 정치적 불확실성이 해소되면서 밸류에이션 정상화 단계 진입, 적정주가는 2018년 EPS에 목표 PER 32배 (일본 및 중국 아시아 소비재 평균 수준) 적용하여 산출하였음
- LG생활건강은 화장품업종 내 할인되어 거래되었지만 효율적인 경쟁력 강화로 화장품 부분의 이익 기여도가 70%까지 확대되었고 생활용품에서도 헤어바디의 코스메틱화와 해외 성장 잠재력으로 충분히 업종 평균 수준의 밸류에이션을 적용받을 수 있다고 판단함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	5,328.5	684.1	460.4	28,730	32.6	114,985	36.5	9.1	22.5	25.1	99.2
2016	6,094.1	880.9	568.2	35,369	22.8	142,927	24.2	6.0	14.9	24.9	71.8
2017E	6,265.9	931.5	658.7	41,010	15.7	171,942	29.7	7.1	19.0	23.6	56.4
2018E	6,824.5	1,041.5	751.2	46,760	13.9	204,956	26.1	6.0	16.6	22.5	46.6
2019E	7,370.5	1,135.1	839.0	52,176	11.6	241,513	23.4	5.1	14.8	21.2	38.9

LG생활건강 코스메슈티컬 브랜드 현황

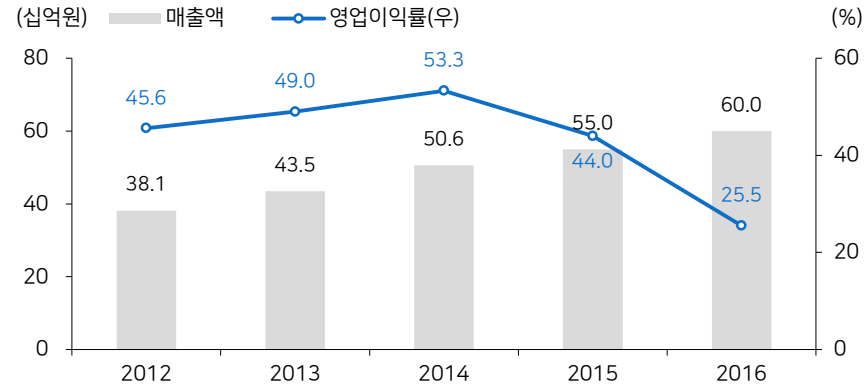
MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

H&B스토어 점유율 추이

(%)	'14	'15	'16	% YoY
닥터자르트	3.7	4.4	6.3	137.3
키스미	2.4	5.3	5.1	59.5
클리오	6.4	6.8	5.0	21.9
메이블린	4.4	4.4	3.7	39.4
페리페라	1.5	2.0	3.6	198.3
메디힐	0.0	0.0	3.5	N/A
아벤느	3.3	3.5	3.4	61.0
식물나라	0.0	1.7	3.2	211.9
차앤박(CNP)	1.5	2.2	2.9	118.5
로레알파리	4.3	3.5	2.1	-0.6

주: 음영처리 브랜드는 전년대비 점유율 증가
자료: 칸타월드패널(선물제외), 메리츠증권리서치센터

태극제약 매출액 및 영업이익률 추이



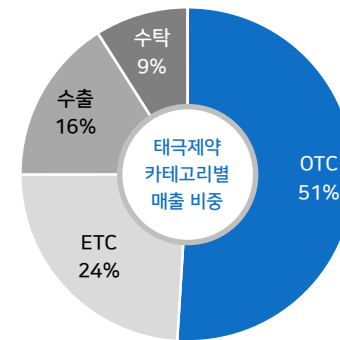
자료: 태극제약, 메리츠증권리서치센터

CJ오쇼핑 2016년 히트상품 순위

순위	제품	순위	제품
1	A.H.C 스킨케어 (뷰티)	6	지오송지오 (패션)
2	브레라 (패션)	7	VW베라왕 (패션)
3	에이티지 (패션)	8	나탈리 웨즈 (패션)
4	김나운 더 키친 (식품)	9	후부 (패션)
5	차홍 (뷰티)	10	씨애플 닥터레이 (뷰티)

자료: 언론자료, 메리츠증권리서치센터

2016년 태극제약 카테고리별 매출 비중



자료: 태극제약, 메리츠증권리서치센터

LG생활건강 분기별 실적 추이 및 전망

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	6,094.1	1,600.7	1,530.1	1,608.8	1,526.3	6,265.9	1,724.6	1,708.8	1,748.9	1,642.3	6,824.6
증가율 (% YoY)	14.4	5.4	-1.5	2.9	4.7	2.8	7.7	11.7	8.7	7.6	8.9
생활용품	1,594.5	430.4	373.2	435.8	369.5	1,608.9	449.4	395.5	459.1	388.5	1,692.5
화장품	3,155.6	854.2	781.2	778.8	846.5	3,260.7	949.3	918.6	874.6	929.7	3,672.2
음료	1,344.0	316.1	375.7	394.1	310.3	1,396.2	325.9	394.6	415.1	324.1	1,459.8
증가율 (% YoY)											
생활용품	5.4	2.7	-0.1	-0.8	2.0	0.9	4.4	6.0	5.4	5.1	5.2
화장품	65.9	7.2	-4.7	5.0	6.1	3.3	11.1	17.6	12.3	9.8	12.6
음료	4.8	4.1	4.3	3.0	4.3	3.9	3.1	5.0	5.3	4.4	4.6
% of Sales											
생활용품	26.2	26.9	24.4	27.1	24.2	25.7	26.1	23.1	26.3	23.7	24.8
화장품	51.8	53.4	51.1	48.4	55.5	52.0	55.0	53.8	50.0	56.6	53.8
음료	22.1	19.7	24.6	24.5	20.3	22.3	18.9	23.1	23.7	19.7	21.4
매출원가	2,434.0	625.8	614.8	656.5	602.9	2,500.0	672.6	680.1	710.0	643.8	2,706.5
증가율 (% YoY)	9.3	3.9	0.4	2.1	4.5	2.7	7.5	10.6	8.2	6.8	8.3
% of Sales	39.9	39.1	40.2	40.8	39.5	39.9	39.0	39.8	40.6	39.2	39.7
판매비	2,779.1	715.0	682.8	699.5	737.2	2,834.5	769.2	760.4	753.8	793.2	3,076.6
증가율 (% YoY)	15.0	4.5	-4.6	3.4	4.9	2.0	7.6	11.4	7.8	7.6	8.5
% of Sales	45.6	44.7	44.6	43.5	48.3	45.2	44.6	44.5	43.1	48.3	45.1
영업이익	880.9	260.0	232.5	252.8	186.2	931.5	282.8	268.3	285.1	205.3	1,041.5
증가율 (% YoY)	28.8	11.3	3.1	3.5	4.7	5.7	8.8	15.4	12.8	10.2	11.8
% of Sales	14.5	16.2	15.2	15.7	12.2	14.9	16.4	15.7	16.3	12.5	15.3
생활용품	186.6	54.7	38.8	65.4	27.7	186.6	57.1	41.9	69.8	29.9	198.7
화장품	577.1	176.8	148.4	141.7	148.1	615.1	199.3	179.1	161.8	164.6	704.8
음료	116.3	28.4	45.1	45.7	13.7	132.9	29.0	47.4	48.2	14.6	139.1
% of Sales											
생활용품	11.7	12.7	10.4	15.0	7.5	11.6	12.7	10.6	15.2	7.7	11.7
화장품	18.3	20.7	19.0	18.2	17.5	18.9	21.0	19.5	18.5	17.7	19.2
음료	8.7	9.0	12.0	11.6	4.4	9.5	8.9	12.0	11.6	4.5	9.5

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,328.5	6,094.1	6,265.9	6,824.5	7,370.5
매출액증가율 (%)	13.9	14.4	2.8	8.9	8.0
매출원가	2,226.2	2,434.0	2,500.0	2,706.5	2,911.3
매출총이익	3,102.3	3,660.0	3,766.0	4,118.0	4,459.1
판매비와관리비	2,418.2	2,779.1	2,834.5	3,076.6	3,324.1
영업이익	684.1	880.9	931.5	1,041.5	1,135.1
영업이익률 (%)	12.8	14.5	14.9	15.3	15.4
금융수익	-28.1	-16.1	-10.7	-5.2	0.9
중속/관계기업관련손익	6.3	7.3	8.0	9.0	9.0
기타영업외손익	-17.6	-119.4	-30.0	-25.0	-15.0
세전계속사업이익	644.8	752.7	898.8	1,020.3	1,130.0
법인세비용	174.4	173.5	228.5	256.8	277.4
당기순이익	470.4	579.2	670.3	763.5	852.6
지배주주지분 순이익	460.4	568.2	658.7	751.2	839.0
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,331.1	1,424.6	1,641.8	2,026.0	2,494.6
현금및현금성자산	396.9	338.9	599.8	891.1	1,268.8
매출채권	419.7	469.7	457.2	498.0	537.8
재고자산	441.3	535.9	502.4	547.1	590.9
비유동자산	2,883.5	3,077.6	3,280.9	3,463.0	3,622.7
유형자산	1,290.1	1,463.8	1,682.6	1,875.7	2,046.0
무형자산	1,380.3	1,419.9	1,402.7	1,385.8	1,369.4
투자자산	54.3	63.7	65.5	71.4	77.1
자산총계	4,214.6	4,502.2	4,922.8	5,489.0	6,117.3
유동부채	1,159.5	1,146.9	1,135.7	1,184.9	1,232.3
매입채무	217.4	228.6	229.2	249.7	269.7
단기차입금	82.7	92.3	87.3	82.3	77.3
유동성장기부채	290.0	184.9	159.9	134.9	109.9
비유동부채	939.8	734.4	640.6	560.5	480.0
사채	688.4	509.2	409.2	309.2	209.2
장기차입금	0.0	7.8	7.8	7.8	7.8
부채총계	2,099.3	1,881.3	1,776.2	1,745.4	1,712.2
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-118.2	-92.4	-92.4	-92.4	-92.4
이익잉여금	2,066.2	2,539.5	3,053.6	3,638.5	4,286.2
비지배주주지분	78.1	88.5	100.1	112.3	125.9
자본총계	2,115.3	2,620.8	3,146.5	3,743.7	4,405.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	637.8	713.4	861.3	915.2	1,023.2
당기순이익(손실)	470.4	579.2	670.3	763.5	852.6
유형자산감가상각비	110.8	115.7	131.2	156.9	179.6
무형자산상각비	16.3	18.0	17.3	16.8	16.4
운전자본의 증감	-16.1	-135.2	50.5	-13.0	-16.5
투자활동 현금흐름	-347.0	-405.5	-344.6	-349.3	-349.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-301.7	-331.6	-350.0	-350.0	-350.0
투자자산의 감소(증가)	5.5	-2.2	6.2	3.2	3.3
재무활동 현금흐름	-231.5	-367.1	-255.8	-274.6	-296.3
차입금증감	-147.5	-266.9	-130.0	-130.0	-130.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	58.9	-58.1	260.9	291.3	377.8
기초현금	338.1	396.9	338.9	599.8	891.1
기말현금	396.9	338.9	599.8	891.1	1,268.8
Key Financial Data					
(원, % 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	341,172	390,190	401,193	436,960	471,917
EPS(지배주주)	28,730	35,369	41,010	46,760	52,176
CFPS	53,632	66,010	67,224	76,206	84,267
EBITDAPS	51,937	64,965	69,145	77,807	85,227
BPS	114,985	142,927	171,942	204,956	241,513
DPS	5,500	7,500	8,625	9,919	11,407
배당수익률(%)	0.5	0.9	0.7	0.8	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	36.5	24.2	29.7	26.1	23.4
PCR	19.6	13.0	18.1	16.0	14.5
PSR	3.1	2.2	3.0	2.8	2.6
PBR	9.1	6.0	7.1	6.0	5.1
EBITDA	811.2	1,014.6	1,079.9	1,215.2	1,331.1
EV/EBITDA	22.5	14.9	19.0	16.6	14.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.1	24.9	23.6	22.5	21.2
EBITDA이익률	15.2	16.6	17.2	17.8	18.1
부채비율	99.2	71.8	56.4	46.6	38.9
금융비용부담률	0.6	0.3	0.2	0.2	0.1
이자보상배율(x)	20.8	44.3	59.6	81.1	112.9
매출채권회전율(x)	12.9	13.7	13.5	14.3	14.2
재고자산회전율(x)	12.5	12.5	12.1	13.0	13.0

휴젤(145020) 해외 임상 마무리 단계 진입

Analyst 이태영 02. 6098-6658
Taeyoung.lee@meritz.co.kr

Buy (신규)

적정주가 (12개월)	580,000원
현재주가 (11.10)	461,200원
상승여력	25.8%
KOSDAQ	720.79pt
시가총액	19,867억원
발행주식수	431만주
유동주식비율	51.46%
외국인비중	50.84%
52주 최고/최저가	617,900원 / 259,000원
평균거래대금	183.8억원
주요주주(%)	
Legu Issuer Designated Activity	41.50
Morgan Stanley Asia-Pacific Fund 외 9인	5.45

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-11.6	-19.8
6개월	-2.6	-13.2
12개월	31.4	13.6

주가그래프



보툴리눔 독신 연내 유럽, 미국 임상 3상 마무리 전망, 중국 제도권 시장 진입 가능

- 4분기 중 보툴리눔 독신 미국 및 유럽 임상에 대한 데이터 수집 종료
- '18년 상반기중 각 규제당국에 허가 신청하여 1Q19 유럽 허가, 1H19 미국 허가 예상
- 중국 내년 중 임상 종료 이후 '19년 말 허가 목표, '19년 말 기준 전세계 주요 국가 출시 완료

독신, 필러 출시국가 확대 및 Bain Capital 투자 자금 활용으로 '18년 성장성 충분

- '18년 보툴리눔 독신 멕시코 허가, '19년 더말필러 중국 허가로 신규 시장 진출에 따른 지속적 매출 확대 예상
- Bain Capital의 인수 자금 및 기존 현금 포함 연말 기준 예상 순현금 5,192억원
- 해당 자금 사용 계획으로는 1) 추가 M&A, 2) 글로벌 제약/유통 기업과의 재계약 위한 미국 판권 회수, 3) 피부미용 분야 새로운 파이프라인 도입 등의 가능성 있음

투자의견 Buy, 적정주가 580,000원 제시

- 휴젤에 대해 투자의견 Buy, 적정주가 580,000원을 제시하며 커버리지 개시
- 적정주가는 SOTP 방식으로 기존 영업(2조 4,198억원)과 신약가치(2,108억원)를 합산하여 도출

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	65.1	17.8	33.9	14,088	138.8	43,708	14.9	4.5	30.2	27.1	8.5
2016	124.2	63.3	43.3	15,499	10.0	57,524	24.4	5.6	14.3	18.8	7.4
2017E	181.2	104.9	75.5	22,386	44.4	141,952	20.8	3.0	11.8	16.3	18.0
2018E	214.3	127.0	95.3	24,491	9.4	159,205	18.9	2.6	9.4	13.4	16.7
2019E	269.0	164.3	122.2	31,407	28.2	180,736	14.7	2.3	6.9	15.4	15.7

Valuation 및 실적 전망

SOTP Valuation

(십억원, 천주)	조정 전 가치	배율	조정 후 가치	비고
1. 영업가치 (A)				
-기존사업	95.3	25.4	2,419.8	'18예상 순이익에 Peer그룹(메디톡스, 휴온스, 대웅제약) 12m Fwd. PER인 25.4배 적용
2. 신약가치 (B)				
-Botoulax			210.8	미국, 유럽, 중국 시장 진출에 따라 글로벌 Aesthetics 시장 활용
3. 기업가치 (A+B=C)			2,630.7	
4. 주식수 (D)			4,542.5	유상증자 반영 및 전환사채의 전환권 행사 가정 주식수
5. 적정주가 (C/D)			579,121	

자료:메리츠증권리서치센터

분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	'17E	'18E	'19E
매출액	44.3	46.2	41.6	49.2	50.4	54.3	51.5	58.1	181.2	214.3	269.0
(% YoY)	95.2	49.5	26.8	30.1	13.7	17.6	23.7	18.2	46.0	18.2	25.5
Toxin	25.3	28.8	27.5	28.0	30.4	36.0	36.6	35.8	109.6	138.8	189.5
Filler	15.5	13.2	10.3	17.6	16.3	13.9	10.8	18.5	56.7	59.5	62.5
Medical Devices	3.2	3.6	3.5	3.3	3.4	3.9	3.8	3.6	13.7	14.6	15.6
Others	0.3	0.6	0.2	0.2	0.3	0.6	0.2	0.2	1.3	1.4	1.4
영업이익	25.9	27.4	23.7	28.7	29.4	32.7	31.3	34.9	104.9	127.0	164.3
영업이익률(%)	58.4	59.2	57.0	58.3	58.3	60.2	60.9	60.0	57.9	59.3	61.1
지배주주지분 순이익	18.3	18.6	17.5	21.0	22.1	24.3	23.5	25.3	75.5	95.3	122.2
지배주주지분 순이익률(%)	41.4	40.2	42.1	42.8	43.9	44.8	45.7	43.5	41.6	44.5	45.4

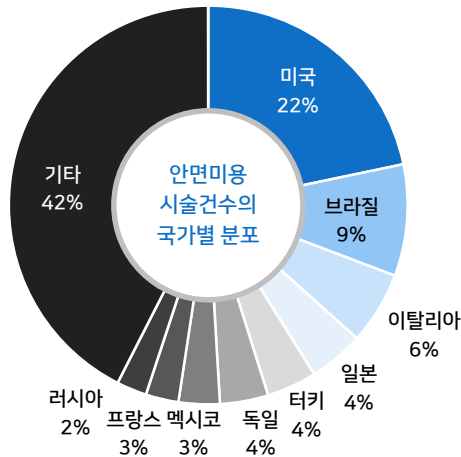
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

EM 수출 국가 확대, 선진 시장 진출

매출액 높은 국가 추가 허가 선진시장 임상 3상 마무리 단계

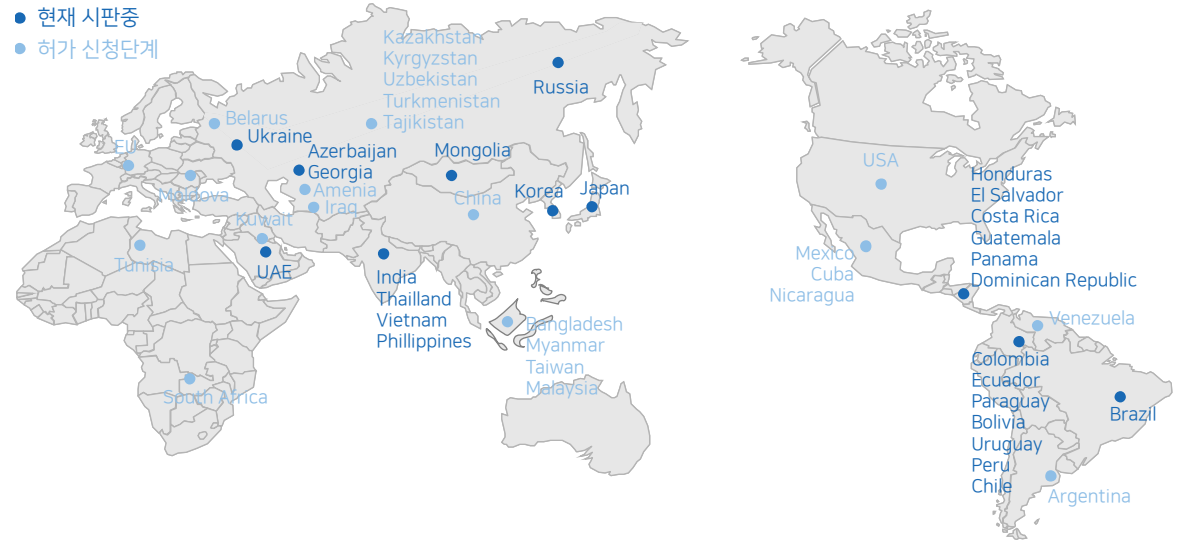
- 보툴리눔 독신: 현재 전 세계 26개 국가 판매중, 1H18 멕시코, 튀니지, 2H18 니카라과 허가 예상
- 4분기 중 보툴리눔 독신 미국 및 유럽 임상에 대한 데이터 수집 종료되어 '18년 상반기중 각 규제당국에 허가 신청하여 1Q19 유럽 허가, 1H19 미국 허가 예상
- 국내 필러 시장: 음경확대 HA 필러 비노기과 등 국내 시장 런칭 중
- 해외 필러 시장: 4Q17이란, '18년 브라질 포함한 5개국 목표 추가 허가 진행 중

안면 미용 시술 건수의 국가별 분포



자료: ISAPS(2016), 메리츠중금증권 리서치센터

Botulax 판매 / 허가신청 국가 현황



자료: 휴젤, 메리츠중금증권 리서치센터

국내 시장 경쟁 심화에도 영업이익률 방어

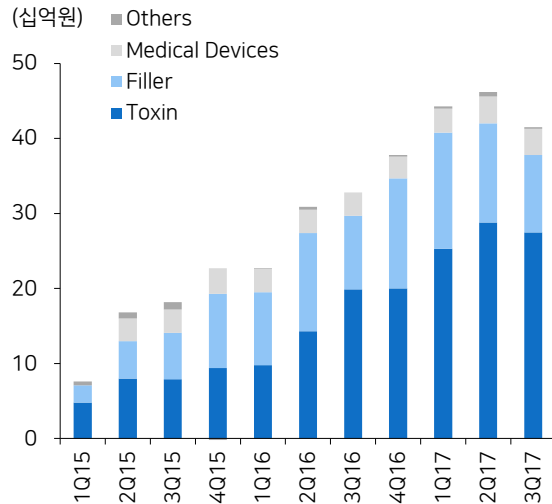
MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

'17년 연간 매출 1,812억원

영업이익 1,049억원 전망

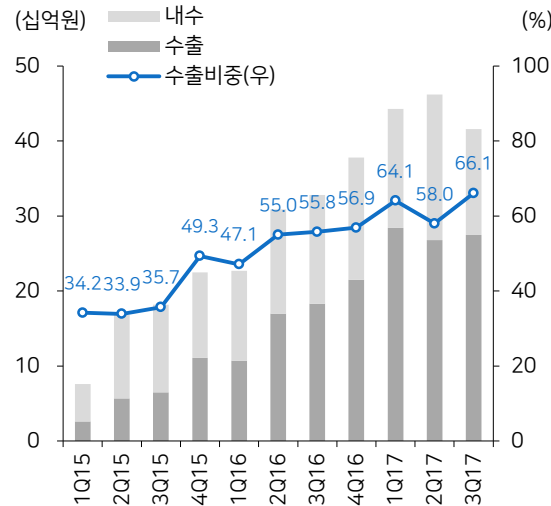
- 3분기 매출액 416억원으로 전년동기대비 +26.7% 성장
- 영업이익률 57.1%를 기록하며 50% 후반 수준 유지
- 보툴리눔 독신: 국내 경쟁사 가격 인하에 따라 전략적 선택으로 국내 시장 물량 조절하여 내수 감소
- 4분기 성수기 효과로 실적 개선되어 '17년 연간 매출 1,812억원, 영업이익 1,049억원 기록 전망

분기별 매출 추이



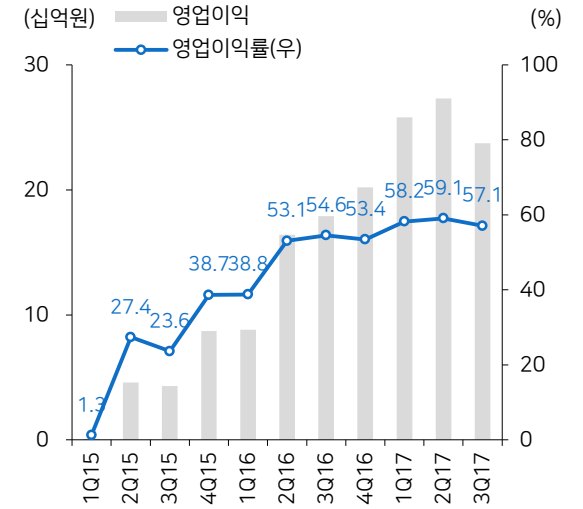
자료: 휴젤, 메리츠증권리서치센터

수출 비중 추이



자료: 휴젤, 메리츠증권리서치센터

영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 휴젤, 메리츠증권리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	65.1	124.2	181.2	214.3	269.0
매출액증가율 (%)	61.3	90.9	45.9	18.3	25.5
매출원가	26.6	29.8	37.3	41.3	46.6
매출총이익	38.5	94.4	143.9	173.0	222.4
판매비와관리비	20.8	31.1	39.0	45.9	58.1
영업이익	17.8	63.3	104.9	127.0	164.3
영업이익률 (%)	27.3	50.9	57.9	59.3	61.1
금융수익	0.7	1.5	3.7	8.3	9.4
중속/관계기업관련손익	1.6	-1.5	-1.2	-1.0	-1.3
기타영업외손익	19.2	1.0	-0.5	0.0	0.0
세전계속사업이익	39.3	64.3	106.9	134.4	172.4
법인세비용	3.5	13.4	23.0	29.3	37.6
당기순이익	35.9	50.9	84.0	105.1	134.8
지배주주지분 손이익	33.9	43.3	75.5	95.3	122.2

Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	107.5	151.4	675.4	758.8	864.3
현금및현금성자산	70.5	64.9	567.4	631.1	702.7
매출채권	20.6	31.2	37.9	44.8	56.8
재고자산	8.0	13.6	15.8	18.7	23.7
비유동자산	126.1	143.0	154.3	159.3	166.9
유형자산	48.9	58.8	58.7	59.9	60.9
무형자산	64.3	63.9	63.6	63.4	63.3
투자자산	11.9	16.6	21.6	25.6	32.4
자산총계	233.6	294.3	829.7	918.0	1,031.3
유동부채	17.9	19.9	26.3	30.7	38.9
매입채무	3.5	3.2	4.7	5.5	7.0
단기차입금	1.4	0.3	0.3	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.5	0.5	100.6	100.7	100.9
사채	0.0	0.0	100.0	100.0	100.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	18.4	20.4	126.8	131.4	139.7
자본금	1.6	1.6	2.1	2.1	2.1
자본잉여금	140.8	144.8	499.0	499.0	499.0
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3
이익잉여금	63.1	106.5	164.8	238.7	331.0
비지배주주지분	7.3	21.1	29.9	39.8	52.4
자본총계	215.2	273.9	702.9	786.6	891.5

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	19.8	45.1	72.4	102.4	124.1
당기순이익(손실)	35.9	50.9	84.0	105.1	134.8
유형자산감가상각비	1.0	3.9	5.6	5.9	6.0
무형자산상각비	0.5	0.9	0.6	0.2	0.2
운전자본의 증감	2.4	-23.5	-20.6	-9.8	-18.1
투자활동 현금흐름	-17.1	-53.9	-24.5	-21.3	-31.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-12.4	-15.6	-6.1	-7.0	-7.0
투자자산의 감소(증가)	-1.5	-6.2	-6.2	-4.9	-8.1
재무활동 현금흐름	50.4	3.1	454.7	-17.4	-21.4
사채의증감	-45.2	-1.1	100.0	-0.3	0.0
자본의증감	130.7	4.0	354.7	0.0	0.0
현금의증가(감소)	53.2	-5.6	502.6	63.7	71.5
기초현금	17.3	70.5	64.9	567.4	631.1
기말현금	70.5	64.9	567.4	631.1	702.7

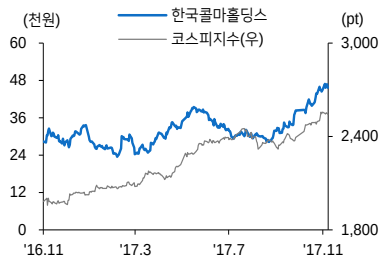
Key Financial Data					
(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	25,564	37,816	48,309	49,921	62,670
EPS(지배주주)	14,088	15,499	22,386	24,491	31,407
CFPS	8,046	21,687	29,698	30,995	39,706
EBITDAPS	7,586	20,727	29,629	30,995	39,706
BPS	43,708	57,524	141,952	159,205	180,736
DPS	0	0	4,000	5,000	7,000
배당수익률(%)	0.0	0.0	1.0	1.2	1.7
Valuation(Multiple)					
PER	14.9	24.4	20.8	18.9	14.7
PCR	24.7	14.8	14.1	13.5	10.6
PSR	7.8	8.5	8.7	8.4	6.7
PBR	4.5	5.6	3.0	2.6	2.3
EBITDA	19.3	68.1	111.1	133.1	170.5
EV/EBITDA	30.2	14.3	11.8	9.4	6.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	27.1	18.8	16.3	13.4	15.4
EBITDA이익률	29.7	54.8	61.3	62.1	63.4
부채비율	8.5	7.4	18.0	16.7	15.7
금융비용부담률	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	520.8				
매출채권회전율(x)	3.3	4.8	5.2	5.2	5.3
재고자산회전율(x)	13.5	11.5	12.4	12.4	12.7

한국콜마홀딩스(024720) 매력적인 포트폴리오

Analyst 양지혜 02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)		-
현재주가 (11.10)	45,650원	
상승여력	-	
KOSPI	2,542.95pt	
시가총액	7,646억원	
발행주식수	1,675만주	
유통주식비율	50.23%	
외국인비중	17.79%	
52주 최고/최저가	46,950원 / 23,550원	
평균거래대금	53.6억원	
주요주주(%)		
윤동한 외 7인	49.19	
NIHON KOLMAR	7.99	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	18.3	13.2
6개월	25.4	12.0
12개월	42.7	12.3
주가그래프		



상장 자회사들의 안정적인 고성장

- 상장 자회사인 한국콜마 (지분법손익 반영)의 성장을 회복과 함께 콜마비엔에이치 (연결 대상)가 건강기능식품과 프리미엄 화장품에서 안정적인 성장과 동남아 등 해외 성장 모멘텀이 강화되고 있음
- 콜마비엔에이치는 2018년 매출액 4,971억원 (+19.6% YoY), 영업이익 604억원 (+17.5% YoY) 전망

국내 의약품 위탁생산시장의 헤게모니 변화에 따른 콜마파마의 높은 성장세 주목

- 콜마파마 (비상장 자회사)는 Capa 1,000억원 규모의 최신 자동화 공장을 통해 주사제를 비롯한 다양한 제형의 전문의약품을 생산, 제조하는 CMO회사
- 콜마파마는 글로벌 제약사 신규 수주와 국내 제네릭 의약품 위탁생산 시장의 높은 성장과 함께 이익 개선세가 이어지면서 2018년 매출액 940억원 (+30% YoY), 영업이익 119억원 (+38% YoY)이 예상됨

자회사들의 호실적과 성장 잠재력 대비 밸류에이션 매력 부각

- 현 주가는 2018년 예상 실적 기준 PER 16.2배, NAV 대비 42% 할인된 수준
- M&A 및 신규 지분투자 (유전체 사업 이원다이애그노믹스, 마스크팩 ODM 기업 콜마스크 등)를 통한 꾸준한 신사업 확대 지속될 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	299.6	45.1	-0.7	-45	-96.2	12,569	-1,435.9	5.2	22.9	-0.4	86.5
2016	330.4	48.7	36.6	2,188	4,684.8	14,814	15.4	2.3	12.7	15.7	77.9
2017E	466.1	65.3	39.6	2,361	10.8	17,007	19.3	2.7	12.3	14.6	69.5
2018E	559.4	78.1	47.2	2,818	22.9	19,607	16.2	2.3	10.5	15.2	60.0
2019E	626.5	87.4	54.9	3,277	16.3	22,603	13.9	2.0	9.3	15.4	52.4

한국콜마홀딩스 세부 매출액 추이 및 전망

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	299.6	80.5	86.2	78.0	85.8	330.4	91.2	119.3	121.2	134.4	466.1
증가율 (% YoY)	34.7	13.9	6.1	2.3	20.0	10.3	13.3	38.4	55.5	56.6	41.1
콜마비엔에이치	236.2	63.5	67.8	59.2	65.5	256.0	70.1	110.6	111.6	123.3	415.7
콜마파마	49.0	12.8	14.4	14.9	16.0	58.2	15.9	17.6	18.6	20.0	72.2
기타	14.4	4.2	4.0	3.9	4.3	16.3	5.2	-8.9	-9.0	-9.0	-21.8
증가율 (% YoY)											
콜마비엔에이치	35.8	15.8	5.8	-2.7	16.1	8.4	10.4	63.2	88.6	88.3	62.4
콜마파마	38.4	9.8	5.5	22.0	39.7	18.7	24.0	22.2	25.0	25.0	24.1
기타	9.5	-0.8	15.7	22.9	19.1	13.3	23.9	적전	적전	적전	적전
비중 (%)											
콜마비엔에이치	78.8	78.9	78.7	75.9	76.4	77.5	76.9	92.7	92.1	91.8	89.2
콜마파마	16.4	15.9	16.7	19.1	18.7	17.6	17.5	14.7	15.4	14.9	15.5
기타	4.8	5.2	4.6	5.0	5.0	4.9	5.7	-7.5	-7.4	-6.7	-4.7
매출원가	227.2	60.6	64.8	59.2	64.8	249.4	67.9	92.4	92.1	102.1	354.5
증가율 (% YoY)	32.1	13.5	5.8	2.7	17.9	9.8	12.1	42.6	55.5	57.6	42.1
매출원가율 (%)	75.8	75.2	75.2	76.0	75.5	75.5	74.4	77.4	76.0	76.0	76.0
매출총이익	72.4	20.0	21.4	18.7	21.0	81.1	23.3	26.9	29.1	32.2	111.7
증가율 (% YoY)	43.4	14.9	7.2	1.1	27.2	12.0	16.9	25.9	55.5	53.7	37.8
매출총이익률 (%)	24.2	24.8	24.8	24.0	24.5	24.5	25.6	22.6	24.0	24.0	24.0
판관비	27.3	7.5	8.0	8.0	8.8	32.3	9.7	11.1	12.1	13.4	46.4
증가율 (% YoY)	19.8	10.7	14.7	28.2	21.4	18.6	30.0	38.0	51.4	52.7	43.5
판관비율 (%)	9.1	9.3	9.3	10.3	10.3	9.8	10.6	9.3	10.0	10.0	9.9
영업이익	45.1	12.5	13.4	10.7	12.2	48.7	13.6	15.8	17.0	18.8	65.3
증가율 (% YoY)	62.8	17.5	3.2	-12.7	31.8	8.0	9.1	18.6	58.6	54.5	34.0
영업이익률 (%)	15.1	15.5	15.5	13.8	14.2	14.7	14.9	13.3	14.0	14.0	14.0
콜마비엔에이치	34.5	9.4	10.3	7.9	8.6	36.2	10.5	12.0	14.3	14.7	51.4
콜마파마	5.1	1.4	1.5	1.3	2.1	6.3	1.7	2.6	1.6	2.6	8.6
기타	5.5	1.6	1.6	1.5	1.5	6.2	1.4	1.2	1.1	1.5	5.3
증가율 (% YoY)											
콜마비엔에이치	51.1	22.8	13.6	-20.9	11.3	5.1	11.1	16.6	80.2	71.3	42.0
콜마파마	960.4	-16.6	-35.7	37.5	1,264.6	22.9	19.3	73.3	25.0	25.0	35.3
기타	24.3	32.2	1.2	13.4	8.5	12.5	-11.2	-21.2	-25.6	-0.1	-14.4
영업이익률 (%)											
콜마비엔에이치	14.6	14.9	15.1	13.4	13.1	14.1	15.0	10.8	12.8	11.9	12.4
콜마파마	10.5	11.1	10.5	8.6	13.1	10.9	10.7	14.9	8.6	13.1	11.9
기타	38.3	38.8	39.4	39.1	35.4	38.0	27.8	-13.9	-12.5	-16.7	-24.3

자료: 한국콜마홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

한국콜마홀딩스 SOTP Valuation

(십억원)	예상 NOPLAT		적용배수		기업가치
영업가치	브랜드로열티, 서비스수수료 26.4		10		264.0
투자자산가치		예상 순이익	적용배수	지분율	기업가치
	한국콜마	69.2	30	21.7%	449.9
	콜마비엔에이치	49.2	20	51.0%	501.8
	콜마파마	8.1	20	70.0%	113.4
		16년 말 장부가		지분율	기업가치
	한국파마사이언스	2,209		50.0%	1.1
	한국크라시에약품	1,747		50.0%	0.9
	투자부동산				77.4
순차입금 79.0					
NAV 1,329.5					
적정가치 (30% 할인) 930.6					
적정주가(원) 55,563					

자료: 메리츠종합증권 리서치센터

한국콜마홀딩스(024720)

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	299.6	330.4	466.1	559.4	626.5
매출액증가율(%)	34.7	10.3	41.1	20.0	12.0
매출원가	227.2	249.4	354.5	425.4	476.4
매출총이익	72.4	81.1	111.7	134.0	150.1
판매비와관리비	27.3	32.3	46.4	55.9	62.7
영업이익	45.1	48.7	65.3	78.1	87.4
영업이익률(%)	15.1	14.7	14.0	14.0	14.0
금융손익	-17.6	8.3	-8.7	-8.1	-7.6
중속/관계기업관련손익	9.1	12.5	14.0	16.8	20.2
기타영업외손익	-25.7	-7.4	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	10.9	62.1	70.6	86.8	100.0
법인세비용	9.8	11.1	14.1	17.4	19.3
당기순이익	1.0	51.0	56.5	69.4	80.7
지배주주지분 순이익	-0.7	36.6	39.6	47.2	54.9
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	215.4	209.9	241.2	264.9	313.4
현금및현금성자산	19.8	26.6	26.2	7.0	24.5
매출채권	17.4	27.0	31.4	37.6	42.1
재고자산	27.4	23.6	35.9	43.1	48.3
비유동자산	284.1	357.7	389.9	435.5	469.1
유형자산	83.6	91.3	95.6	99.5	103.0
무형자산	4.6	4.7	4.3	3.9	3.5
투자자산	162.7	182.3	210.7	252.8	283.1
자산총계	499.5	567.6	631.0	700.4	782.5
유동부채	70.9	235.5	242.7	244.6	249.5
매입채무	22.4	18.1	28.6	34.3	38.4
단기차입금	16.1	41.0	36.0	31.0	26.0
유동성장기부채	16.8	16.8	6.8	0.0	0.0
비유동부채	160.9	13.0	16.0	18.1	19.6
사채	120.3	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
부채총계	231.7	248.5	258.7	262.7	269.1
자본금	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
자본잉여금	153.0	153.0	153.0	153.0	153.0
기타포괄이익누계액	0.7	1.3	1.3	1.3	1.3
이익잉여금	54.4	91.6	127.9	171.1	220.9
비지배주주지분	52.8	66.3	83.3	105.5	131.3
자본총계	267.8	319.1	372.4	437.7	513.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	26.5	25.3	47.9	54.5	63.5
당기순이익(손실)	1.0	51.0	56.5	69.4	80.7
유형자산감가상각비	4.2	4.7	5.8	6.1	6.4
무형자산상각비	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
운전자본의 증감	-17.2	-22.1	-0.3	-4.0	-3.3
투자활동 현금흐름	-85.7	-40.7	-36.6	-62.8	-39.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-8.4	-13.1	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의 감소(증가)	-8.2	-7.1	-14.4	-25.3	-10.2
재무활동 현금흐름	69.1	22.2	-11.7	-11.0	-6.1
차입금증감	87.1	19.6	-9.1	-7.8	-2.1
자본의증가	20.4	-0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	10.0	6.8	-0.4	-19.3	17.5
기초현금	9.8	19.8	26.6	26.2	7.0
기말현금	19.8	26.6	26.2	7.0	24.5
Key Financial Data					
(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	18,267	19,729	27,830	33,396	37,404
EPS(지배주주)	-45	2,188	2,361	2,818	3,277
CFPS	3,166	3,322	4,266	5,047	5,624
EBITDAPS	3,029	3,215	4,266	5,047	5,624
BPS	12,569	14,814	17,007	19,607	22,603
DPS	125	155	194	242	303
배당수익률(%)	0.2	0.5	0.4	0.5	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	-1,435.9	15.4	19.3	16.2	13.9
PCR	20.5	10.1	10.7	9.0	8.1
PSR	3.6	1.7	1.6	1.4	1.2
PBR	5.2	2.3	2.7	2.3	2.0
EBITDA	49.7	53.9	71.5	84.5	94.2
EV/EBITDA	22.9	12.7	12.3	10.5	9.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-0.4	15.7	14.6	15.2	15.4
EBITDA이익률	16.6	16.3	15.3	15.1	15.0
부채비율	86.5	77.9	69.5	60.0	52.4
금융비용부담률	2.5	3.3	2.4	1.9	1.7
이자보상배율(x)	6.0	4.4	5.8	7.2	8.3
매출채권회전율(x)	17.6	14.9	16.0	16.2	15.7
재고자산회전율(x)	12.9	13.0	15.7	14.1	13.7

휴온스(243070) 휴톡스로 완전체에 다가서다

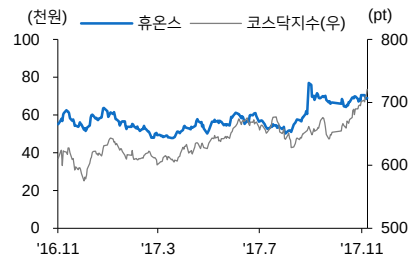
Analyst 이태영 02. 6098-6658
Taeyoung.lee@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (11.10)	69,000원
상승여력	-
KOSDAQ	720.79pt
시가총액	4,271억원
발행주식수	619만주
유동주식비율	54.63%
외국인비중	11.32%
52주 최고/최저가	77,000원/47,750
평균거래대금	54.4억원
주요주주(%)	
휴온스글로벌 외 6인	45.25

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	4.7	-4.9
6개월	22.3	9.1
12개월	14.2	-1.3

주가그래프



휴톡스 국내 미간주를 적응증 대상 임상 3상 돌입, 유럽·러시아·브라질 공급 관련 MOU 체결

- 수출용으로만 허가된 휴톡스의 국내 시판 허가를 위한 임상 3상 지난 '17년 10월 승인. 4Q18 임상 완료 목표, 1H19 국내 허가 예상
- 유럽·러시아·브라질 수출 MOU 맺은 상대회사와 연내 본계약 체결 목표, 미국 1H18 파트너십 계약 목표
- 계약 체결 후 현지 회사가 비용 부담하여 빠른 시일 내에 3상 돌입 예정, '20년 3상 완료 후 '21년 매출 발생 기대

연내 약 150억원 규모 수출 전망, 휴온스글로벌이 제조하고 휴온스가 판매

- 기존 필러, 비만 성형 인프라에 휴톡스 추가하여 토탈 미용/비만 솔루션 완성
- 동남아시아, 중동, 중남미 일부 국가에 대한 수출 진행 중
- 1분기 28억원, 2분기 44억원 매출 발생. 하반기까지 현 수준 유지할 경우 150억원 이상의 매출 가능
- 휴온스글로벌이 생산하고 휴온스가 판매하는 구조

휴온스글로벌, 현 생산능력 5배 제2공장 증설 중

- 제1바이오동 최대 50만 vial capa. 보유, 제2공장 250만 vial capa.로 증설 중
- 내년 상반기 완공, 하반기 인허가 절차 진행 예정
- 완공시 2021년 연간 300만 vial 규모 생산 시설 확보

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	169.0	21.5	15.3	2,413	-	14,669	25.5	4.3	15.2	16.3	87.3
1H17	137.3	15.9	16.8	2,723	-	17,189	-	4.0	-	-	74.0

주: 2016년은 분할 이후 기준

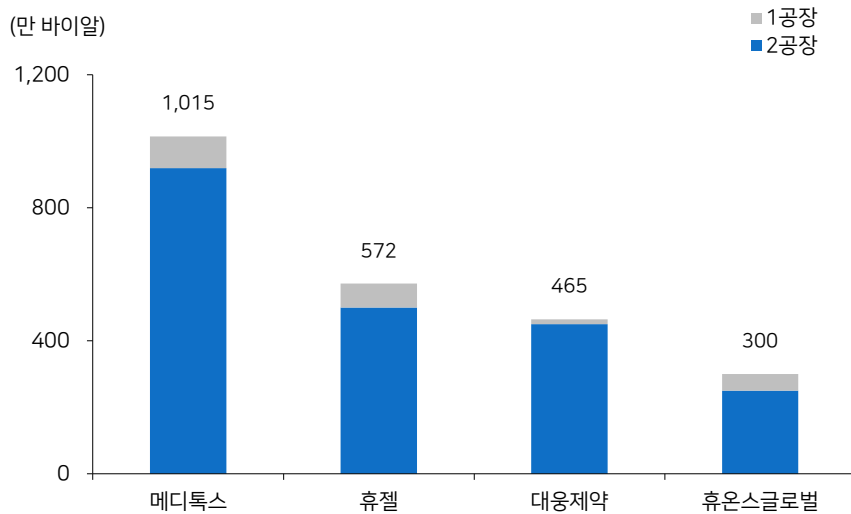
에스테틱 사업영역 확장 중

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

연내 150억원 판매 가능
'18년말 기준 보툴리눔 독신
생산 capa. 300만 바이알

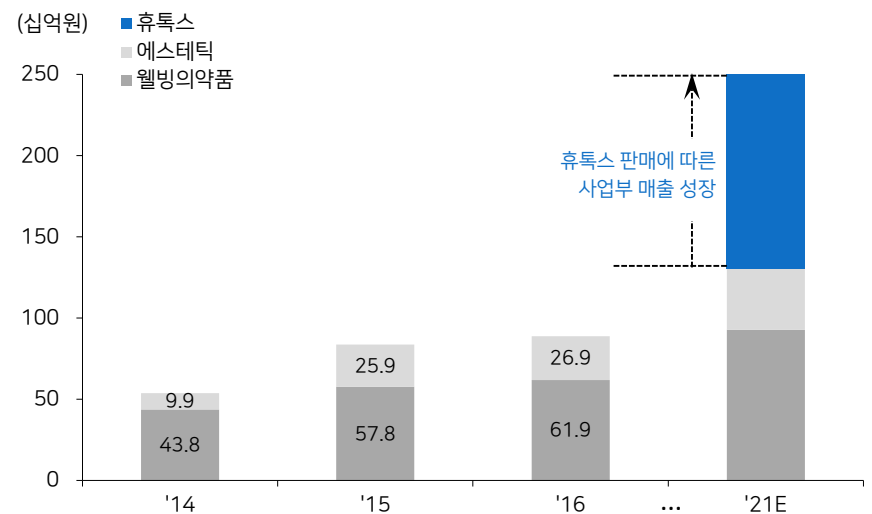
- 휴온스가 개발한 보툴리눔 독신인 휴톡스는 지난 '16년 말 출시되어 1분기 28억원, 2분기 44억원 매출 발생. 하반기까지 현 수준 유지할 경우 150억원 이상의 매출 가능
- 휴온스글로벌이 제조하고 휴온스가 판매하는 구조. 기존 필러, 비만 성형 인프라에 휴톡스 추가하여 토탈 미용/비만 솔루션 완성
- 휴온스글로벌, 제1바이오동 최대 50만 vial capa. 보유, 제2공장 250만 vial capa.로 증설 중
- 내년 상반기 완공, 하반기 인허가 절차 진행 예정. 완공 시 2021년 연간 300만 vial 규모 생산 시설 확보

2018년 말 기준 국내 업체별 보툴리눔 독신 생산능력 전망



자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

2016년 매출 비중의 37%를 담당한 웰빙/에스테틱 분야 성장 전망



자료: 휴온스, 메리츠증권증권 리서치센터

네오팜(092730) 더마코스메틱의 작은 강자

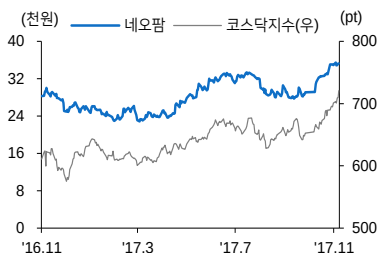
Analyst 양지혜 02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (11.10)	32,250원
상승여력	-
KOSDAQ	720.79pt
시가총액	2,630억원
발행주식수	746만주
유동주식비율	63.33%
외국인비중	11.81%
52주 최고/최저가	35,500원 / 22,850원
평균거래대금	11.0억원
주요주주(%)	
잇츠한불 외 3인	31.49
박병덕	6.08

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	20.7	9.6
6개월	23.9	10.5
12개월	17.3	1.4

주가그래프



3분기 시장 기대치 충족, 영업이익 25억원 (+18.8% YoY) 기록

- 3분기 연결기준 실적은 매출액 115억 (+35.8% YoY), 영업이익 25억원 (+18.8% YoY)을 기록
- 리얼베리어 및 신규 더마 브랜드들의 외형 고성장 지속되었으며 광고판촉비 집행으로 영업이익률이 하락

국내 더마코스메틱의 선구자, 코스메슈티컬 시장 확대의 수혜 전망

- 민감성 보습제로 특화된 아토팜과 제로이드 브랜드로 국내 더마코스메틱 시장의 선구자 역할
- 지난 10월 중년층을 타겟으로하는 브랜드 '더마트로지'를 론칭했으며 홈쇼핑 채널을 통해 고객 연령층 확대
- 국내 기능성화장품 시장이 연평균 17%의 안정적인 성장을 지속하고 있는 가운데 환경에 대한 관심 증가와 코스메슈티컬 시장 확대의 수혜 전망

중국 현지 진출의 첫 걸음, 2018년 본격적인 중국 매출 발생

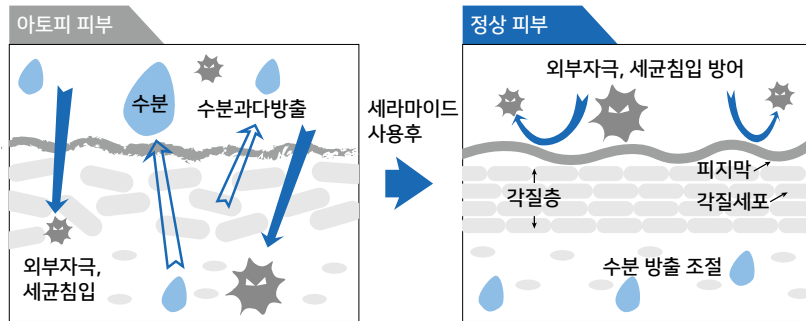
- 네오팜은 아토팜과 리얼베리어 제품의 중국 위생허가를 취득했으며, 2017년 9월 중국 유통 전문기업 킵 그룹과 리얼베리어 브랜드 대한 유통계약을 체결하였음
- 중장기 양호한 실적 모멘텀과 높은 배당성향, 업종 내 상대적으로 낮은 밸류에이션 수준 (12MF PER 17배)으로 높은 투자매력도 보유

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015											
2016	42.4	9.6	7.7	1,038		5,005	25.2	5.2	16.4	20.1	20.6
2017E	52.9	12.9	11.1	1,483	42.9	6,013	23.8	5.9	15.3	26.1	19.6
2018E	66.8	17.0	14.6	1,960	32.2	7,386	18.0	4.8	11.7	28.6	18.6
2019E	81.2	21.1	18.2	2,433	24.1	9,118	14.5	3.9	9.2	28.9	17.3

네오팜만의 독창적인 국제 특허 피부장벽 기술 보유

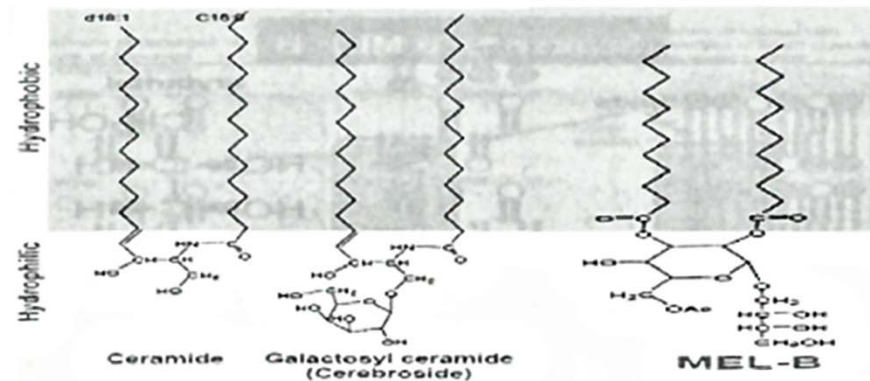
MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

아토피 피부와 정상 피부와의 차이



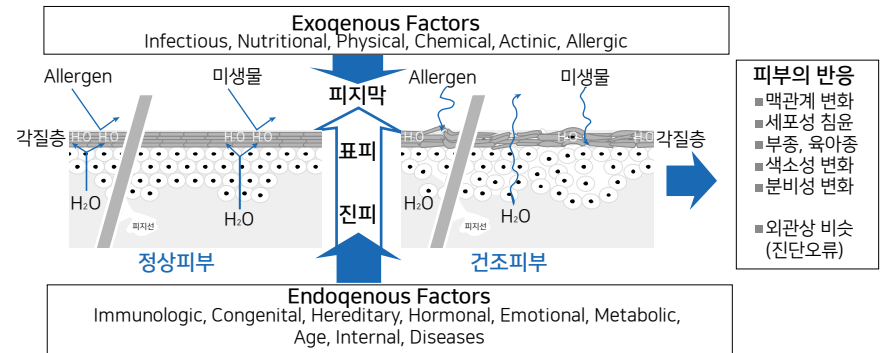
자료: 아이큐어 화장품연구소, 메리츠중금증권 리서치센터

MEL (Mannosylerythritol lipid)



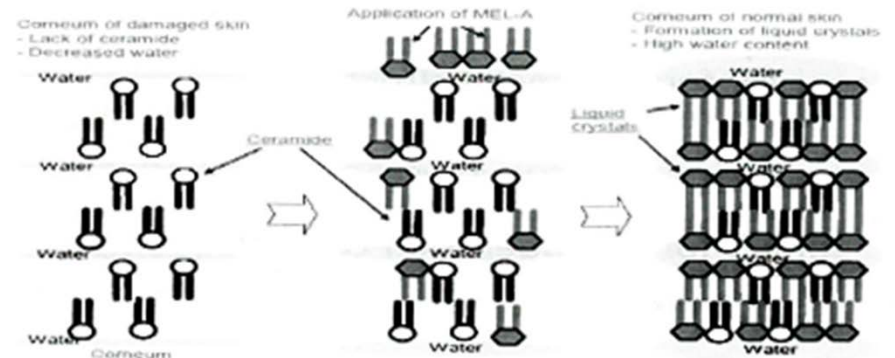
자료: 아이큐어 화장품연구소, 메리츠중금증권 리서치센터

피부장벽 손상 내외부 요인



자료: 아이큐어 화장품연구소, 메리츠중금증권 리서치센터

세라미드 강화를 위한 MEL의 라멜라 구조 형성



자료: 아이큐어 화장품연구소, 메리츠중금증권 리서치센터

네오팜 분기별 실적 추이 및 전망

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	42.4	13.1	13.0	11.5	15.3	52.9	16.6	16.3	14.3	19.5	66.8
증가율 (% YoY)	17.8	6.5	37.8	35.8	25.6	24.8	27.0	25.0	25.0	27.7	26.3
매출원가	10.5	3.0	3.4	3.1	3.2	12.7	3.8	4.2	3.7	3.9	15.7
증가율 (% YoY)	11.7	3.2	27.3	35.8	21.4	21.0	27.7	24.0	21.7	21.5	23.7
매출원가율 (%)	24.8	22.9	26.2	26.7	21.0	24.0	23.0	26.0	26.0	20.0	23.5
매출총이익	31.9	10.1	9.6	8.4	12.1	40.2	12.8	12.0	10.6	15.6	51.1
증가율 (% YoY)	20.0	7.5	42.0	35.9	26.7	26.1	26.8	25.4	26.2	29.4	27.1
매출총이익률 (%)	75.2	77.1	73.8	73.3	79.0	76.0	77.0	74.0	74.0	80.0	76.5
판관비	22.3	5.8	6.1	5.9	9.5	27.3	7.3	7.5	7.3	11.9	34.1
증가율 (% YoY)	9.9	1.4	33.3	44.6	20.1	22.5	25.2	22.7	23.8	25.9	24.6
판관비율 (%)	52.7	44.6	46.9	51.5	62.0	51.7	44.0	46.0	51.0	61.1	51.0
영업이익	9.6	4.3	3.5	2.5	2.6	12.9	5.5	4.6	3.3	3.7	17.0
증가율 (% YoY)	52.6	17.1	60.2	18.8	59.1	34.5	29.0	30.0	32.0	42.2	32.5
영업이익률 (%)	22.5	32.5	26.9	21.8	17.0	24.3	33.0	28.0	23.0	18.9	25.5

자료: 네오팜, 메리츠증권 리서치센터

네오팜 (092730)

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액		42.4	52.9	66.8	81.2
매출액증가율 (%)			24.8	26.3	21.6
매출원가		10.5	12.7	15.7	18.7
매출총이익		31.9	40.2	51.1	62.5
판매비와관리비		22.3	27.3	34.1	41.4
영업이익		9.6	12.9	17.0	21.1
영업이익률 (%)		22.5	24.3	25.5	26.0
금융수익		0.5	0.6	0.8	1.0
중속/관계기업관련손익		0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		-0.6	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익		9.4	13.5	17.8	22.1
법인세비용		1.7	2.4	3.2	4.0
당기순이익		7.7	11.1	14.6	18.2
지배주주지분 순이익		7.7	11.1	14.6	18.2

Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		33.7	42.1	53.2	66.9
현금및현금성자산		7.6	12.0	18.1	26.7
매출채권		4.5	5.6	7.0	8.6
재고자산		4.2	5.2	6.6	8.0
비유동자산		12.8	13.1	13.6	14.3
유형자산		8.6	8.3	8.0	7.8
무형자산		1.2	1.2	1.2	1.2
투자자산		2.5	3.1	3.9	4.8
자산총계		46.5	55.2	66.8	81.2
유동부채		7.8	8.8	10.2	11.6
매입채무		2.3	2.8	3.6	4.3
단기차입금		0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채		0.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채		0.2	0.2	0.3	0.4
사채		0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금		0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계		7.9	9.0	10.5	12.0
자본금		3.7	3.7	3.7	3.7
자본잉여금		13.5	13.5	13.5	13.5
기타포괄이익누계액		-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
이익잉여금		24.5	32.0	42.2	55.1
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		38.6	46.1	56.3	69.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름		9.2	11.2	14.4	17.8
당기순이익(손실)		7.7	11.1	14.6	18.2
유형자산감가상각비		0.6	2.4	2.3	2.2
무형자산상각비		0.2	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감		-0.5	-2.3	-2.5	-2.6
투자활동 현금흐름		-7.9	-4.3	-4.7	-4.9
유형자산의 증가(CAPEX)		-1.1	-2.0	-2.0	-2.0
투자자산의 감소(증가)		-2.5	-0.6	-0.8	-0.9
재무활동 현금흐름		-1.8	-2.5	-3.5	-4.4
사채의증감		0.1	-0.1	0.0	0.0
자본의증가		17.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)		-0.4	4.4	6.2	8.5
기초현금		8.0	7.6	12.0	18.1
기말현금		7.6	12.0	18.1	26.7

Key Financial Data					
(원 % 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS		5,679	7,087	8,950	10,884
EPS(지배주주)		1,038	1,483	1,960	2,433
CFPS		1,448	2,037	2,585	3,124
EBITDAPS		1,392	2,037	2,585	3,124
BPS		5,005	6,013	7,386	9,118
DPS	250	350	500	620	740
배당수익률(%)	0.7	1.3	1.4	1.8	2.1
Valuation(Multiple)					
PER		25.2	23.8	18.0	14.5
PCR		18.0	17.3	13.6	11.3
PSR		4.6	5.0	3.9	3.2
PBR		5.2	5.9	4.8	3.9
EBITDA		10.4	15.2	19.3	23.3
EV/EBITDA		16.4	15.3	11.7	9.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		20.1	26.1	28.6	28.9
EBITDA이익률		24.5	28.7	28.9	28.7
부채비율		20.6	19.6	18.6	17.3
금융비용부담률		0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)		9.5	10.5	10.6	10.4
재고자산회전율(x)		10.2	11.3	11.4	11.2

아우딘퓨처스(227610) 화장은 지우는 것이 더 중요합니다

Analyst 양지혜 02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)			-
현재주가 (11.10)		22,350원	
상승여력		-	
KOSDAQ		720.79pt	
시가총액		1,324억원	
발행주식수		593만주	
유통주식비율		48.06%	
외국인비중		0.00%	
52주 최고/최저가		25,250원 / 15,050원	
평균거래대금		8.9억원	
주요주주(%)			
최영욱		48.52	
금진투자자문 외 10인		10.60	
에이프릴앤준홀딩리미티드		5.88	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가	
1개월	25.6	14.0	
6개월	N/A	N/A	
12개월	N/A	N/A	
주가그래프			



안티폴루션 시대의 차별화된 클렌징 및 특수케어 전문 기업

- 아우딘퓨처스는 차별화된 제품 개발 경쟁력을 바탕으로 브랜드, ODM, 디자인의 3가지 사업부를 영위하고 있음 (2016년 매출비중 브랜드 48.9%, ODM 46.1%, 기타 디자인 4.9%)
- 특히 네오젠 더마로지 브랜드의 클렌징 카테고리는 천연/자연주의 소재를 사용하여 미세먼지 등 환경이슈에 민감한 소비자들에게 각광
- 거즈필링 패드, 클렌징폼, 클렌징 오일 등 다양한 제형을 보유하고 있으며, 유통채널별 각기 다른 컨셉의 브랜드를 구축해 전 연령층 고객 확보에 주력

2017년 ODM 사업 타격으로 부진, 2018년 신규 카테고리 확장과 해외 진출 모멘텀 기대

- 1) 고객사들의 재고 부담에 따른 주문 감소 영향으로 ODM사업 부문의 매출부진과 2) 브랜드 인지도를 높이기 위한 마케팅 비용 증가로 2017년 3분기까지 실적은 매출액 역성장과 영업이익률 하락이 불가피할 전망 (2017년 기준 Brand +10%, ODM -30% 예상)
- 중국 시장 진출을 위해 100여 개 제품에 대한 위생허가를 확보하고 있고, 대형 유통사와 공급계약을 체결해 2018년 중국향 매출 회복 예상. 미국 및 유럽 진출의 성과가 추가적으로 강화되면서 2018년 매출액 676억원 (+30.7% YoY), 영업이익 95억원 (+66.4% YoY)을 기록할 전망 (2018년 Brand +40%, ODM +20% 예상)
- 업종 내 차별화된 경쟁력 대비 현 주가는 상대적으로 크게 낮은 수준 (2018년 PER 14.2배)

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	25.1	2.1	1.7	384	38.7	2,843	0.0	0.0	-1.2	18.9	70.0
2016	56.8	9.6	9.1	1,862	384.9	4,719	0.0	0.0	-0.3	49.0	38.8
2017E	51.7	5.7	5.6	1,028	-44.8	4,844	21.7	4.6	19.0	21.4	24.4
2018E	67.6	9.5	9.3	1,569	52.7	6,417	14.2	3.5	11.2	27.8	21.7
2019E	84.5	13.1	12.9	2,181	38.9	8,600	10.2	2.6	7.6	29.0	18.8

아우딘퓨처스 (227610)

MERITZ Collaboration Report
Holistic Beauty의 세계로 초대합니다

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	25.1	56.8	51.7	67.6	84.5
매출액증가율 (%)	57.2	126.2	-8.9	30.7	25.0
매출원가	15.8	32.3	27.4	35.2	43.5
매출총이익	9.3	24.5	24.3	32.5	41.0
판매비와관리비	7.2	14.9	18.6	23.0	27.9
영업이익	2.1	9.6	5.7	9.5	13.1
영업이익률 (%)	8.2	16.9	11.0	14.0	15.5
금융수익	-0.2	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1
중속/관계기업관련손익	-0.2	-0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	1.8	9.2	5.6	9.4	13.1
법인세비용	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
당기순이익	1.7	9.1	5.6	9.3	12.9
지배주주지분 순이익	1.7	9.1	5.6	9.3	12.9

Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	14.1	19.6	19.3	27.4	39.4
현금및현금성자산	9.0	7.4	9.7	17.2	26.6
매출채권	3.1	6.7	5.2	5.6	7.0
재고자산	1.3	4.4	3.5	3.4	4.2
비유동자산	9.8	12.6	16.5	18.9	21.1
유형자산	8.1	10.4	14.5	16.5	18.3
무형자산	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
투자자산	1.2	1.6	1.4	1.9	2.3
자산총계	23.9	32.2	35.8	46.3	60.6
유동부채	8.6	8.6	6.7	7.8	9.0
매입채무	1.7	1.7	1.5	2.0	2.5
단기차입금	5.1	3.0	3.0	3.0	3.0
유동성장기부채	0.0	1.6	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.3	0.4	0.3	0.5	0.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.9	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	9.8	9.0	7.0	8.3	9.6
자본금	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
자본잉여금	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	5.7	14.8	20.4	29.7	42.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	14.1	23.2	28.8	38.1	51.0

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	2.0	3.5	8.7	10.9	12.9
당기순이익(손실)	1.7	9.1	5.6	9.3	12.9
유형자산감가상각비	0.4	0.6	0.9	1.1	1.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-0.6	-7.1	2.2	0.6	-1.2
투자활동 현금흐름	-2.6	-3.7	-4.9	-3.4	-3.5
유형자산의 증가(CAPEX)	-1.7	-3.0	-5.0	-3.0	-3.0
투자자산의 감소(증가)	-0.9	-0.8	0.1	-0.4	-0.5
재무활동 현금흐름	8.9	-1.4	-1.6	0.0	0.0
사채의증감	0.9	-1.4	-1.6	0.0	0.0
자본의증가	8.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	8.3	-1.6	2.3	7.5	9.4
기초현금	0.7	9.0	7.4	9.7	17.2
기말현금	9.0	7.4	9.7	17.2	26.6

Key Financial Data					
(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	5,560	11,588	9,573	11,412	14,265
EPS(지배주주)	384	1,862	1,028	1,569	2,181
CFPS	616	2,190	1,228	1,780	2,416
EBITDAPS	562	2,100	1,228	1,780	2,416
BPS	2,843	4,719	4,844	6,417	8,600
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)			0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	0.0	21.7	14.2	10.2
PCR	0.0	0.0	18.2	12.6	9.3
PSR	0.0	0.0	2.3	2.0	1.6
PBR	0.0	0.0	4.6	3.5	2.6
EBITDA	2.5	10.3	6.6	10.6	14.3
EV/EBITDA	-1.2	-0.3	19.0	11.2	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.9	49.0	21.4	27.8	29.0
EBITDA이익률	10.1	18.1	12.8	15.6	16.9
부채비율	70.0	38.8	24.4	21.7	18.8
금융비용부담률	0.6	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	12.6	79.1	65.5	138.3	191.4
매출채권회전율(x)	9.5	11.7	8.7	12.5	13.3
재고자산회전율(x)	25.7	19.9	13.1	19.8	22.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의
유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.
당사는 2017년 11월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
(작성자: 양지혜, 이태영)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투
자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할
수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를
수 있습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0.0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

LG생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.25	산업분석	Buy	1,100,000	송광수	-12.2	-5.7	
2015.12.10	산업분석	Buy	1,200,000	송광수	-21.0	-11.9	
2016.03.22	산업분석	Buy	1,150,000	양지혜	-16.8	-12.3	
2016.04.07	산업분석	Buy	1,150,000	양지혜	-15.1	-11.4	
2016.04.27	기업브리프	Buy	1,300,000	양지혜	-21.5	-20.2	
2016.05.09	산업브리프	Buy	1,300,000	양지혜	-18.2	-9.2	
2016.07.11	산업브리프	Buy	1,300,000	양지혜	-17.4	-9.2	
2016.07.27	기업브리프	Buy	1,350,000	양지혜	-28.6	-25.2	
2016.10.13	산업분석	Buy	1,100,000	양지혜	-17.8	-16.0	
2016.10.26	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-22.3	-16.0	
2016.11.24	산업분석	Buy	1,100,000	양지혜	-23.4	-16.0	
2017.01.06	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-23.1	-16.0	
2017.01.25	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-23.4	-16.0	
2017.03.23	기업브리프	Trading Buy	960,000	양지혜	-14.6	-8.2	
2017.05.02	기업브리프	Trading Buy	960,000	양지혜	-8.9	4.2	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-14.8	-12.4	
2017.07.11	기업브리프	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-16.3	-12.4	
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-16.2	-1.7	
2017.10.25	기업브리프	Trading Buy	1,300,000	양지혜	-8.5	-3.8	
2017.11.13	산업분석	Buy	1,500,000	양지혜	-	-	

휴젤 (145020) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.13	산업분석	Buy	580,000	이태영	-	-	