

면세/화장품

4G E-Commerce Evolution: 융합의 시대

함승희

(02) 3774-1682

regina.hahm@miraeasset.com

김민경

(02)3774-1732

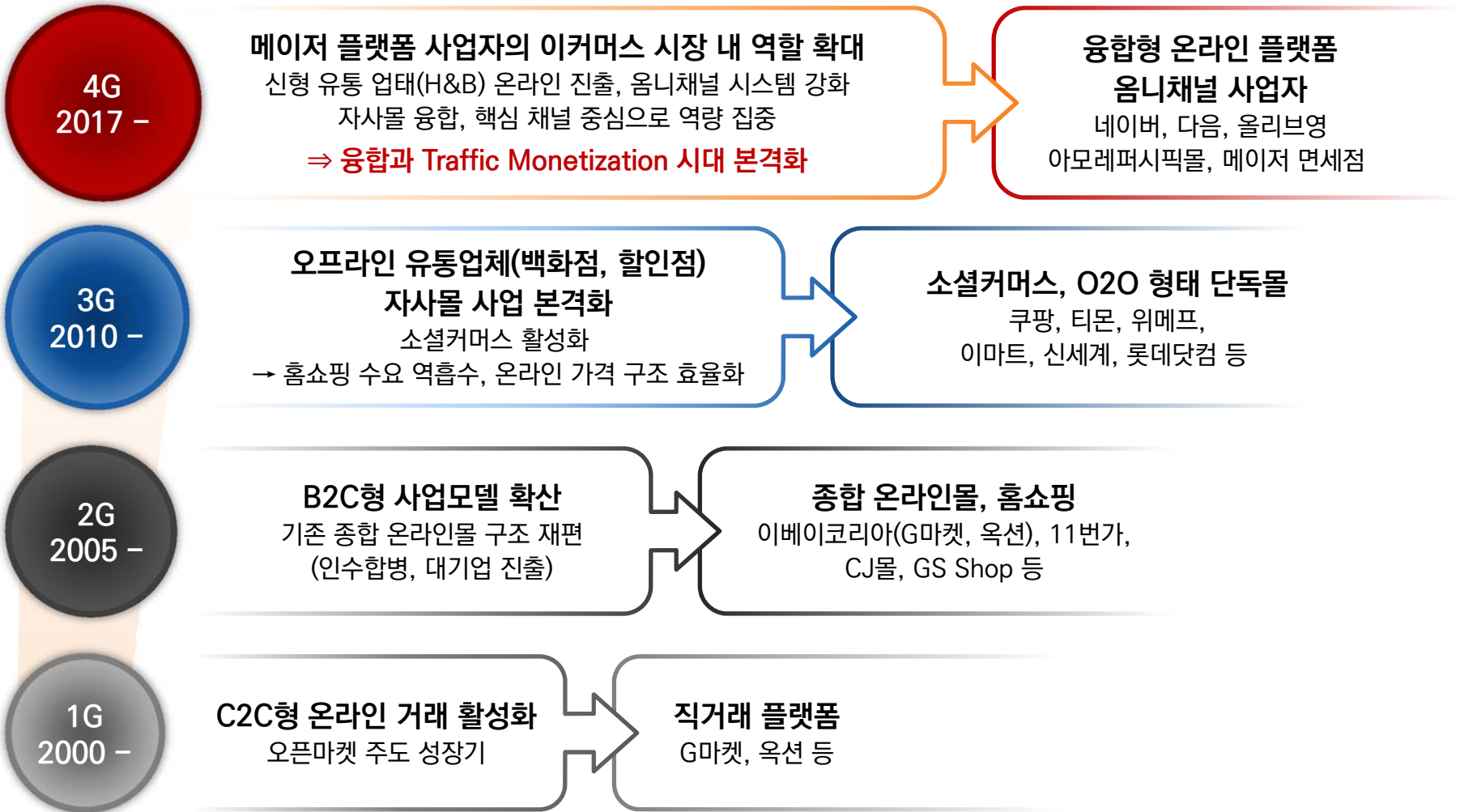
minkyung.kim.a@miraeasset.com

Contents

[요약] 2018년 전망	3
I. 2017년 Review	4
II. 4G E-Commerce Evolution	12
III. 2018년 전망: 융합의 시대	15
IV. 2018년 전망: 면세/화장품	23
V. 투자전략과 Valuation	27
VI. Top Picks 및 관심종목	29
(Top Pick) 호텔신라	
(관심종목) 아모레퍼시픽	
[결론] 면세/화장품: 커버리지 투자의견	49

[요약] 2018년 전망

4G E-Commerce Evolution: 융합의 시대



자료: 미래에셋대우 리서치센터

I. 2017년 Review

사드로 촉발된 부정적 투자심리는 상당부분 해소

- 2016년 하반기 이후 1년 이상 사드 관련 정치적 노이즈 지속, 3Q17까지 화장품/면세 합산 시가총액 29% 감소
- 지난 10월부터 한중관계 개선에 대한 기대감 고조, 주가는 기저 환경 회복에 대한 기대감 선반영
- 단, 장기화된 노이즈로 섹터 내 대부분 업체들 이익변수 훼손. 주가의 온전한 회복을 기대하기는 이른 시기로 판단

2016년 7월 이후 화장품/면세 주요 상장사 합산 시가총액 추이

(2016.7.1=100)



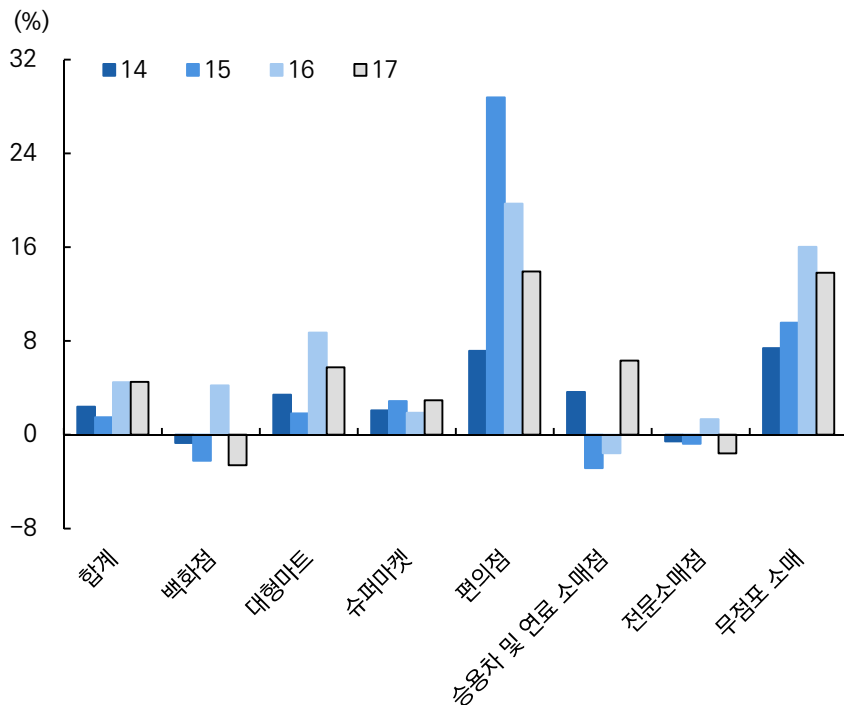
주: 합산 지수는 호텔신라, 아모레퍼시픽, 아모레G, LG생활건강, 코스맥스, 한국콜마, 잇츠한불, 토니모리, 제닉, 코스온, 리더스코스메틱 시가총액으로 산출
자료: WiseFn, 미래에셋대우 리서치센터

I. 2017년 Review

소매 채널별 괴리 심화

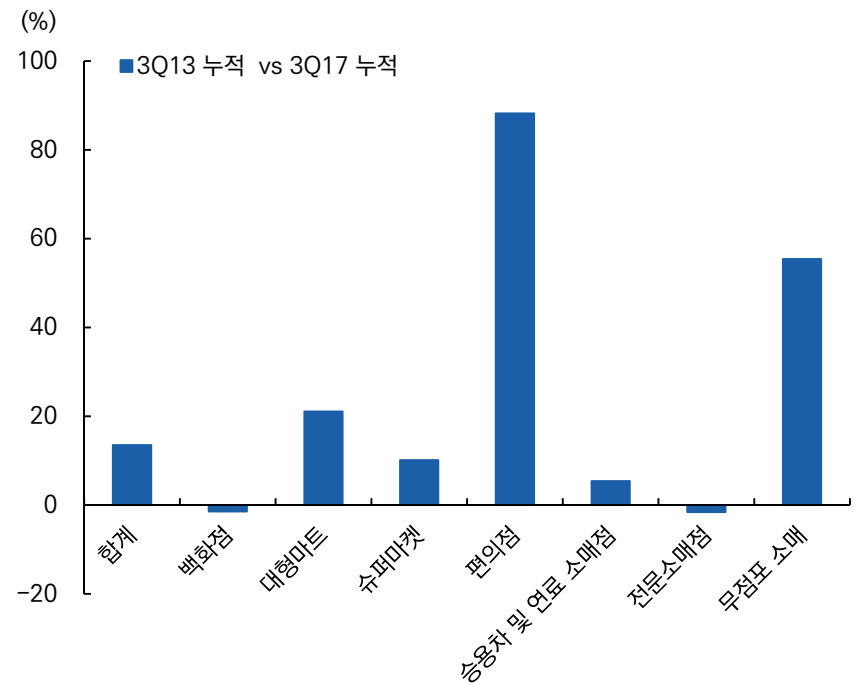
- 전통 오프라인 채널의 구조적 약세 지속, 백화점/할인점/소매점 소비 이탈 가속화
- 3Q17 누적 소매 판매액 기준, 백화점과 전문소매점은 3Q13 누적 수치 대비 역성장을 기록. 편의점, 온라인 등 소비 효용이 높은 채널로 수요 이전

연도별 주요 채널의 소매판매액 성장률 추이



주: 시계열의 일관성을 위해 각 연도별 1~9월 판매액 누적 수치를 기준으로 산출
자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

주요 채널의 절대 소매판매액 비교: 2013년 vs. 2017년(3Q 누적)



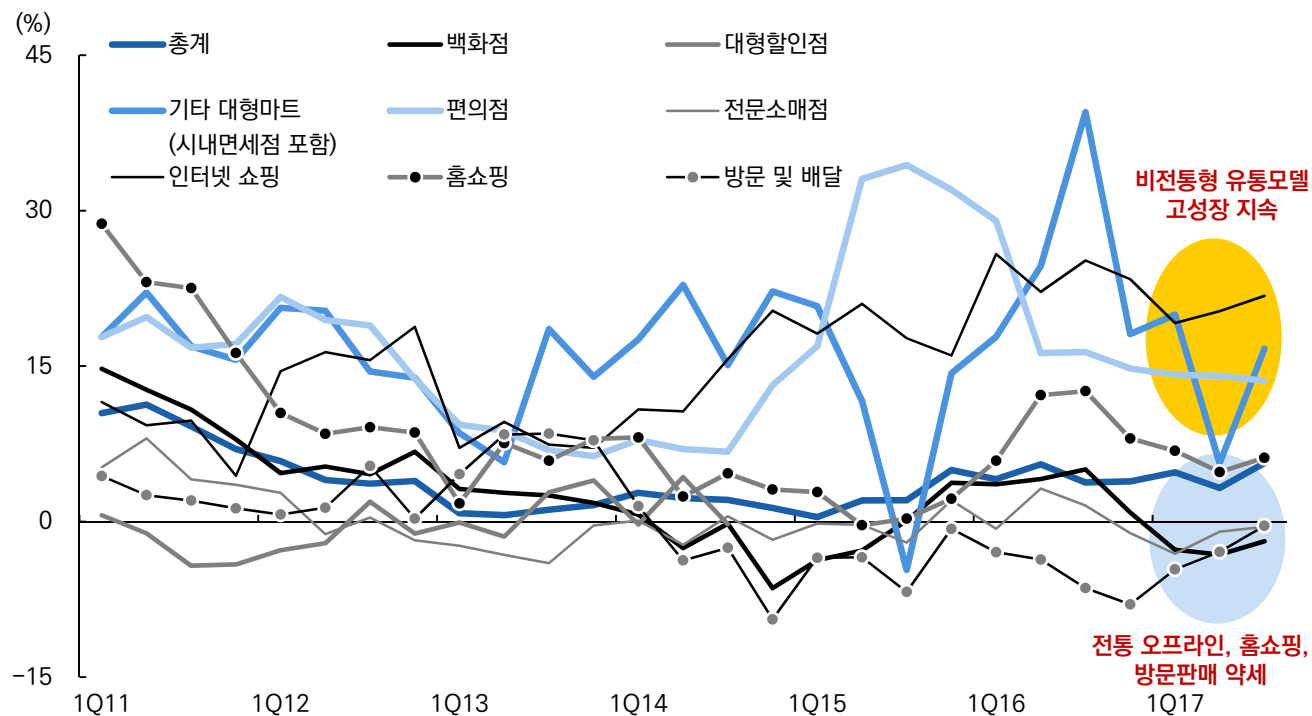
자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

I. 2017년 Review

비전통형 유통 모델의 상대 수요 흡수 가속화

- 장기 시계열의 세부 채널별 성장률 추이는 업태별 명암을 보다 직접적으로 반영
- 구조적 성장 저하를 경험하고 있는 채널은 과거 폐쇄형 유통 환경 내 물리적 접근성의 이점으로 소비를 유인했다는 공통점을 내재
- 물류 시스템 발전 및 효율화, 유통 채널 다변화로 물리적 접근성의 이점 희석. 포괄적으로 소비자 효용을 극대화하는 채널 중심으로 소비 수요 집중

주요 업태별 분기 판매액성장률 추이: 비전통형 채널의 고성장 지속



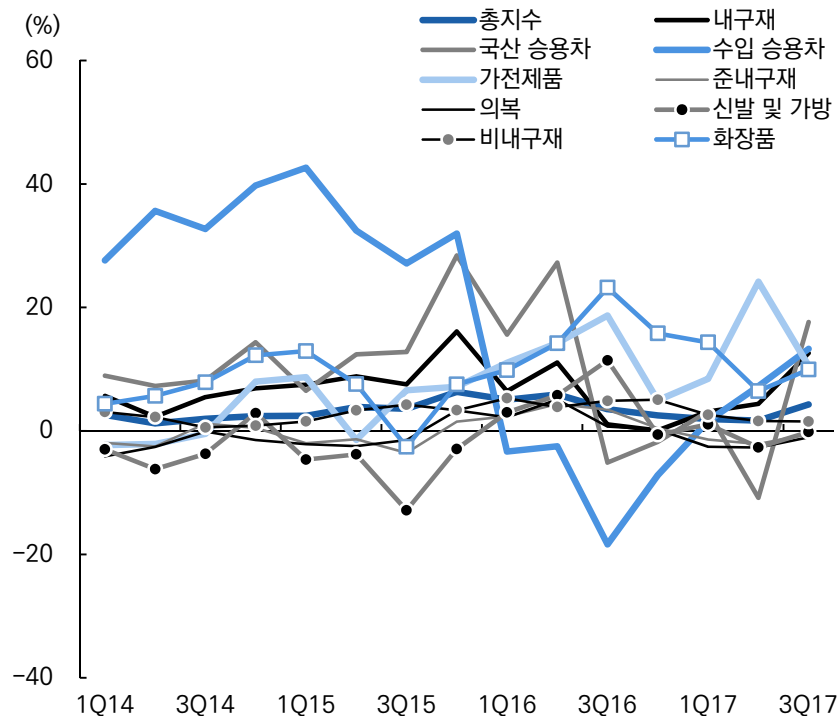
자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

I. 2017년 Review

재화별로는 승용차, 화장품 성장세 두드러져

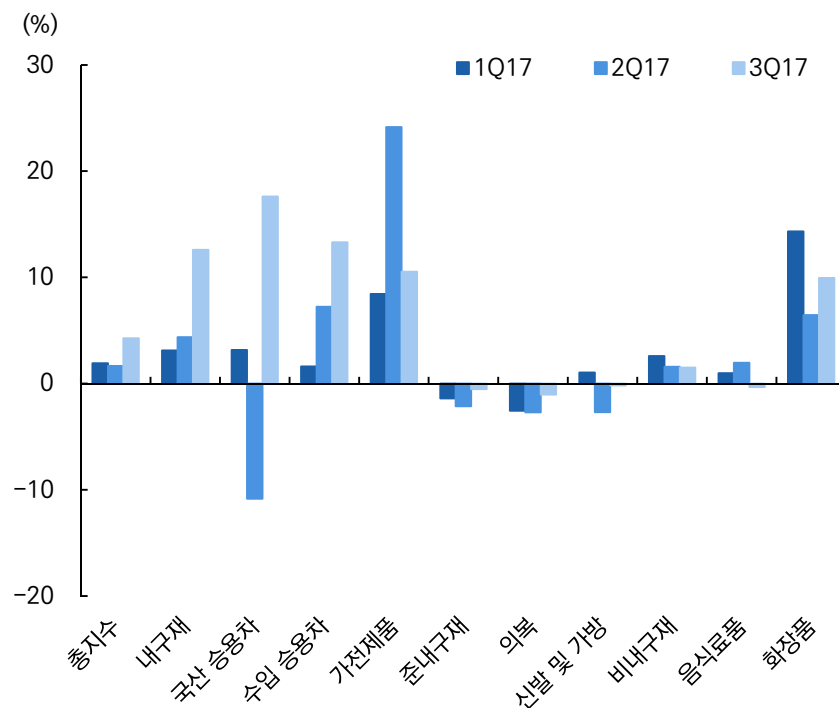
- 일부 내구재(승용차)와 가전, 비내구재(화장품)을 제외한 대부분의 재화는 저성장 및 역성장 지속
- 국산 승용차 판매액은 개별소비세 인하 효과가 종료된 뒤 3Q16부터 역성장 전환
- 수입 승용차는 2010-15년 누적된 고성장(6년간 +265% 소비 증가)과 폭스바겐 사태로 인한 영향이 중첩되며 2016년 이례적으로 역성장(-7% YoY), 2017년에는 순성장 재개
- 화장품은 재량 소비재 영역에서 가장 견조한 성장세를 유지, 기저 소비의 건전성 반영

주요 재화 카테고리별 소매판매액 증가율 추이



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

2017년 주요 재화별 분기 소매판매액 증가율 비교



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

I. 2017년 Review

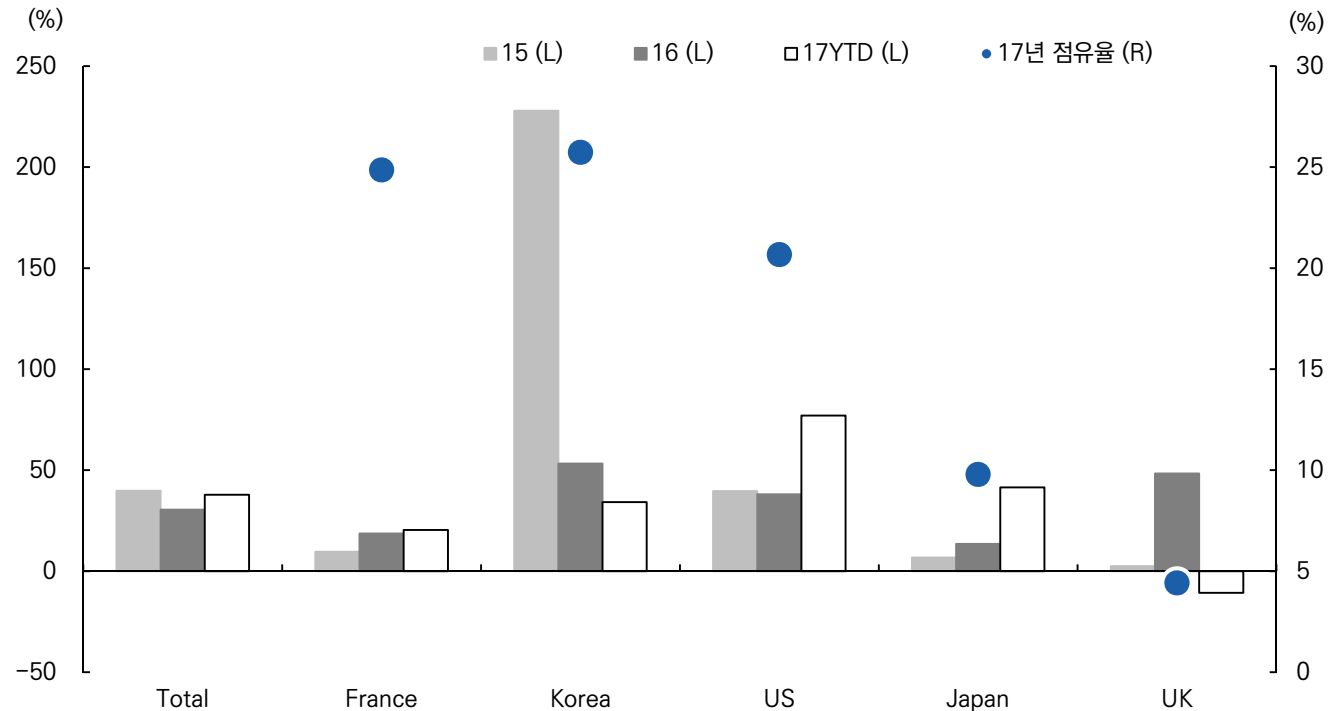
한국 면세: 위기 속에 더욱 빛나는 대외 경쟁력

I. 2017년 Review

한국 화장품: 중국 수입시장 내 1위 입지를 수성

- 한·중 관계에 대한 우려에도 불구하고, 중국 화장품 수입시장 내 한국의 입지는 견고히 유지
- 중국 내 공식 수입/유통 체계를 갖춘 상위 브랜드사 중심 현지 채널 확장 지속 영향으로 분석
- 미국, 일본의 전체 시장 대비 선전은 고가 화장품 성장성 강화와 브랜드 다변화 반영

중국 화장품 수입액 증가율 추이와 2017년 점유율: 상위 5개국 상대 비교



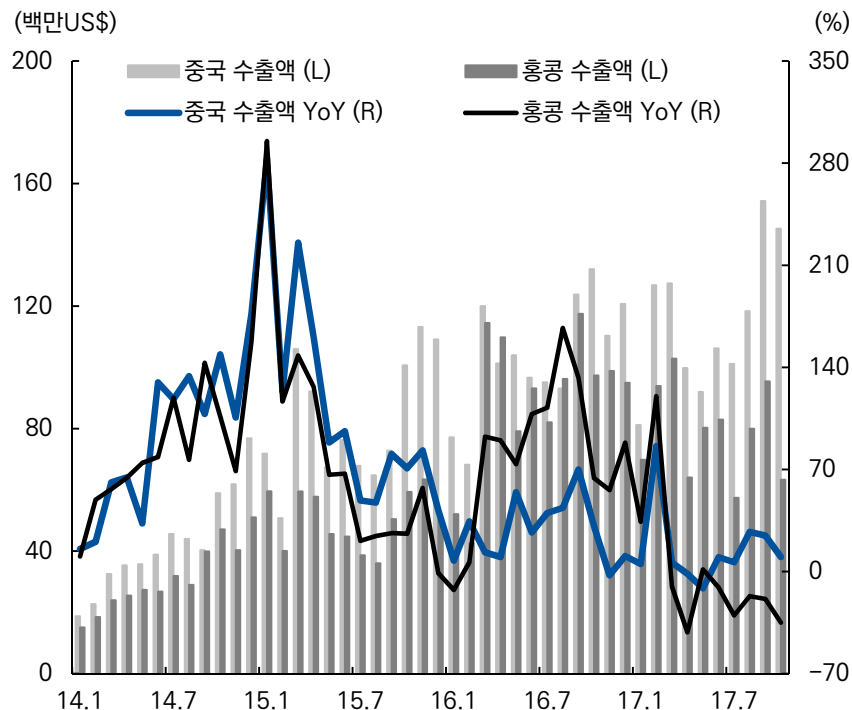
자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

I. 2017년 Review

한-중 화장품 거래액: 비공식 판매 비중 축소

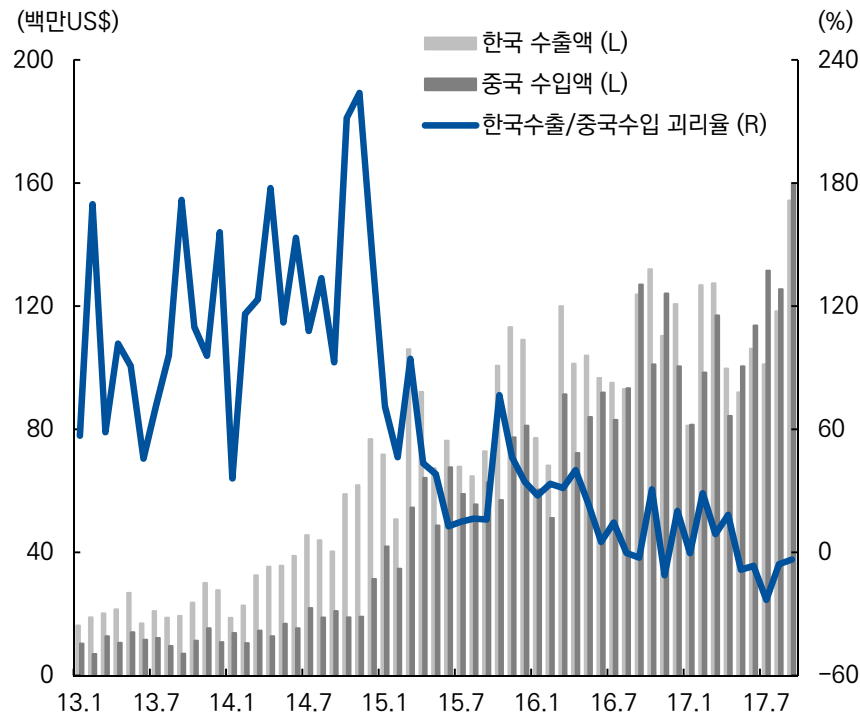
- 2Q15 이후 중국 정부의 비공식 유통상 규제 시작. 중국 내 중저가 한국 화장품 시장 재편 가속화, 홍콩으로 일부 수요 이전
- 2016년 사드 이슈까지 중첩되며 과거 상당 부분을 차지했던 비공식 유통 제품은 크게 축소된 모습
- 한-중 시장 내 교역 투명성 배가, 보다 근원적인 수요를 확인할 수 있는 시장 환경 조성

한국 화장품 중국, 홍콩 수출액 추이/성장률: 홍콩의 보완 역할 약화



자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

한국 화장품 수출액과 중국 수입액 비교: 상대 괴리율 축소

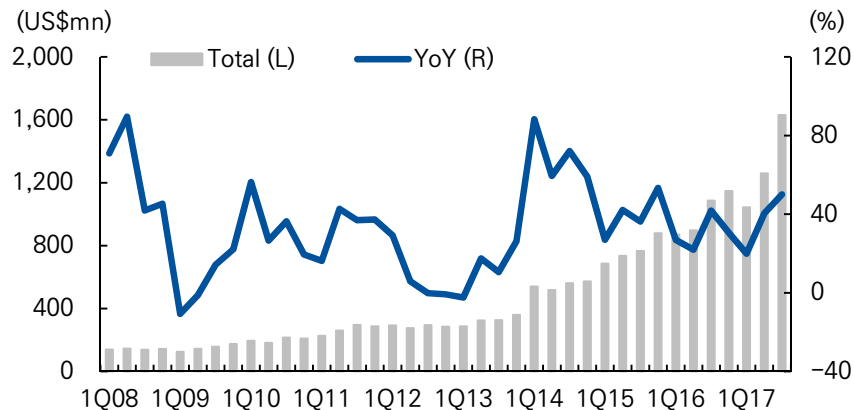


자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

I. 2017년 Review

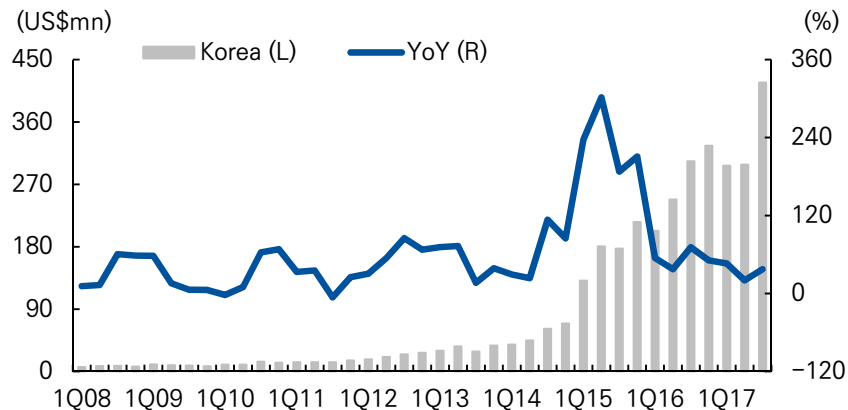
중국 화장품 수입액 및 성장률: 전체 시장의 견조한 성장 지속

중국 화장품 수입액 및 성장률 추이



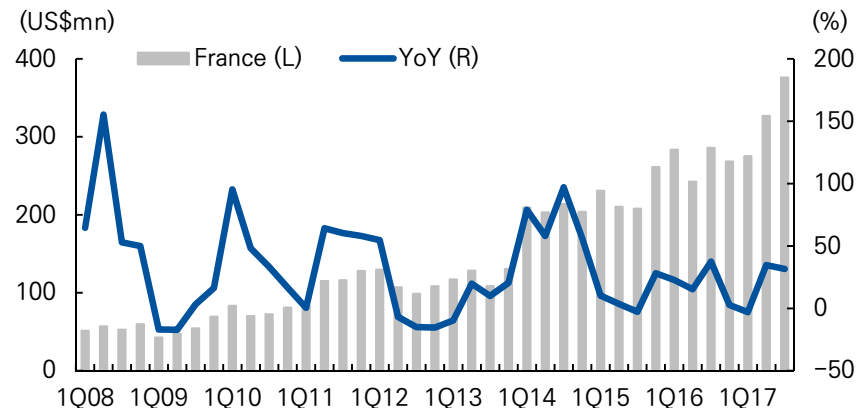
자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

중국의 한국 화장품 수입액 및 성장률 추이



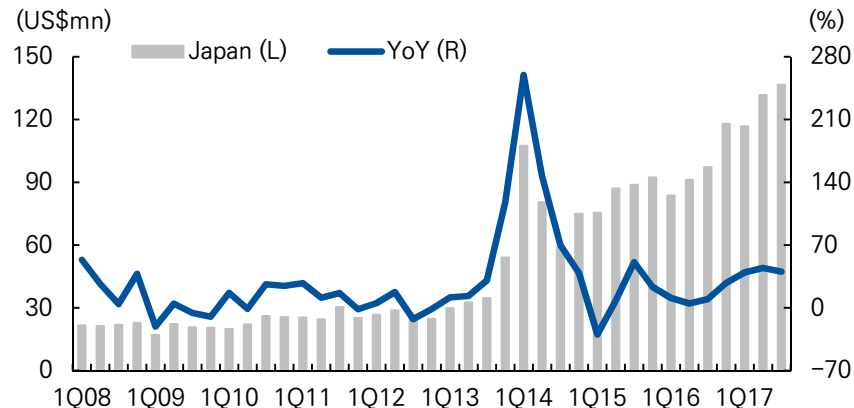
자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

중국의 프랑스 화장품 수입액 및 성장률 추이



자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

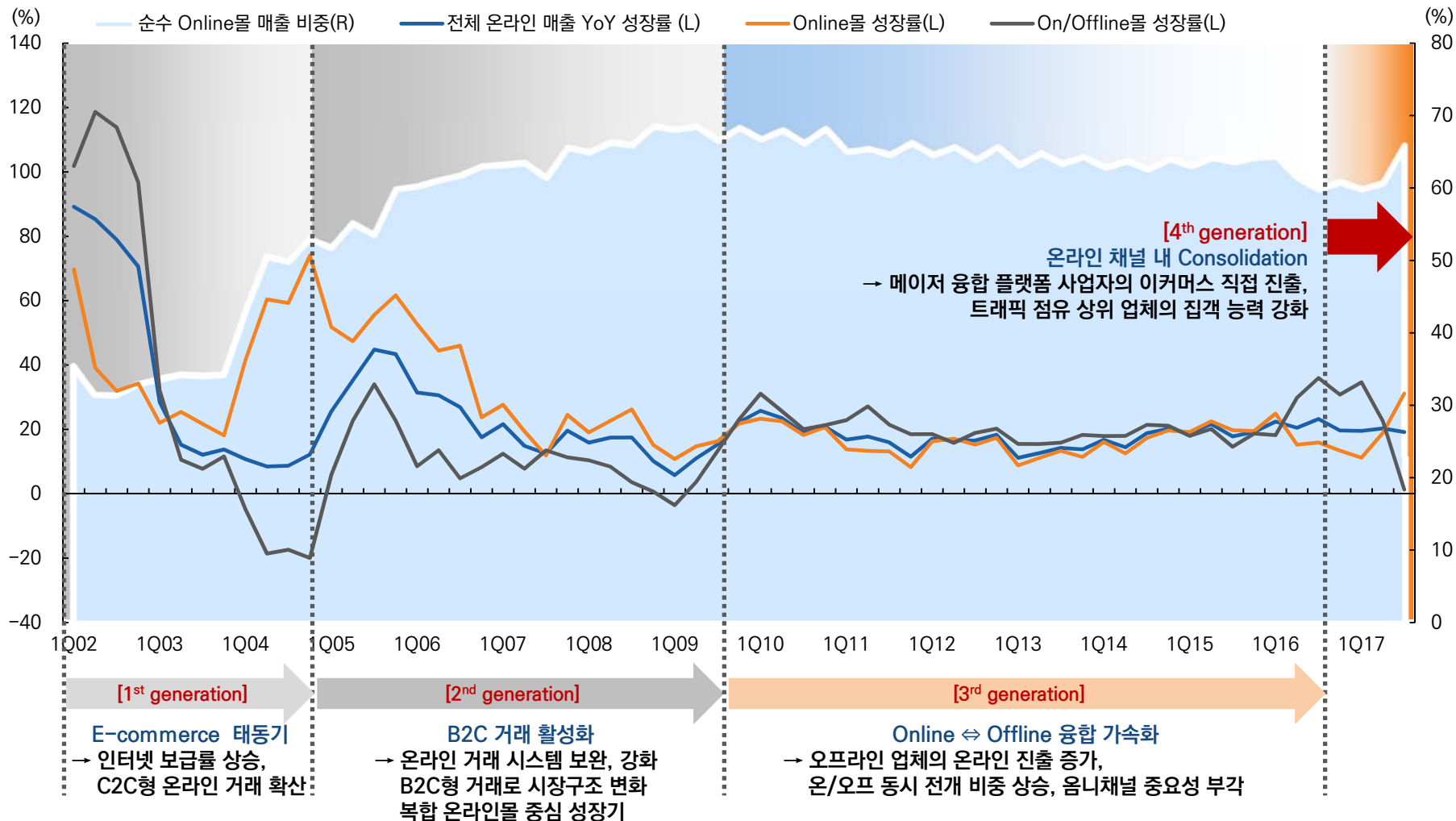
중국의 일본 화장품 수입액 및 성장률 추이



자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

II. 4G E-Commerce Evolution

국내 이커머스 시장은 4단계 진화기에 진입



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

II. 4G E-Commerce Evolution

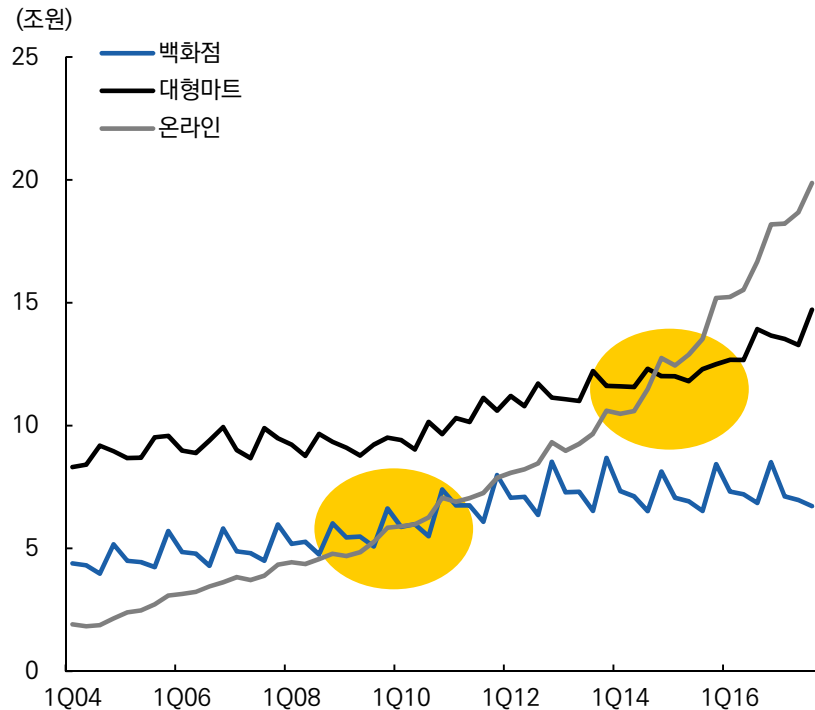
이커머스

구조적 진화기(1~2G)

전통채널 사양화 지속

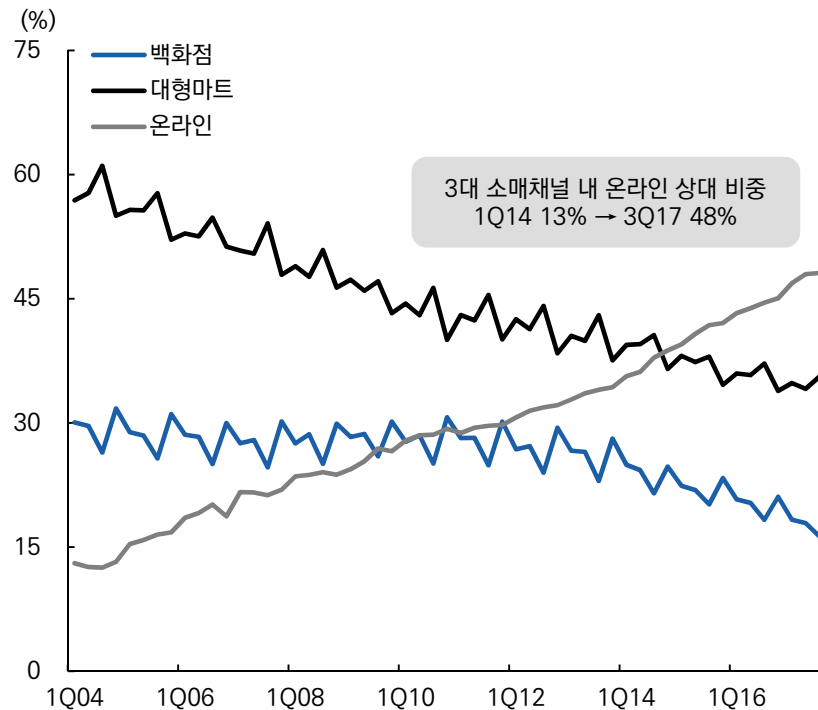
- 이커머스 1~2단계 진화기(2000년 초~2009년)에는 온라인 시장이 백화점 추월. B2C 거래 활성화에 따른 비효율 채널에서의 수요 이탈 반영
- 3단계 진화기에는 온라인 시장이 대형마트를 추월. 오프라인 전반의 구조적 사양화와 온·오프라인 수요 융합 장기화

3대 소매 채널 분기 매출액 추이



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

3대 소매 채널 매출액 내 상대 매출 비중 추이



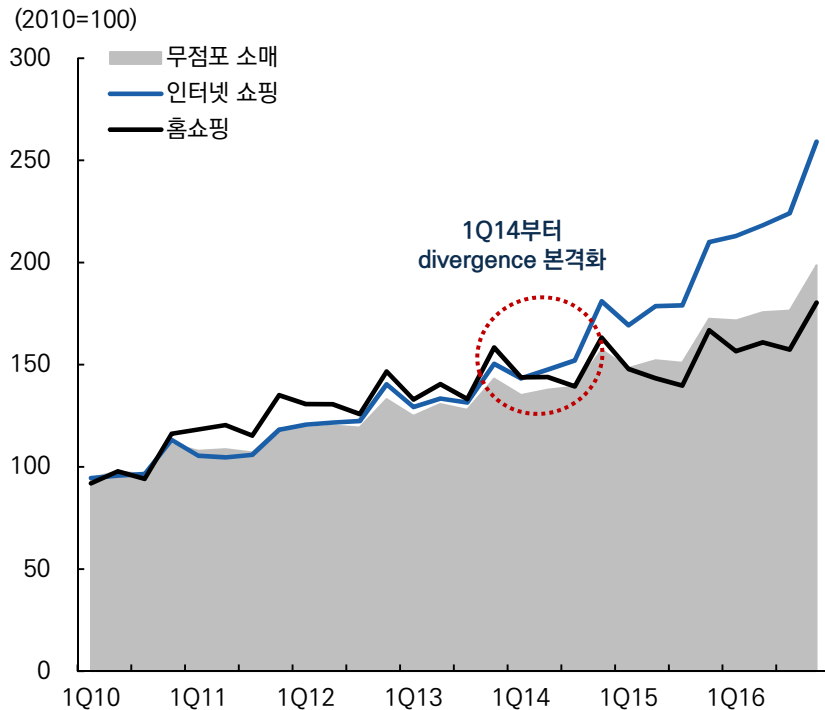
자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

II. 4G E-Commerce Evolution

이커머스 3기 성장기에 홈쇼핑-온라인 통합 두드러져

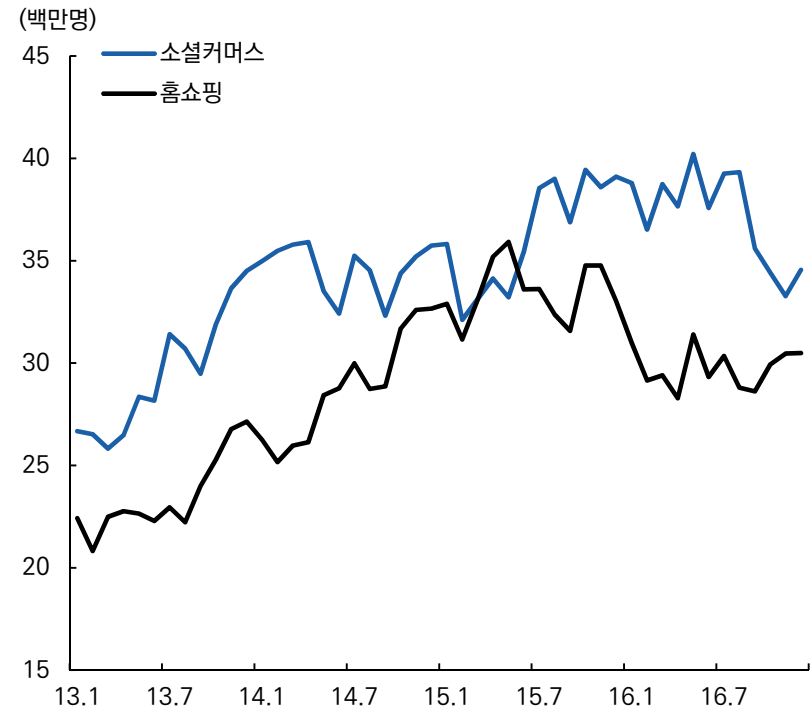
- 2010년 이후 이커머스 3기 성장기에는 무점포소매 내 통합이 두드러져
- 소셜커머스 성장과 보편화로 홈쇼핑 채널과의 cannibalization 가속화
- 시간 제약 완화, 배송 편의 향상, 가격 경쟁력 강화 등 소셜커머스의 부가 효용 부각되며 화장품, 의류 등 홈쇼핑 주력 카테고리에서 소비 이탈

무점포소매 소매판매액 지수: 인터넷 쇼핑과 홈쇼핑 괴리 심화



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

소셜커머스와 홈쇼핑 월별 웹/모바일 순방문자 추이



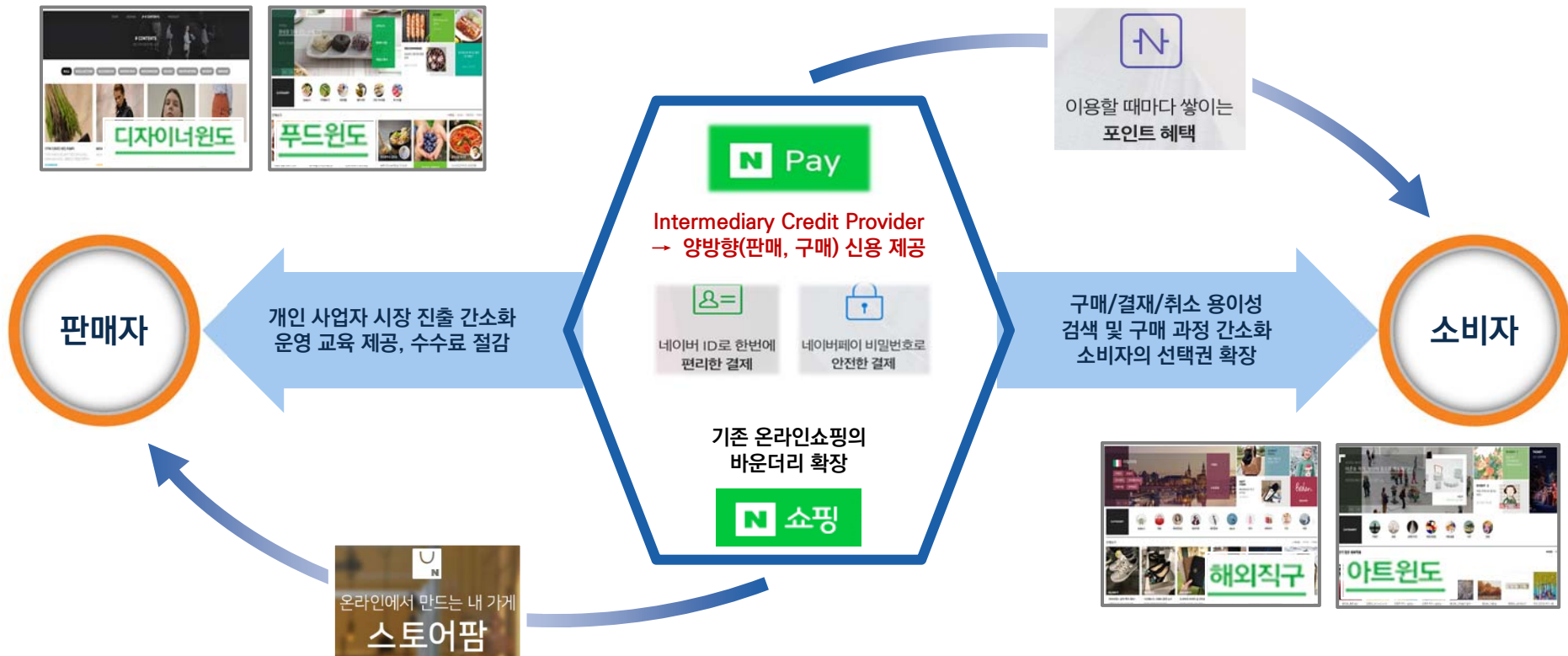
주: 소셜커머스는 쿠팡, 위메프, 티몬/홈쇼핑은 CJ오쇼핑, GS홈쇼핑, 현대홈쇼핑 순방문자 합산
자료: 닐슨코리아클릭, 미래에셋대우 리서치센터

III. 2018년 전망: 융합의 시대

네이버 상업 플랫폼 역할 강화, 국내 시장 재편 주도

- 이커머스 4G 성장기의 핵심은 융합 플랫폼, 그리고 네이버
- 플랫폼 사업자로서 네이버 역할 확대는 판매자와 소비자에게 새로운 형태의 부가 효용을 창출
- 쇼핑 영역 확대와 소규모 사업자의 시장 진출 증가로 소비자 선택권 강화 (쇼핑윈도우)
- 네이버페이 시스템은 판매자와 구매자 사이에 효율적인 Credit Provider의 역할을 담당

네이버페이와 쇼핑윈도우는 소비자와 판매자의 접점을 좁히는 동시에 부가 효용을 제공



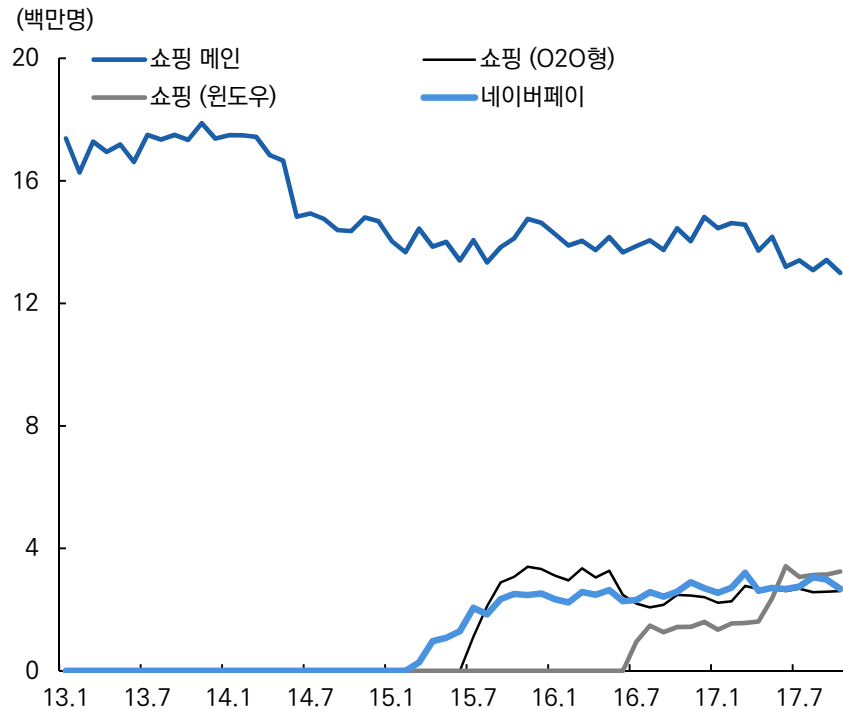
자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

III. 2018년 전망: 융합의 시대

네이버의 상업 플랫폼 역할 강화와 포트폴리오 다변화

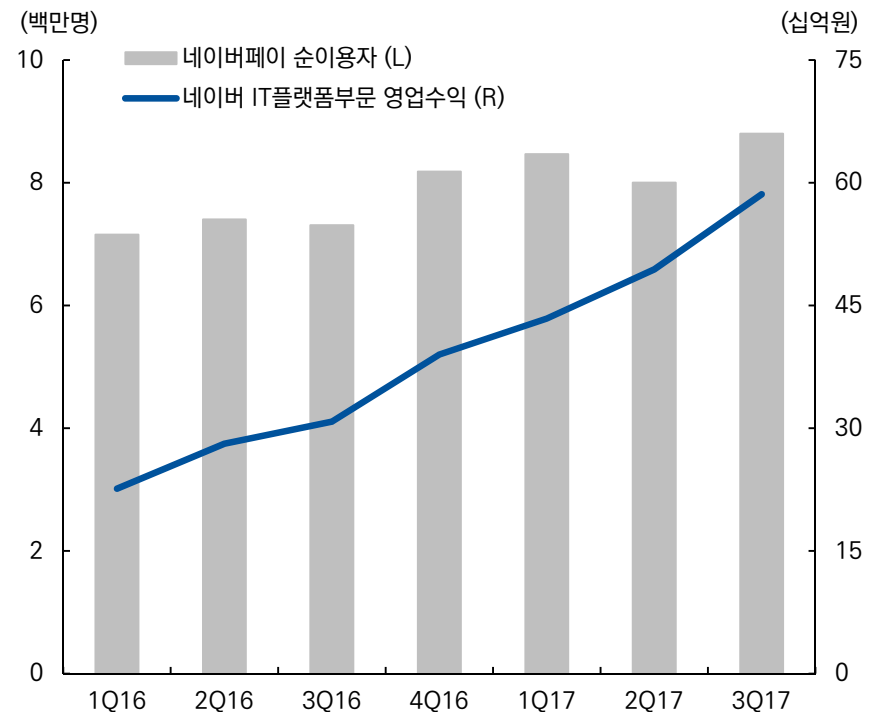
- 네이버의 수익 모델이 광고 중심에서 복합 상업 플랫폼으로 변화하며 채널별 트래픽 다변화
- 네이버페이에 대한 소비 성향 구조적 강화로 IT플랫폼 부문 이익 증가세 가시적
- O2O형 및 윈도우 사업 영역 확대로 이커머스 트래픽 집결 능력 강화될 전망

네이버 주요 상업 플랫폼 트래픽 추이: 포트폴리오 다변화



자료: 닐슨코리안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

네이버페이 순이용자와 IT플랫폼 부문 영업수익 추이



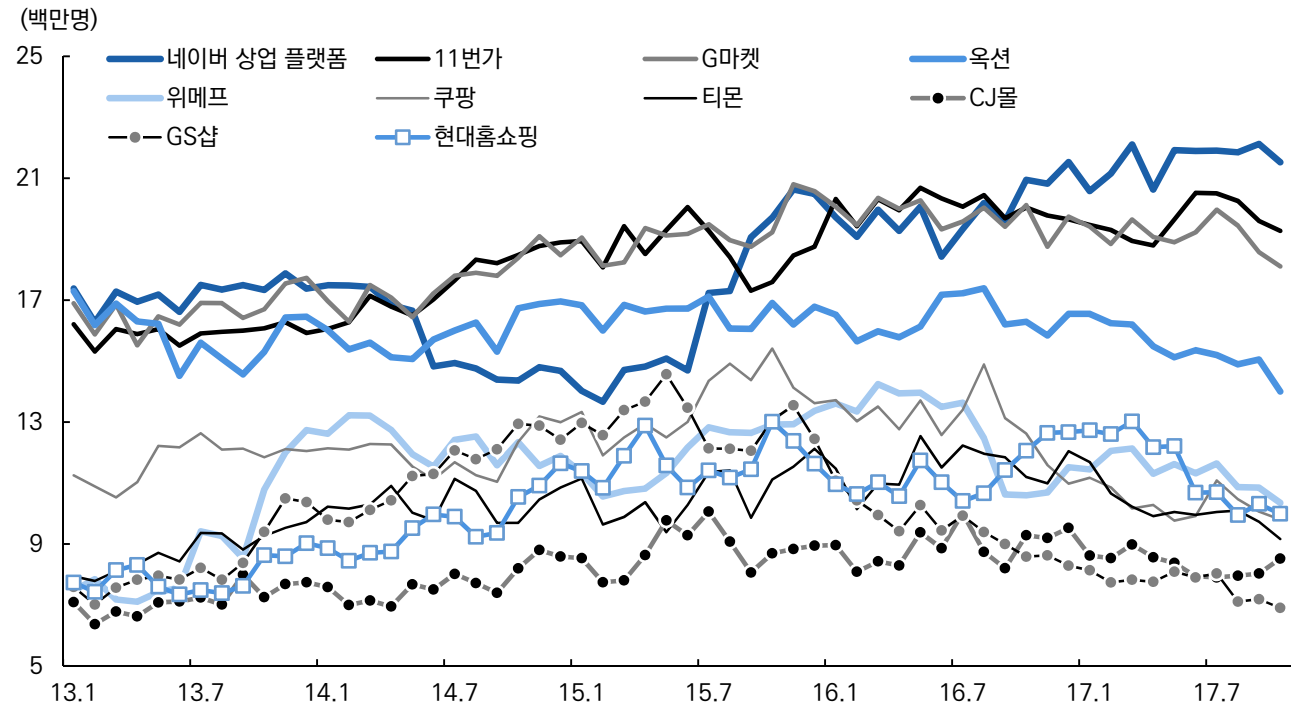
자료: 닐슨코리안클릭, NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

III. 2018년 전망: 융합의 시대

네이버와 기존 메이저 쇼핑몰 트래픽 괴리 심화

- 네이버페이의 안착과 상업 플랫폼 다변화로 기존 메이저 쇼핑몰과 트래픽 괴리율 높아짐
- 기존 종합몰 트래픽은 2H16부터 하락세. 소셜커머스와 홈쇼핑 트래픽은 구조적 약세 지속
- 독보적 플랫폼 사업자가 쇼핑 정보 제공 영역을 확대하는 동시에 결제의 편의성까지 제공하며 복합적으로 소비 효율을 높이고 수요를 집중적으로 유인하는 모습

주요 쇼핑몰 순방문자 추이: 네이버의 뚜렷한 선전, 기존 종합몰 트래픽 하락



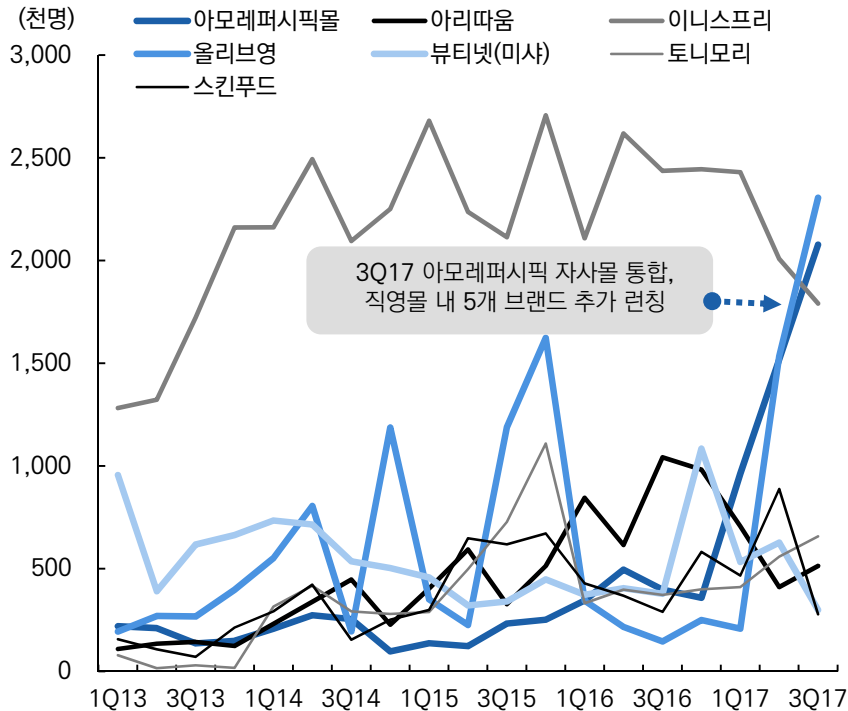
자료: 닐슨코리안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

III. 2018년 전망: 융합의 시대

개별 소비재 영역에서도 플랫폼 융합 가속화

- 세부적으로 화장품 산업 내에서도 플랫폼 융합 트렌드 가속화. 과거 개별몰로 분산되었던 화장품 온라인 구매 수요는 복합 브랜드 또는 상품을 제공하는 통합몰로 집중
- H&B 채널의 구조적 확대와 온라인 신규 진출도 복합몰로 트래픽을 응축하는데 기여
- 국내 화장품 이커머스 시장의 독보적 리더인 아모레퍼시픽은 적기에 자사 온라인몰을 통합, 재편

주요 화장품 온라인몰 트래픽 추이



주: 추가 런칭된 5개 브랜드는 이니스프리, 에뛰드, 에스브아, 아윤채, 아모스프로페셔널
자료: 닐슨코리안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

아모레퍼시픽 직영 온라인몰 통합·재편

운영 종료		운영 유지
브랜드	종료(예정) 시기	브랜드 및 온라인몰
메이크온	7월초	아모레퍼시픽몰
라네즈	7월24일	아리따움
리리코스	7월27일	이니스프리
미장센	7월27일	에뛰드
마몽드	8월3일	에스브아
베리떼	8월3일	오설록

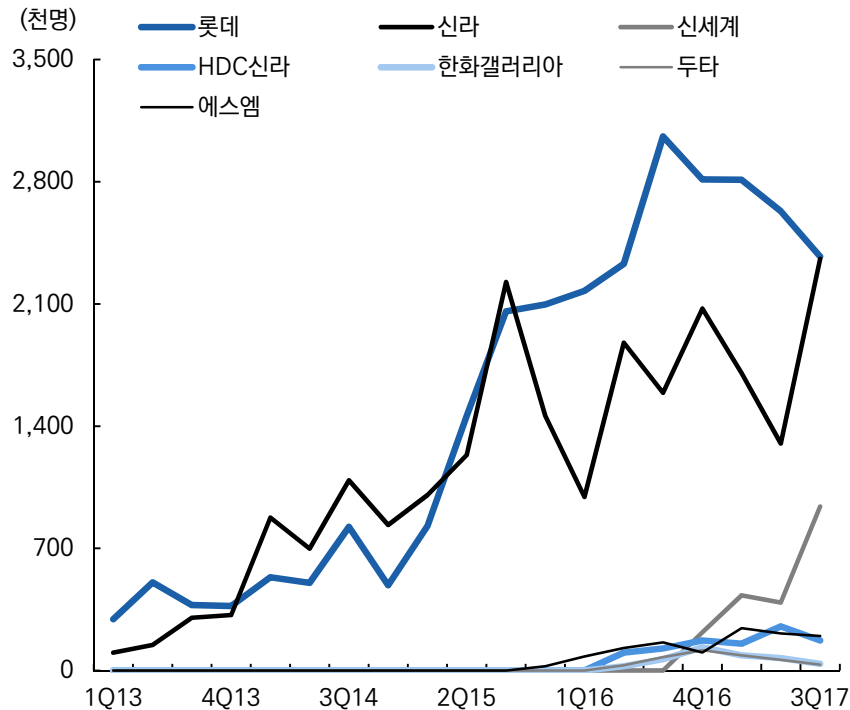
자료: 언론보도자료, 미래에셋대우 리서치센터

III. 2018년 전망: 융합의 시대

메이저 면세 사업자는 선제적으로 옴니 채널을 구축

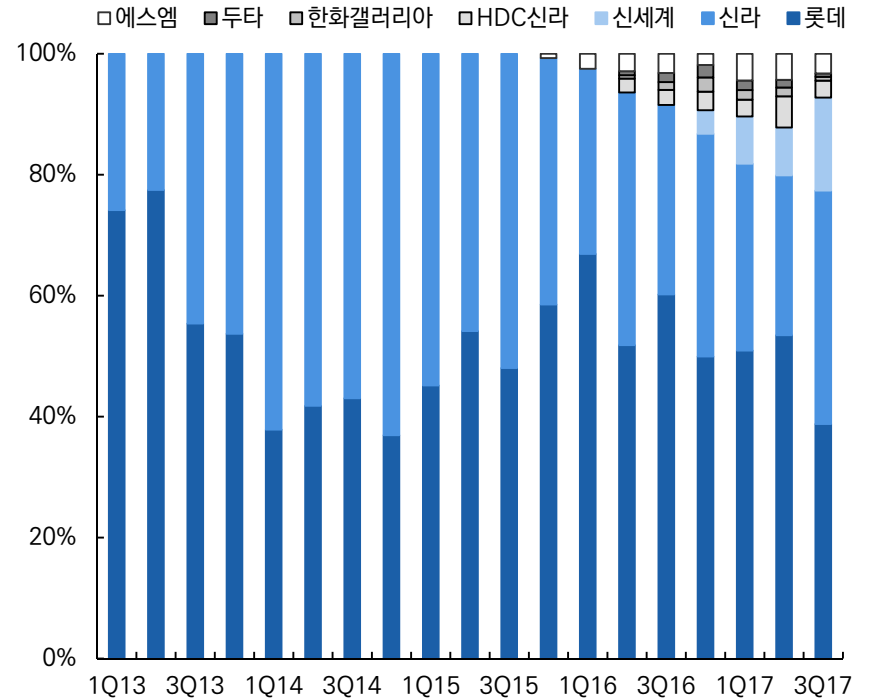
- 일반 소매시장과 구분되는 면세사업은 온라인 시장에서도 메이저 업체가 선전하는 모습
- 단순히 오프라인 시장에서 메이저 입지를 점하고 있어서라기 보다는 상위 사업자가 시장 구조 변화 이전부터 제공하고 있는 옴니채널의 강점이 유지되고 있기 때문으로 해석
- 국내 1, 2위 면세 사업자는 이미 진화된 온오프 통합 모델을 제공, 글로벌 시장에서도 주목받는 성장세의 핵심 역량 중 하나

주요 면세사업자의 온라인몰 순방문자 추이 (분기 합산 기준)



자료: 닐슨코리아클릭, 미래에셋대우 리서치센터

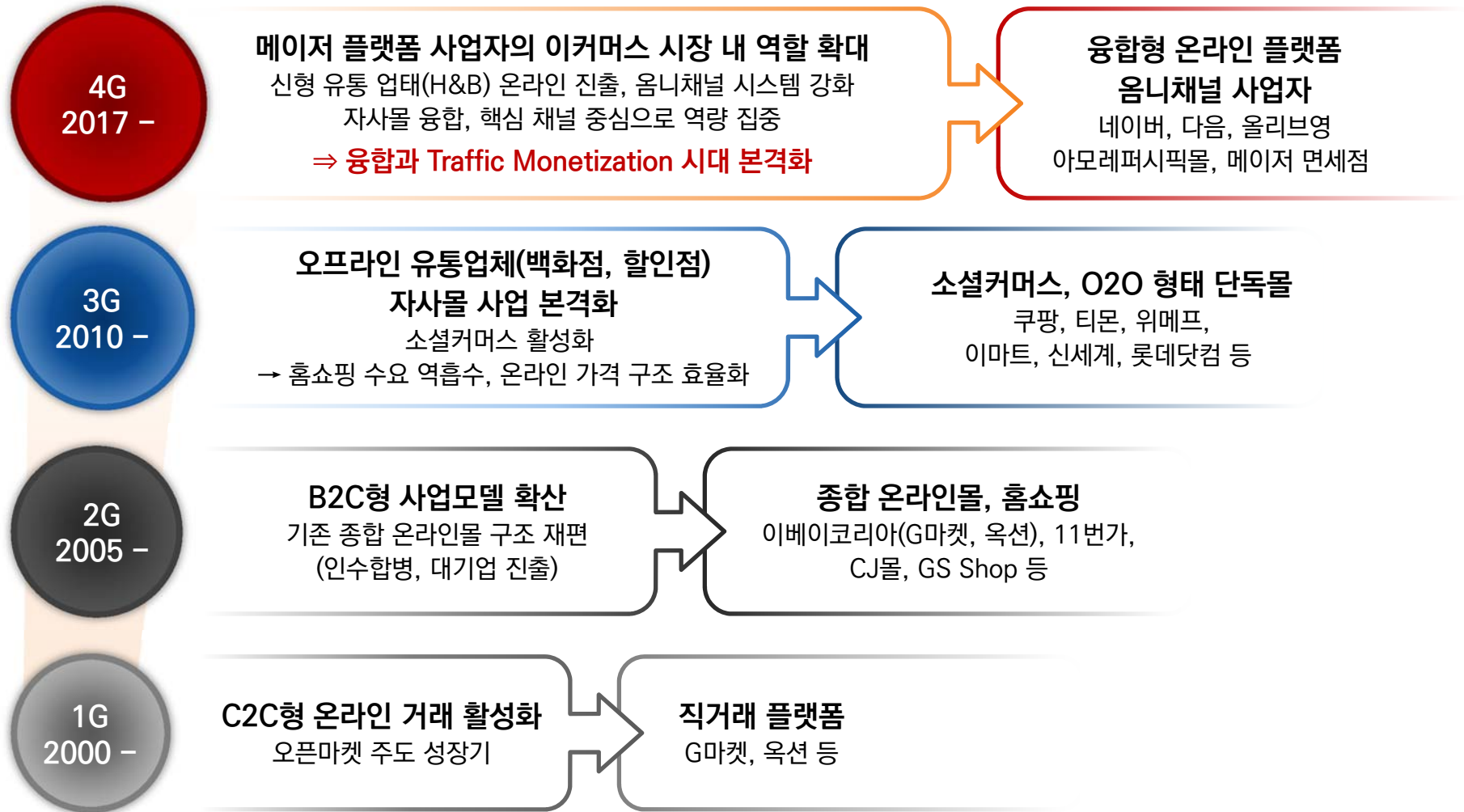
주요 면세사업자 온라인몰 상대 트래픽 점유율 추이



자료: 닐슨코리아클릭, 미래에셋대우 리서치센터

III. 2018년 전망: 융합의 시대

이커머스 4G 진화기의 “Winner”는 융합형 플랫폼과 옴니채널 사업자



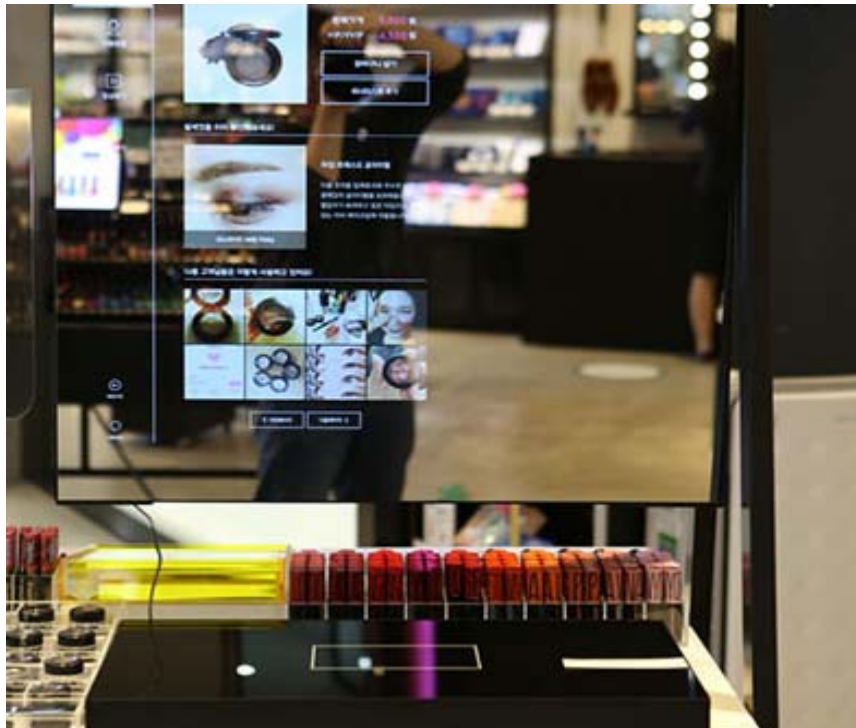
자료: 미래에셋대우 리서치센터

III. 2018년 전망: 융합의 시대

아모레퍼시픽과 메이저 면세 사업자는 옴니채널을 기 구축

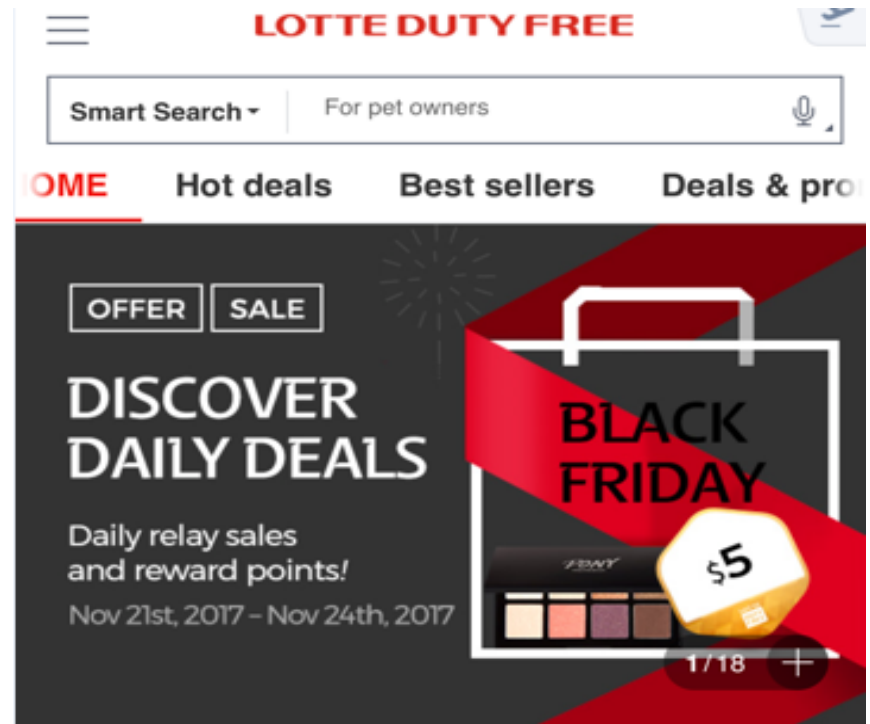
- 이커머스 4G micro evolution 과정에서도 메이저 면세 사업자와 브랜드 화장품 업체는 온라인 시장에서 선전을 지속
- 기존 전통형 유통업체와 달리 소비자에게 능동적인 사업 모델의 필요성을 기 인지, 적절해 대응해왔기 때문으로 해석
- 메이저 면세/화장품 업체의 옴니채널 운영 역량은 국내외 시장 성장 잠재력의 핵심

아모레퍼시픽의 온/오프라인 통합 플랫폼, “아리따움”



자료: 아리따움

롯데면세점의 글로벌 모바일 플랫폼



자료: 롯데면세점

III. 2018년 전망: 융합의 시대

온라인 시장 소비 흡수력 강화와 구조적 변화에 따른 Investment Map

Negative  Positive

Business Category	백화점 할인점	홈쇼핑	면세 온라인	브랜드화장품		ODM		생활용품	원브랜드샵			
Coverage Stocks			호텔신라	아모레 퍼시픽	LG H&H	코스맥스	한국콜마	코웨이	아모레G	클리오	토니모리	잇츠한불
온라인 확장 용이성												
온라인 presence												
옴니채널 운영 역량												
오프라인 의존도 (높을수록 부정적)												
복합 플랫폼 주도 성장의 영향												
온라인 플랫폼 접근성												
자체 플랫폼에 대한 신뢰도												
융합 플랫폼과의 연계												
온라인 시장 내 인지도/브랜드 가치												
오프라인 대비 가격 효율성												
Merchandising 차별화												









자료: 미래에셋대우 리서치센터

IV. 2018년 전망: 면세/화장품

면세/화장품:
외재 리스크 심화에도
펀더멘털 경쟁력 유효

- 까다로워진 소비 환경에서 선전해온 능동적 비즈니스 모델(면세, 메이저 화장품)은 중국과의 정치적 노이즈로 인한 최악의 영업 환경에서도 근원의 강점을 입증
- 항공 인프라의 제약으로 급속한 업황 개선을 기대하기는 어려우나 2018년 하반기부터 면세와 화장품 산업 성장성 정상화를 목도할 수 있을 것으로 예상

면세/화장품 커버리지 주요 산업별 전망과 관심종목

산업	2018년 전망	Stocks to watch
면세점	 여행 시장 규제 완화로 중국 인바운드 트래픽 점진적 회복 기대  운송 인프라 확보까지 물리적 시간이 필요, 2H18에 정상화 예상	호텔신라
브랜드 화장품	 중국 내 마케팅 활동 정상화로 메이저 브랜드 성장성 강화될 전망  예상보다 빠른 국내 오프라인 사양화로 해외 성장성 희석될 수 있음	아모레퍼시픽, LG생활건강
화장품 ODM	 해외 오더 증가와 수율 개선에 따른 적자폭 축소, 수익성 개선 기대  브랜드 시황을 후행, 사드로 인한 국내 성장성 저하 이연 반영 가능	코스맥스, 한국콜마
브랜드샵	 중국발 노이즈로 억눌려있던 수출 부문 고성장 재개 가능  국내 로드샵 시황 악화로 훼손된 수익구조 정상화에는 시일이 소요	클리오, 아모레G

자료: 미래에셋대우 리서치센터

IV. 2018년 전망: 면세/화장품

[면세]

정상 인바운드 공백기에 새로운 소비 수요를 유인

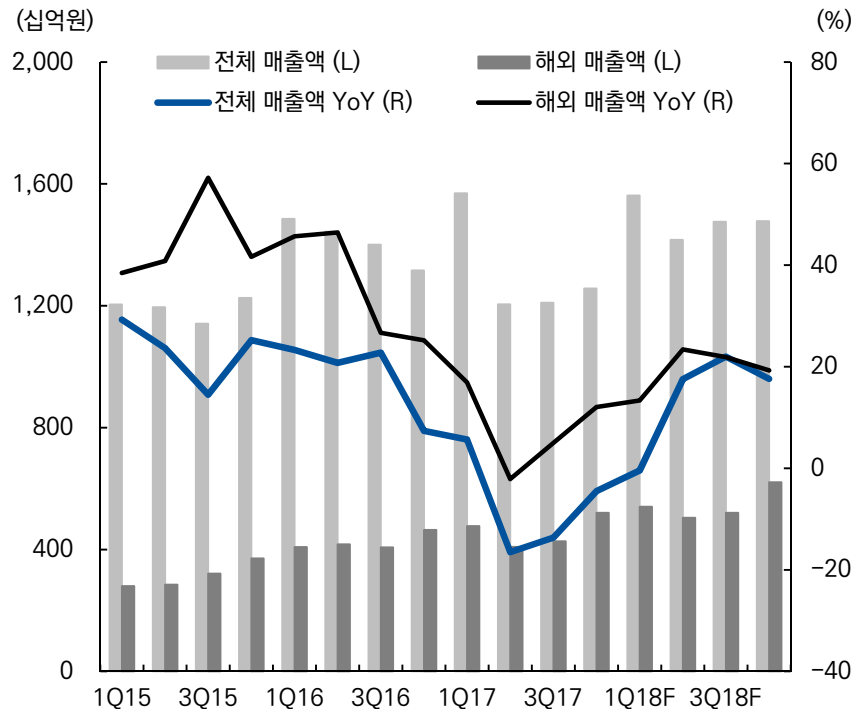
IV. 2018년 전망: 면세/화장품

[브랜드 화장품]

중국 영업환경 개선으로 점진적 성장성 강화 기대

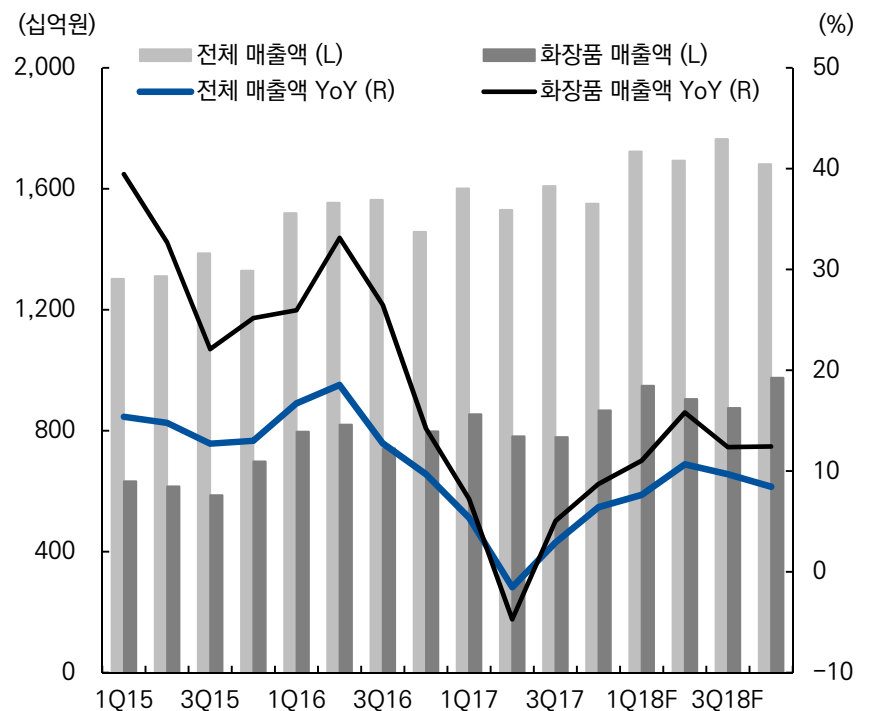
- 국내 메이저 브랜드 화장품은 여행 시장에 대한 중국 정부의 물리적 제재 영향을 가장 직접적으로 받아 2분기 이후 큰 폭의 성장률 저하를 경험
- 업체별 중국 시장 진출 시기에 따른 차이는 있지만, 공통적으로 정상적인 마케팅 환경이 어려워 2017년 연간 온전한 모습의 성장을 시현하기 힘들었음
- 2018년 마케팅, 프로모션 정상화와 출점 지속으로 고성장 재개 기대

아모레퍼시픽: 분기 매출액과 성장률 추이 및 전망



자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

LG생활건강: 분기 매출액과 성장률 추이 및 전망



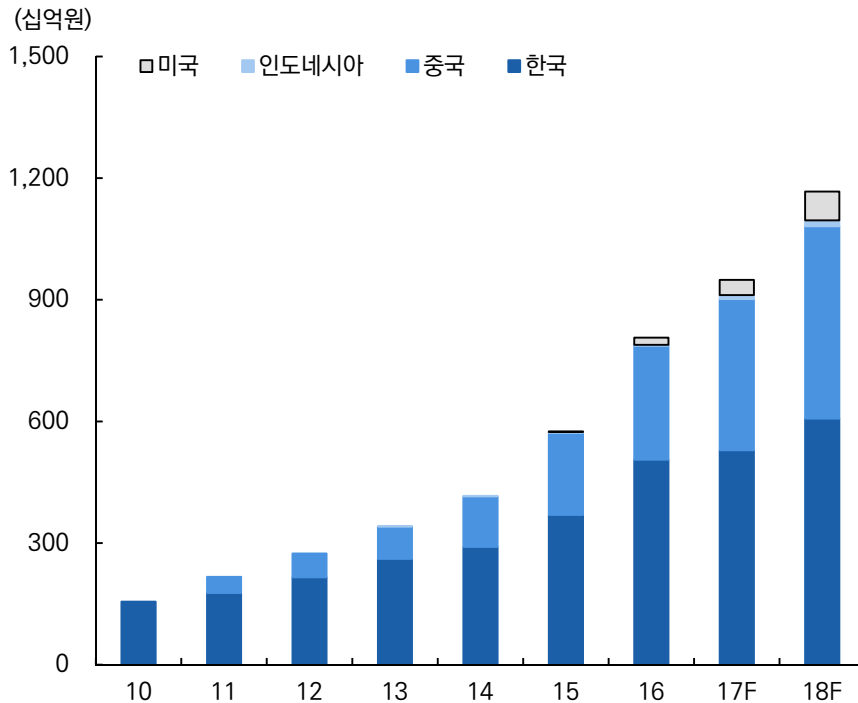
자료: LG생활건강, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 2018년 전망: 면세/화장품

[화장품 ODM] 차별화된 성장 동력에 주목할 필요

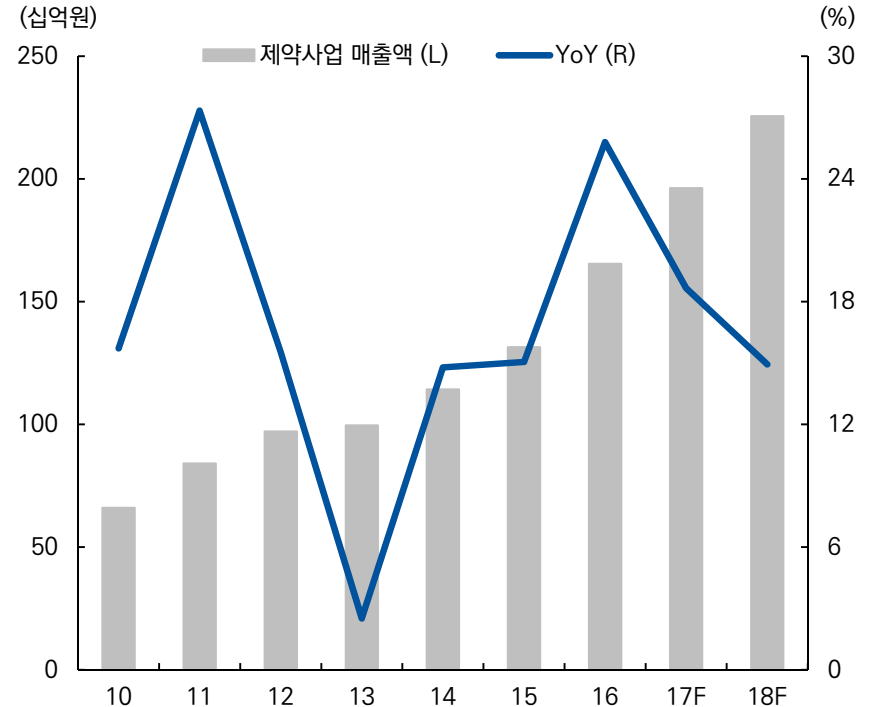
- 국내 메이저 ODM 업체도 중국 시장 리스크 심화에 따른 국내 성장성 저하를 겪고 있으나, 각각의 차별성이 오히려 부각되고 있는 시기
- 코스맥스는 1) 중국 수익성 안정화, 2) 미국 수출 상승과 3) 턴어라운드 시기가 핵심 투자 포인트
- 한국콜마는 안정적 고성장을 이어가고 있는 1) 제약 사업의 시장 확장 가능성, 2) 중국 사업 정상화 시기에 주목할 필요

코스맥스: 지역별 매출액 추이 및 전망



자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

한국콜마: 제약사업 매출액과 성장률 추이 및 전망



자료: 한국콜마, 미래에셋대우 리서치센터

V. 투자전략과 Valuation

커버리지 주요 종목 투자 포인트 및 밸류에이션

종목명 (코드)	목표가 (원)	현재가 (원)	P/E (X)	P/B (X)	ROE (%)	투자포인트
호텔신라 (008770 KS)	110,000	88,900	33.2	4.1	15.0	<ul style="list-style-type: none"> 급속히 악화된 기저 여행 환경에서도 신규 소비 수요 견인하며 경쟁력 입증 2018년 중국 인바운드 수요 회복과 함께 점진적 수익성 개선 기대 아시아 3대 공항 면세점 내 독과점적 지위 확보로 협상능력 강화 전망
아모레퍼시픽 (090430 KS)	420,000	337,000	34.4	4.9	15.1	<ul style="list-style-type: none"> 한국 온라인 시장 변화 과정에 가장 기민하게 대응해온 브랜드 사업자 자체 온라인 플랫폼의 시장 내 presence가 견고해 4G 이커머스 진화기에 적합하게 포지셔닝 되어있다고 판단
코스맥스 (192820 KS)	160,000	126,000	22.7	4.7	22.8	<ul style="list-style-type: none"> 중국 현지에서의 안정적 고성장이 지속되는 가운데 OBM 신규 비즈니스 모델 모멘텀도 유효 2018년 하반기 미국 법인 턴어라운드 기대
코웨이 (021240 KS)	130,000	104,000	20.3	6.7	37.0	<ul style="list-style-type: none"> 리콜 사태 이후 핵심 지표 정상 수준으로 회귀, 안정적 성장 재개 기대 국내 소비 환경 악화 지속에도 불구하고 순성장을 지속하는 시스템적 안정성이 내재하는 프리미엄
LG생활건강 (051900 KS)	1,430,000	1,234,000	30.0	6.0	22.3	<ul style="list-style-type: none"> 중국 매출 고성장 지속은 현지 시장에서의 brand equity 강화를 반영 동아시아 시장 추가 진출과 중국 내 브랜드 추가 런칭으로 해외 사업 성장 모멘텀 지속될 전망
한국콜마 (161890 KS)	97,000	88,600	27.1	5.1	20.4	<ul style="list-style-type: none"> 제약 사업 고성장 모멘텀 지속으로 전사 수익성 개선 여력 높아져 국내 화장품 사업은 히트 상품 볼륨화와 핵심 채널 수요 증가가 지속되는 가운데 국내외 신규 고객으로부터 오더 유입 지속
클리오 (237880 KS)	45,000	38,300	28.0	4.2	16.4	<ul style="list-style-type: none"> 강력한 마케팅 역량에 기반, 비대형사 계열 브랜드 중 가장 명확한 브랜드 아이덴티티 확립 중국에서 세포라와 왓슨스를 주축으로 확장, 성장 잠재력에 안정성을 부여

주: 현재가는 12월 4일 종가 기준, 밸류에이션은 18F 추정치 기준
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

V. 투자전략과 Valuation

회사명	매출액 (십억원)			영업이익 (십억원)			순이익 (십억원)			영업이익률 (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)		
	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F
아모레퍼사픽	5,645	5,248	5,953	848	606	808	639	450	609	15.0	11.6	13.6	34.7	44.6	33.0	4.8	4.8	4.3	15.0	11.1	13.6
LG생활건강	6,094	6,261	6,781	881	935	1,055	568	655	748	14.5	14.9	15.6	25.3	30.4	26.5	5.0	6.6	5.5	21.9	23.4	22.2
코스맥스	757	889	1,156	53	38	65	35	22	44	7.0	4.2	5.6	31.0	53.3	27.9	5.7	5.3	4.6	22.5	10.1	17.8
한국콜마	667	819	962	73	75	94	53	55	69	11.0	9.1	9.8	26.2	33.5	26.7	5.1	5.8	4.8	21.6	18.6	19.6
코웨이	2,376	2,524	2,688	339	487	533	244	355	392	14.3	19.3	19.8	26.9	21.1	18.9	5.5	6.2	5.5	20.1	30.2	31.2
아모레G	6,698	6,180	7,065	1,083	743	1,030	342	232	334	16.2	12.0	14.6	31.4	54.9	38.2	3.6	4.3	3.8	11.8	8.0	10.6
토니모리	233	222	252	18	5	12	13	3	10	7.6	2.3	4.6	31.1	132.9	40.5	3.2	3.1	3.0	10.6	2.3	7.5
P&G	76,584	72,725	72,964	15,764	15,758	16,605	12,324	11,119	12,221	20.6	21.7	22.8	22.5	23.5	21.7	4.1	4.1	4.0	17.5	20.5	19.3
로레알	33,185	33,745	34,955	5,088	6,191	6,447	3,989	4,734	5,012	15.3	18.3	18.4	31.2	27.6	26.1	4.0	4.0	3.7	12.9	14.7	14.5
유니레버	67,704	69,714	70,778	10,288	11,805	12,957	6,658	7,748	8,326	15.2	16.9	18.3	21.1	21.1	19.4	6.7	9.0	10.0	32.6	35.5	45.7
바이어스도르프	8,672	9,096	9,395	1,313	1,415	1,504	911	985	1,051	15.1	15.6	16.0	25.8	29.5	27.7	3.9	4.3	3.8	16.0	15.2	14.4
에스티 로더	13,208	13,414	14,261	1,888	2,093	2,432	1,308	1,296	1,611	14.3	15.6	17.1	28.8	36.7	29.8	9.4	11.3	9.4	30.9	33.4	33.4
시세이도	9,088	9,566	9,992	393	651	784	343	66	496	4.3	6.8	7.8	36.8	240.9	42.8	3.0	5.5	5.0	8.2	1.7	12.6
가오	15,579	14,395	14,952	1,983	1,943	2,091	1,353	1,338	1,437	12.7	13.5	14.0	21.9	27.0	25.0	4.0	4.9	4.5	18.6	19.3	19.1
코티	5,101	8,663	10,229	298	937	1,058	184	-199	145	5.8	10.8	10.3	23.3	22.9	25.0	24.3	1.2	1.1	23.6	4.1	3.4
고세	2,348	2,711	2,906	334	404	455	180	233	267	14.2	14.9	15.7	33.5	44.6	36.6	4.2	6.0	5.6	13.0	14.6	16.4
누스킨	2,563	2,540	2,611	268	304	326	166	195	207	10.5	12.0	12.5	18.7	20.6	19.1	3.8	5.2	6.4	19.2	25.0	28.9
평균										12.6	12.9	13.9	27.6	50.9	28.5	5.9	5.4	5.0	18.6	16.9	19.4

회사명	매출액 (십억원)			영업이익 (십억원)			순이익 (십억원)			영업이익률 (%)			PER (배)			PBR (배)			ROE (%)		
	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F
호텔신라	3,715	3,989	4,764	79	78	165	28	32	102	2.1	2.0	3.5	66.0	106.7	33.4	2.7	4.9	4.4	3.9	4.7	13.9
하나투어	596	678	763	21	37	64	8	21	47	3.5	5.5	8.4	90.9	60.5	26.1	3.9	6.2	5.3	4.2	10.7	22.6
모두투어	237	286	319	20	34	40	17	27	33	8.5	11.9	12.7	20.2	23.0	19.0	3.2	4.7	4.0	16.5	23.2	23.5
듀프리	9,225	9,188	9,718	317	556	673	3	102	232	3.4	6.1	6.9	2,540.0	-	-	2.2	-	-	0.1	7.6	10.5
힐튼 월드와이드	13,538	10,105	10,939	2,160	1,546	1,755	404	626	803	16.0	15.3	16.0	30.4	40.7	33.4	4.6	19.4	30.9	5.9	28.8	68.2
하얏트 호텔	5,141	5,167	5,279	347	350	401	237	225	212	6.8	6.8	7.6	33.4	42.3	48.6	1.9	2.4	2.2	5.2	5.3	4.8
상그리라 아시아	2,386	2,375	2,559	-35	255	329	123	209	254	-1.5	10.7	12.9	35.5	44.2	33.6	0.6	1.3	1.3	1.7	3.1	3.7
프라이스라인	12,470	13,698	15,669	3,373	4,923	5,465	2,478	3,860	4,325	27.1	35.9	34.9	23.5	23.3	20.9	7.3	6.5	5.1	22.9	31.7	27.8
익스피디아	10,184	10,950	12,268	536	1,158	1,140	327	464	583	5.3	10.6	9.3	49.3	26.5	22.6	4.1	4.2	3.6	6.3	13.4	15.0
시트립	3,361	4,459	5,561	-274	753	1,021	-250	304	478	-8.2	16.9	18.4	-	49.7	35.2	2.0	2.2	2.1	-2.5	3.8	6.2
평균										6.3	12.2	13.0	321.0	46.3	30.3	3.2	5.7	6.6	6.4	13.2	19.6

자료: Bloomberg estimates 12월 1일 종가 기준, 미래에셋대우 리서치센터

가속화되는 역사적 행보

(유지)	매수
목표주가(원, 12M)	110,000
현재주가(17/12/4, 원)	88,900
상승여력	24%

영업이익(17F, 십억원)	78
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	78
EPS 성장률(17F, %)	19.7
MKT EPS 성장률(17F, %)	45.9
P/E(17F, x)	106.7
MKT P/E(17F, x)	10.1
KOSPI	2,501.67
시가총액(십억원)	3,489
발행주식수(백만주)	40
유동주식비율(%)	77.3
외국인 보유비중(%)	22.7
베타(12M) 일간수익률	1.03
52주 최저가(원)	42,800
52주 최고가(원)	88,900
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	13.4 45.3 76.4
상대주가	15.9 37.7 38.9

투자포인트

- 홍콩공항에 이어 인천공항 T2 입찰까지 성공하며 아시아 면세시장 내 화장품/향수 카테고리의 독보적 사업자로 부상, 로컬 리테일러로 전무후무한 역사를 기록
- 해외 시장에서의 유의미한 점유율 확대는 구조적인 협상능력 강화와 제품 포트폴리오 개선, 원가율 하락과 연계. 한국 시내면세점 시장으로의 노출도를 낮춘다는 점에서도 긍정적
- 면세 적정 P/E 23.0배로 상향(기존 20.2배), historic peak multiple 대비 할인율 20%

Risk 요인

- 면세사업의 매출과 원가 모두 달러화로 발생하여 환율에 따른 이익 변동성 높음
- 관세청의 라이선스로 사업권이 부여되는 시내면세점 특성으로 불가피한 정책 리스크 내재



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	2,909	3,252	3,715	4,033	5,013	5,605
영업이익 (십억원)	139	77	79	78	179	254
영업이익률 (%)	4.8	2.4	2.1	1.9	3.6	4.5
순이익 (십억원)	73	18	28	33	107	159
EPS (원)	1,837	462	696	833	2,674	3,983
ROE (%)	10.4	2.5	4.0	5.0	15.0	19.1
P/E (배)	49.8	167.3	69.2	106.7	33.2	22.3
P/B (배)	5.0	4.1	2.5	4.6	4.1	3.5
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.7	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 호텔신라, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	3,715	4,033	5,013	5,605
매출원가	2,040	2,287	2,666	2,922
매출총이익	1,675	1,746	2,347	2,683
판매비와관리비	1,597	1,668	2,169	2,429
조정영업이익	79	78	179	254
영업이익	79	78	179	254
비영업손익	-27	-24	-19	-20
금융손익	-18	-21	-26	-29
관계기업등 투자손익	0	0	30	30
세전계속사업손익	52	54	160	234
계속사업법인세비용	25	21	53	75
계속사업이익	28	33	107	159
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	28	33	107	159
지배주주	28	33	107	159
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	32	32	107	159
지배주주	32	32	107	159
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	153	151	256	335
FCF	54	-29	133	14
EBITDA 마진율 (%)	4.1	3.7	5.1	6.0
영업이익률 (%)	2.1	1.9	3.6	4.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.8	0.8	2.1	2.8

자료: 호텔신라, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	1,079	1,142	1,273	1,452
현금 및 현금성자산	347	327	421	471
매출채권 및 기타채권	184	189	233	254
재고자산	471	525	517	626
기타유동자산	77	101	102	101
비유동자산	962	1,084	1,290	1,464
관계기업투자등	35	39	48	53
유형자산	707	803	952	1,098
무형자산	48	47	51	53
자산총계	2,041	2,226	2,563	2,916
유동부채	740	965	1,118	1,240
매입채무 및 기타채무	256	284	350	381
단기금융부채	153	309	309	359
기타유동부채	331	372	459	500
비유동부채	639	594	684	770
장기금융부채	599	548	628	708
기타비유동부채	40	46	56	62
부채총계	1,379	1,559	1,802	2,009
지배주주지분	662	667	760	906
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197
이익잉여금	371	377	471	617
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	662	667	760	906

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	69.2	106.7	33.2	22.3
P/CF (x)	11.6	21.4	13.5	10.3
P/B (x)	2.5	4.6	4.1	3.5
EV/EBITDA (x)	15.1	27.0	15.8	12.3
EPS (원)	696	833	2,674	3,983
CFPS (원)	4,166	4,156	6,593	8,615
BPS (원)	19,150	19,280	21,622	25,272
DPS (원)	350	350	350	350
배당성향 (%)	46.7	39.0	12.1	8.2
배당수익률 (%)	0.7	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	14.2	8.6	24.3	11.8
EBITDA증가율 (%)	1.3	-1.3	69.5	30.9
조정영업이익증가율 (%)	2.6	-1.3	129.5	41.9
EPS증가율 (%)	50.6	19.7	221.0	49.0
매출채권 회전율 (회)	40.7	36.2	42.8	41.5
재고자산 회전율 (회)	7.9	8.1	9.6	9.8
매입채무 회전율 (회)	10.2	10.5	10.4	9.9
ROA (%)	1.3	1.6	4.5	5.8
ROE (%)	4.0	5.0	15.0	19.1
ROIC (%)	4.3	5.0	11.5	14.9
부채비율 (%)	208.5	233.8	237.0	221.7
유동비율 (%)	145.8	118.3	113.9	117.1
순차입금/자기자본 (%)	61.1	79.4	67.8	65.7
조정영업이익/금융비용 (x)	2.4	2.8	5.5	7.2

비교 불가한 내재경쟁력

(상향)	매수
목표주가(원, 12M)	420,000
현재주가(17/12/4, 원)	337,000
상승여력	25%

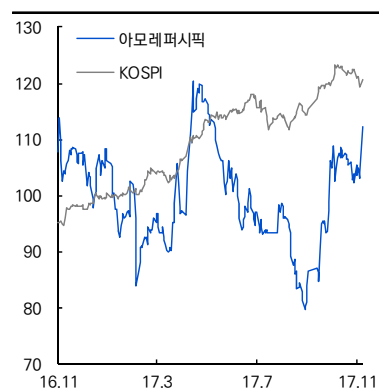
영업이익(17F, 십억원)	629
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	605
EPS 성장률(17F, %)	-29.4
MKT EPS 성장률(17F, %)	45.9
P/E(17F, x)	51.5
MKT P/E(17F, x)	10.1
KOSPI	2,501.67
시가총액(십억원)	19,701
발행주식수(백만주)	69
유동주식비율(%)	52.4
외국인 보유비중(%)	35.2
베타(12M) 일간수익률	1.20
52주 최저가(원)	239,500
52주 최고가(원)	361,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	5.1 -1.0 9.6
상대주가	7.5 -6.2 -13.7

투자포인트

- 중국 시장에서 정상적 마케팅 활동이 불가능한 환경이 지속되고 있음에 불구하고 3분기 두 자릿수 성장률 회귀는 동사 브랜드 제품에 대한 견고한 소비 수요를 반영
- 한층 강화된 면세 재고관리 정책은 단기 성장성을 억누르는 요인이나 장기적인 브랜드 가치 제고 측면에서 반드시 필요한 조치로 판단
- 과거 다수의 브랜드 성장 정체기에 성공적으로 포트폴리오를 재정립해온 이력은 또 하나의 상대경쟁력으로 재조명 될 필요가 있음

Risk 요인

- 국내 내수 환경 악화 지속
- 해외 사업 포트폴리오의 높은 중국 의존도



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	3,874	4,767	5,645	5,241	5,997	6,886
영업이익 (십억원)	564	773	848	629	888	1,066
영업이익률 (%)	14.6	16.2	15.0	12.0	14.8	15.5
순이익 (십억원)	379	578	639	451	675	814
EPS (원)	5,493	8,368	9,262	6,538	9,785	11,800
ROE (%)	14.0	18.6	17.7	11.2	15.1	16.0
P/E (배)	40.4	49.5	34.7	51.5	34.4	28.6
P/B (배)	5.4	8.5	5.7	5.5	4.9	4.3
배당수익률 (%)	4.1	0.3	0.5	0.5	0.6	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	5,645	5,241	5,997	6,886
매출원가	1,425	1,413	1,519	1,731
매출총이익	4,220	3,828	4,478	5,155
판매비와관리비	3,373	3,200	3,589	4,089
조정영업이익	848	629	888	1,066
영업이익	848	629	888	1,066
비영업손익	9	-16	6	6
금융손익	13	11	12	14
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	857	613	894	1,072
계속사업법인세비용	211	161	225	266
계속사업이익	646	452	669	806
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	646	452	669	806
지배주주	639	451	675	814
비지배주주	6	1	-7	-8
총포괄이익	632	439	669	806
지배주주	626	438	671	809
비지배주주	7	1	-2	-3
EBITDA	1,029	832	1,115	1,308
FCF	182	203	344	508
EBITDA 마진율 (%)	18.2	15.9	18.6	19.0
영업이익률 (%)	15.0	12.0	14.8	15.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.3	8.6	11.3	11.8

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	2,116	2,179	2,572	3,140
현금 및 현금성자산	624	670	775	1,024
매출채권 및 기타채권	340	345	402	462
재고자산	410	387	473	570
기타유동자산	742	777	922	1,084
비유동자산	3,065	3,366	3,645	3,878
관계기업투자등	3	3	3	3
유형자산	2,359	2,587	2,811	2,989
무형자산	228	252	297	342
자산총계	5,182	5,546	6,217	7,019
유동부채	1,171	1,209	1,329	1,460
매입채무 및 기타채무	166	140	164	190
단기금융부채	145	124	124	124
기타유동부채	860	945	1,041	1,146
비유동부채	114	110	113	116
장기금융부채	3	0	0	0
기타비유동부채	111	110	113	116
부채총계	1,285	1,319	1,442	1,575
지배주주지분	3,879	4,208	4,764	5,440
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720
이익잉여금	3,159	3,499	4,054	4,731
비지배주주지분	18	18	11	3
자본총계	3,897	4,226	4,775	5,443

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	34.7	51.5	34.4	28.6
P/CF (x)	21.0	26.4	20.8	17.8
P/B (x)	5.7	5.5	4.9	4.3
EV/EBITDA (x)	19.5	24.8	18.3	15.4
EPS (원)	9,262	6,538	9,785	11,800
CFPS (원)	15,277	12,749	16,176	18,944
BPS (원)	56,222	61,000	69,046	78,848
DPS (원)	1,580	1,738	1,999	2,299
배당성향 (%)	14.3	22.5	17.5	16.7
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.6	0.7
매출액증가율 (%)	18.4	-7.2	14.4	14.8
EBITDA증가율 (%)	11.8	-19.1	34.0	17.3
조정영업이익증가율 (%)	9.7	-25.8	41.2	20.0
EPS증가율 (%)	10.7	-29.4	49.7	20.6
매출채권 회전율 (회)	19.7	17.5	18.1	17.8
재고자산 회전율 (회)	15.4	13.2	14.0	13.2
매입채무 회전율 (회)	8.8	9.2	10.0	9.8
ROA (%)	13.4	8.4	11.4	12.2
ROE (%)	17.7	11.2	15.1	16.0
ROIC (%)	25.0	16.2	20.9	22.8
부채비율 (%)	33.0	31.2	30.2	28.9
유동비율 (%)	180.7	180.2	193.5	215.2
순차입금/자기자본 (%)	-24.1	-23.4	-24.6	-27.6
조정영업이익/금융비용 (x)	217.5	163.2	230.6	276.9

해외 포트폴리오에 대한 기대 강화

(유지)	매수
목표주가(원, 12M)	160,000
현재주가(17/12/4, 원)	126,000
상승여력	27%

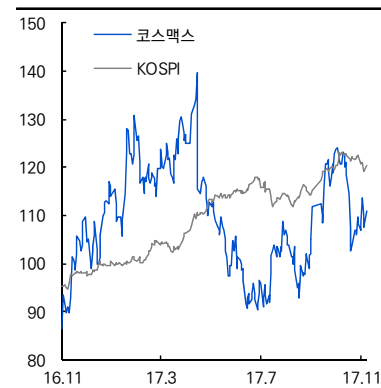
영업이익(17F, 십억원)	38
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	37
EPS 성장률(17F, %)	-39.5
MKT EPS 성장률(17F, %)	45.9
P/E(17F, x)	55.5
MKT P/E(17F, x)	10.1
KOSPI	2,501.67
시가총액(십억원)	1,266
발행주식수(백만주)	10
유동주식비율(%)	71.8
외국인 보유비중(%)	22.3
베타(12M) 일간수익률	0.11
52주 최저가(원)	102,000
52주 최고가(원)	158,500
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-8.0 1.6 23.5
상대주가	-6.0 -3.7 -2.7

투자포인트

- 한국 공장 내 자동화설비 구축으로 대규모 오더에 대한 대응능력 강화, 장기적으로 인건비 절감과 가동률 효율화 기대
- 중국 내 정치적 노이즈에도 불구하고, 상해와 광저우 법인 설비 증설 이후 기대 수준의 고성장 지속. 견조한 기저 수요를 반영
- 미국과 인도네시아 법인의 조기 안정화와 유의미한 역내 시장 침투 가속화될 것으로 예상

Risk 요인

- 단기적으로 국내 사업의 투자비 부담이 커져 수익성 저하가 불가피
- 근원 수요가 브랜드 화장품에 lagging하는 특성상 THAAD 관련 영향이 후행적으로 발생할 수 있음



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	334	533	757	892	1,094	1,366
영업이익 (십억원)	24	36	53	38	77	102
영업이익률 (%)	7.2	6.8	7.0	4.3	7.0	7.5
순이익 (십억원)	17	21	35	23	56	75
EPS (원)	2,170	2,297	3,752	2,270	5,539	7,454
ROE (%)	18.9	23.8	22.5	10.6	22.8	25.2
P/E (배)	44.8	78.1	31.8	55.5	22.7	16.9
P/B (배)	11.1	16.9	5.7	5.7	4.7	3.9
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.8	1.0	1.1	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	757	892	1,094	1,366
매출원가	639	778	937	1,170
매출총이익	118	114	157	196
판매비와관리비	65	77	81	95
조정영업이익	53	38	77	102
영업이익	53	38	77	102
비영업손익	-7	-8	-7	-8
금융손익	-7	-8	-8	-9
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	46	30	70	94
계속사업법인세비용	15	10	20	26
계속사업이익	31	20	51	68
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	31	20	51	68
지배주주	35	23	56	75
비지배주주	-3	-3	-5	-7
총포괄이익	24	18	51	68
지배주주	28	21	63	84
비지배주주	-4	-3	-12	-16
EBITDA	65	59	102	128
FCF	-66	-22	9	19
EBITDA 마진율 (%)	8.6	6.6	9.3	9.4
영업이익률 (%)	7.0	4.3	7.0	7.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.6	2.6	5.1	5.5

자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	396	421	538	637
현금 및 현금성자산	68	77	90	104
매출채권 및 기타채권	192	194	248	297
재고자산	125	138	177	211
기타유동자산	11	12	23	25
비유동자산	270	346	352	380
관계기업투자등	1	0	0	0
유형자산	236	311	311	336
무형자산	6	6	7	8
자산총계	666	767	889	1,017
유동부채	384	450	517	591
매입채무 및 기타채무	162	201	257	307
단기금융부채	190	212	212	227
기타유동부채	32	37	48	57
비유동부채	75	102	117	117
장기금융부채	60	78	93	93
기타비유동부채	15	24	24	24
부채총계	459	552	634	708
지배주주지분	211	221	267	328
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	151	151	151	151
이익잉여금	58	68	113	174
비지배주주지분	-4	-6	-11	-18
자본총계	207	215	256	310

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	31.8	55.5	22.7	16.9
P/CF (x)	14.9	20.0	12.2	9.7
P/B (x)	5.7	5.7	4.7	3.9
EV/EBITDA (x)	19.2	25.0	14.4	11.4
EPS (원)	3,752	2,270	5,539	7,454
CFPS (원)	8,001	6,310	10,321	12,927
BPS (원)	21,013	22,056	26,595	32,609
DPS (원)	1,000	1,200	1,440	1,728
배당성향 (%)	32.0	60.4	28.6	25.5
배당수익률 (%)	0.8	1.0	1.1	1.4
매출액증가율 (%)	42.0	17.8	22.6	24.9
EBITDA증가율 (%)	44.4	-9.2	72.9	25.5
조정영업이익증가율 (%)	47.2	-28.3	102.6	32.5
EPS증가율 (%)	63.3	-39.5	144.0	34.6
매출채권 회전율 (회)	4.6	4.8	5.2	5.2
재고자산 회전율 (회)	7.2	6.8	7.0	7.0
매입채무 회전율 (회)	6.3	5.7	5.5	5.6
ROA (%)	5.7	2.8	6.1	7.1
ROE (%)	22.5	10.6	22.8	25.2
ROIC (%)	10.5	6.1	12.3	14.9
부채비율 (%)	221.2	256.2	247.6	228.7
유동비율 (%)	103.2	93.5	104.1	107.8
순차입금/자기자본 (%)	86.5	98.1	83.0	68.7
조정영업이익/금융비용 (x)	7.6	4.4	8.6	10.5

재조명되어야 할 시스템적 안정성

(유지)	매수
목표주가(원, 12M)	130,000
현재주가(17/12/4, 원)	104,000
상승여력	25%

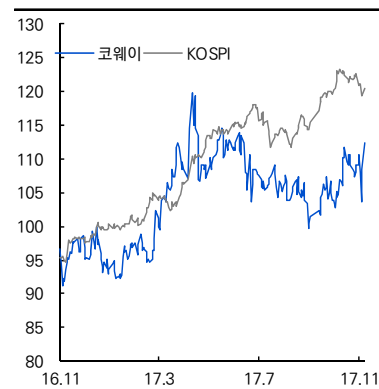
영업이익(17F, 십억원)	492
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	482
EPS 성장률(17F, %)	46.2
MKT EPS 성장률(17F, %)	45.9
P/E(17F, x)	22.5
MKT P/E(17F, x)	10.1
KOSPI	2,501.67
시가총액(십억원)	7,781
발행주식수(백만주)	75
유동주식비율(%)	69.4
외국인 보유비중(%)	59.4
베타(12M) 일간수익률	0.22
52주 최저가(원)	85,100
52주 최고가(원)	111,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	4.9 2.0 22.2
상대주가	7.3 -3.3 -3.7

투자포인트

- 내수 소비에 대한 의존도가 높아 고성장을 기대하긴 어렵지만, 이면의 견고한 성장성은 재조명될 필요가 있다고 판단
- 신제품 출시 가속화와 브랜드 이미지 제고 지속으로 점유율 강화 기대
- 만성화되는 미세 먼지 이슈로 청정기 보급률 구조적으로 상승할 전망
- 중국 시장에서 전략적 파트너와 협업 본격화 기대

Risk 요인

- 환경가전의 특성상 위생 관련 이슈에 취약
- 저가 시장에서 하위 업체들과의 경쟁 격화 가능성



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	2,160	2,315	2,376	2,537	2,736	2,866
영업이익 (십억원)	364	463	339	492	534	573
영업이익률 (%)	16.9	20.0	14.3	19.4	19.5	20.0
순이익 (십억원)	250	343	244	349	384	409
EPS (원)	3,237	4,449	3,167	4,631	5,134	5,473
ROE (%)	25.2	30.2	20.1	32.1	37.0	35.9
P/E (배)	26.0	18.9	27.9	22.5	20.3	19.0
P/B (배)	5.6	4.8	4.9	7.3	6.7	6.1
배당수익률 (%)	2.4	3.3	3.6	3.2	3.6	4.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	2,376	2,537	2,736	2,866
매출원가	812	827	870	913
매출총이익	1,564	1,710	1,866	1,953
판매비와관리비	1,225	1,219	1,332	1,380
조정영업이익	339	492	534	573
영업이익	339	492	534	573
비영업손익	-15	-29	-24	-29
금융손익	-5	-13	-15	-14
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	324	463	510	544
계속사업법인세비용	80	114	127	135
계속사업이익	243	348	384	409
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	243	348	384	409
지배주주	244	349	384	409
비지배주주	0	0	-1	-1
총포괄이익	243	343	384	409
지배주주	243	343	384	409
비지배주주	0	0	-1	-1
EBITDA	572	721	771	818
FCF	29	296	290	378
EBITDA 마진율 (%)	24.1	28.4	28.2	28.5
영업이익률 (%)	14.3	19.4	19.5	20.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.3	13.8	14.0	14.3

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	733	816	841	886
현금 및 현금성자산	66	170	165	229
매출채권 및 기타채권	313	291	308	273
재고자산	70	73	77	83
기타유동자산	284	282	291	301
비유동자산	1,235	1,271	1,290	1,321
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	669	685	701	708
무형자산	183	187	187	187
자산총계	1,968	2,087	2,131	2,207
유동부채	735	1,040	994	957
매입채무 및 기타채무	215	217	230	242
단기금융부채	340	640	580	530
기타유동부채	180	183	184	185
비유동부채	49	54	54	54
장기금융부채	12	12	12	12
기타비유동부채	37	42	42	42
부채총계	784	1,094	1,048	1,010
지배주주지분	1,182	993	1,083	1,198
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	127	129	129	129
이익잉여금	1,180	882	973	1,086
비지배주주지분	1	0	0	-1
자본총계	1,183	993	1,083	1,197

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	27.9	22.5	20.3	19.0
P/CF (x)	9.6	10.4	10.2	9.6
P/B (x)	4.9	7.3	6.7	6.1
EV/EBITDA (x)	12.2	11.3	10.5	9.8
EPS (원)	3,167	4,631	5,134	5,473
CFPS (원)	9,227	10,035	10,149	10,791
BPS (원)	17,891	14,274	15,491	17,012
DPS (원)	3,200	3,300	3,700	4,200
배당성향 (%)	96.5	68.7	69.6	74.1
배당수익률 (%)	3.6	3.2	3.6	4.0
매출액증가율 (%)	2.6	6.8	7.8	4.8
EBITDA증가율 (%)	-17.2	26.0	6.9	6.1
조정영업이익증가율 (%)	-26.8	45.1	8.5	7.3
EPS증가율 (%)	-28.8	46.2	10.9	6.6
매출채권 회전율 (회)	8.7	9.0	9.9	10.7
재고자산 회전율 (회)	33.9	35.5	36.5	35.8
매입채무 회전율 (회)	13.7	13.3	12.8	12.8
ROA (%)	13.0	17.2	18.2	18.9
ROE (%)	20.1	32.1	37.0	35.9
ROIC (%)	20.0	27.3	29.3	31.1
부채비율 (%)	66.3	110.2	96.7	84.4
유동비율 (%)	99.7	78.4	84.6	92.6
순차입금/자기자본 (%)	17.8	39.1	30.8	18.4
조정영업이익/금융비용 (x)	55.5	34.8	31.5	35.6

포트폴리오의 안정성이 내재한 프리미엄

(하향)	Trading Buy
목표주가(원, 12M)	1,430,000
현재주가(17/12/4, 원)	1,234,000
상승여력	16%

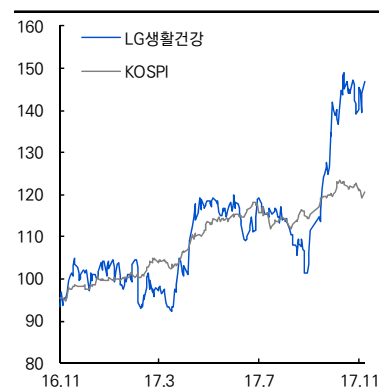
영업이익(17F, 십억원)	948
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	935
EPS 성장률(17F, %)	16.4
MKT EPS 성장률(17F, %)	45.9
P/E(17F, x)	33.1
MKT P/E(17F, x)	10.1
KOSPI	2,501.67
시가총액(십억원)	19,273
발행주식수(백만주)	18
유동주식비율(%)	59.8
외국인 보유비중(%)	46.0
베타(12M) 일간수익률	0.71
52주 최저가(원)	776,000
52주 최고가(원)	1,250,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	4.1 23.2 53.9
상대주가	6.5 16.8 21.2

투자포인트

- 경쟁사와 차별화된 럭셔리 중심 화장품 포트폴리오가 성장 여력이 높은 시장으로 상관관계를 높이고 실적 안정성을 강화
- 화장품 외 생활용품, 음료 사업을 고루 갖춘 포트폴리오를 구축했다는 점에서 차별화
- 외재 불확실성이 높아지는 시기에 수익 방어력이 강화되는 포트폴리오를 구축

Risk 요인

- 상대적인 실적 안정성에 대한 최근 시장의 과도한 반응이 펀더멘털 성장 잠재력에 의한 재평가 가능성을 축소



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	4,677	5,328	6,094	6,290	6,851	7,437
영업이익 (십억원)	511	684	881	948	1,048	1,155
영업이익률 (%)	10.9	12.8	14.5	15.1	15.3	15.5
순이익 (십억원)	349	460	568	661	729	800
EPS (원)	19,722	25,982	32,070	37,335	41,132	45,161
ROE (%)	22.9	25.1	24.9	24.1	22.3	20.6
P/E (배)	31.6	40.4	26.7	33.1	30.0	27.3
P/B (배)	6.5	8.8	5.8	7.2	6.0	5.1
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.9	0.6	0.7	0.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: LG생활건강, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	6,094	6,290	6,851	7,437
매출원가	2,434	2,491	2,625	2,788
매출총이익	3,660	3,799	4,226	4,649
판매비와관리비	2,779	2,851	3,178	3,494
조정영업이익	881	948	1,048	1,155
영업이익	881	948	1,048	1,155
비영업손익	-128	-39	-42	-50
금융손익	-16	-13	-13	-13
관계기업등 투자손익	7	2	0	0
세전계속사업손익	753	909	1,006	1,105
계속사업법인세비용	173	234	264	290
계속사업이익	579	675	742	815
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	579	675	742	815
지배주주	568	661	729	800
비지배주주	11	13	14	15
총포괄이익	602	663	742	815
지배주주	591	649	725	796
비지배주주	11	14	17	19
EBITDA	1,015	1,095	1,207	1,328
FCF	382	321	398	393
EBITDA 마진율 (%)	16.7	17.4	17.6	17.9
영업이익률 (%)	14.5	15.1	15.3	15.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.3	10.5	10.6	10.8

자료: LG생활건강, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	1,425	1,483	1,770	2,055
현금 및 현금성자산	339	214	393	516
매출채권 및 기타채권	485	637	691	755
재고자산	536	564	611	701
기타유동자산	65	68	75	83
비유동자산	3,078	3,348	3,671	4,057
관계기업투자등	58	75	98	127
유형자산	1,464	1,704	1,983	2,317
무형자산	1,420	1,435	1,457	1,478
자산총계	4,502	4,831	5,441	6,112
유동부채	1,147	1,313	1,349	1,396
매입채무 및 기타채무	444	508	549	600
단기금융부채	277	337	322	307
기타유동부채	426	468	478	489
비유동부채	734	465	422	381
장기금융부채	517	257	212	167
기타비유동부채	217	208	210	214
부채총계	1,881	1,778	1,771	1,777
지배주주지분	2,533	2,965	3,568	4,217
자본금	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97
이익잉여금	2,539	2,982	3,585	4,235
비지배주주지분	88	88	102	117
자본총계	2,621	3,053	3,670	4,334

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	26.7	33.1	30.0	27.3
P/CF (x)	14.7	20.0	18.6	17.0
P/B (x)	5.8	7.2	6.0	5.1
EV/EBITDA (x)	14.9	19.4	17.4	15.7
EPS (원)	32,070	37,335	41,132	45,161
CFPS (원)	58,187	61,716	66,389	72,715
BPS (원)	146,927	171,349	205,383	242,026
DPS (원)	7,500	8,000	9,000	9,500
배당성향 (%)	19.0	17.4	17.8	17.1
배당수익률 (%)	0.9	0.6	0.7	0.8
매출액증가율 (%)	14.4	3.2	8.9	8.6
EBITDA증가율 (%)	25.2	7.9	10.2	10.0
조정영업이익증가율 (%)	28.8	7.6	10.5	10.2
EPS증가율 (%)	23.4	16.4	10.2	9.8
매출채권 회전율 (회)	13.7	11.5	10.6	10.6
재고자산 회전율 (회)	12.5	11.4	11.7	11.3
매입채무 회전율 (회)	10.9	10.4	10.1	9.9
ROA (%)	13.3	14.5	14.5	14.1
ROE (%)	24.9	24.1	22.3	20.6
ROIC (%)	22.3	21.0	20.9	20.8
부채비율 (%)	71.8	58.2	48.3	41.0
유동비율 (%)	124.2	113.0	131.2	147.2
순차입금/자기자본 (%)	16.3	11.5	3.0	-1.8
조정영업이익/금융비용 (x)	44.3	54.3	60.0	66.1

제약 사업의 프리미엄 요인 확대

(하향)	Trading Buy
목표주가(원, 12M)	97,000
현재주가(17/12/4, 원)	88,600
상승여력	9%

영업이익(17F, 십억원)	71
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	74
EPS 성장률(17F, %)	-1.6
MKT EPS 성장률(17F, %)	45.9
P/E(17F, x)	35.8
MKT P/E(17F, x)	10.1
KOSPI	2,501.67
시가총액(십억원)	1,870
발행주식수(백만주)	21
유동주식비율(%)	76.3
외국인 보유비중(%)	46.1
베타(12M) 일간수익률	-0.02
52주 최저가(원)	59,200
52주 최고가(원)	90,200
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	5.6 7.0 42.9
상대주가	8.0 1.4 12.6

투자포인트

- 2017년 이후 설비 증설 모멘텀 강화 기대: 중국 상해 인근 신공장, 국내 제약 생산능력 확대, R&D 역량 통합 예정
- 국내 화장품 사업은 히트 상품 볼륨화와 핵심 채널 수요 증가가 지속되는 가운데 국내외 신규 고객으로부터 오더 유입 지속
- 제약 사업은 상반기 신규 런칭된 제네릭 의약품의 판매 호조와 공급사 확대 지속

Risk 요인

- 중국 사업에서 아직 뚜렷한 성과를 입증하기 이전
- 다양한 사업 영역에서 설비 증설이 계획되어 있어 단기 실적 변동성이 높아질 수 있음



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	461	536	667	817	999	1,150
영업이익 (십억원)	47	61	73	71	95	115
영업이익률 (%)	10.2	11.4	10.9	8.7	9.5	10.0
순이익 (십억원)	33	45	53	52	69	84
EPS (원)	1,641	2,155	2,516	2,476	3,273	3,986
ROE (%)	22.3	22.7	21.6	18.1	20.4	20.6
P/E (배)	26.8	44.0	26.2	35.8	27.1	22.2
P/B (배)	5.2	9.1	5.1	6.1	5.1	4.2
배당수익률 (%)	0.4	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국콜마, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	667	817	999	1,150
매출원가	514	634	767	880
매출총이익	153	183	232	270
판매비와관리비	80	112	137	155
조정영업이익	73	71	95	115
영업이익	73	71	95	115
비영업손익	-2	-2	-3	-3
금융손익	-1	-3	-3	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	71	69	92	112
계속사업법인세비용	18	14	19	23
계속사업이익	53	55	74	90
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	53	55	74	90
지배주주	53	52	69	84
비지배주주	0	3	4	5
총포괄이익	55	44	74	90
지배주주	53	41	66	81
비지배주주	2	3	7	9
EBITDA	85	91	116	135
FCF	-7	5	41	43
EBITDA 마진율 (%)	12.7	11.1	11.6	11.7
영업이익률 (%)	10.9	8.7	9.5	10.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.9	6.4	6.9	7.3

자료: 한국콜마, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	264	404	486	578
현금 및 현금성자산	27	60	60	79
매출채권 및 기타채권	128	137	167	204
재고자산	86	86	114	147
기타유동자산	23	121	145	148
비유동자산	229	311	312	315
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	185	240	243	246
무형자산	40	64	62	61
자산총계	493	715	799	892
유동부채	196	247	281	311
매입채무 및 기타채무	114	119	143	163
단기금융부채	59	101	106	111
기타유동부채	23	27	32	37
비유동부채	9	130	112	92
장기금융부채	5	112	93	72
기타비유동부채	4	18	19	20
부채총계	205	377	392	402
지배주주지분	270	306	370	448
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	116	116
이익잉여금	141	178	242	320
비지배주주지분	18	32	36	42
자본총계	288	338	406	490

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	26.2	35.8	27.1	22.2
P/CF (x)	15.8	20.0	16.1	13.9
P/B (x)	5.1	6.1	5.1	4.2
EV/EBITDA (x)	16.9	21.5	16.6	14.1
EPS (원)	2,516	2,476	3,273	3,986
CFPS (원)	4,170	4,437	5,492	6,374
BPS (원)	12,790	14,518	17,541	21,237
DPS (원)	250	270	290	310
배당성향 (%)	9.9	10.4	8.3	7.3
배당수익률 (%)	0.4	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	24.4	22.5	22.3	15.1
EBITDA증가율 (%)	21.4	7.1	27.5	16.4
조정영업이익증가율 (%)	19.7	-2.7	33.8	21.1
EPS증가율 (%)	16.8	-1.6	32.2	21.8
매출채권 회전율 (회)	6.1	6.2	6.6	6.2
재고자산 회전율 (회)	10.1	9.5	10.0	8.8
매입채무 회전율 (회)	6.0	6.0	6.5	6.4
ROA (%)	12.7	9.1	9.7	10.6
ROE (%)	21.6	18.1	20.4	20.6
ROIC (%)	20.6	15.6	18.0	19.7
부채비율 (%)	71.3	111.3	96.6	82.1
유동비율 (%)	134.6	163.7	173.4	186.0
순차입금/자기자본 (%)	10.9	15.5	4.5	-3.3
조정영업이익/금융비용 (x)	73.4	17.8	17.6	22.7

제품력과 전략의 시너지

(유지)	Trading Buy
목표주가(원, 12M)	45,000
현재주가(17/12/4, 원)	38,300
상승여력	17%

영업이익(17F, 십억원)	11
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	10
EPS 성장률(17F, %)	-45.2
MKT EPS 성장률(17F, %)	45.9
P/E(17F, x)	51.7
MKT P/E(17F, x)	10.1
KOSDAQ	782.45
시가총액(십억원)	649
발행주식수(백만주)	19
유동주식비율(%)	29.1
외국인 보유비중(%)	15.6
베타(12M) 일간수익률	0.48
52주 최저가(원)	28,000
52주 최고가(원)	43,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	15.9 -1.0 25.2
상대주가	3.8 -16.7 -6.1

투자포인트

- 국내외 화장품 시장에서 가장 성장 잠재력이 큰 색조 제품 중심의 포트폴리오를 구축
- 강력한 마케팅 역량에 기반, 非대형사 계열 브랜드 중 가장 명확한 브랜드 아이덴티티 확립
- 중국 시장에서 세포라와 왓슨스를 주축으로 확장, 성장 잠재력에 안정성을 부여

Risk 요인

- 색조 제품에 집중도가 높은 포트폴리오로 기초 중심 업체 대비 원가율이 높음.
판매관리비 요인 변화에 따른 높은 수익 변동성 내재



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	42	107	194	205	286	354
영업이익 (십억원)	1	23	26	11	35	47
영업이익률 (%)	2.4	21.5	13.4	5.4	12.2	13.3
순이익 (십억원)	1	18	21	14	27	39
EPS (원)	42	1,229	1,351	741	1,366	1,991
ROE (%)	6.8	99.7	24.8	9.6	16.4	20.7
P/E (배)	-	-	22.7	51.7	28.0	19.2
P/B (배)	-	-	3.8	4.8	4.2	3.6
배당수익률 (%)	-	-	2.0	1.6	1.8	1.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 클리오, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	194	205	286	354
매출원가	72	80	110	134
매출총이익	122	125	176	220
판매비와관리비	96	114	141	173
조정영업이익	26	11	35	47
영업이익	26	11	35	47
비영업손익	1	6	0	4
금융손익	-2	-1	-1	4
관계기업등 투자손익	0	-1	0	0
세전계속사업손익	27	17	35	51
계속사업법인세비용	6	3	8	12
계속사업이익	21	14	27	39
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21	14	27	39
지배주주	21	14	27	39
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	20	14	27	39
지배주주	20	14	27	39
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	28	14	38	49
FCF	1	-2	30	38
EBITDA 마진율 (%)	14.4	6.8	13.3	13.8
영업이익률 (%)	13.4	5.4	12.2	13.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.8	6.8	9.4	11.0

자료: 클리오, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	199	204	254	309
현금 및 현금성자산	54	43	77	90
매출채권 및 기타채권	19	19	25	31
재고자산	22	32	42	52
기타유동자산	104	110	110	136
비유동자산	42	47	49	52
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	24	28	26	25
무형자산	2	2	1	1
자산총계	241	251	303	361
유동부채	95	95	124	153
매입채무 및 기타채무	33	33	42	52
단기금융부채	57	57	74	91
기타유동부채	5	5	8	10
비유동부채	5	5	6	8
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	5	5	6	8
부채총계	100	100	130	161
지배주주지분	141	151	173	200
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	94	65	65	65
이익잉여금	42	82	104	131
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	141	151	173	200

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	22.7	51.7	28.0	19.2
P/CF (x)	14.9	42.4	19.8	15.2
P/B (x)	3.8	4.8	4.2	3.6
EV/EBITDA (x)	14.9	39.8	14.3	10.5
EPS (원)	1,351	741	1,366	1,991
CFPS (원)	2,060	904	1,937	2,520
BPS (원)	8,053	8,017	9,147	10,533
DPS (원)	600	600	700	700
배당성향 (%)	18.9	71.6	44.3	30.4
배당수익률 (%)	2.0	1.6	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	81.3	5.7	39.5	23.8
EBITDA증가율 (%)	16.7	-50.0	171.4	28.9
조정영업이익증가율 (%)	13.0	-57.7	218.2	34.3
EPS증가율 (%)	9.9	-45.2	84.3	45.8
매출채권 회전율 (회)	14.5	10.9	13.2	12.9
재고자산 회전율 (회)	13.2	7.6	7.7	7.6
매입채무 회전율 (회)	2.9	2.8	3.4	3.2
ROA (%)	13.8	5.7	9.6	11.7
ROE (%)	24.8	9.6	16.4	20.7
ROIC (%)	100.6	24.9	59.2	74.0
부채비율 (%)	70.9	66.2	75.3	80.6
유동비율 (%)	208.9	214.6	205.2	201.8
순차입금/자기자본 (%)	-70.7	-62.6	-64.5	-66.4
조정영업이익/금융비용 (x)	11.8	3.6	8.1	71.8

국내 영업 환경 개선이 절실한 시점

(유지)	중립
목표주가(원, 12M)	-
현재주가(17/12/4, 원)	158,500
상승여력	-

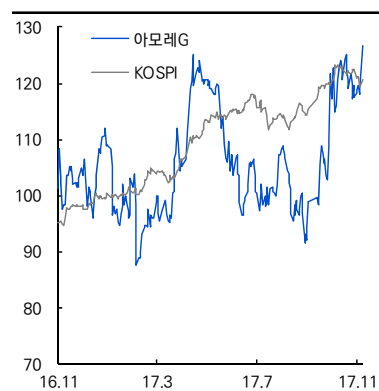
영업이익(17F, 십억원)	750
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	740
EPS 성장률(17F, %)	-35.9
MKT EPS 성장률(17F, %)	45.9
P/E(17F, x)	64.2
MKT P/E(17F, x)	10.2
KOSPI	2,501.67
시가총액(십억원)	13,070
발행주식수(백만주)	89
유동주식비율(%)	31.3
외국인 보유비중(%)	21.3
베타(12M) 일간수익률	1.48
52주 최저가(원)	109,500
52주 최고가(원)	158,500
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	5.0 6.4 29.9
상대주가	7.3 0.9 2.3

투자포인트

- 이니스프리 미주 시장 신규 진출로 중국 외 시장에서의 새로운 모멘텀 기대
- 에스쁘아와 아모스프로페셔널 등 신규 브랜드의 성장성이 기 확립된 제조사 인지도를 기반으로 빠르게 강화
- 독립 브랜드 포트폴리오를 견고하게 구축한 새로운 형태의 화장품 사업자로 재평가 받을 시기

Risk 요인

- 인바운드 여행객 급감으로 면세 채널 매출뿐 아니라 핵심 관광 상권 내 이니스프리, 에뛰드 점포 실적으로의 복합적 악영향 지속. 단기적으로 수익구조 완전한 정상화를 기대하기 어려울 것



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	4,712	5,661	6,698	6,197	7,325	8,416
영업이익 (십억원)	659	914	1,083	750	1,012	1,128
영업이익률 (%)	14.0	16.1	16.2	12.1	13.8	13.4
순이익 (십억원)	222	260	342	219	329	368
EPS (원)	2,501	2,929	3,851	2,467	3,706	4,139
ROE (%)	10.0	10.7	12.8	7.5	10.5	10.7
P/E (배)	39.9	50.5	34.5	64.2	42.8	38.3
P/B (배)	3.6	4.9	4.0	4.5	4.1	3.8
배당수익률 (%)	3.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 아모레G, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	6,698	6,197	7,325	8,416
매출원가	1,641	1,643	1,927	2,214
매출총이익	5,057	4,554	5,398	6,202
판매비와관리비	3,974	3,804	4,386	5,074
조정영업이익	1,083	750	1,012	1,128
영업이익	1,083	750	1,012	1,128
비영업손익	5	-48	-5	0
금융손익	24	24	26	31
관계기업등 투자손익	2	1	1	1
세전계속사업손익	1,088	702	1,007	1,128
계속사업법인세비용	277	187	285	322
계속사업이익	812	515	722	806
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	812	515	722	806
지배주주	342	219	329	368
비지배주주	469	296	393	438
총포괄이익	792	503	722	806
지배주주	333	214	317	354
비지배주주	460	289	405	452
EBITDA	1,304	1,005	1,290	1,426
FCF	274	315	425	533
EBITDA 마진율 (%)	19.5	16.2	17.6	16.9
영업이익률 (%)	16.2	12.1	13.8	13.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.1	3.5	4.5	4.4

자료: 아모레G, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	2,943	2,990	3,334	3,790
현금 및 현금성자산	969	974	1,085	1,313
매출채권 및 기타채권	360	370	444	514
재고자산	478	442	531	614
기타유동자산	1,136	1,204	1,274	1,349
비유동자산	4,146	4,430	4,807	5,164
관계기업투자등	7	6	8	9
유형자산	2,774	2,898	3,030	3,142
무형자산	749	853	1,053	1,253
자산총계	7,088	7,421	8,141	8,954
유동부채	1,321	1,311	1,356	1,412
매입채무 및 기타채무	136	94	113	131
단기금융부채	206	190	161	143
기타유동부채	979	1,027	1,082	1,138
비유동부채	200	189	181	174
장기금융부채	3	0	0	0
기타비유동부채	197	189	181	174
부채총계	1,522	1,501	1,537	1,586
지배주주지분	2,833	2,979	3,270	3,596
자본금	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	696	696
이익잉여금	2,251	2,398	2,689	3,015
비지배주주지분	2,734	2,941	3,334	3,772
자본총계	5,567	5,920	6,604	7,368

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	34.5	64.2	42.8	38.3
P/CF (x)	8.8	14.5	11.3	10.2
P/B (x)	4.0	4.5	4.1	3.8
EV/EBITDA (x)	9.6	14.7	11.6	10.6
EPS (원)	3,851	2,467	3,706	4,139
CFPS (원)	15,049	10,957	13,986	15,513
BPS (원)	33,440	35,076	38,351	42,020
DPS (원)	460	480	500	520
배당성향 (%)	4.4	7.2	5.3	5.0
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	18.3	-7.5	18.2	14.9
EBITDA증가율 (%)	18.2	-22.9	28.4	10.5
조정영업이익증가율 (%)	18.5	-30.7	34.9	11.5
EPS증가율 (%)	31.5	-35.9	50.2	11.7
매출채권 회전율 (회)	20.3	17.7	18.8	18.3
재고자산 회전율 (회)	15.4	13.5	15.1	14.7
매입채무 회전율 (회)	12.2	14.3	18.6	18.2
ROA (%)	12.3	7.1	9.3	9.4
ROE (%)	12.8	7.5	10.5	10.7
ROIC (%)	22.9	14.1	16.8	17.1
부채비율 (%)	27.3	25.3	23.3	21.5
유동비율 (%)	222.7	228.0	245.9	268.4
순차입금/자기자본 (%)	-28.7	-28.1	-28.0	-29.1
조정영업이익/금융비용 (x)	240.7	144.5	232.3	295.0

해외로 이전된 성장 동력

(유지)	중립
목표주가(원, 12M)	-
현재주가(17/12/4, 원)	22,600
상승여력	-

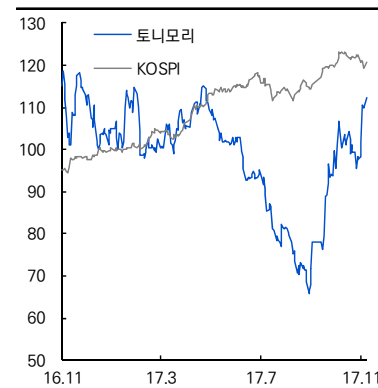
영업이익(17F, 십억원)	6
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	6
EPS 성장률(17F, %)	-66.1
MKT EPS 성장률(17F, %)	45.9
P/E(17F, x)	91.1
MKT P/E(17F, x)	10.1
KOSPI	2,501.67
시가총액(십억원)	399
발행주식수(백만주)	18
유동주식비율(%)	32.2
외국인 보유비중(%)	4.2
베타(12M) 일간수익률	0.37
52주 최저가(원)	13,200
52주 최고가(원)	23,800
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	12.2 4.6 4.1
상대주가	14.7 -0.8 -18.0

투자포인트

- 명확한 제품 아이덴티티와 독특한 용기를 결합하여 한국 브랜드샵 시장에 유니크한 모습으로 포지셔닝
- 중국 내 생산설비 구축으로 중장기적 원가율 개선 가능성 높아짐

Risk 요인

- 국내 브랜드샵 시장 내에서 안정적 포지셔닝을 확보했다고 보기 어려움. 신제품 및 재고 사이클에 대한 기민한 대응 능력을 입증할 필요 있다고 판단



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	0	220	233	233	236	246
영업이익 (십억원)	0	17	18	6	15	17
영업이익률 (%)	-	7.7	7.7	2.6	6.4	6.9
순이익 (십억원)	0	13	13	4	11	11
EPS (원)	0	825	731	248	603	651
ROE (%)	0.0	11.5	10.6	3.4	8.1	8.3
P/E (배)	-	30.6	31.1	91.1	37.5	34.7
P/B (배)	-	3.8	3.2	3.1	3.0	2.8
배당수익률 (%)	-	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 토니모리, 미래에셋대우 리서치센터

토니모리 (214420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	233	233	236	246
매출원가	109	108	109	113
매출총이익	124	125	127	133
판매비와관리비	107	119	112	117
조정영업이익	18	6	15	17
영업이익	18	6	15	17
비영업손익	0	0	0	-1
금융손익	1	1	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	18	6	15	16
계속사업법인세비용	5	2	5	5
계속사업이익	13	4	11	11
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	13	4	11	11
지배주주	13	4	11	11
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	14	4	11	11
지배주주	14	4	11	11
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	19	8	17	18
FCF	-10	5	11	11
EBITDA 마진율 (%)	8.2	3.4	7.2	7.3
영업이익률 (%)	7.7	2.6	6.4	6.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.6	1.7	4.7	4.5

자료: 토니모리, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	116	120	129	139
현금 및 현금성자산	41	42	49	54
매출채권 및 기타채권	32	33	35	37
재고자산	34	35	36	38
기타유동자산	9	10	9	10
비유동자산	65	64	64	64
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	37	36	35	34
무형자산	9	8	8	8
자산총계	182	184	193	203
유동부채	53	54	56	60
매입채무 및 기타채무	37	38	39	41
단기금융부채	4	4	4	4
기타유동부채	12	12	13	15
비유동부채	2	2	2	2
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	2	2	2	2
부채총계	55	56	58	61
지배주주지분	127	128	135	142
자본금	4	4	4	4
자본잉여금	54	54	54	54
이익잉여금	70	71	77	85
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	127	128	135	142

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	31.1	91.1	37.5	34.7
P/CF (x)	20.1	56.1	25.3	23.8
P/B (x)	3.2	3.1	3.0	2.8
EV/EBITDA (x)	18.8	44.9	21.1	19.6
EPS (원)	731	248	603	651
CFPS (원)	1,130	403	893	948
BPS (원)	7,208	7,256	7,629	8,050
DPS (원)	230	230	230	230
배당성향 (%)	31.4	92.7	38.2	35.3
배당수익률 (%)	1.0	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	5.9	0.0	1.3	4.2
EBITDA증가율 (%)	0.0	-57.9	112.5	5.9
조정영업이익증가율 (%)	5.9	-66.7	150.0	13.3
EPS증가율 (%)	-11.4	-66.1	143.1	8.0
매출채권 회전율 (회)	9.4	7.8	7.6	7.6
재고자산 회전율 (회)	8.7	6.8	6.7	6.6
매입채무 회전율 (회)	5.8	4.1	4.0	4.0
ROA (%)	7.6	2.4	5.6	5.8
ROE (%)	10.6	3.4	8.1	8.3
ROIC (%)	22.9	6.5	15.6	16.8
부채비율 (%)	43.1	43.8	43.2	43.3
유동비율 (%)	219.5	220.1	228.8	234.0
순차입금/자기자본 (%)	-32.0	-32.8	-35.9	-38.1
조정영업이익/금융비용 (x)	141.7	66.5	157.6	169.7

변동성이 높아진 과도기

(유지)	중립
목표주가(원, 12M)	-
현재주가(17/12/4, 원)	51,300
상승여력	-

영업이익(17F, 십억원)	42
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	41
EPS 성장률(17F, %)	-70.1
MKT EPS 성장률(17F, %)	45.9
P/E(17F, x)	51.3
MKT P/E(17F, x)	10.2
KOSPI	2,501.67
시가총액(십억원)	1,125
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	18.0
외국인 보유비중(%)	3.3
베타(12M) 일간수익률	0.49
52주 최저가(원)	24,600
52주 최고가(원)	52,600
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	17.5 6.7 20.1
상대주가	20.2 1.1 -5.4

투자포인트

- 모회사와 합병 이후 신규 브랜드(네오팜) 확보, 기존 달팽이 관련 제품 위주의 포트폴리오에서 다변화되었다는 점이 긍정적
- 중국 후저우 공장을 통한 현지 사업 확대, 출점 가속화 기대

Risk 요인

- 중국 향 제품 판매에 대한 의존도로 수익 구조 변동성이 높음
- 판매관리비 부담이 높아짐에 따라 수익 구조 추가 악화 가능



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	0	310	267	236	233	236
영업이익 (십억원)	0	112	73	42	58	58
영업이익률 (%)	-	36.1	27.3	17.8	24.9	24.6
순이익 (십억원)	0	84	58	20	36	36
EPS (원)	0	5,206	3,340	999	1,629	1,652
ROE (%)	0.0	26.4	17.8	5.3	8.0	7.7
P/E (배)	-	14.7	12.9	51.3	31.5	31.1
P/B (배)	-	4.2	2.1	2.6	2.5	2.3
배당수익률 (%)	-	2.5	1.6	1.4	1.4	1.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 잇츠한불, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	267	236	233	236
매출원가	103	90	94	95
매출총이익	164	146	139	141
판매비와관리비	91	104	82	83
조정영업이익	73	42	58	58
영업이익	73	42	58	58
비영업손익	5	4	4	5
금융손익	5	4	4	5
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	78	46	62	63
계속사업법인세비용	20	11	15	16
계속사업이익	58	35	47	47
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	58	35	47	47
지배주주	58	20	36	36
비지배주주	0	14	11	11
총포괄이익	58	34	47	47
지배주주	58	20	35	36
비지배주주	0	14	12	12
EBITDA	79	50	66	69
FCF	16	-11	7	10
EBITDA 마진율 (%)	29.6	21.2	28.3	29.2
영업이익률 (%)	27.3	17.8	24.9	24.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	21.7	8.5	15.5	15.3

자료: 잇츠한불, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	350	408	431	457
현금 및 현금성자산	42	64	86	107
매출채권 및 기타채권	15	25	25	25
재고자산	20	38	38	39
기타유동자산	273	281	282	286
비유동자산	19	130	142	152
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	10	45	57	67
무형자산	2	73	73	73
자산총계	369	539	573	609
유동부채	28	69	69	69
매입채무 및 기타채무	11	11	11	11
단기금융부채	0	40	40	40
기타유동부채	17	18	18	18
비유동부채	1	1	1	1
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	29	70	70	71
지배주주지분	340	433	457	481
자본금	9	11	11	11
자본잉여금	151	289	289	289
이익잉여금	198	134	158	182
비지배주주지분	0	35	46	57
자본총계	340	468	503	538

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	12.9	51.3	31.5	31.1
P/CF (x)	9.5	22.8	29.7	27.2
P/B (x)	2.1	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA (x)	5.6	17.0	12.9	12.0
EPS (원)	3,340	999	1,629	1,652
CFPS (원)	4,544	2,253	1,725	1,886
BPS (원)	20,503	19,789	20,871	21,960
DPS (원)	701	701	701	701
배당성향 (%)	20.6	35.6	26.4	26.0
배당수익률 (%)	1.6	1.4	1.4	1.4
매출액증가율 (%)	-13.9	-11.6	-1.3	1.3
EBITDA증가율 (%)	-31.9	-36.7	32.0	4.5
조정영업이익증가율 (%)	-34.8	-42.5	38.1	0.0
EPS증가율 (%)	-35.8	-70.1	63.1	1.4
매출채권 회전율 (회)	19.8	11.9	9.5	9.5
재고자산 회전율 (회)	12.2	8.1	6.1	6.1
매입채무 회전율 (회)	5.1	9.0	9.2	9.2
ROA (%)	15.4	7.6	8.4	8.0
ROE (%)	17.8	5.3	8.0	7.7
ROIC (%)	1,368.2	32.6	25.0	23.8
부채비율 (%)	8.6	15.0	13.9	13.1
유동비율 (%)	1,251.5	592.1	624.4	658.2
순차입금/자기자본 (%)	-91.8	-64.5	-64.5	-65.0
조정영업이익/금융비용 (x)	0.0	41.0	55.0	55.7

[결론] 면세/화장품: 커버리지 투자 의견

미래에셋대우 면세/화장품 커버리지 종목 투자 의견

Top Picks

호텔신라
(008770 KS)
TP 110,000원

아모레퍼시픽
(090430 KS)
TP 420,000원

매수

코스맥스
(192820 KS)
TP 160,000원

코웨이
(021240 KS)
TP 130,000원

Trading Buy

LG생활건강
(051900 KS)
TP 1,430,000원

한국콜마
(161890 KS)
TP 97,000원

클리오
(237880 KQ)
TP 45,000원

중립

아모레G
(192820 KS)

토니모리
(214420 KS)

잇츠한불
(226320 KS)

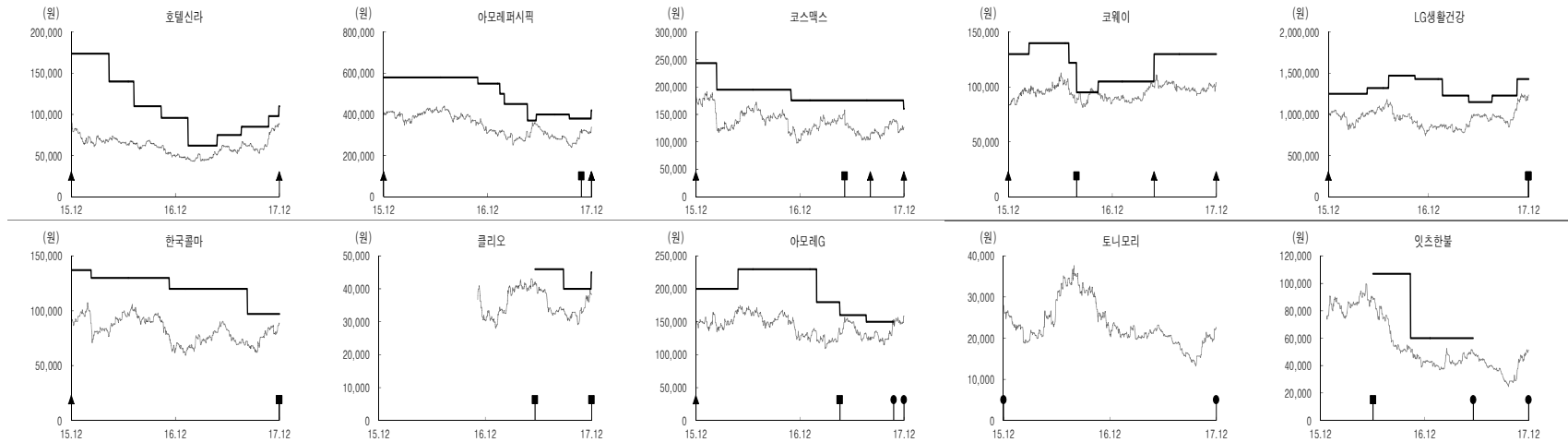
자료: 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
호텔신라(008770)					2015.02.12	매수	130,000	-30.75	-18.85
2017.12.04	매수	110,000	-	-	LG생활건강(051900)				
2017.10.29	매수	98,000	-15.76	-10.20	2017.12.04	Trading Buy	1,430,000	-	-
2017.07.25	매수	85,000	-28.42	-17.53	2017.10.24	매수	1,430,000	-16.15	-12.59
2017.05.01	매수	75,000	-22.93	-16.67	2017.07.25	매수	1,230,000	-22.21	-12.93
2017.01.19	매수	62,000	-24.54	-11.77	2017.05.01	매수	1,150,000	-15.80	-12.43
2016.10.17	매수	96,000	-46.61	-35.00	2017.01.25	매수	1,230,000	-32.60	-28.37
2016.07.13	매수	110,000	-42.81	-37.36	2016.10.17	매수	1,430,000	-41.09	-35.45
2016.04.17	매수	140,000	-51.89	-47.21	2016.07.13	매수	1,470,000	-32.97	-22.04
2015.11.30	매수	174,000	-58.62	-46.90	2016.04.26	매수	1,320,000	-19.31	-10.53
아모레퍼시픽(090430)					2015.11.30	매수	1,250,000	-23.24	-15.44
2017.12.04	매수	420,000	-	-	한국콜마(161890)				
2017.10.30	Trading Buy	380,000	-22.60	-14.08	2017.12.04	Trading Buy	97,000	-	-
2017.09.18	매수	380,000	-29.02	-16.18	2017.08.15	매수	97,000	-22.57	-10.31
2017.05.25	매수	400,000	-25.75	-12.13	2016.11.14	매수	120,000	-39.11	-24.83
2017.04.24	매수	370,000	-10.17	-2.43	2016.02.14	매수	130,000	-31.02	-18.46
2017.02.02	매수	450,000	-36.99	-29.44	2015.08.18	매수	137,000	-31.33	-21.53
2017.01.17	매수	500,000	-36.40	-35.00	클리오(237880)				
2016.11.01	매수	550,000	-40.43	-30.91	2017.12.04	Trading Buy	45,000	-	-
2015.11.30	매수	580,000	-31.44	-23.97	2017.08.31	Trading Buy	40,000	-16.94	-0.75
코스맥스(192820)					2017.05.25	Trading Buy	46,000	-21.93	-9.67
2017.12.04	매수	160,000	-	-	아모레G(002790)				
2017.08.09	매수	175,519	-31.68	-19.67	2017.10.30	중립		-	-
2017.05.11	Trading Buy	175,519	-29.54	-9.70	2017.07.26	Trading Buy	150,000	-15.16	1.33
2016.11.04	매수	175,519	-27.49	-13.11	2017.04.24	Trading Buy	160,000	-13.00	-2.19
2016.02.17	매수	195,021	-27.18	-11.50	2017.02.02	매수	180,000	-32.40	-22.22
2015.06.07	매수	243,776	-21.74	-7.60	2016.05.02	매수	230,000	-34.75	-24.13
코웨이(021240)					2015.11.30	매수	200,000	-25.02	-16.00
2017.05.01	매수	130,000	-	-	토니모리(214420)				
2016.10.17	Trading Buy	105,000	-13.36	-0.95	2015.11.30	중립		-	-
2016.08.02	Trading Buy	95,000	-4.70	3.79	잇츠한불(226320)				
2016.07.06	매수	122,000	-25.14	-20.41	2017.05.25	중립		-	-
2016.02.17	매수	140,000	-29.07	-19.29	2016.10.17	Trading Buy	60,000	-26.91	-12.33
2016.02.12	1년 경과 이후		-	-	2016.06.07	Trading Buy	107,000	-38.80	-16.82

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Compliance



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
74.52%	12.50%	12.98%	0.00%

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

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.