

면세/화장품

브랜드의 가치

함승희
(02)3774-1682
regina.hahm@miraeasset.com

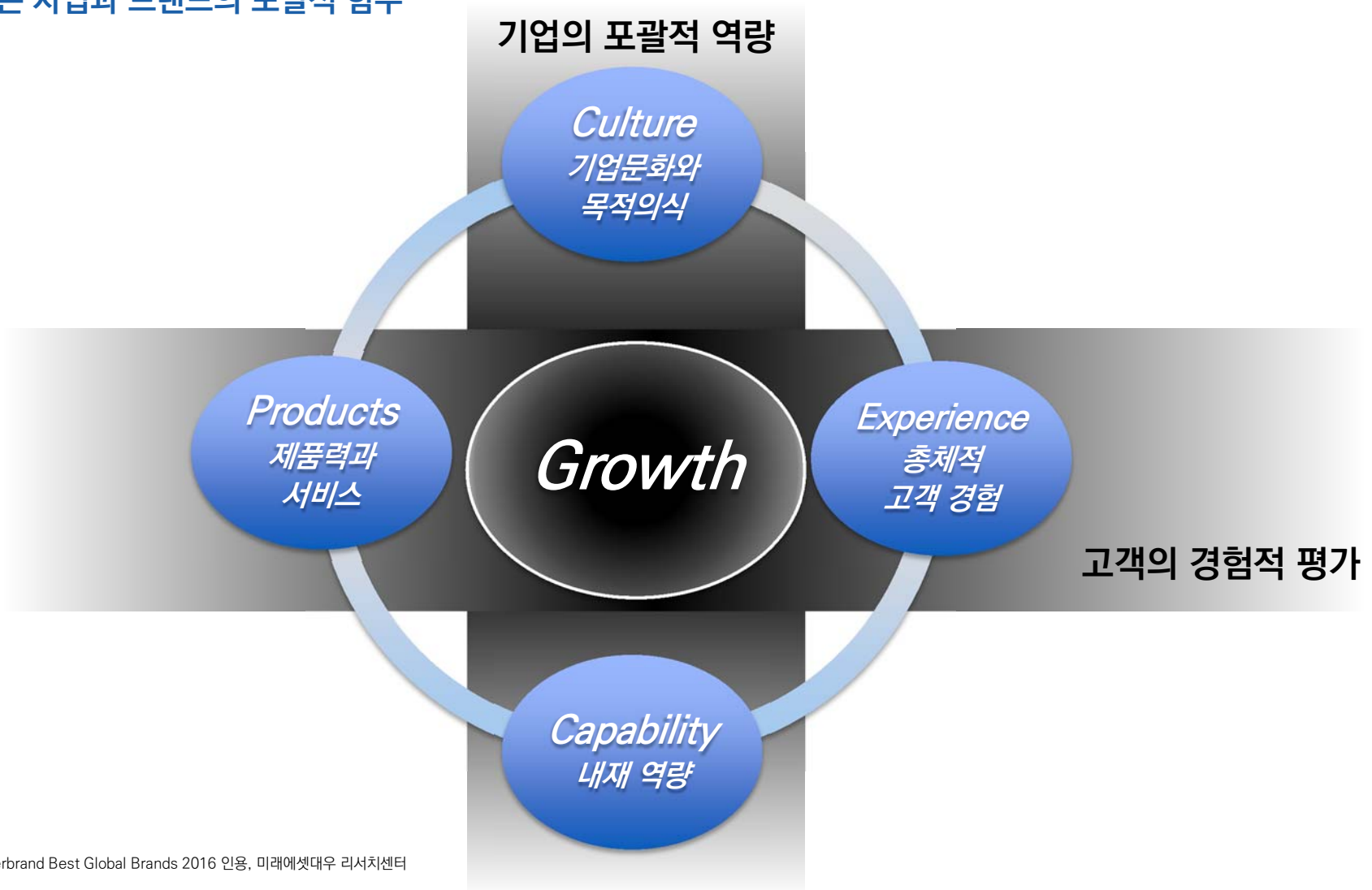
김민경
(02)3774-1732
minkyung.kim.a@miraeasset.com

Contents

[요약] 브랜드가 이끄는 “지속 가능한” 성장에 대한 고찰	3
I. Industry Update: 구조적 변화의 지속	4
II. Industry Outlook: 소비 여력 저하 장기화	7
III. Investment Strategy: 브랜드의 가치	12
IV. Peer Valuation	27
V. Top Picks 및 관심종목 (Top Picks) 호텔신라, 코웨이, 아모레퍼시픽 (관심종목) LG생활건강, 한국콜마	28
[결론] 면세/화장품: 커버리지 투자의견	48

[요약] 브랜드가 이끄는 “지속 가능한” 성장에 대한 고찰

성장은 사업과 브랜드의 포괄적 함수

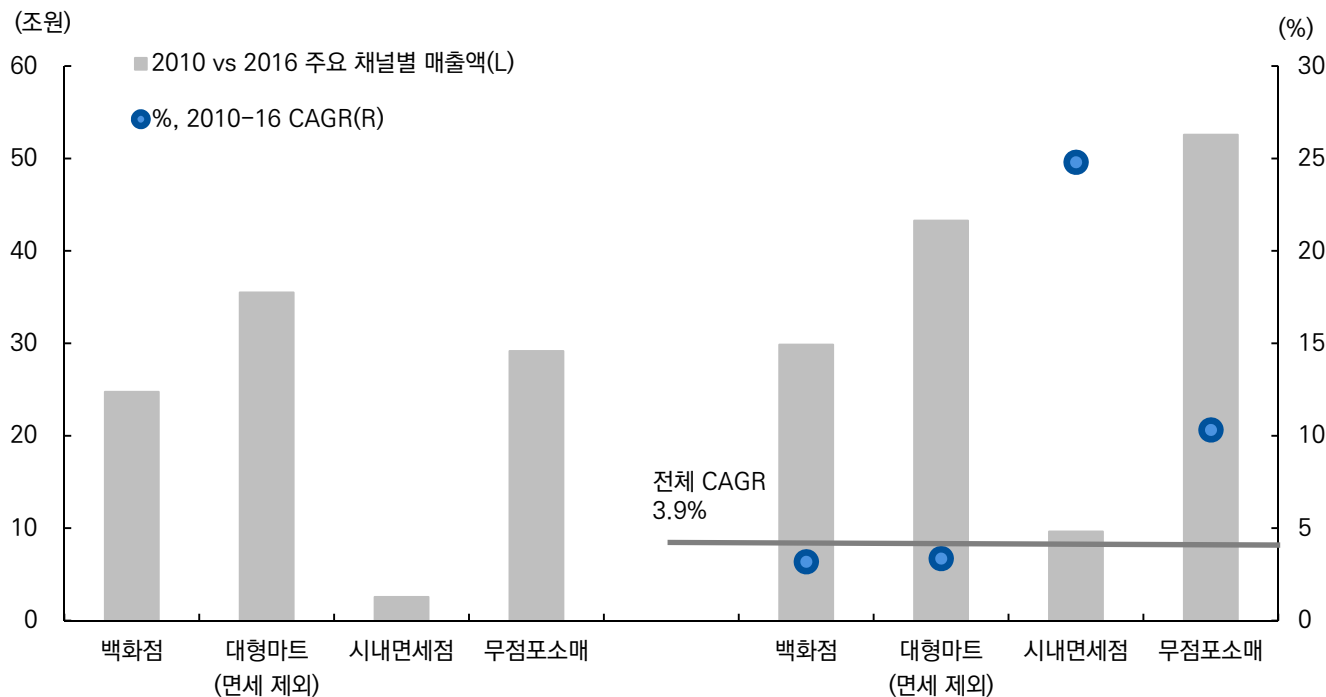


자료: Interbrand Best Global Brands 2016 인용, 미래에셋대우 리서치센터

소비자 가치 중심의 트렌드 변화

- 소비자 가치를 중심으로 소비의 흐름 뚜렷이 변화
- 2010년 백화점/대형마트 대비 48% 규모에 불과했던 무점포소매는 2016년 72%의 규모로 성장
- 무점포소매는 2014년 하반기 대형마트 규모를 추월, 현재 21% 큰 시장을 형성
(무점포소매 53조원 vs 시내면세 제외한 대형마트 43조원)

전통 오프라인을 앞지른 무점포소매(온라인, 홈쇼핑)

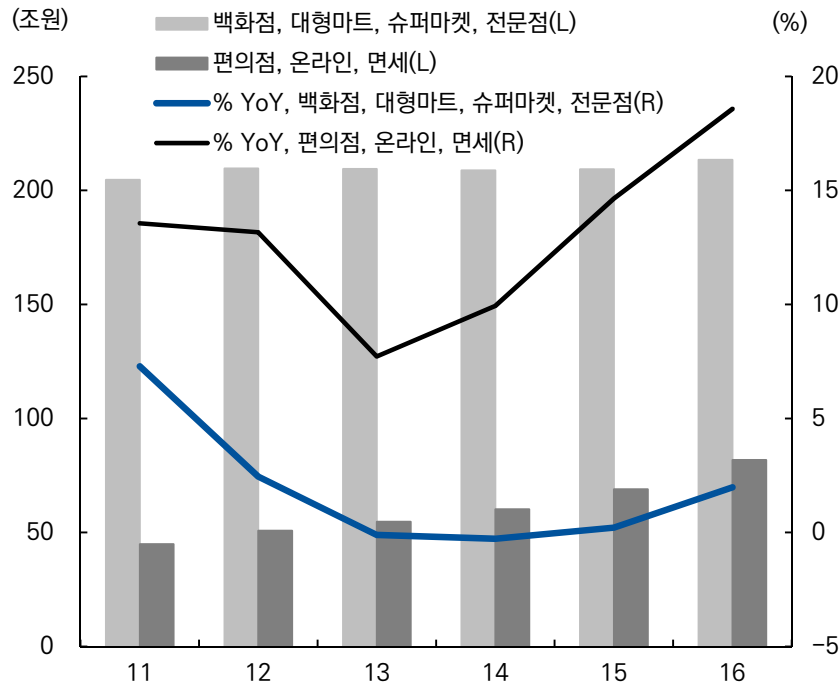


자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

전통 채널의 사양화

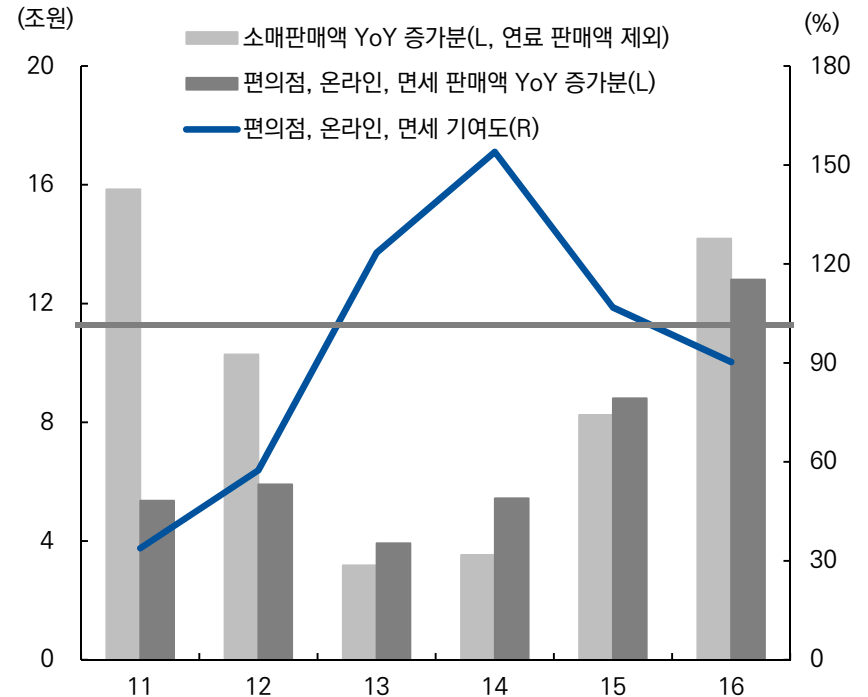
- 전통채널의 사양화는 소비자 효용을 극대화하는 채널의 부상과 연계
- 전체 소비 증가 여력이 제한된 환경에서 효율적 가격 구조(면세, 온라인)와 MD의 차별적 강점을 지닌(편의점, 면세) 채널이 소비 유인

전통채널과 신형채널의 연도별 매출 실적과 성장률 추이



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

소매판매 증가의 대부분은 편의점, 온라인, 면세 채널에서 발생

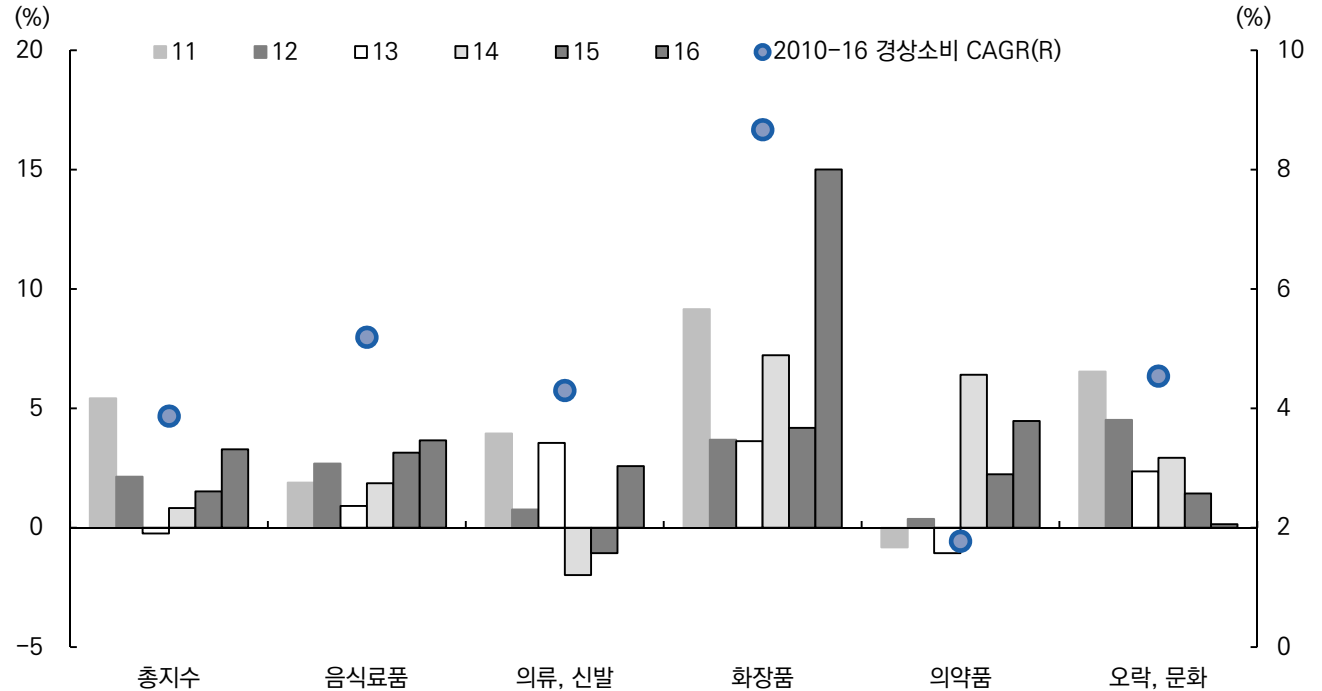


자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

한층 뚜렷해지는 재화별 명암

- 2012~16년 주요 재화별 소비 실질 CAGR은 2.7%에 불과, 2010년 이후 평균 성장률(3.0%) 하회
- 동 기간 평균 물가 상승률은 -0.3%를 기록. 가전제품, 연료 부문이 물가 하락 주도
- 전체 성장률 이상의 수요 증가와 가격 상승이 수반된 항목은 수입 승용차, 화장품에 국한

주요 소비재의 연도별 실질소비 증가율 vs. 2010-16 경상소비 CAGR

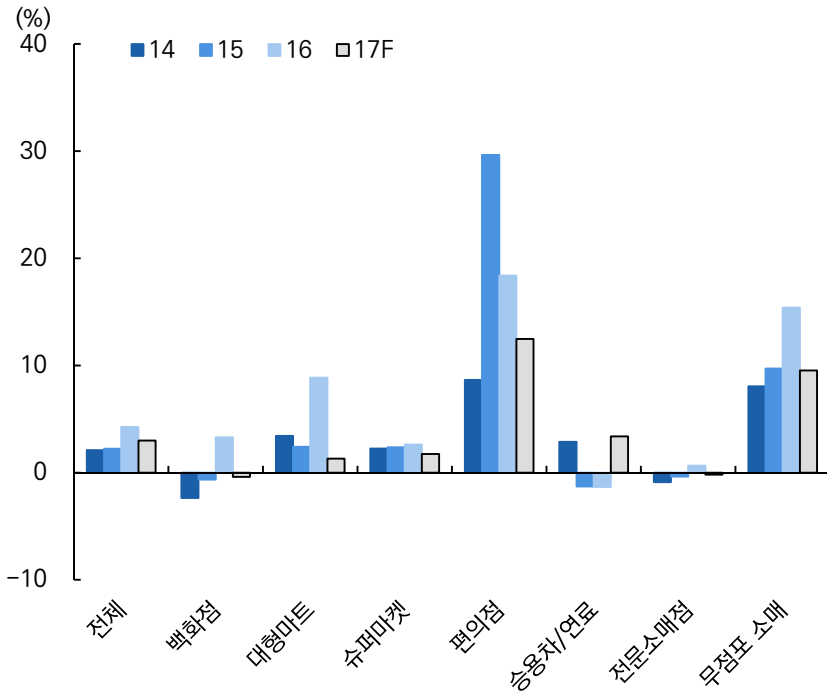


자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

17F 소매시장 성장성 약화 예상

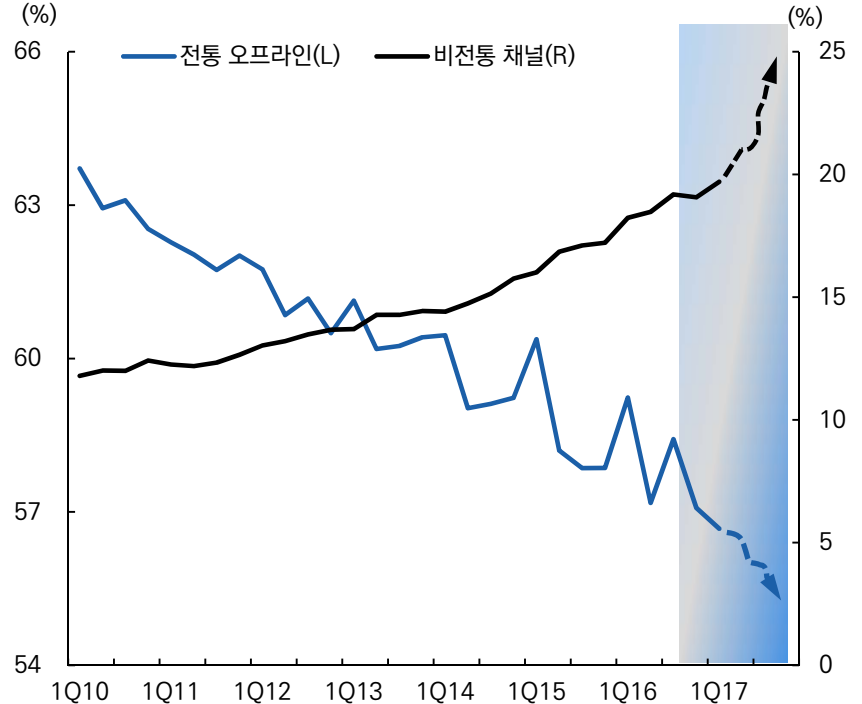
- 17F 소매 판매액 증가율 +3.0% YoY 전망, 2016년 +4.3% 대비 약화 예상
- 2014-15년 집중된 부정적 이벤트(세월호 사건, 메르스 사태) 이후 2016년의 높은 기저효과와 반부패법 시행, 중국 여행 제재 조치 등 영향 반영

소비 채널별 성장률 전망: 기저효과 소멸된 이후 성장률 약화 예상



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

주요 채널별 소매판매액 내 비중 추이 및 전망

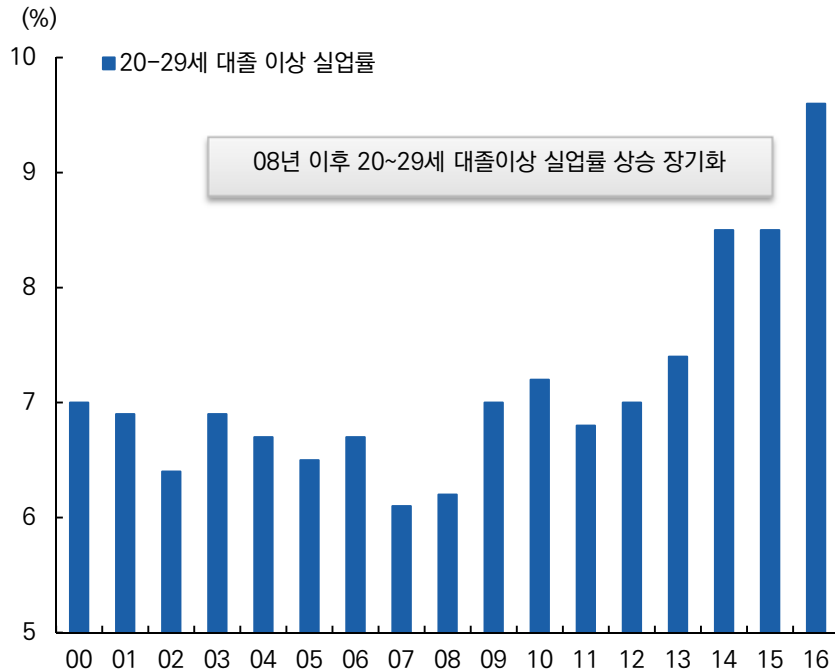


: 전통 오프라인은 백화점, 대형마트, 슈퍼마켓, 전문소매점 합산 기준/비전통채널은 편의점, 무점포소매
 자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

핵심 소비층의 소득 증가 여력 구조적 약화

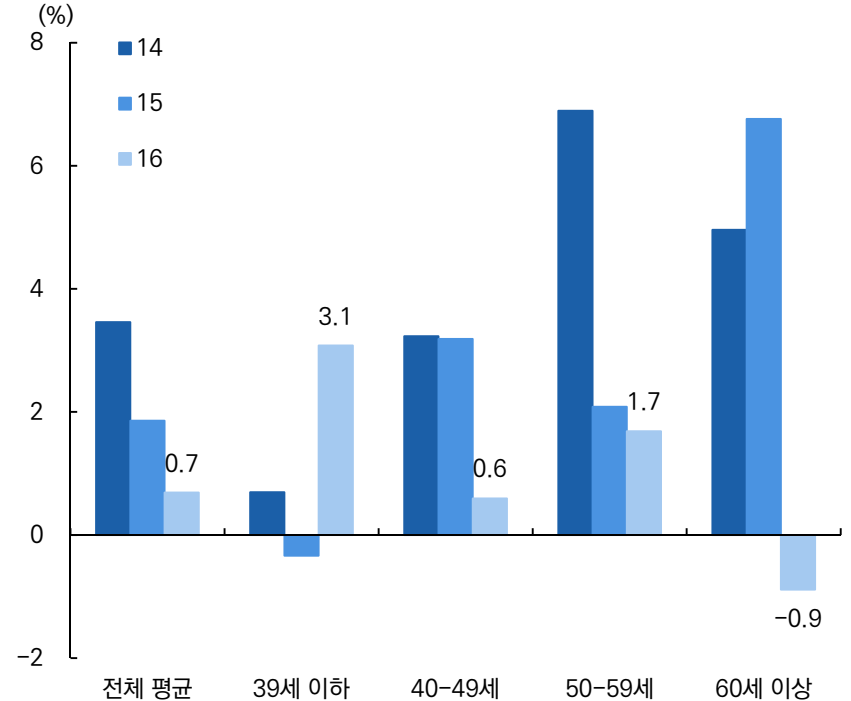
- 청년층 고용 불안 장기화로 재량소비재에 대한 소비 성향이 가장 높은 30대 소비자의 기저 수익 창출 능력 약화
- 3Q16을 기점으로 40대 평균 소득 증가율 사상 최초 마이너스 전환, 전체 평균 인당소득 증가율 하락을 주도

20대 대졸이상 실업률 추이



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

가구주 연령대별 인당소득 증가율 추이

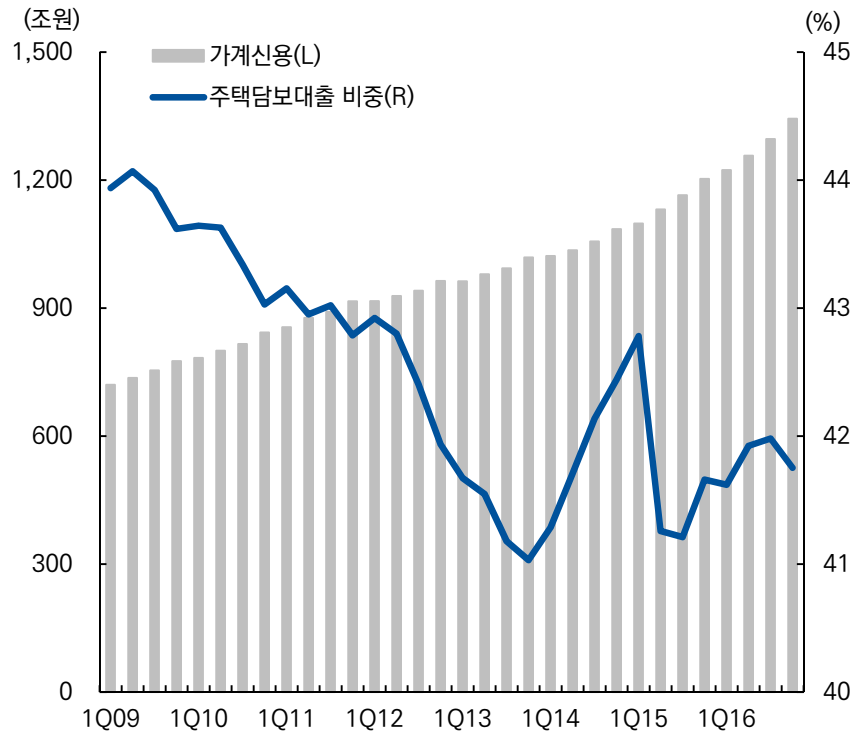


자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

가계 부채 증가와 보증부 월세 확대는 근원적 소비 욕구를 저하

- 가계신용(가계대출+판매신용) 금액은 1Q14 이후 지속적으로 분기 사상 최대 수치를 경신
- 서울, 수도권 전세가 상승 장기화와 주택 미소유자의 대출 부담 확대는 중산층 거주비 부담 증가와 구조적 소비 여력 축소와 연계
- 수도권 중산층의 보증부 월세 거주 비중 확대는 가용 현금 흐름을 위축

가계신용 증가 지속 과정에서 주택 미소유자의 대출 확대



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

전국/수도권의 소득계층별 거주형태: 중산층 이하 월세 전환 증가

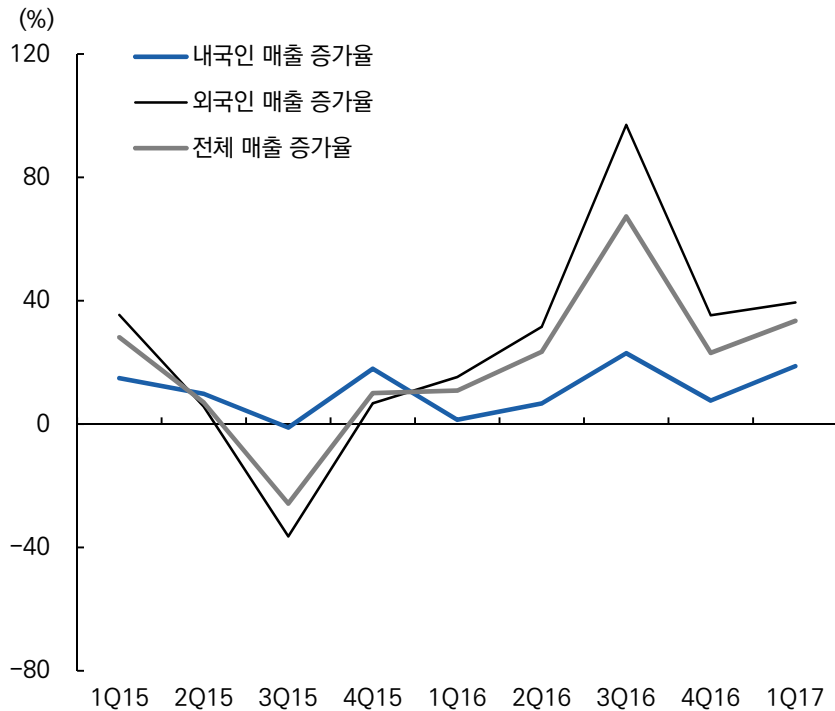
수도권	거주형태	06	08	10	12	14
저소득층	자가	39	42	34	38	35
	전세	28	24	26	19	23
	보증부 월세	27	27	33	35	35
	월세	4	3	4	5	3
중소득층	자가	50	47	47	43	45
	전세	33	36	32	34	31
	보증부 월세	15	14	19	19	22
	월세	1	1	1	1	1
고소득층	자가	65	66	64	59	63
	전세	28	26	29	34	28
	보증부 월세	6	6	6	6	8
	월세	0	0	0	1	0

자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

한국 면세시장: 여전히 높은 성장성을 내재

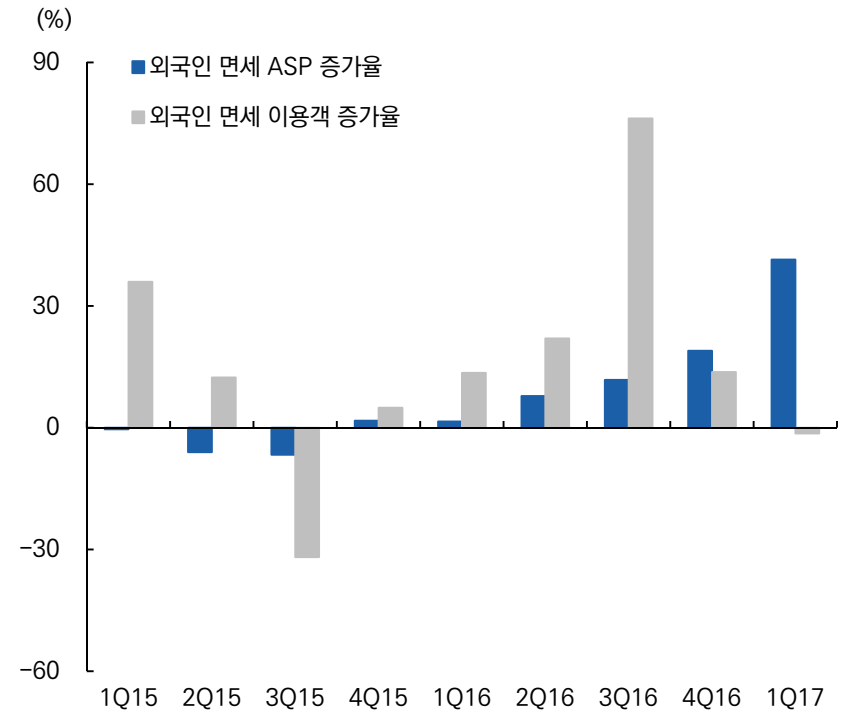
- 한국 아웃바운드 시장이 성숙기에 진입한 이후에도 내국인 면세 매출이 고성장을 지속하는 모습은 (2016년 +9.7% YoY, 1Q17 +18.8% YoY) 면세 채널의 높은 효용을 입증
- 최근 중국 정부의 한국행 여행 제재 조치에도 불구하고 외국인 면세 매출이 견조한 성장을 유지하는 모습은 펀더멘털 수요의 건전성을 반영, 트래픽 감소분 이상이 ASP 증가로 커버

한국 면세시장의 국적별 소비 증가율 추이



자료: KDFA, 미래에셋대우 리서치센터

한국 면세시장 내 외국인 이용객과 ASP 증가율 추이

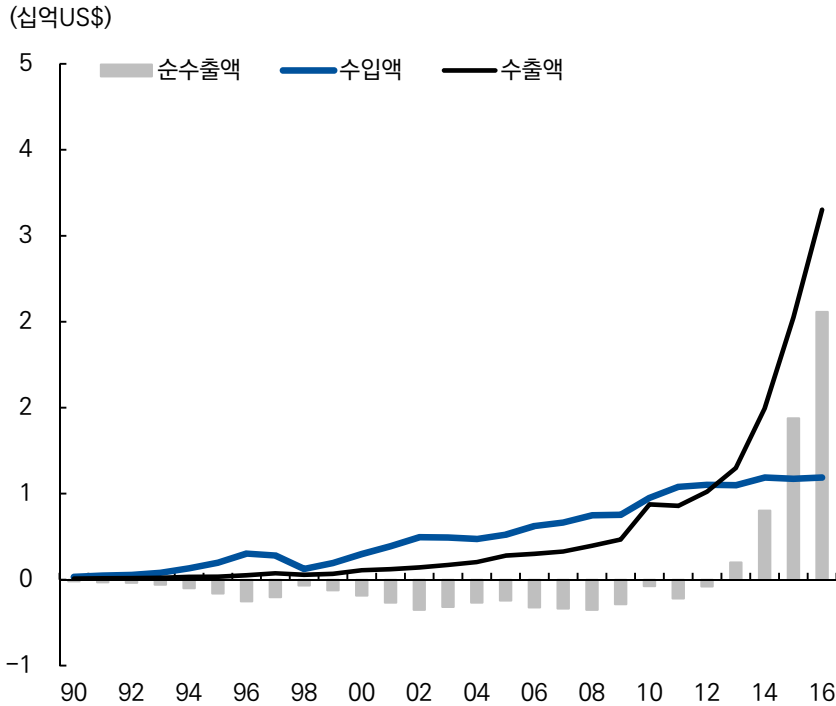


자료: KDFA, 미래에셋대우 리서치센터

한국 화장품: 수출 주도의 고성장 지속

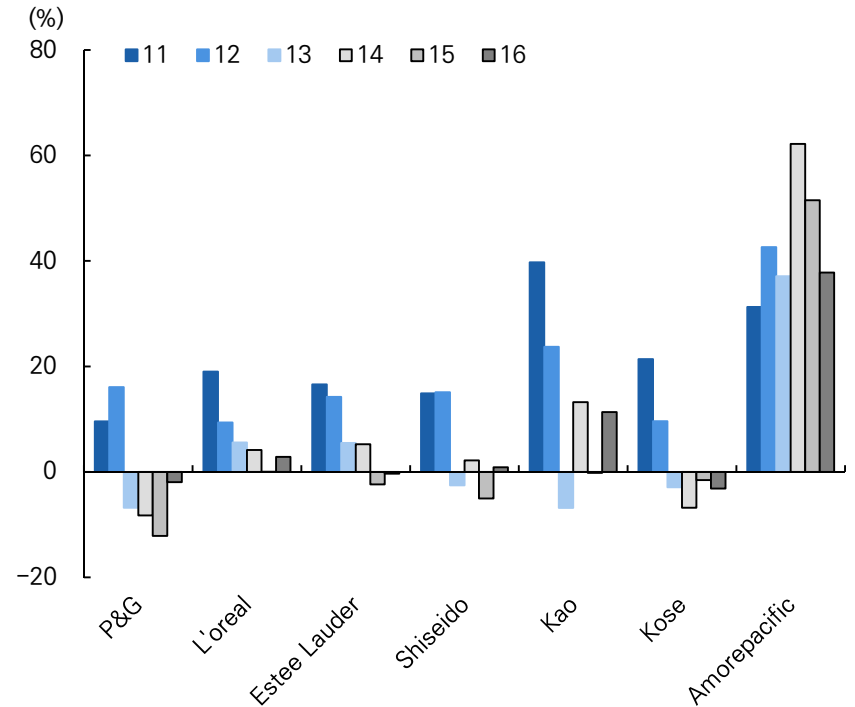
- 한국 화장품 산업의 초기 발전 단계와 장기적인 수출 성장 잠재력은 시장 대비 상대 프리미엄을 정당화
- 한국 특유의 능동적 모델(소비자 선제적으로 분석, 신속히 제품 출시에 반영)은 아시아 내 수동적 소비자 축소와 함께 더욱 강력한 핵심 경쟁력으로 자리잡는 모습

한국 화장품 수출 실적 추이: 2013년 이후 고성장 지속



자료: KITA, 미래에셋대우 리서치센터

주요 업체의 아시아 매출 성장률: 아모레퍼시픽의 대조되는 성장성

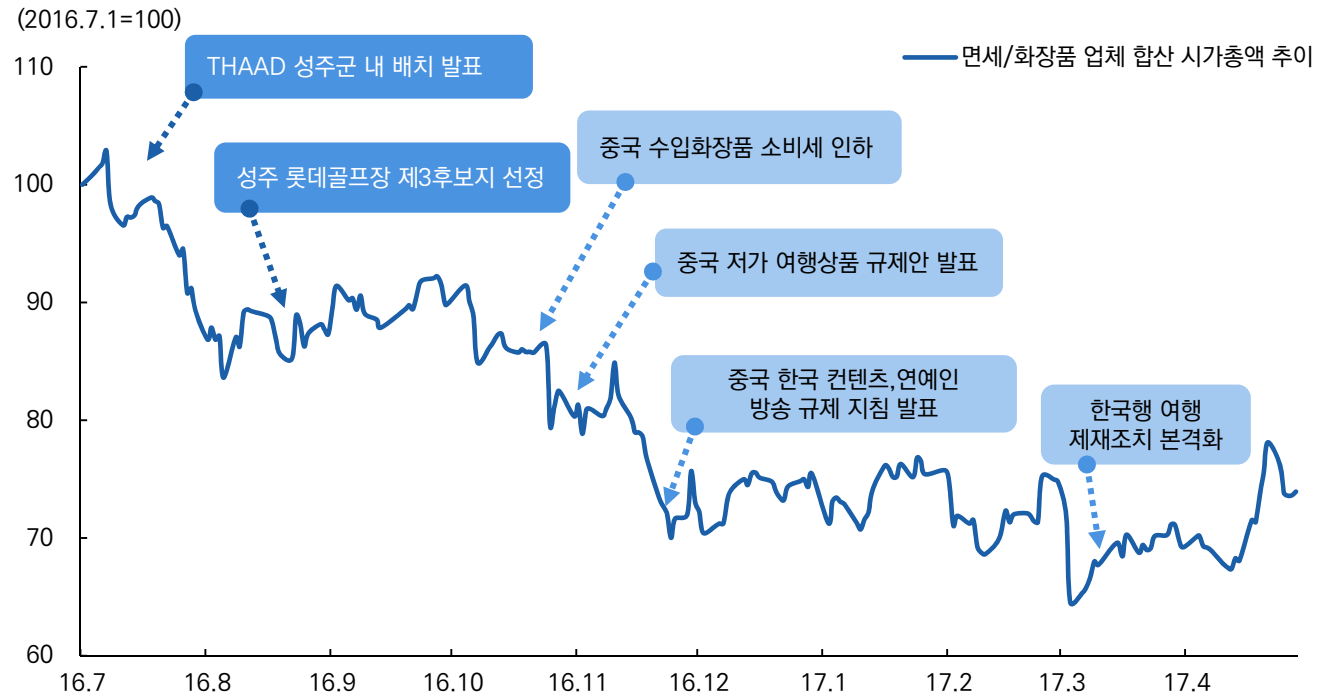


자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

외재 변동성이 높아지는 환경에서 옥석 가리기

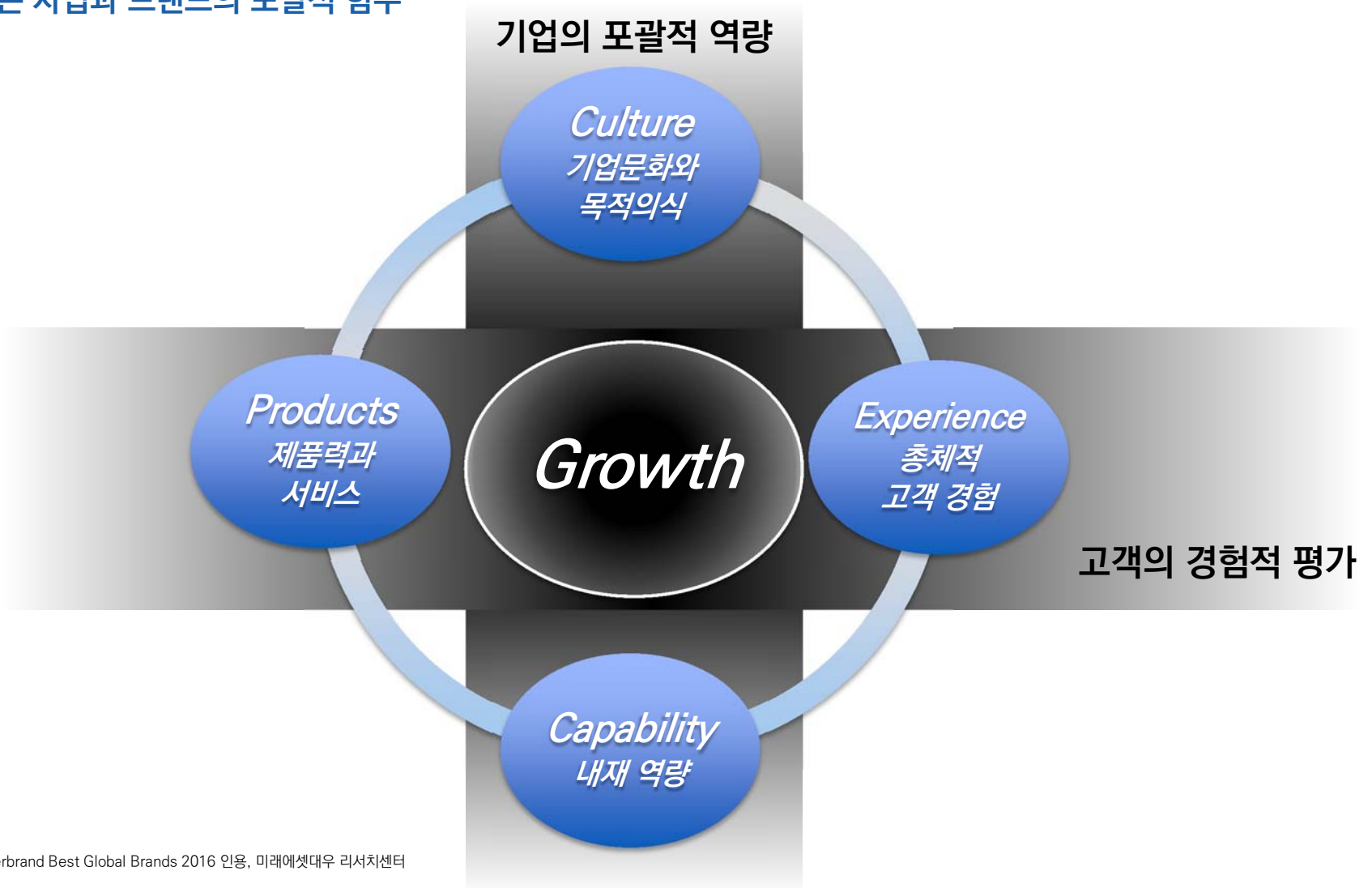
- 2016년 7월 THAAD와 관련한 이슈가 불거지며 2017년 4월까지 면세/화장품 업체 합산 시가총액 26% 감소
- 외재 변동성이 높아지는 환경에서 관련 업체의 주가는 상호 연동되는 모습을 보이나, 불확실성이 해소되는 과정에서 펀더멘털에 따라 회복 여력의 격차는 클 전망

2016년 7월 이후 면세/화장품 업체 합산 시가총액 추이



자료: WiseFn, 미래에셋대우 리서치센터

성장은 사업과 브랜드의 포괄적 함수



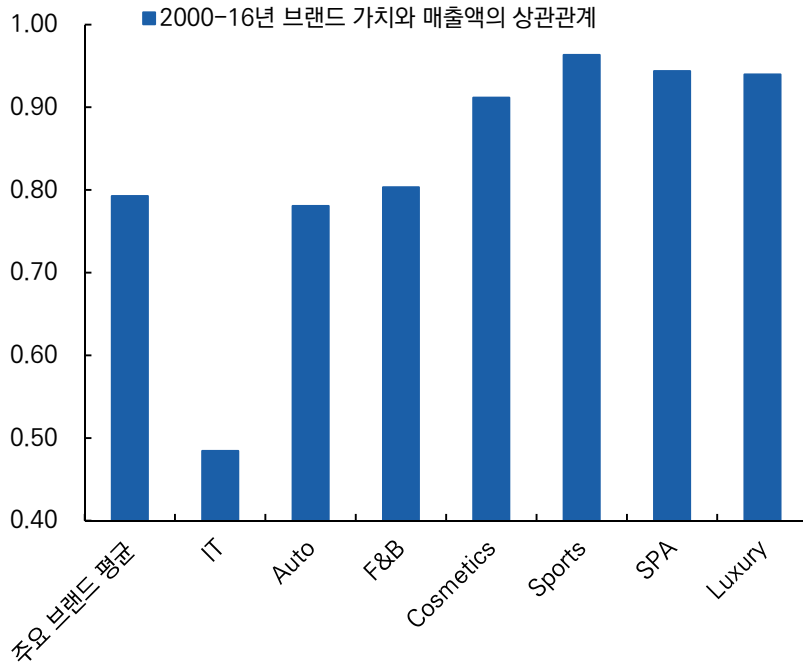
자료: Interbrand Best Global Brands 2016 인용, 미래에셋대우 리서치센터

III. Investment Strategy: 브랜드의 가치

브랜드 가치는 매출액과 높은 상관관계를 내재

- 장기 시계열 분석이 가능한 글로벌 브랜드의 사례에서 브랜드 가치와 매출액의 높은 상관관계를 확인
- 특히 소비자의 인지가 구매의 핵심 결정 요인이 되는 이미지 소비재 영역에서 브랜드의 중요성은 더욱 커짐

재량 소비재에서 높아지는 브랜드 가치와 매출의 상관관계



자료: Interbrand, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

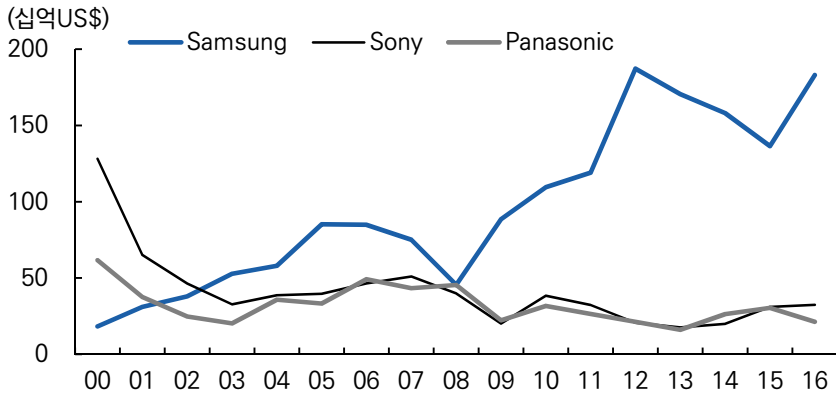
	상관관계(브랜드 가치, 매출액)	상관관계(브랜드 가치, 시가총액)
IT average	0.48	0.38
Apple	0.96	0.90
Samsung	0.92	0.91
GE	0.78	-0.23
Sony	-0.63	0.74
Panasonic	0.39	-0.42
Automotive average	0.78	0.40
Toyota	0.82	0.53
BMW	0.93	0.86
Honda	0.91	0.57
Ford	0.54	-0.12
Hyundai	0.78	0.42
Audi	0.88	0.38
Volkswagen	0.78	0.60
Nissan	0.60	-0.08
FMCG average	0.86	0.87
Coca-Cola	0.74	0.84
McDonald's	0.87	0.91
Johnson&Johnson	0.90	0.88
L'Oréal	0.92	0.86
Fashion average	0.95	0.80
Nike	0.99	0.99
Louis Vuitton	0.88	0.84
H&M	0.95	0.54
ZARA	0.94	0.95
Hermes	0.91	0.88
Adidas	0.94	0.89
Tiffany&Co.	0.97	0.89
Prada	0.96	0.32
Burberry	0.98	0.87

주: 2000-16년 브랜드 가치와 매출액, 시가총액의 상관관계
 자료: Interbrand, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

III. Investment Strategy: 브랜드의 가치

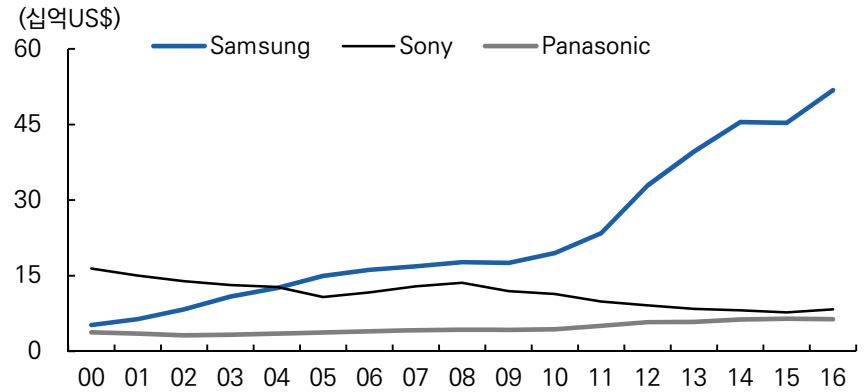
브랜드 가치는 특정 업체에 대한 소비자 인지를 보다 적절히 반영

주요 아시아 IT업체의 시가총액 변화



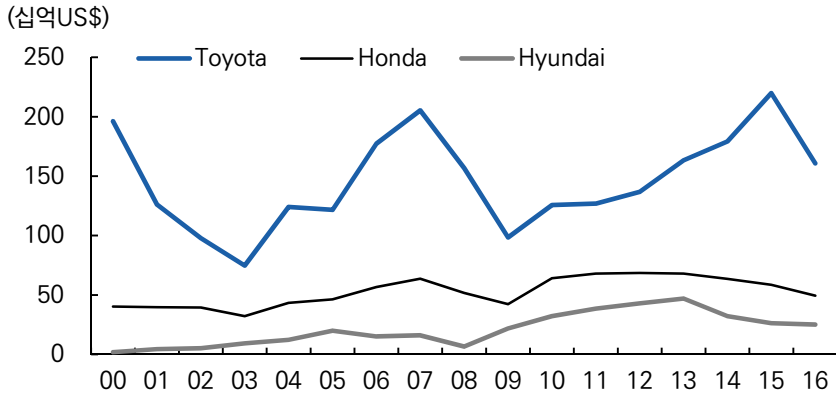
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

주요 아시아 IT업체의 브랜드 가치 변화



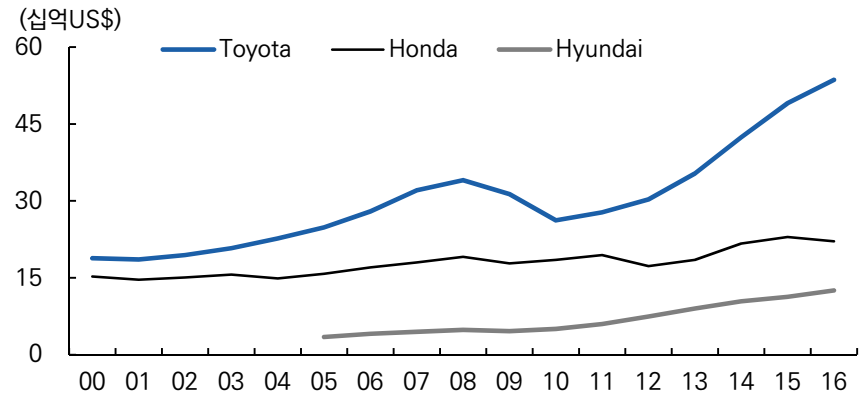
자료: Interbrand, 미래에셋대우 리서치센터

주요 아시아 자동차 업체의 시가총액 변화



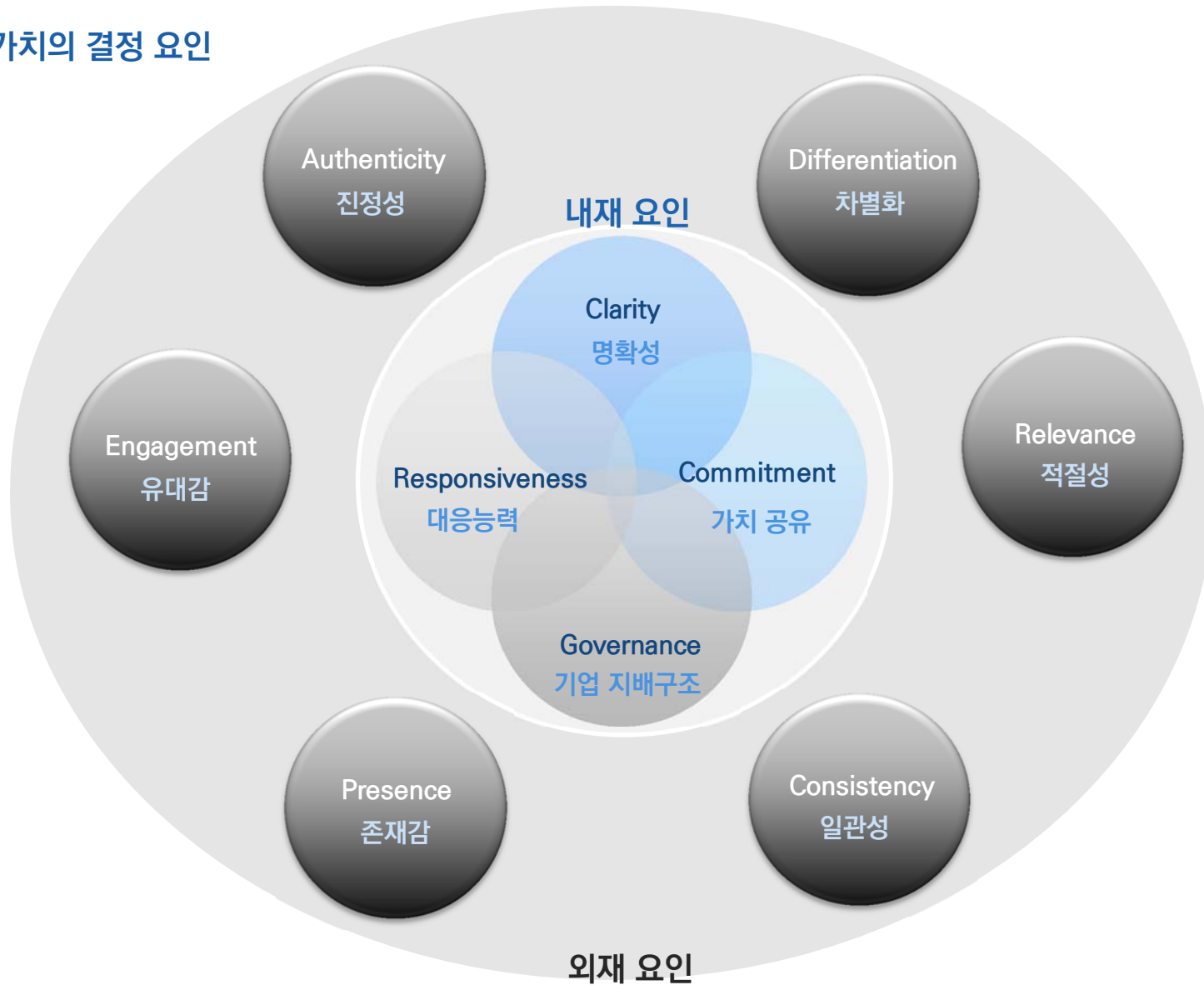
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

주요 아시아 자동차 업체의 브랜드 가치 변화



자료: Interbrand, 미래에셋대우 리서치센터

브랜드 가치의 결정 요인



III. Investment Strategy: 브랜드의 가치

면세/화장품

한국 주요 면세/화장품 업체의 브랜드 가치 상승 가속화

- 2016년 한국 Top 50 브랜드의 가치 상승률 기준 10위권 내 주요 면세/화장품 업체 포함
- 브랜드 가치 증가율과 단기 실적의 상관관계는 낮으나, 보다 영속적인 소비 수요와 연계된다는 점에서 기업 내재 가치를 평가하는데 보다 적절한 기준이라고 판단

2014-16년 브랜드 가치 Top risers

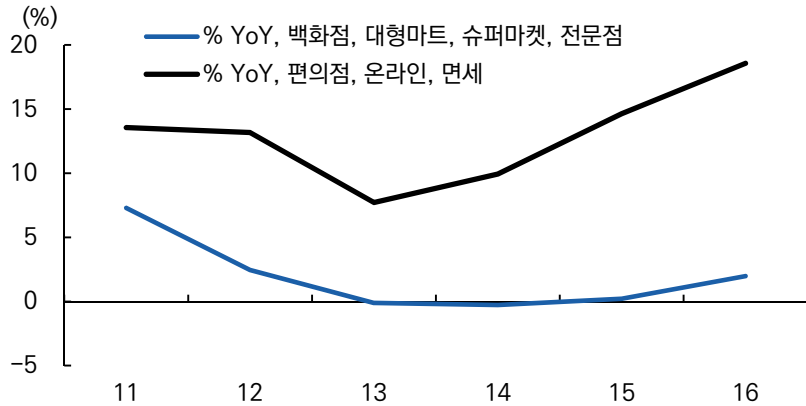
가치변화 순위	기업명	2016년 브랜드 가치	2014-16년 가치 변화	2014-16년 매출증가율
1	아모레퍼시픽	2,440	113%	46%
2	네이버	3,755	64%	46%
3	LG생활건강	987	60%	30%
4	CJ제일제당	845	56%	24%
5	코웨이	652	44%	10%
6	LG유플러스	472	38%	4%
7	현대자동차	12,449	38%	5%
8	KT&G	1,014	36%	9%
9	현대모비스	1,913	36%	9%
10	삼성생명	3,341	35%	11%
11	삼성화재	2,088	35%	3%
12	호텔신라	536	34%	28%

자료: Interbrand, 미래에셋대우 리서치센터

순위	기업명	2016년 브랜드 가치	전년대비 가치 변화 (십억원, %)
1	삼성전자	50,787	0%
2	현대자동차	12,449	7%
3	기아자동차	6,247	3%
4	SK텔레콤	4,154	-8%
5	네이버	3,755	27%
6	삼성생명	3,341	7%
7	LG전자	2,758	-6%
8	KB국민은행	2,682	8%
9	아모레퍼시픽	2,440	41%
10	신한카드	2,247	-11%
11	신한은행	2,238	3%
12	삼성화재	2,088	7%
13	KEB하나은행	2,051	1%
14	현대모비스	1,913	12%
15	KT	1,831	-16%
16	LG화학	1,801	3%
17	롯데쇼핑	1,697	10%
18	SK하이닉스	1,491	NEW
19	포스코	1,401	-48%
20	교보생명	1,386	12%
21	삼성물산	1,224	4%
22	현대카드	1,125	-17%
23	삼성카드	1,122	-22%
24	현대건설	1,083	40%
25	KT&G	1,014	17%
26	LG생활건강	987	30%
27	CJ제일제당	845	14%
28	한국타이어	825	-9%
29	이마트	751	2%
30	엔씨소프트	698	NEW
31	현대백화점	653	-7%
32	코웨이	652	44%
33	SK이노베이션	590	-15%
34	LG디스플레이	589	NEW
35	삼성증권	556	13%
36	호텔신라	536	14%
37	카카오	531	17%
38	하이트진로	514	8%
39	LG유플러스	472	3%
40	CJ오쇼핑	468	-5%
41	한샘	467	26%
42	CJ E&M	458	23%
43	GS리테일	456	NEW
44	하이마트	452	13%
45	한화생명	442	13%
46	에스엠	440	NEW
47	신세계	428	11%
48	미래에셋증권	390	6%
49	GS홈쇼핑	383	6%
50	롯데칠성	377	3%

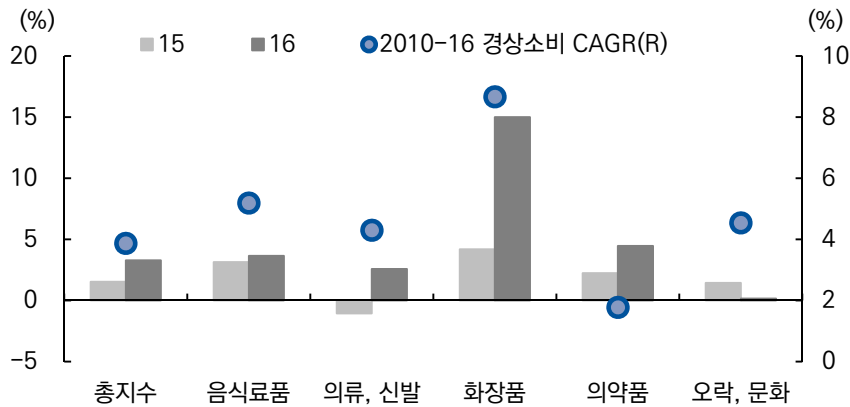
브랜드는 “소비자가 수용하는” 가치

전통 오프라인과 비전통 채널의 소매 실적 증가율 추이



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

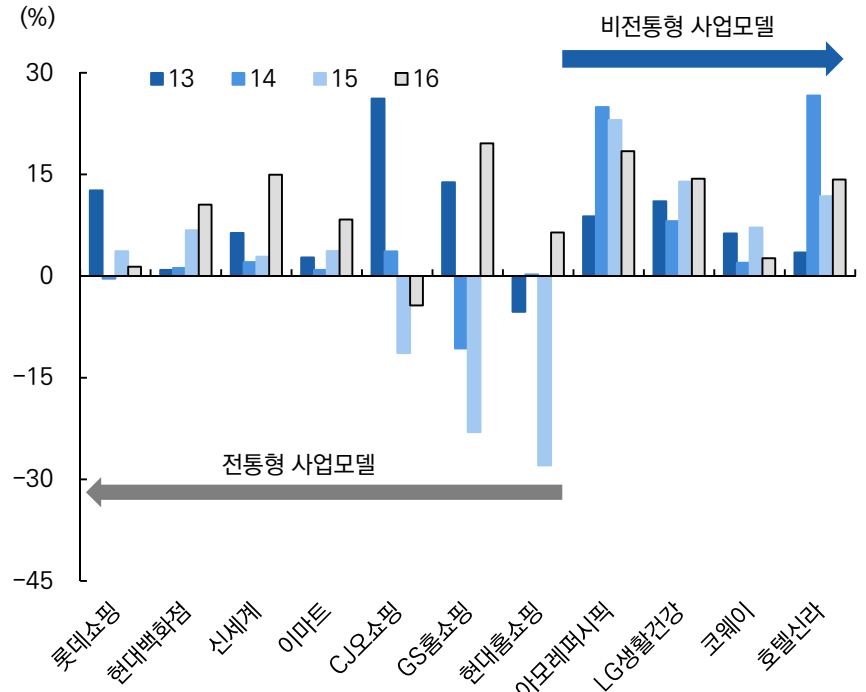
주요 소비재 카테고리의 판매액 증가율과 장기 CAGR 비교



자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

- 면세/화장품 산업은 비전통형 모델로, 소비자를 능동적으로 분석하고 구조적 변화를 전략에 반영한다는 점에서 전통형 사업과 차별화
- 소비 저성장기에 높은 외형 성장을 이어온 저력은 소비자 인지 변화와 연계

전통형 vs. 비전통형 소비재 업체의 매출 성장률 추이

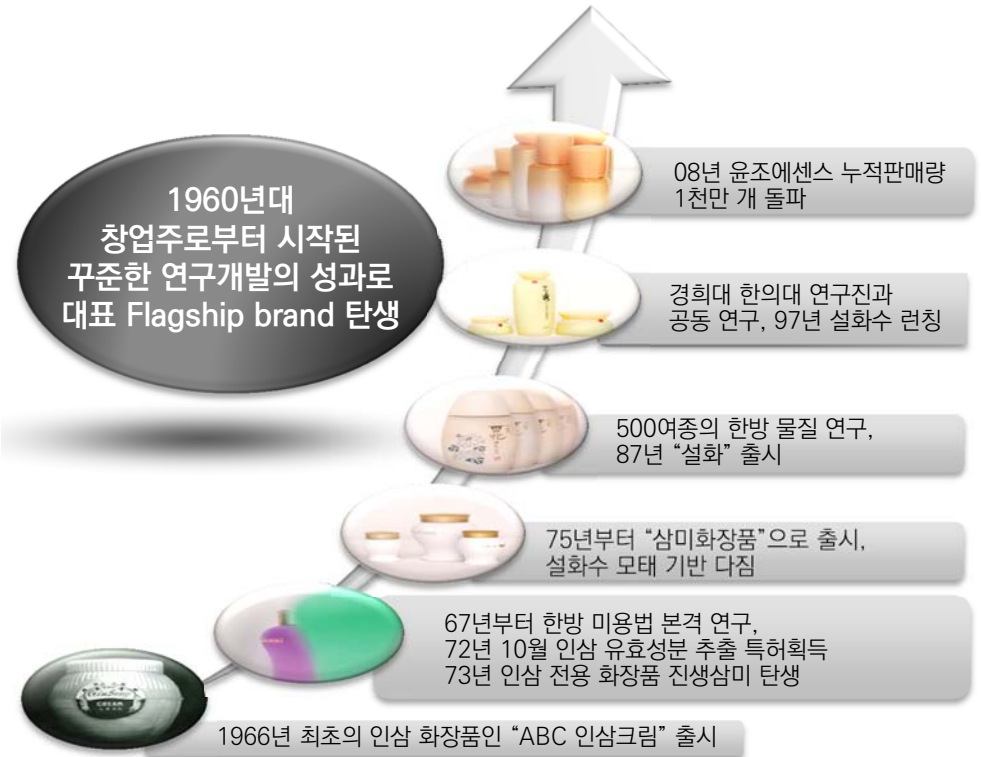
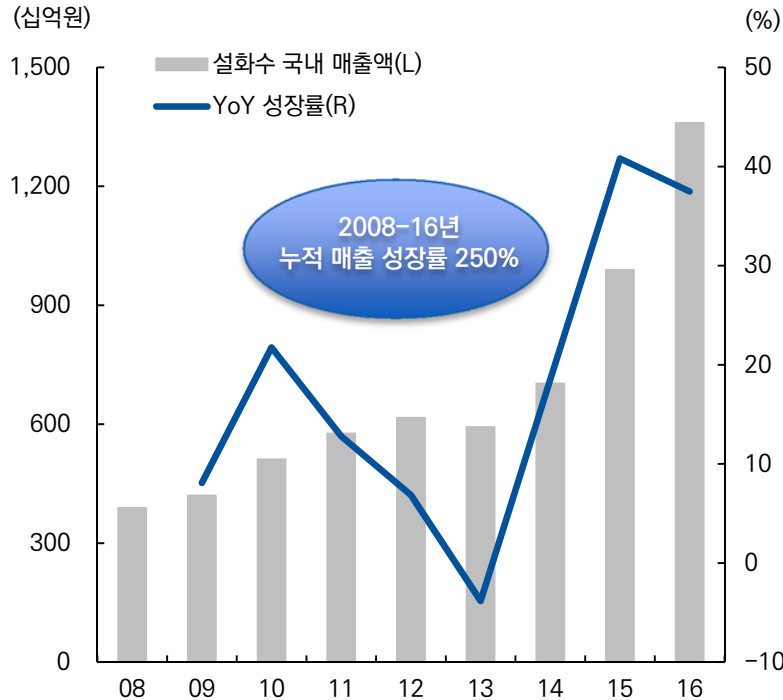


자료: 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

아모레퍼시픽: 브랜드 가치 증가의 독보적 사례

- 아모레퍼시픽의 브랜드 가치는 2013년 11억 달러에서 2016년 24억 달러로 126% 상승, 한국 Top 50 브랜드 중 최대 상승률을 기록
- 괄목할만한 브랜드 가치 증가는 장기간 누적된 개발 및 혁신 역량과 소비자의 니즈와 효율적으로 소통하는 소프트웨어 가치를 포괄적으로 반영
- 확고히 다져진 인지적 가치는 이후 장기 매출 성장을 견인하는 핵심 드라이버

설화수는 08년 한국 최대 럭셔리 브랜드로 거듭난 이후 250%의 추가 매출 성장을 달성




자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

문화 공유와 사회 공헌 활동을 통한 포괄적 브랜딩 역량


Cultural Heritage

설화문화전
Culture Exhibition




전통문화를 현대적 다양한 사상으로 재해석하여 세대 간 공감대를 이끌어내는 문화 소통의 장

아트 콜라보 광고 캠페인
Art Collaboration




전통 장인 및 현대 아티스트들과 협업하여 한국적 아름다움을 재해석한 글로벌 광고 캠페인

실란 메이크업
Shine Classic Makeup



한국 전통 문양이나 색채 기법을 현대적인 감각으로 재해석한 프리미엄 리미티드 에디션

HERA SEUL FASHION WEEK
F/W 2017
3.27-4.1
AT DDP



Corporate Social Responsibility



2017 PINK RUN



makeup your Life
20th ANNIVERSARY



AMORE BEAUTY DAY



희망가게 소개
세상의 어머니들에게 자립의 기회를 열었습니다



GREENCYCLE



Beautiful Life

자료: 아모레퍼시픽

III. Investment Strategy: 브랜드의 가치 – 호텔신라

호텔 사업의 수직적 확장, 면세 사업의 글로벌 네트워크 구축으로 전방위적 내재 가치 상승을 시현

호텔사업



프리미엄 브랜드: 서울, 제주 특급호텔



컬처 헤리티지: 전통호텔 사업



Mass market: Shilla Stay를 통한 시장 선점

사회공헌활동



THE SHILLA
THE SHILLA
duty free
SHILLA STAY



면세사업



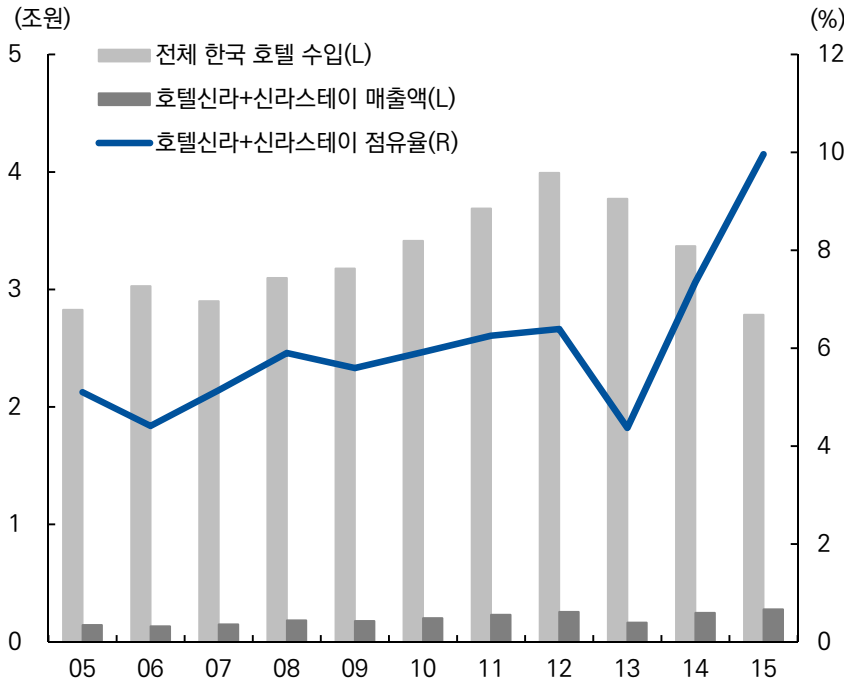
- 푸켓점
- 싱가폴 창이공항점
- 홍콩 Sweetmay
- 마카오 공항면세점
- 중국(소주) 진지레이크 호텔
- 인천공항면세점
- 인천공항 T2 (신규)
- 홍콩국제공항 (신규)
- 제주호텔
- 제주면세점
- 거제삼성호텔
- 서울신라호텔
- 신라면세점
- 신라아이파크면세점

자료: 호텔신라, 미래에셋대우 리서치센터

매출과 점유율 확대는 시장 내 입지 강화를 반영

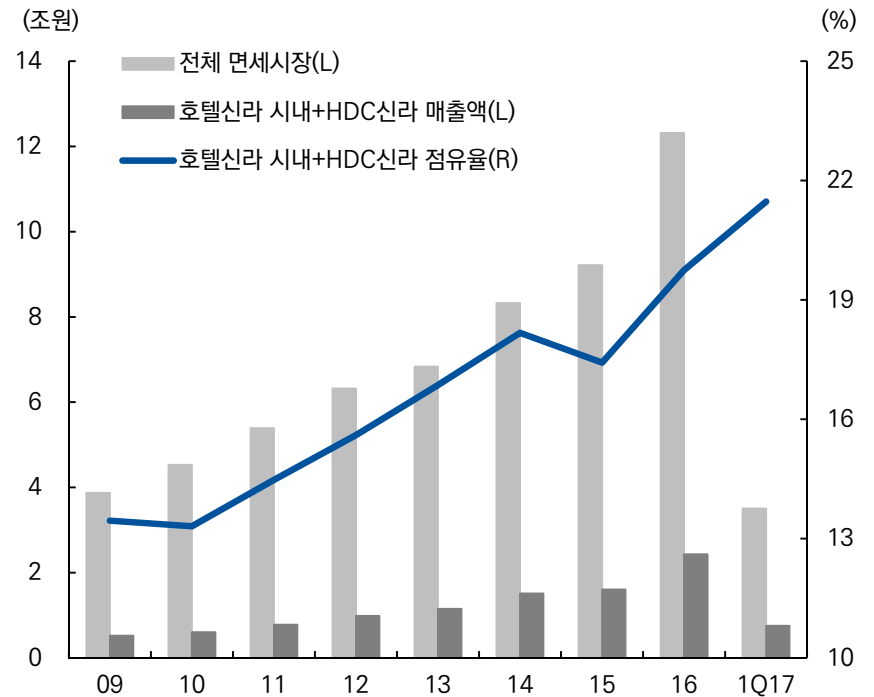
- 호텔신라의 호텔, 면세 사업은 출입국 관광시장 내 귀속되어 매크로 변수와 지정학적 리스크에 민감함. 특히 면세 사업은 환율 변동에 따른 이익 변동성이 극심한 특징을 지님
- 수익성과 상장 기업 가치의 상관관계는 높을 수 밖에 없으나 펀더멘털의 브랜드 가치와 역량을 확인하기에 적절치 않은 indicator
- 근원 수요와 연계된 매출액과 시장 점유율 추이는 지속적으로 강화, 브랜드 가치 상승을 반영

한국 호텔 시장 내에서도 신라 브랜드의 펀더멘털 점유율 강화



자료: 한국관광호텔업협회, KTO, 호텔신라, 신라스테이, 미래에셋대우 리서치센터

2015년 라이선스 증가와 메르스 영향 해소된 이후 점유율 상승 재개



자료: KDFA, 호텔신라, 에이치디씨신라면세점, 미래에셋대우 리서치센터

브랜드와 기업가치가 유기적으로 연계된 하드웨어/소프트웨어 체계 구축

CHP-481L
코웨이 마이한뽀
정수기 loCare

스스로 순환살균 시스템
3단 맛중온수 시스템
18.5cm 초소형 사이즈

자세히 보기

APMS-1516E
코웨이 멀티액션
공기청정기 loCare

4가지 멀티액션으로 빠르게 강력청정
스스로가습클린으로 깨끗하게 가습청정

자세히 보기

**코웨이 매트리스
케어렌탈**

내 몸에 꼭 맞는 매트리스
맞춤 케어렌탈
장기렌탈로 쾌적하게
달리교제로 새침대자면

자세히 보기

모든 핵심 제품과 서비스 영역에서
시장을 선도.
사물인터넷을 활용해 맞춤형 솔루션
을 제공하는 loCare 시스템 접목

Products

Cordial Life Care Science & Solution Company

비전
전략방향



핵심 비즈니스와의
연계성 강화 및 확대



임직원의 자발적
참여문화 정착



정부 및 민간단체와의
협력관계 구축



고객들의
참여 기회 확대

명확한 사회공헌 전략을 기반으로 광범위한 사회
와 적극적으로 커뮤니케이션, 의견 수렴

Culture

Capability



R&D센터에서 물과 공기에 대한
신기술 확보, 혁신제품 개발 지속.
자체적 World Water Map 구축,
환경 변화에 따른 수질 상황에 대응





Experience

코디, 홈케어닥터, CS닥터 등 제품
퀄리티 유지와 소비자 만족도 제고를
가능케 하는 서비스 네트워크 구축









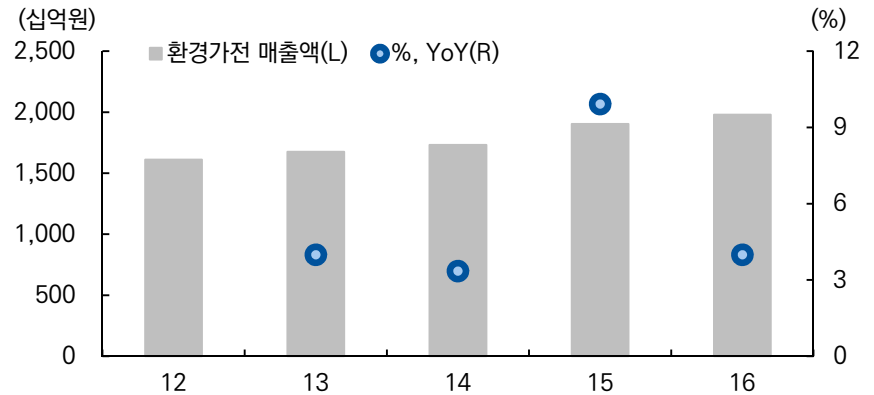
자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

III. Investment Strategy: 브랜드의 가치 - 코웨이

제품 - 서비스 - 브랜드 기반의 강력한 시스템은 매출 성장과 수익성 개선의 기반을 형성

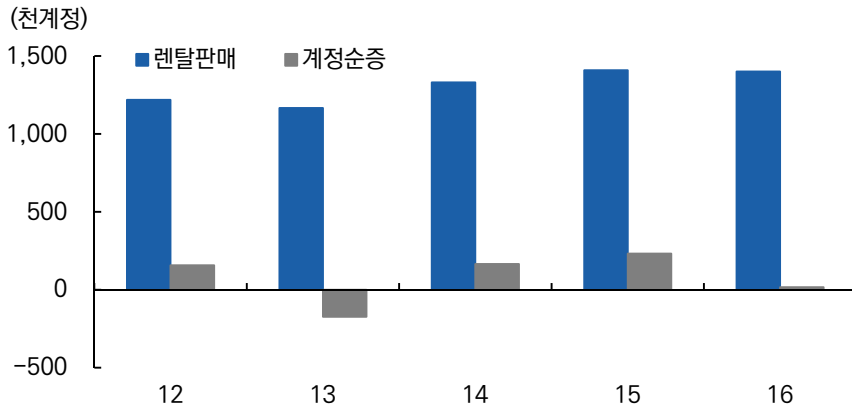
- 1998년부터 환경가전 렌탈사업을 전개, 19년이 경과한 현 시점까지도 환경가전 사업의 외형 성장세 유지
- MBK파트너스로 지분이 매각된 직후인 2013년을 제외, 연간 계정 순증 지속
- 하이엔드 제품 중심의 포트폴리오 변화로 매출 증가와 수익성 개선, 코웨이 브랜드 가치 강화의 복합적 성장을 시현

2012년 이후 환경가전 매출액과 YoY 성장률 추이



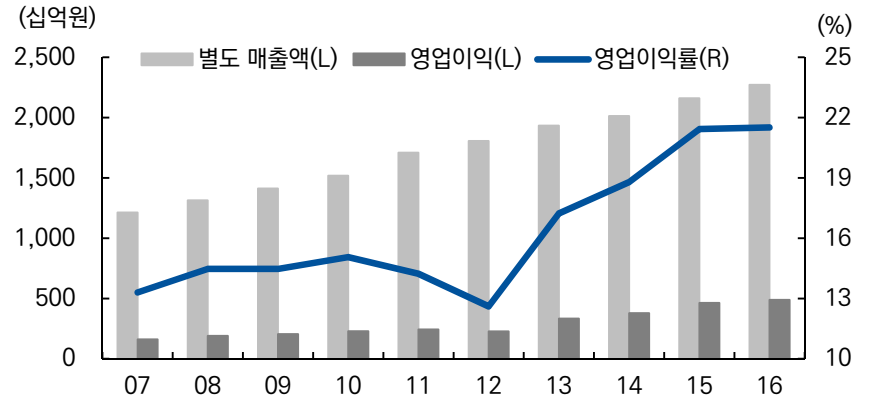
주: 2016년 일회성 비용 제외 기준/ 자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

연도별 렌탈판매량과 렌탈계정순증



자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

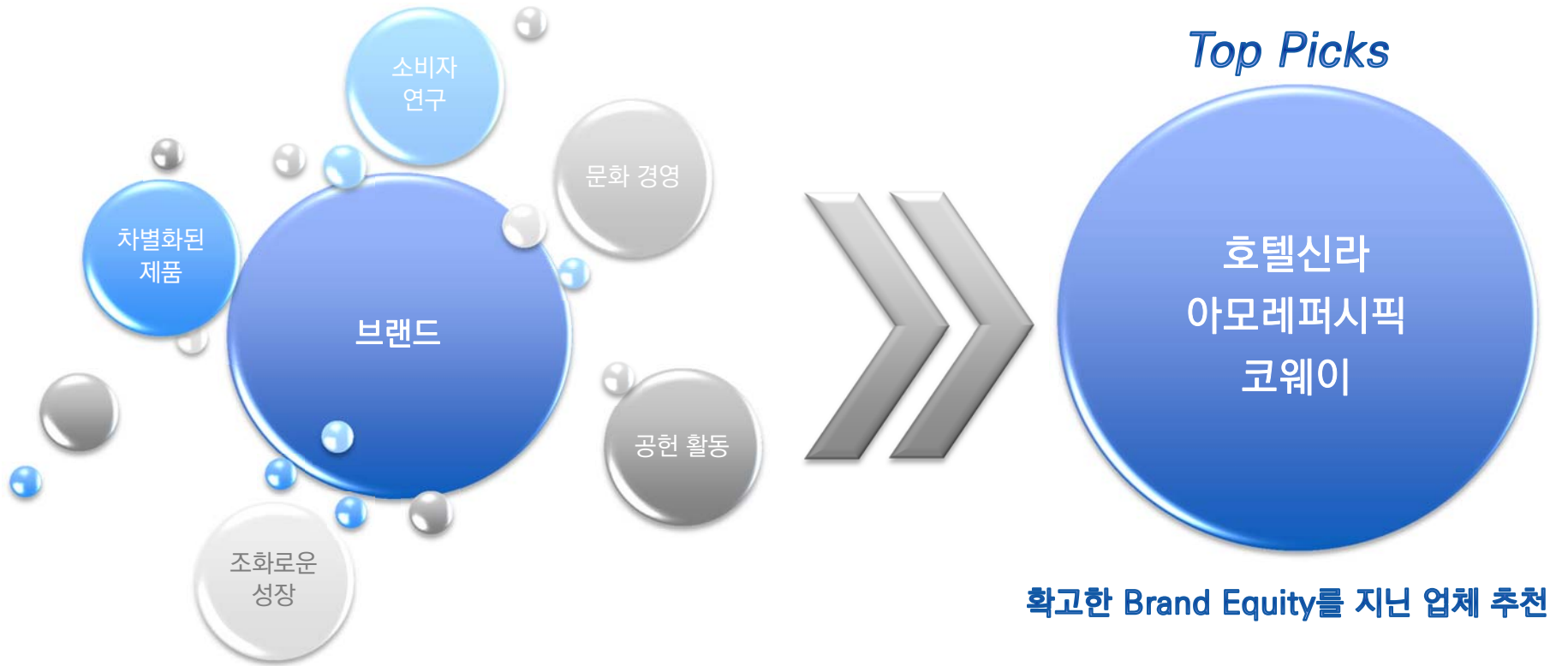
제품 포트폴리오 개선으로 매출 증가 과정에서 수익성 개선 수반



주: 2016년 일회성 비용 제외 기준/ 자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

III. Investment Strategy: 브랜드의 가치

브랜드는 고객과의 소통의 역사이자 기업의 DNA



IV. Peer Valuation

회사명	매출액 (십억원)			영업이익 (십억원)			순이익 (십억원)			영업이익률 (%)			PER (%)			PBR (%)			ROE (%)		
	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F	16	17F	18F
아모레퍼시픽	5,645	5,894	6,769	848	846	1,032	639	631	775	15.0	14.4	15.2	34.7	35.2	28.7	4.8	5.3	4.6	15.0	15.2	16.3
LG생활건강	6,094	6,297	6,801	881	902	1,012	568	630	712	14.5	14.3	14.9	25.3	25.5	22.6	5.0	5.5	4.6	21.9	22.4	21.0
코스맥스	757	948	1,170	53	66	94	35	44	65	7.0	7.0	8.0	31.0	30.3	20.6	5.7	5.5	4.5	22.5	20.7	24.5
한국콜마	667	844	989	73	90	108	53	67	80	11.0	10.6	10.9	26.2	28.3	23.5	5.1	5.8	4.7	21.6	22.1	21.7
코웨이	2,376	2,558	2,757	339	500	545	244	361	400	14.3	19.6	19.8	26.9	21.9	19.7	5.5	6.2	5.8	20.1	29.8	31.6
아모레G	6,698	7,143	8,179	1,083	1,451	1,738	342	348	431	16.2	20.3	21.3	31.4	37.9	30.6	3.6	4.2	3.6	11.8	11.6	13.3
토니모리	233	260	294	18	18	27	13	14	21	7.6	7.0	9.2	31.1	24.6	15.5	3.2	2.5	2.2	10.6	10.9	14.7
P&G	76,584	73,970	75,739	15,764	16,001	16,738	12,324	13,349	12,433	20.6	21.6	22.1	22.5	22.4	20.9	4.1	3.9	3.8	17.5	20.0	18.9
로레알	33,185	34,494	36,173	5,088	6,103	6,497	3,989	4,748	5,068	15.3	17.7	18.0	31.2	27.2	25.6	4.0	4.1	3.8	12.9	15.2	15.2
유니레버	67,704	68,175	70,333	10,288	10,958	11,952	6,658	7,013	7,893	15.2	16.1	17.0	21.1	22.5	20.2	6.7	9.1	8.7	32.6	38.2	47.0
바이어스도르프	8,672	8,733	9,087	1,304	1,344	1,442	911	934	1,003	15.0	15.4	15.9	25.8	28.2	26.3	3.9	4.1	3.7	16.0	15.3	14.5
에스티 로더	13,209	13,389	14,259	1,889	2,085	2,300	1,307	1,314	1,561	14.3	15.6	16.1	28.0	27.5	24.7	9.4	9.3	8.9	30.9	33.5	42.6
시세이도	9,088	9,250	9,770	393	471	613	343	292	373	4.3	5.1	6.3	36.8	45.9	36.6	3.0	3.3	3.1	8.2	7.3	9.0
가오	15,579	14,831	15,371	1,983	2,007	2,147	1,353	1,367	1,464	12.7	13.5	14.0	21.9	24.3	22.6	4.0	4.4	4.0	18.6	19.0	18.6
코티	5,101	8,598	9,976	298	990	1,404	184	-127	407	5.8	11.5	14.1	26.7	26.0	21.2	24.3	1.4	1.6	23.6	7.4	7.5
고세	2,348	2,722	2,805	334	404	429	180	233	247	14.2	14.8	15.3	33.5	28.7	26.0	4.2	3.9	3.6	13.0	14.6	14.7
누스킨	2,563	2,560	2,667	268	313	336	166	191	208	10.5	12.2	12.6	18.7	18.5	16.5	3.8	5.2	7.0	19.2	22.6	21.3
평균										13.4	13.9	14.7	27.0	27.9	23.6	5.7	4.9	4.6	18.5	19.2	20.7

회사명	매출액 (십억원)			영업이익 (십억원)			순이익 (십억원)			영업이익률 (%)			PER (%)			PBR (%)			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	3,679	4,224	79	66	132	28	35	86	2.1	1.8	3.1	66.0	68.6	26.5	2.7	3.2	2.9	3.9	5.1	11.8
하나투어	596	673	734	21	43	65	8	31	49	3.5	6.4	8.9	90.9	33.1	21.1	3.9	4.8	4.2	4.2	15.4	21.7
모두투어	237	282	314	20	34	39	17	27	31	8.5	12.0	12.5	20.2	21.6	18.2	3.2	4.4	3.8	16.5	23.4	23.0
듀프리	9,225	9,516	10,017	317	459	583	3	168	270	3.4	4.8	5.8	—	20.4	17.8	2.2	2.9	2.7	0.1	9.2	11.2
힐튼 월드와이드	13,538	10,203	11,004	2,160	1,546	1,702	404	657	768	16.0	15.2	15.5	30.4	34.6	29.1	4.6	8.8	9.9	5.9	23.7	55.3
하얏트 호텔	5,141	5,341	5,557	347	377	407	237	221	214	6.8	7.1	7.3	33.4	43.0	40.4	1.9	2.0	1.9	5.2	4.5	5.2
샹그리라 아시아	2,386	2,544	2,524	-35	274	322	123	219	—	-1.5	10.8	12.8	35.5	30.3	27.9	0.6	0.8	0.8	1.7	2.4	2.3
프라이스라인	12,470	13,940	16,244	3,373	5,247	6,080	2,478	3,961	4,671	27.1	37.6	37.4	23.5	24.7	21.2	7.3	6.8	5.3	22.9	31.0	29.0
익스피디아	10,184	11,377	12,991	536	1,321	1,481	327	497	785	5.3	11.6	11.4	49.3	26.5	20.7	4.1	4.3	3.9	6.3	15.4	17.0
시트립	3,361	4,438	5,814	-274	674	1,159	-250	243	699	-8.2	15.2	19.9	—	56.9	32.1	2.0	2.8	2.6	-2.5	4.0	7.6
평균										6.3	12.2	13.5	43.7	36.0	25.5	3.2	4.1	3.8	6.4	13.4	18.4

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

가속화되는 역사적 행보

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	75,000
현재주가(17/5/23, 원)	61,500
상승여력	22%

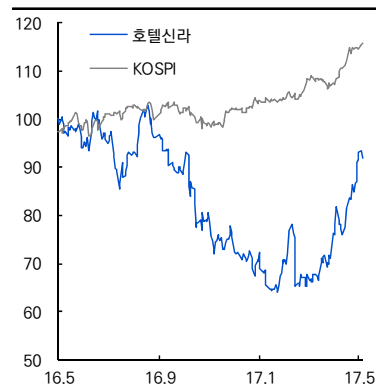
영업이익(17F, 십억원)	72		
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	66		
EPS 성장률(17F, %)	66.4		
MKT EPS 성장률(17F, %)	36.7		
P/E(17F, x)	53.1		
MKT P/E(17F, x)	9.9		
KOSPI	2,311.74		
시가총액(십억원)	2,414		
발행주식수(백만주)	40		
유동주식비율(%)	77.6		
외국인 보유비중(%)	13.8		
베타(12M) 일간수익률	1.04		
52주 최저가(원)	42,800		
52주 최고가(원)	68,900		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.4	25.8	-8.5
상대주가	5.3	8.2	-22.6

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

Risk 요인

- 면세사업의 매출과 원가 모두 달러화로 발생하여 환율에 따른 이익 변동성 높음
- 관세청의 라이선스로 사업권이 부여되는 시내면세점 특성상 높은 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	4,077	4,587	4,921
영업이익 (십억원)	139	77	79	72	188	224
영업이익률 (%)	4.8	2.4	2.1	1.8	4.1	4.6
순이익 (십억원)	73	18	28	46	123	131
EPS (원)	1,837	462	696	1,158	3,081	3,281
ROE (%)	10.4	2.5	4.0	6.8	16.5	15.2
P/E (배)	49.8	167.3	69.2	53.1	20.0	18.7
P/B (배)	5.0	4.1	2.5	3.1	2.7	2.4
배당수익률 (%)	0.4	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6

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	4,077	4,587	4,921
매출원가	2,040	2,245	2,423	2,544
매출총이익	1,675	1,832	2,164	2,377
판매비와관리비	1,597	1,760	1,976	2,153
조정영업이익	79	72	188	224
영업이익	79	72	188	224
비영업손익	-27	-8	-17	-42
금융손익	-18	-26	-31	-34
관계기업등 투자손익	0	-2	21	22
세전계속사업손익	52	64	171	182
계속사업법인세비용	25	18	48	51
계속사업이익	28	46	123	131
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	28	46	123	131
지배주주	28	46	123	131
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	32	46	123	131
지배주주	32	46	123	131
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	153	150	270	310
FCF	54	-59	30	44
EBITDA 마진율 (%)	4.1	3.7	5.9	6.3
영업이익률 (%)	2.1	1.8	4.1	4.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.8	1.1	2.7	2.7

자료: 호텔신라, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	1,079	1,083	1,166	1,254
현금 및 현금성자산	347	248	240	246
매출채권 및 기타채권	184	193	217	239
재고자산	471	541	608	669
기타유동자산	77	101	101	100
비유동자산	962	1,146	1,323	1,494
관계기업투자등	35	40	45	50
유형자산	707	856	1,001	1,144
무형자산	48	51	53	55
자산총계	2,041	2,228	2,489	2,748
유동부채	740	808	873	929
매입채무 및 기타채무	256	293	329	362
단기금융부채	153	133	113	93
기타유동부채	331	382	431	474
비유동부채	639	726	812	897
장기금융부채	599	679	759	839
기타비유동부채	40	47	53	58
부채총계	1,379	1,534	1,685	1,826
지배주주지분	662	694	804	922
자본금	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197
이익잉여금	371	404	514	632
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	662	694	804	922

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	69.2	53.1	20.0	18.7
P/CF (x)	11.6	14.6	8.6	8.2
P/B (x)	2.5	3.1	2.7	2.4
EV/EBITDA (x)	15.1	20.1	11.4	10.1
EPS (원)	696	1,158	3,081	3,281
CFPS (원)	4,166	4,224	7,112	7,545
BPS (원)	19,150	19,963	22,712	25,660
DPS (원)	350	350	350	350
배당성향 (%)	46.7	28.1	10.5	9.9
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	14.2	9.7	12.5	7.3
EBITDA증가율 (%)	1.3	-2.0	80.0	14.8
조정영업이익증가율 (%)	2.6	-8.9	161.1	19.1
EPS증가율 (%)	50.6	66.4	166.1	6.5
매출채권 회전을 (회)	40.7	35.2	37.9	36.5
재고자산 회전을 (회)	7.9	8.1	8.0	7.7
매입채무 회전을 (회)	10.2	10.2	9.7	9.1
ROA (%)	1.3	2.2	5.2	5.0
ROE (%)	4.0	6.8	16.5	15.2
ROIC (%)	4.3	5.2	11.8	12.4
부채비율 (%)	208.5	221.1	209.6	198.1
유동비율 (%)	145.8	133.9	133.5	135.0
순차입금/자기자본 (%)	61.1	81.0	78.5	74.3
조정영업이익/금융비용 (x)	2.4	2.2	5.3	6.0

완전한 정상화

투자포인트

- 제품력과 서비스 퀄리티에 기반한 근원적인 소비 수요가 정상 수준으로 회귀
- 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

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	2,376	2,577	2,741	2,874
매출원가	812	852	895	940
매출총이익	1,564	1,725	1,846	1,934
판매비와관리비	1,225	1,239	1,331	1,386
조정영업이익	339	485	516	548
영업이익	339	485	516	548
비영업손익	-15	-34	-11	-7
금융손익	-5	-9	-9	-9
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	324	451	505	541
계속사업법인세비용	80	112	125	134
계속사업이익	243	339	380	407
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	243	339	380	407
지배주주	244	340	381	407
비지배주주	0	-1	-1	-1
총포괄이익	243	339	380	407
지배주주	243	340	381	407
비지배주주	0	-1	-1	-1
EBITDA	572	724	761	800
FCF	29	353	324	354
EBITDA 마진율 (%)	24.1	28.1	27.8	27.8
영업이익률 (%)	14.3	18.8	18.8	19.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.3	13.2	13.9	14.2

자료: 코웨이, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	733	745	808	916
현금 및 현금성자산	66	136	179	271
매출채권 및 기타채권	313	252	267	280
재고자산	70	74	79	82
기타유동자산	284	283	283	283
비유동자산	1,235	1,251	1,269	1,273
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	669	678	691	691
무형자산	183	184	185	187
자산총계	1,968	1,996	2,076	2,189
유동부채	735	841	837	882
매입채무 및 기타채무	215	228	242	254
단기금융부채	340	440	430	470
기타유동부채	180	173	165	158
비유동부채	49	49	49	49
장기금융부채	12	12	12	12
기타비유동부채	37	37	37	37
부채총계	784	890	886	931
지배주주지분	1,182	1,106	1,192	1,261
자본금	41	41	41	41
자본잉여금	127	127	127	127
이익잉여금	1,180	1,103	1,189	1,257
비지배주주지분	1	0	-1	-2
자본총계	1,183	1,106	1,191	1,259

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	27.9	22.4	20.0	18.6
P/CF (x)	9.6	11.1	10.2	9.6
P/B (x)	4.9	5.9	5.5	5.3
EV/EBITDA (x)	12.2	10.8	10.2	9.7
EPS (원)	3,167	4,484	5,034	5,390
CFPS (원)	9,227	9,041	9,864	10,433
BPS (원)	17,891	17,063	18,194	19,102
DPS (원)	3,200	3,400	4,200	4,800
배당성향 (%)	96.5	72.9	80.6	86.0
배당수익률 (%)	3.6	3.4	4.2	4.8
매출액증가율 (%)	2.6	8.5	6.4	4.9
EBITDA증가율 (%)	-17.2	26.6	5.1	5.1
조정영업이익증가율 (%)	-26.8	43.1	6.4	6.2
EPS증가율 (%)	-28.8	41.6	12.3	7.1
매출채권 회전을 (회)	8.7	9.9	11.6	11.6
재고자산 회전을 (회)	33.9	35.7	35.9	35.7
매입채무 회전을 (회)	13.7	13.8	13.4	13.3
ROA (%)	13.0	17.1	18.6	19.1
ROE (%)	20.1	29.7	33.1	33.2
ROIC (%)	20.0	27.3	29.3	30.6
부채비율 (%)	66.3	80.5	74.4	73.9
유동비율 (%)	99.7	88.6	96.5	103.9
순차입금/자기자본 (%)	17.8	21.7	15.7	10.8
조정영업이익/금융비용 (x)	55.5	47.7	49.7	50.0

비교 불가한 내재경쟁력

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	400,000
현재주가(17/5/23, 원)	350,500
상승여력	14%

영업이익(17F, 십억원)	897		
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	833		
EPS 성장률(17F, %)	1.8		
MKT EPS 성장률(17F, %)	36.5		
P/E(17F, x)	37.2		
MKT P/E(17F, x)	9.8		
KOSPI	2,311.74		
시가총액(십억원)	20,490		
발행주식수(백만주)	69		
유동주식비율(%)	52.4		
외국인 보유비중(%)	38.3		
베타(12M) 일간수익률	1.71		
52주 최저가(원)	251,500		
52주 최고가(원)	441,000		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.4	6.7	-15.3
상대주가	3.4	-8.2	-28.4

투자포인트

- 제품과 브랜드, 제조사에 대한 소비자 인지도 강화, 상하위 브랜드의 균형 발달과 침투 가능한 소비자 저변 확대 등 다양한 변화 주도하며 re-rating 모멘텀 이어가는 모습
- 근래 고유의 역사적 발명품인 쿠션 제품에 대한 경쟁이 격화되고 있으나, 제품의 명확한 originality가 아모레퍼시픽에 귀속된다는 점을 감안하면 장기화되기 어렵다고 판단
- 과거 다수의 브랜드 성장 정체기에 성공적으로 포트폴리오를 재정립해온 이력은 또 하나의 상대경쟁력

Risk 요인

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



계산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	3,874	4,767	5,645	6,115	7,033	7,970
영업이익 (십억원)	564	773	848	897	1,054	1,230
영업이익률 (%)	14.6	16.2	15.0	14.7	15.0	15.4
순이익 (십억원)	379	578	639	651	781	922
EPS (원)	5,493	8,368	9,262	9,428	11,311	13,352
ROE (%)	14.0	18.6	17.7	15.7	16.4	16.8
P/E (배)	40.4	49.5	34.7	37.2	31.0	26.3
P/B (배)	5.4	8.5	5.7	5.5	4.8	4.1
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	6,115	7,033	7,970
매출원가	1,425	1,583	1,817	2,059
매출총이익	4,220	4,532	5,216	5,911
판매비와관리비	3,373	3,635	4,162	4,681
조정영업이익	848	897	1,054	1,230
영업이익	848	897	1,054	1,230
비영업손익	9	-17	-6	-3
금융손익	13	12	14	17
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	857	880	1,048	1,227
계속사업법인세비용	211	233	271	310
계속사업이익	646	647	777	917
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	646	647	777	917
지배주주	639	651	781	922
비지배주주	6	-3	-4	-5
총포괄이익	632	647	777	917
지배주주	626	625	750	886
비지배주주	7	22	26	31
EBITDA	1,029	1,106	1,286	1,482
FCF	182	285	440	574
EBITDA 마진율 (%)	18.2	18.1	18.3	18.6
영업이익률 (%)	15.0	14.7	15.0	15.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.3	10.6	11.1	11.6

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	2,116	2,442	2,939	3,590
현금 및 현금성자산	624	687	887	1,197
매출채권 및 기타채권	340	417	475	540
재고자산	410	467	559	667
기타유동자산	742	871	1,018	1,186
비유동자산	3,065	3,370	3,653	3,917
관계기업투자등	3	3	4	4
유형자산	2,359	2,610	2,838	3,046
무형자산	228	273	318	363
자산총계	5,182	5,812	6,592	7,508
유동부채	1,171	1,261	1,381	1,514
매입채무 및 기타채무	166	169	194	222
단기금융부채	145	145	145	145
기타유동부채	860	947	1,042	1,147
비유동부채	114	116	119	123
장기금융부채	3	3	3	3
기타비유동부채	111	113	116	120
부채총계	1,285	1,377	1,501	1,637
지배주주지분	3,879	4,420	5,081	5,865
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720
이익잉여금	3,159	3,700	4,361	5,145
비지배주주지분	18	15	11	6
자본총계	3,897	4,435	5,092	5,871

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	34.7	37.2	31.0	26.3
P/CF (x)	21.0	22.3	19.0	16.5
P/B (x)	5.7	5.5	4.8	4.1
EV/EBITDA (x)	19.5	19.6	16.6	14.2
EPS (원)	9,262	9,428	11,311	13,352
CFPS (원)	15,277	15,729	18,461	21,305
BPS (원)	56,222	64,069	73,643	84,996
DPS (원)	1,580	1,738	1,999	2,299
배당성향 (%)	14.3	15.7	15.0	14.6
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.6	0.7
매출액증가율 (%)	18.4	8.3	15.0	13.3
EBITDA증가율 (%)	11.8	7.5	16.3	15.2
조정영업이익증가율 (%)	9.7	5.8	17.5	16.7
EPS증가율 (%)	10.7	1.8	20.0	18.0
매출채권 회전을 (회)	19.7	18.4	17.7	17.5
재고자산 회전을 (회)	15.4	13.9	13.7	13.0
매입채무 회전을 (회)	8.8	9.5	10.0	9.9
ROA (%)	13.4	11.8	12.5	13.0
ROE (%)	17.7	15.7	16.4	16.8
ROIC (%)	25.0	22.4	23.5	24.8
부채비율 (%)	33.0	31.0	29.5	27.9
유동비율 (%)	180.7	193.7	212.8	237.1
순차입금/자기자본 (%)	-24.1	-24.3	-26.6	-29.9
조정영업이익/금융비용 (x)	217.5	196.2	230.3	268.8

돋보이는 이익 방어 능력

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	1,150,000
현재주가(17/5/23, 원)	982,000
상승여력	17%

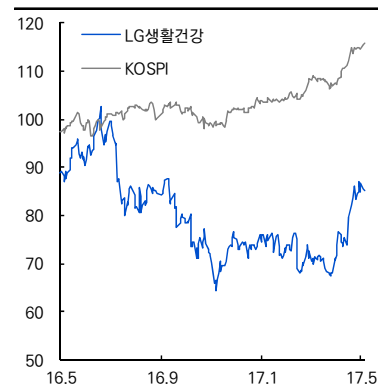
영업이익(17F, 십억원)	945		
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	925		
EPS 성장률(17F, %)	14.0		
MKT EPS 성장률(17F, %)	36.7		
P/E(17F, x)	26.9		
MKT P/E(17F, x)	9.9		
KOSPI	2,311.74		
시가총액(십억원)	15,337		
발행주식수(백만주)	18		
유동주식비율(%)	59.8		
외국인 보유비중(%)	46.5		
베타(12M) 일간수익률	1.21		
52주 최저가(원)	741,000		
52주 최고가(원)	1,181,000		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.5	28.5	-3.2
상대주가	4.4	10.5	-18.1

투자포인트

- 화장품 외 생활용품, 음료 사업을 고루 갖춘 포트폴리오를 구축했다는 점에서 차별화
- 근래와 같이 외재 불확실성이 높아지는 시기에 수익 방어력이 강화되는 강점을 지님
- 고가 중심의 화장품 포트폴리오도 중저가 대비 낮은 수요 변동성을 내재

Risk 요인

- 단기적으로 면세점과 같은 고마진 채널의 실적 약세는 전체 원가 구조의 부담을 높일 수 있음



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	4,677	5,328	6,094	6,380	6,920	7,447
영업이익 (십억원)	511	684	881	945	1,040	1,130
영업이익률 (%)	10.9	12.8	14.5	14.8	15.0	15.2
순이익 (십억원)	349	460	568	648	714	768
EPS (원)	19,722	25,982	32,070	36,557	40,278	43,320
ROE (%)	22.9	25.1	24.9	23.0	21.1	19.2
P/E (배)	31.6	40.4	26.7	26.9	24.4	22.7
P/B (배)	6.5	8.8	5.8	5.5	4.6	4.0
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.9	0.8	0.8	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	6,380	6,920	7,447
매출원가	2,434	2,556	2,665	2,824
매출총이익	3,660	3,824	4,255	4,623
판매비와관리비	2,779	2,879	3,215	3,493
조정영업이익	881	945	1,040	1,130
영업이익	881	945	1,040	1,130
비영업손익	-128	-41	-43	-57
금융손익	-16	-16	-16	-16
관계기업등 투자손익	7	0	0	0
세전계속사업손익	753	904	997	1,073
계속사업법인세비용	173	246	272	292
계속사업이익	579	659	726	780
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	579	659	726	780
지배주주	568	648	714	768
비지배주주	11	11	12	13
총포괄이익	602	659	726	780
지배주주	591	615	678	729
비지배주주	11	43	47	51
EBITDA	1,015	1,090	1,195	1,293
FCF	382	362	502	570
EBITDA 마진율 (%)	16.7	17.1	17.3	17.4
영업이익률 (%)	14.5	14.8	15.0	15.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.3	10.2	10.3	10.3

자료: LG생활건강, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	1,425	1,785	2,165	2,606
현금 및 현금성자산	339	504	769	1,097
매출채권 및 기타채권	485	642	700	757
재고자산	536	569	620	670
기타유동자산	65	70	76	82
비유동자산	3,078	3,336	3,589	3,840
관계기업투자등	58	75	98	127
유형자산	1,464	1,683	1,892	2,092
무형자산	1,420	1,441	1,463	1,484
자산총계	4,502	5,121	5,754	6,447
유동부채	1,147	1,243	1,318	1,398
매입채무 및 기타채무	444	512	556	599
단기금융부채	277	262	247	232
기타유동부채	426	469	515	567
비유동부채	734	691	649	607
장기금융부채	517	472	427	382
기타비유동부채	217	219	222	225
부채총계	1,881	1,934	1,967	2,005
지배주주지분	2,533	3,088	3,676	4,318
자본금	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97
이익잉여금	2,539	3,095	3,683	4,325
비지배주주지분	88	99	111	124
자본총계	2,621	3,187	3,787	4,442

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	26.7	26.9	24.4	22.7
P/CF (x)	14.7	16.3	14.9	13.9
P/B (x)	5.8	5.5	4.6	4.0
EV/EBITDA (x)	14.9	15.5	13.9	12.5
EPS (원)	32,070	36,557	40,278	43,320
CFPS (원)	58,187	60,091	65,918	70,683
BPS (원)	146,927	178,276	211,455	247,677
DPS (원)	7,500	7,500	7,500	7,500
배당성향 (%)	19.0	16.7	15.2	14.1
배당수익률 (%)	0.9	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	14.4	4.7	8.5	7.6
EBITDA증가율 (%)	25.2	7.4	9.6	8.2
조정영업이익증가율 (%)	28.8	7.3	10.1	8.7
EPS증가율 (%)	23.4	14.0	10.2	7.6
매출채권 회전율 (회)	13.7	11.7	10.6	10.5
재고자산 회전율 (회)	12.5	11.6	11.6	11.5
매입채무 회전율 (회)	10.9	10.6	10.2	10.0
ROA (%)	13.3	13.7	13.3	12.8
ROE (%)	24.9	23.0	21.1	19.2
ROIC (%)	22.3	20.6	20.8	21.2
부채비율 (%)	71.8	60.7	51.9	45.1
유동비율 (%)	124.2	143.6	164.2	186.5
순차입금/자기자본 (%)	16.3	6.3	-3.3	-11.6
조정영업이익/금융비용 (x)	44.3	47.6	52.3	56.8

큰 그림을 볼 때

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	120,000
현재주가(17/5/23, 원)	88,500
상승여력	36%

영업이익(16F, 십억원)	74		
Consensus 영업이익(16F, 십억원)	-		
EPS 성장률(16F, %)	19.8		
MKT EPS 성장률(16F, %)	-		
P/E(16F, x)	25.5		
MKT P/E(16F, x)	-		
KOSPI	2,311.74		
시가총액(십억원)	1,867		
발행주식수(백만주)	21		
유동주식비율(%)	76.3		
외국인 보유비중(%)	46.9		
베타(12M) 일간수익률	1.66		
52주 최저가(원)	59,200		
52주 최고가(원)	106,000		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.3	36.2	-4.7
상대주가	1.4	17.1	-19.4

투자포인트

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

Risk 요인

- 다양한 사업 영역에서 설비 증설이 계획되어 있어 단기 실적 변동성이 커질 수 있음



결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액 (십억원)	282	461	536	668	858	1,009
영업이익 (십억원)	20	47	61	74	96	115
영업이익률 (%)	7.1	10.2	11.4	11.1	11.2	11.4
순이익 (십억원)	14	33	45	54	73	87
EPS (원)	722	1,641	2,155	2,583	3,436	4,129
ROE (%)	13.3	22.3	22.7	22.2	23.9	23.0
P/E (배)	37.8	26.8	44.0	25.5	25.8	21.4
P/B (배)	4.7	5.2	9.1	5.1	5.5	4.4
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국콜마, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
매출액	536	668	858	1,009
매출원가	410	515	665	782
매출총이익	126	153	193	227
판매비와관리비	66	79	97	112
조정영업이익	61	74	96	115
영업이익	61	74	96	115
비영업손익	-2	-3	-1	0
금융손익	-1	-1	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	59	71	95	115
계속사업법인세비용	13	17	23	28
계속사업이익	45	54	73	87
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	45	54	73	87
지배주주	45	54	73	87
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	44	53	73	87
지배주주	44	53	73	87
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	70	85	108	128
FCF	16	28	42	49
EBITDA 마진율 (%)	13.1	12.7	12.6	12.7
영업이익률 (%)	11.4	11.1	11.2	11.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.4	8.1	8.5	8.6

자료: 한국콜마, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
유동자산	186	239	317	408
현금 및 현금성자산	16	10	24	49
매출채권 및 기타채권	91	118	146	178
재고자산	46	62	76	89
기타유동자산	33	49	71	92
비유동자산	159	190	210	233
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	146	172	191	213
무형자산	10	13	14	15
자산총계	344	429	526	641
유동부채	115	150	177	208
매입채무 및 기타채무	74	112	137	162
단기금융부채	25	16	13	0
기타유동부채	16	22	27	46
비유동부채	9	9	11	13
장기금융부채	4	3	4	0
기타비유동부채	5	6	7	13
부채총계	124	159	188	221
지배주주지분	221	270	338	420
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	116	116
이익잉여금	94	144	212	295
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	221	270	338	420

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16F	12/17F	12/18F
P/E (x)	44.0	25.5	25.8	21.4
P/CF (x)	28.0	15.9	17.3	14.5
P/B (x)	9.1	5.1	5.5	4.4
EV/EBITDA (x)	28.2	16.0	16.6	13.7
EPS (원)	2,155	2,583	3,436	4,129
CFPS (원)	3,393	4,137	5,121	6,088
BPS (원)	10,459	12,778	16,014	19,923
DPS (원)	200	220	240	240
배당성향 (%)	9.3	8.5	7.0	5.8
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	16.3	24.6	28.4	17.6
EBITDA증가율 (%)	29.6	21.4	27.1	18.5
조정영업이익증가율 (%)	29.8	21.3	29.7	19.8
EPS증가율 (%)	31.3	19.9	33.0	20.2
매출채권 회전을 (회)	6.1	6.4	6.5	6.2
재고자산 회전을 (회)	12.9	12.4	12.5	12.2
매입채무 회전을 (회)	6.6	6.1	5.8	5.7
ROA (%)	13.4	14.1	15.2	14.9
ROE (%)	22.7	22.2	23.9	23.0
ROIC (%)	24.6	24.9	28.3	29.6
부채비율 (%)	56.0	59.0	55.7	52.5
유동비율 (%)	161.9	159.4	179.2	196.4
순차입금/자기자본 (%)	-7.0	-12.7	-20.7	-26.8
조정영업이익/금융비용 (x)	30.3	79.8	124.8	151.1

명확한 내재 경쟁력

(Maintain)	Trading Buy
목표주가(원, 12M)	160,000
현재주가(17/5/23, 원)	150,500
상승여력	6%

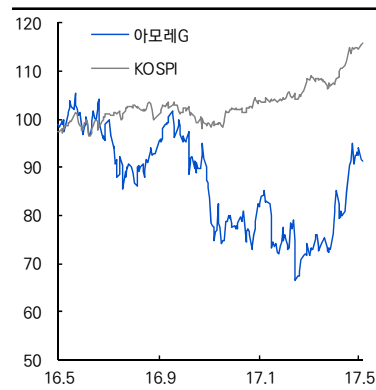
영업이익(17F, 십억원)	1,085		
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	1,094		
EPS 성장률(17F, %)	-13.5		
MKT EPS 성장률(17F, %)	36.7		
P/E(17F, x)	45.2		
MKT P/E(17F, x)	9.9		
KOSPI	2,311.74		
시가총액(십억원)	12,410		
발행주식수(백만주)	89		
유동주식비율(%)	31.3		
외국인 보유비중(%)	19.7		
베타(12M) 일간수익률	1.53		
52주 최저가(원)	109,500		
52주 최고가(원)	173,500		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.5	18.0	-8.2
상대주가	0.7	1.5	-22.4

투자포인트

- 이니스프리의 국내외 고성장세 지속, 에뛰드 1Q16를 기점으로 본격적으로 턴어라운드. 핵심 성장 동력 다변화 기대
- 에스브아와 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

- 주요 브랜드의 수익 구조가 충분히 효율화된 단계에 진입해 추가 수익 개선 여력이 시장 기대 대비 낮을 수 있음



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	4,712	5,661	6,698	7,305	8,449	7,925
영업이익 (십억원)	659	914	1,083	1,085	1,291	1,536
영업이익률 (%)	14.0	16.1	16.2	14.9	15.3	19.4
순이익 (십억원)	222	260	342	296	349	417
EPS (원)	2,501	2,929	3,851	3,333	3,929	4,692
ROE (%)	10.0	10.7	12.8	10.0	10.7	11.6
P/E (배)	39.9	50.5	34.5	45.2	38.3	32.1
P/B (배)	3.6	4.9	4.0	4.1	3.8	3.4
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	7,305	8,449	7,925
매출원가	1,641	1,796	2,078	1,924
매출총이익	5,057	5,509	6,371	6,001
판매비와관리비	3,974	4,423	5,080	4,466
조정영업이익	1,083	1,085	1,291	1,536
영업이익	1,083	1,085	1,291	1,536
비영업손익	5	-3	3	14
금융손익	24	26	32	44
관계기업등 투자손익	2	2	2	2
세전계속사업손익	1,088	1,082	1,294	1,550
계속사업법인세비용	277	313	387	468
계속사업이익	812	769	906	1,082
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	812	769	906	1,082
지배주주	342	296	349	417
비지배주주	469	472	557	665
총포괄이익	792	769	906	1,082
지배주주	333	272	320	382
비지배주주	460	497	586	700
EBITDA	1,304	1,335	1,565	1,829
FCF	274	472	622	1,032
EBITDA 마진율 (%)	19.5	18.3	18.5	23.1
영업이익률 (%)	16.2	14.9	15.3	19.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.1	4.1	4.1	5.3

자료: 아모레G, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	2,943	3,309	3,846	4,560
현금 및 현금성자산	969	1,123	1,435	2,198
매출채권 및 기타채권	360	449	519	463
재고자산	478	536	620	553
기타유동자산	1,136	1,201	1,272	1,346
비유동자산	4,146	4,550	4,931	5,266
관계기업투자등	7	8	9	8
유형자산	2,774	2,935	3,071	3,188
무형자산	749	949	1,149	1,349
자산총계	7,088	7,859	8,777	9,826
유동부채	1,321	1,363	1,421	1,438
매입채무 및 기타채무	136	158	183	163
단기금융부채	206	173	152	139
기타유동부채	979	1,032	1,086	1,136
비유동부채	200	192	185	177
장기금융부채	3	3	3	3
기타비유동부채	197	189	182	174
부채총계	1,522	1,556	1,606	1,614
지배주주지분	2,833	3,097	3,408	3,784
자본금	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	696	696
이익잉여금	2,251	2,515	2,826	3,201
비지배주주지분	2,734	3,206	3,763	4,428
자본총계	5,567	6,303	7,171	8,212

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	34.5	45.2	38.3	32.1
P/CF (x)	8.8	10.3	8.8	7.5
P/B (x)	4.0	4.1	3.8	3.4
EV/EBITDA (x)	9.6	10.6	9.2	7.8
EPS (원)	3,851	3,333	3,929	4,692
CFPS (원)	15,049	14,609	17,195	20,171
BPS (원)	33,440	36,407	39,904	44,127
DPS (원)	460	480	500	520
배당성향 (%)	4.4	4.8	4.2	3.7
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	18.3	9.1	15.7	-6.2
EBITDA증가율 (%)	18.2	2.4	17.2	16.9
조정영업이익증가율 (%)	18.5	0.2	19.0	19.0
EPS증가율 (%)	31.5	-13.5	17.9	19.4
매출채권 회전을 (회)	20.3	18.9	18.2	16.8
재고자산 회전을 (회)	15.4	14.4	14.6	13.5
매입채무 회전을 (회)	12.2	12.2	12.2	11.1
ROA (%)	12.3	10.3	10.9	11.6
ROE (%)	12.8	10.0	10.7	11.6
ROIC (%)	22.9	19.2	19.9	22.2
부채비율 (%)	27.3	24.7	22.4	19.7
유동비율 (%)	222.7	242.7	270.5	317.2
순차입금/자기자본 (%)	-28.7	-29.0	-30.8	-36.9
조정영업이익/금융비용 (x)	240.7	228.4	311.2	407.9

비용 부담이 높아지는 시기

(Maintain)	Trading Buy
목표주가(원, 12M)	180,000
현재주가(17/5/23, 원)	129,000
상승여력	40%

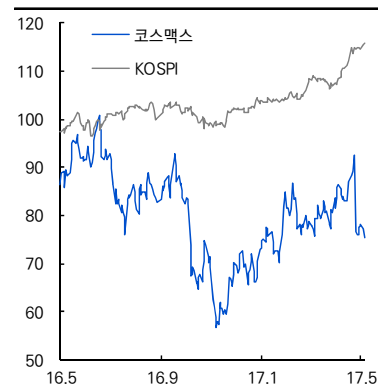
영업이익(17F, 십억원)	51		
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	54		
EPS 성장률(17F, %)	-19.6		
MKT EPS 성장률(17F, %)	36.7		
P/E(17F, x)	42.8		
MKT P/E(17F, x)	9.9		
KOSPI	2,311.74		
시가총액(십억원)	1,296		
발행주식수(백만주)	10		
유동주식비율(%)	71.8		
외국인 보유비중(%)	25.1		
베타(12M) 일간수익률	1.60		
52주 최저가(원)	97,300		
52주 최고가(원)	172,593		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-12.8	27.7	-15.5
상대주가	-18.4	9.8	-28.5

투자포인트

- 한국 공장 내 자동화설비 구축으로 대규모 오더에 대한 대응능력 강화, 장기적으로 인건비 절감과 가동률 효율화 기대
- 중국 상해와 광저우 법인 생산능력 확대 이후 성장성 강화될 전망
- 미국과 인도네시아 법인의 조기 안정화와 유의미한 역내 시장 침투 가속화될 것으로 예상

Risk 요인

- 단기적으로 국내 사업의 투자비 부담이 커져 연간 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	947	1,141	1,384
영업이익 (십억원)	24	36	53	51	83	107
영업이익률 (%)	7.2	6.8	7.0	5.4	7.3	7.7
순이익 (십억원)	17	21	35	30	61	80
EPS (원)	2,170	2,297	3,752	3,016	6,072	7,915
ROE (%)	18.9	23.8	22.5	13.6	23.4	25.0
P/E (배)	44.8	78.1	31.8	42.8	21.2	16.3
P/B (배)	11.1	16.9	5.7	5.5	4.5	3.7
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.8	0.9	1.1	1.3

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	947	1,141	1,384
매출원가	639	808	974	1,181
매출총이익	118	139	167	203
판매비와관리비	65	87	84	96
조정영업이익	53	51	83	107
영업이익	53	51	83	107
비영업손익	-7	-11	-8	-9
금융손익	-7	-7	-8	-8
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	46	40	75	98
계속사업법인세비용	15	13	20	26
계속사업이익	31	28	55	72
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	31	28	55	72
지배주주	35	30	61	80
비지배주주	-3	-3	-6	-7
총포괄이익	24	28	55	72
지배주주	28	34	68	89
비지배주주	-4	-6	-13	-17
EBITDA	65	66	100	124
FCF	-66	-6	0	16
EBITDA 마진율 (%)	8.6	7.0	8.8	9.0
영업이익률 (%)	7.0	5.4	7.3	7.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.6	3.2	5.3	5.8

자료: 코스맥스, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	396	432	520	625
현금 및 현금성자산	68	72	76	92
매출채권 및 기타채권	192	201	250	300
재고자산	125	146	181	217
기타유동자산	11	13	13	16
비유동자산	270	298	327	355
관계기업투자등	1	0	0	0
유형자산	236	262	286	310
무형자산	6	7	8	9
자산총계	666	730	847	980
유동부채	384	412	469	528
매입채무 및 기타채무	162	177	220	264
단기금융부채	190	195	200	205
기타유동부채	32	40	49	59
비유동부채	75	90	105	120
장기금융부채	60	75	90	105
기타비유동부채	15	15	15	15
부채총계	459	501	573	648
지배주주지분	211	235	286	351
자본금	5	5	5	5
자본잉여금	151	151	151	151
이익잉여금	58	82	133	198
비지배주주지분	-4	-6	-12	-19
자본총계	207	229	274	332

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	31.8	42.8	21.2	16.3
P/CF (x)	14.9	20.8	13.0	10.4
P/B (x)	5.7	5.5	4.5	3.7
EV/EBITDA (x)	19.2	22.5	15.0	12.0
EPS (원)	3,752	3,016	6,072	7,915
CFPS (원)	8,001	6,193	9,908	12,368
BPS (원)	21,013	23,402	28,474	34,950
DPS (원)	1,000	1,200	1,440	1,728
배당성향 (%)	32.0	43.8	26.1	24.0
배당수익률 (%)	0.8	0.9	1.1	1.3
매출액증가율 (%)	42.0	25.1	20.5	21.3
EBITDA증가율 (%)	44.4	1.5	51.5	24.0
조정영업이익증가율 (%)	47.2	-3.8	62.7	28.9
EPS증가율 (%)	63.3	-19.6	101.3	30.4
매출채권 회전을 (회)	4.6	4.9	5.2	5.2
재고자산 회전을 (회)	7.2	7.0	7.0	7.0
매입채무 회전을 (회)	6.3	6.1	6.3	6.2
ROA (%)	5.7	3.9	7.0	7.9
ROE (%)	22.5	13.6	23.4	25.0
ROIC (%)	10.5	8.8	13.7	15.5
부채비율 (%)	221.2	219.4	209.3	195.3
유동비율 (%)	103.2	104.9	111.0	118.3
순차입금/자기자본 (%)	86.5	85.2	76.8	64.6
조정영업이익/금융비용 (x)	7.6	6.8	10.3	12.3

제품력과 전략의 시너지

(Initiate)	Trading Buy
목표주가(원, 12M)	46,000
현재주가(17/5/23, 원)	41,700
상승여력	10%

영업이익(17F, 십억원)	30		
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	33		
EPS 성장률(17F, %)	-11.3		
MKT EPS 성장률(17F, %)	36.7		
P/E(17F, x)	34.8		
MKT P/E(17F, x)	9.9		
KOSDAQ	644.73		
시가총액(십억원)	707		
발행주식수(백만주)	19		
유동주식비율(%)	29.1		
외국인 보유비중(%)	16.6		
베타(12M) 일간수익률	1.37		
52주 최저가(원)	28,000		
52주 최고가(원)	43,000		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.5	22.6	0.0
상대주가	-1.0	14.2	0.0

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
- LVMH그룹 산하 L Capital Asia로부터 투자를 유치, 글로벌 최대 화장품 리테일러인 세포라를 통한 효율적이고 수월한 해외 진출 기반을 확보
- THAAD 관련 downside risk가 해소되는 18F EPS 1,569원에 적정 P/E 29.2배(ODM 업체 적정 멀티플 준용) 적용, 목표주가 46,000원과 Trading Buy 의견으로 커버리지 개시

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	237	291	365
영업이익 (십억원)	1	23	26	30	41	55
영업이익률 (%)	2.4	21.5	13.4	12.7	14.1	15.1
순이익 (십억원)	1	18	21	23	31	41
EPS (원)	42	1,229	1,351	1,198	1,569	2,128
ROE (%)	6.8	99.7	24.8	14.9	17.5	20.7
P/E (배)	-	-	22.7	34.8	26.6	19.6
P/B (배)	-	-	3.8	4.8	4.3	3.7
배당수익률 (%)	-	-	2.0	1.4	1.4	1.4

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	237	291	365
매출원가	72	89	107	132
매출총이익	122	148	184	233
판매비와관리비	96	118	143	178
조정영업이익	26	30	41	55
영업이익	26	30	41	55
비영업손익	1	0	-1	-1
금융손익	-2	0	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	27	30	40	54
계속사업법인세비용	6	7	9	12
계속사업이익	21	23	31	41
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21	23	31	41
지배주주	21	23	31	41
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	20	23	31	41
지배주주	20	23	31	41
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	28	30	41	55
FCF	1	23	30	41
EBITDA 마진율 (%)	14.4	12.7	14.1	15.1
영업이익률 (%)	13.4	12.7	14.1	15.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	10.8	9.7	10.7	11.2

자료: 클리오, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	199	221	262	320
현금 및 현금성자산	54	77	84	97
매출채권 및 기타채권	19	19	24	29
재고자산	22	22	27	33
기타유동자산	104	103	127	161
비유동자산	42	42	46	50
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	24	24	24	24
무형자산	2	2	2	2
자산총계	241	264	307	370
유동부채	95	95	117	147
매입채무 및 기타채무	33	33	40	50
단기금융부채	57	57	70	87
기타유동부채	5	5	7	10
비유동부채	5	5	6	8
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	5	5	6	8
부채총계	100	100	123	154
지배주주지분	141	164	184	216
자본금	8	8	8	8
자본잉여금	94	94	94	94
이익잉여금	42	64	85	116
비지배주주지분	0	0	0	0
자산총계	141	164	184	216

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	22.7	34.8	26.6	19.6
P/CF (x)	14.9	26.8	20.8	15.3
P/B (x)	3.8	4.8	4.3	3.7
EV/EBITDA (x)	14.9	19.6	13.8	9.8
EPS (원)	1,351	1,198	1,569	2,128
CFPS (원)	2,060	1,555	2,004	2,724
BPS (원)	8,053	8,620	9,671	11,280
DPS (원)	600	600	600	600
배당성향 (%)	18.9	44.3	33.0	24.4
배당수익률 (%)	2.0	1.4	1.4	1.4
매출액증가율 (%)	81.3	22.2	22.8	25.4
EBITDA증가율 (%)	16.7	7.1	36.7	34.1
조정영업이익증가율 (%)	13.0	15.4	36.7	34.1
EPS증가율 (%)	9.9	-11.3	31.0	35.6
매출채권 회전을 (회)	14.5	12.5	13.8	13.9
재고자산 회전을 (회)	13.2	11.0	12.1	12.2
매입채무 회전을 (회)	2.9	3.1	3.4	3.4
ROA (%)	13.8	9.0	10.7	12.2
ROE (%)	24.8	14.9	17.5	20.7
ROIC (%)	100.6	75.2	102.0	132.1
부채비율 (%)	70.9	61.1	66.8	71.5
유동비율 (%)	208.9	232.9	223.7	218.1
순차입금/자기자본 (%)	-70.7	-74.8	-75.9	-77.5
조정영업이익/금융비용 (x)	11.8	0.0	81.0	87.5

해외로 이전된 성장 동력

(Maintain)	중립
목표주가(원, 12M)	-
현재주가(17/5/23, 원)	22,450
상승여력	-

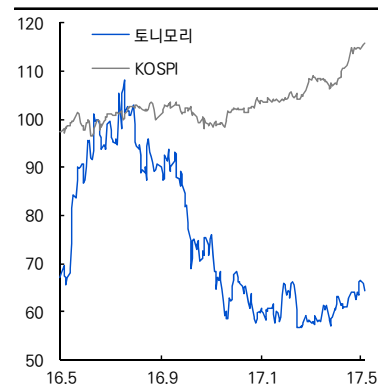
영업이익(17F, 십억원)	6		
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	22		
EPS 성장률(17F, %)	-66.1		
MKT EPS 성장률(17F, %)	36.7		
P/E(17F, x)	90.5		
MKT P/E(17F, x)	9.9		
KOSPI	2,311.74		
시가총액(십억원)	396		
발행주식수(백만주)	18		
유동주식비율(%)	33.0		
외국인 보유비중(%)	6.4		
베타(12M) 일간수익률	1.48		
52주 최저가(원)	19,700		
52주 최고가(원)	37,667		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.0	-5.9	-7.2
상대주가	-4.4	-19.1	-21.5

투자포인트

- 명확한 제품 아이덴티티와 독특한 용기를 결합하여 한국 브랜드샵 시장에 유니크한 모습으로 포지셔닝
- 세포라 채널을 통한 해외 진출 가속화기에 진입

Risk 요인

- 한국 브랜드샵 시장에서 아모레퍼시픽 계열 회사들만 지속적으로 선전, 신제품 사이클 효율화 여부에 대한 신뢰 낮음



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	90.5	37.2	34.5
P/B (배)	-	3.8	3.2	3.1	2.9	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

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	90.5	37.2	34.5
P/CF (x)	20.1	55.7	25.2	23.7
P/B (x)	3.2	3.1	2.9	2.8
EV/EBITDA (x)	18.8	44.6	21.0	19.5
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 회전을 (회)	9.4	7.8	7.6	7.6
재고자산 회전을 (회)	8.7	6.8	6.7	6.6
매입채무 회전을 (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

포트폴리오 다변화가 절실한 시기

(Downgrade)	중립
목표주가(원, 12M)	-
현재주가(17/5/23, 원)	50,300
상승여력	-

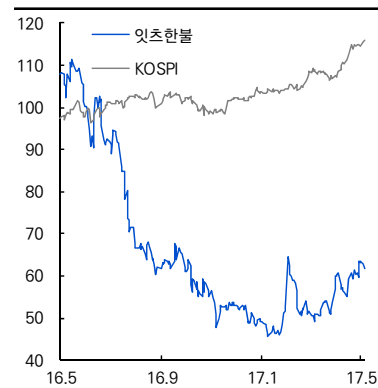
영업이익(17F, 십억원)	54		
Consensus 영업이익(17F, 십억원)	59		
EPS 성장률(17F, %)	-24.3		
MKT EPS 성장률(17F, %)	36.7		
P/E(17F, x)	19.9		
MKT P/E(17F, x)	9.9		
KOSPI	2,311.74		
시가총액(십억원)	1,103		
발행주식수(백만주)	22		
유동주식비율(%)	18.0		
외국인 보유비중(%)	3.6		
베타(12M) 일간수익률	1.26		
52주 최저가(원)	37,000		
52주 최고가(원)	90,700		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.9	21.9	-42.7
상대주가	-4.5	4.9	-51.5

투자포인트

- 모회사에서 핵심 제품 개발 및 생산을 담당하고 있어 타 브랜드샵 대비 수익성이 현저히 높음
- 달팽이 관련 제품의 위생허가 취득 이전에 중국 현지 생산을 시작할 예정. 최근 중국 유통상향 실적 저하를 일부 상쇄할 것으로 기대
- 매출 성장성 회복 여부와 수익 안정성에 대한 신뢰 낮은 시기. 투자의견 중립으로 하향 제시

Risk 요인

- 특정 제품에 치중된 미완의 제품 포트폴리오로 펀더멘털 소비 수요를 견인하기 어려운 한계를 내재
- 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	220	229	231
영업이익 (십억원)	0	112	73	54	57	57
영업이익률 (%)	-	36.1	27.3	24.5	24.9	24.7
순이익 (십억원)	0	84	58	44	46	47
EPS (원)	0	5,206	3,340	2,528	2,648	2,696
ROE (%)	0.0	26.4	17.8	12.5	12.0	11.2
P/E (배)	-	14.7	12.9	19.9	19.0	18.7
P/B (배)	-	4.2	2.1	2.3	2.1	1.9
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	220	229	231
매출원가	103	89	92	93
매출총이익	164	131	137	138
판매비와관리비	91	77	80	81
조정영업이익	73	54	57	57
영업이익	73	54	57	57
비영업손익	5	5	5	6
금융손익	5	5	6	6
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	78	59	62	63
계속사업법인세비용	20	15	16	16
계속사업이익	58	44	46	47
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	58	44	46	47
지배주주	58	44	46	47
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	58	44	46	47
지배주주	58	44	46	47
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	79	59	59	59
FCF	16	48	49	48
EBITDA 마진율 (%)	29.6	26.8	25.8	25.5
영업이익률 (%)	27.3	24.5	24.9	24.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	21.7	20.0	20.1	20.3

자료: 잇츠한불, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	350	383	420	457
현금 및 현금성자산	42	65	101	133
매출채권 및 기타채권	15	16	16	16
재고자산	20	21	21	21
기타유동자산	273	281	282	287
비유동자산	19	14	12	10
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	10	5	3	2
무형자산	2	2	2	2
자산총계	369	397	432	467
유동부채	28	29	29	29
매입채무 및 기타채무	11	11	11	11
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	17	18	18	18
비유동부채	1	1	1	1
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1
부채총계	29	30	30	31
지배주주지분	340	367	401	437
자본금	9	9	9	9
자본잉여금	151	151	151	151
이익잉여금	198	226	260	295
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	340	367	401	437

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	12.9	19.9	19.0	18.7
P/CF (x)	9.5	15.0	14.9	15.0
P/B (x)	2.1	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA (x)	5.6	13.0	12.2	11.7
EPS (원)	3,340	2,528	2,648	2,696
CFPS (원)	4,544	3,351	3,379	3,358
BPS (원)	20,503	22,074	24,036	26,045
DPS (원)	701	701	701	701
배당성향 (%)	20.6	27.2	25.9	25.5
배당수익률 (%)	1.6	1.4	1.4	1.4
매출액증가율 (%)	-13.9	-17.6	4.1	0.9
EBITDA증가율 (%)	-31.9	-25.3	0.0	0.0
조정영업이익증가율 (%)	-34.8	-26.0	5.6	0.0
EPS증가율 (%)	-35.8	-24.3	4.7	1.8
매출채권 회전을 (회)	19.8	14.3	14.6	14.6
재고자산 회전을 (회)	12.2	10.9	11.1	11.2
매입채무 회전을 (회)	5.1	8.8	9.0	9.0
ROA (%)	15.4	11.5	11.2	10.5
ROE (%)	17.8	12.5	12.0	11.2
ROIC (%)	1,368.2	152.7	181.4	199.6
부채비율 (%)	8.6	8.2	7.5	7.0
유동비율 (%)	1,251.5	1,328.3	1,452.1	1,556.9
순차입금/자기자본 (%)	-91.8	-93.5	-94.7	-95.4
조정영업이익/금융비용 (x)	0.0	0.0	0.0	0.0

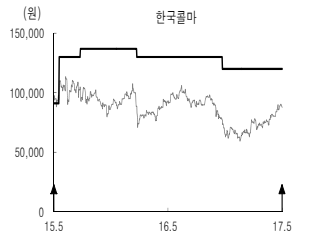
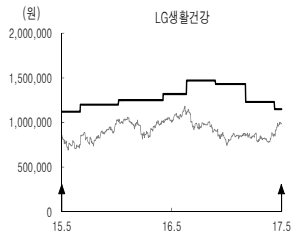
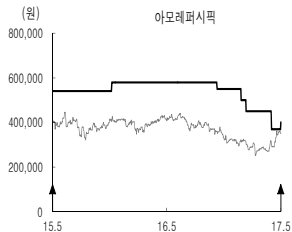
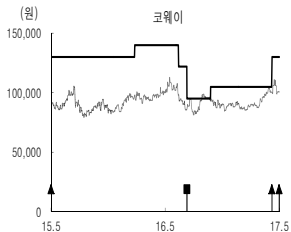
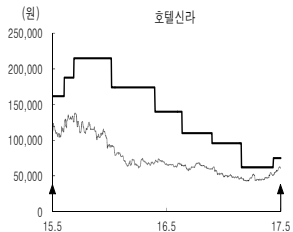
미래에셋대우 면세/화장품 커버리지 종목 투자 의견

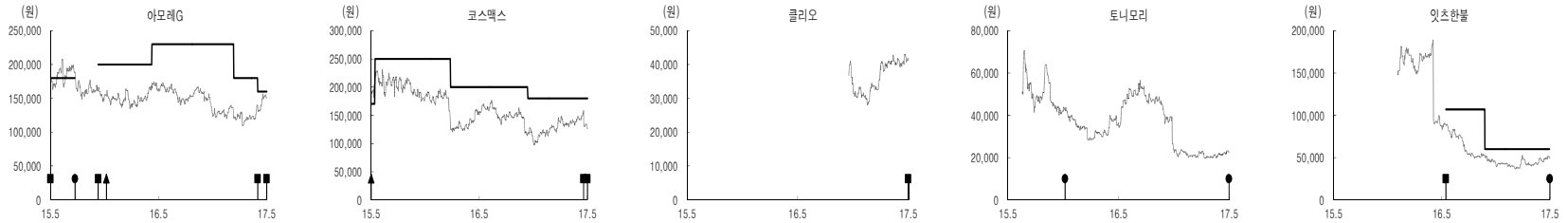
Top Picks	호텔신라 (008770 KS) TP 75,000원	코웨이 (021240 KS) TP 130,000원	아모레퍼시픽 (090430 KS) TP 400,000원
BUY	LG생활건강 (051900 KS) TP 1,150,000원	한국콜마 (161890 KS) TP 120,000원	
Trading BUY	아모레G (192820 KS) TP 160,000원	코스맥스 (192820 KS) TP 180,000원	클리오 (237880 KS) TP 46,000원
Hold	토니모리 (214420 KS)	잇초한불 (226320 KS)	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가(원)	종목명(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가(원)
호텔신라(008770)	2017.05.01	매수	75,000원	한국콜마(161890)	2016.04.26	매수	1,320,000원
	2017.01.19	매수	62,000원		2015.11.30	매수	1,250,000원
	2016.10.17	매수	96,000원		2015.07.26	매수	1,200,000원
	2016.07.13	매수	110,000원		2015.05.06	매수	1,120,000원
	2016.04.17	매수	140,000원		2016.11.14	매수	120,000원
	2015.11.30	매수	174,000원		2016.02.14	매수	130,000원
	2015.08.02	매수	215,000원		2015.08.18	매수	137,000원
	2015.07.02	매수	188,000원		2015.06.11	매수	130,000원
	2015.05.06	매수	162,000원		2015.05.06	매수	91,000원
코웨이(021240)	2017.05.01	매수	130,000원	아모레G(002790)	2017.04.24	Trading Buy	160,000원
	2016.10.17	Trading Buy	105,000원		2017.02.02	매수	180,000원
	2016.08.02	Trading Buy	95,000원		2016.05.02	매수	230,000원
	2016.07.06	매수	122,000원		2015.11.30	매수	200,000원
	2016.02.17	매수	140,000원		2015.11.02	Trading Buy	200,000원
	2015.05.07	매수	130,000원		2015.08.16	중립	-
아모레퍼시픽(090430)	2017.05.25	매수	400,000원	코스맥스(192820)	2015.05.08	Trading Buy	180,000원
	2017.04.24	매수	370,000원		2017.05.11	Trading Buy	180,000원
	2017.02.02	매수	450,000원		2016.11.04	매수	180,000원
	2017.01.17	매수	500,000원		2016.02.17	매수	200,000원
	2016.11.01	매수	550,000원		2015.06.07	매수	250,000원
	2015.11.30	매수	580,000원		2015.05.06	매수	170,000원
	2015.05.08	매수	540,000원		클리오(237880)	2017.05.25	Trading Buy
LG생활건강(051900)	2017.05.01	매수	1,150,000원	2015.11.30		중립	-
	2017.01.25	매수	1,230,000원	잇츠한불(226320)		2017.05.25	중립
	2016.10.17	매수	1,430,000원		2016.10.17	Trading Buy	60,000원
	2016.07.13	매수	1,470,000원	2016.06.07	Trading Buy	107,000원	





투자의견 분류 및 적용기준

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 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 악화

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.86%	15.58%	11.56%	0.00%

* 2017년 3월 31일 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 입력이나 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.