

화장품

TOP PICKS

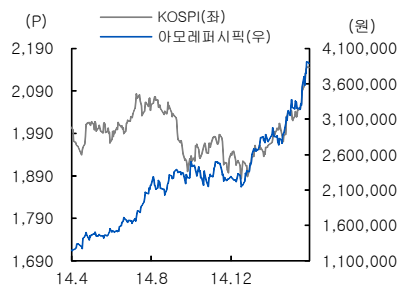
아모레퍼시픽 (090430)

투자이건	매수(유지)
목표주가	5,300,000원
현재가 (4/21)	3,884,000원
액면분할 관련 거래정지기간	(4/22~5/7)

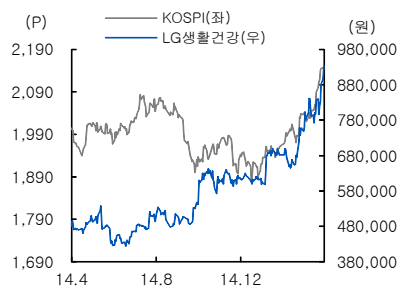
LG생활건강 (051900)

투자이건	매수(유지)
목표주가	1,280,000원
현재가 (4/21)	933,000원

아모레퍼시픽 추가추이



LG생활건강 추가추이



안지영

02 6915 5675
jyahn@ibks.com

화장품! 한국 대표산업의 지도를 바꾸다

새시대 차화정! (차이나, 화장품, 정보채널:온라인 모바일) 부상

화장품 업종은 밸류에이션의 프리미엄 VS 버블의 논란 속에서도 강한 상승 모멘텀을 반영하고 있다. '아모레퍼시픽'은 업종 대표에서 내수 그리고 주식 시장 내 최고의 히트 Stock으로 시가총액 6위, LG생활건강은 17위에 올랐다. Global-Peer와도 비교를 넘는 새로운 국면이 전개되고 있다. 2014년까지 대표 업체들의 업황 호조는 국내 면세점 내 중국인 여행객의 수요 급증이 예상치 못한 기회로 다가왔기 때문이다. 그러나 2015년의 K-Beauty는 단기 센세이션을 넘어 저성장 시대에 고성장의 아이콘으로 부상하는 동시에 국가 브랜드력과 부가 가치를 높이는 산업으로 주식 시장 내 업종 가치를 높여갈 전망이다. 한국의 1인당 화장품 구매액은 2014년 기준 220US\$로 글로벌 평균 대비 6.3배이며 일본 대비 75% 수준[표3 참조]이다. 중국은 35US\$이며 대도시 평균은 약 100~150US\$를 추정한다. 특히 중국의 한국 화장품 소비 가운데 스킨 케어 비중은 60%으로 추정되는데 향후 1)카테고리 확대와 품목별 소비 증가와 동시에 2)온라인 채널 확대를 고려할 때 중국인의 K-Beauty 소비는 일시적 유행을 새로운 시장 형성을 구체화 할 것으로 판단된다.

삼성전자와 소니 주가 역전의 시사점- 트렌드 주도과 속도 경쟁력

삼성전자와 소니(6758 JP)의 주가 흐름이 역전된 2009년, 역사적 변곡점에서 시사점은 '글로벌 소비자 트렌드 주도'와 이에 맞는 '속도의 경쟁력'으로 정의된다. 바로 K-Beauty에서 유사한 모습이 주목된다. 중국 소비자가 한국 화장품에 열광 하는 이유는 1)트렌드 메이커:기존 글로벌 화장품에서 볼 수 없었던 아시아인 맞춤형 카테고리(쿠션파운데이션, 한방재료, 제주마케팅) 탄생과 2)새로운 트렌드에 전문 ODM/OEM 업체들이 빠르게 대응하며 카테고리화 브랜드별로 R&D와 마케팅에서도 '속도의 경쟁력'이 부각되고 있기 때문이다. 이러한 K-Beauty의 DNA는 내수 2,400만명의 소비자를 넘어 1차적으로 중국 주요 도시의 여성 소비자 2억 2,000만명의 무대를 주도하기에 충분할 전망이다.

2009년 삼성전자와 소니의 주가 추이 반전의 역사적 시점에서의 시사점 점검



자료: Bloomberg, IBK투자증권

www.ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 최종 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

KOSPI 화장품 대표들로 시가총액 순위 변화

아모레퍼시픽 6위, LG생활건강 17위 등극

표 1. KOSPI 시가총액 상위 20위 회사들의 1년간 시총 변화

(단위: %, 십억원)

내수 소비재의
새로운 영역 확장

중국 내수 시장으로 침투
제2의 내수 장악

회사명	시가총액	1주간	1개월	3개월	6개월	12개월	YTD
삼성전자	210,638	-3.3	-2.3	4.2	29.3	3.8	7.8
현대차	38,438	4.5	-3.6	0.6	3.3	-28.8	3.3
SK하이닉스	32,214	0.1	-5.6	-6.0	-1.5	12.9	-7.3
한국전력	29,691	6.8	2.4	10.9	-3.9	18.6	8.3
현대모비스	23,460	4.3	-4.9	-3.6	1.1	-22.8	2.1
6위 아모레퍼시픽	22,828	5.5	21.2	59.4	72.0	210.4	75.9
POSCO	22,233	0.4	0.2	-6.9	-19.6	-17.6	-7.4
SK텔레콤	22,165	4.6	-3.5	0.4	6.0	31.7	2.4
NAVER	21,953	2.2	1.8	-15.7	-15.1	-11.2	-6.5
제일모직	21,533	15.2	2.9	21.3	0.0	0.0	1.0
삼성에스디에스	21,124	7.3	-2.2	9.6	0.0	0.0	-7.0
신한지주	20,367	4.5	-2.4	-1.5	-10.0	-7.8	-3.4
삼성생명	20,000	4.6	2.7	-9.9	-4.8	-0.5	-14.2
기아차	19,397	6.5	1.8	-7.8	-13.0	-18.8	-8.5
LG화학	18,788	4.4	20.9	54.9	25.4	5.8	56.6
KB금융	15,763	6.5	2.0	10.9	6.0	10.3	12.9
17위 LG생활건강	13,963	6.6	18.1	45.4	63.4	86.6	43.5
삼성화재	13,526	6.9	9.2	2.3	1.2	20.2	1.1
19위 아모레G	12,990	4.2	18.8	41.1	37.6	218.6	63.1
KT&G	12,576	-1.4	11.7	20.1	-2.6	12.1	20.4

자료: Quantiwise, IBK투자증권

한국대표 아모레퍼시픽
VS 일본대표 시세이도의
주가 모멘텀 변화에서의
시사점

- 1) 한국과 중국을 중심으로
아시아 여성 트렌드를
빠르게 반영
- 2) 제품별 브랜드
R&D와 마케팅
차별화로
가격 및 기능성 부문
경쟁력 동반

그림 1. 아모레퍼시픽의 주가 레벨업 시점과 시세이도(4911 JP)의 모멘텀 둔화



자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 2. 글로벌 화장품 시장 품목별, 국가별 M/S 현황

(단위: %)

품목별	국가별	2009	2010	2011	2012	2013	2014
내수 소비재의 새로운 영역 확장	전세계	100	100	100	100	100	100
	중국	8.3	8.8	9.4	9.8	10.1	10.3
	홍콩	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	일본	10.2	9.7	9.0	8.5	8.2	8.0
	한국	2.2	2.2	2.3	2.4	2.4	2.4
	미국	18.5	18.0	17.9	17.5	17.0	16.4
	프랑스	4.5	4.3	4.1	4.0	3.8	3.6
화장품& 생활용품	전세계	100	100	100	100	100	100
	중국	4.9	5.1	5.4	5.6	5.8	6.0
	홍콩	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
	일본	13.9	12.9	11.9	11.1	10.6	10.2
	한국	2.2	2.2	2.4	2.5	2.6	2.7
	미국	23.1	22.7	22.9	23.0	22.7	21.7
	프랑스	3.7	3.7	3.5	3.4	3.2	3.1
색조	전세계	100	100	100	100	100	100
	중국	16.0	17.2	18.7	19.5	20.3	20.8
	홍콩	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
	일본	17.5	16.5	15.3	14.7	14.3	13.9
	한국	3.9	4.0	4.3	4.5	4.5	4.5
	미국	13.4	13.1	13.0	12.8	12.6	12.3
	프랑스	4.5	4.3	4.2	4.0	3.8	3.7
기초	전세계	100	100	100	100	100	100
	중국	16.0	17.2	18.7	19.5	20.3	20.8
	홍콩	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
	일본	17.5	16.5	15.3	14.7	14.3	13.9
	한국	3.9	4.0	4.3	4.5	4.5	4.5
	미국	13.4	13.1	13.0	12.8	12.6	12.3
	프랑스	4.5	4.3	4.2	4.0	3.8	3.7

자료: Euromonitor Data update by 아모레퍼시픽, IBK투자증권

표 3. 주요 국가별 인당 화장품(품목별) 구매액

(단위: US\$)

품목별	국가별	2009	2010	2011	2012	2013	2014
중국의 화장품 품목별 인당 구매액 추이 -주요 도시의 구매액은 이미 선진시장 수준으로 빠른 증가율 추정-	전세계	52.9	54.9	57.2	59.6	61.9	64.4
	중국	22.5	24.9	27.9	30.4	32.9	35.1
	홍콩	222.0	233.1	246.4	257.9	271.2	285.0
	일본	286.1	284.3	279.1	281.1	284.9	292.1
	한국	157.3	168.4	184.5	198.5	209.2	219.8
	미국	217.0	219.9	228.0	234.0	236.6	239.3
	프랑스	256.0	258.5	260.6	262.8	262.6	262.4
화장품& 생활용품	전세계	6.4	6.7	6.9	7.2	7.5	7.9
	중국	1.6	1.7	2.0	2.1	2.3	2.5
	홍콩	28.6	29.4	31.3	33.0	34.8	36.8
	일본	47.6	46.3	44.9	44.5	44.7	45.7
	한국	19.9	20.7	23.2	25.6	28.2	30.9
	미국	32.8	33.7	35.5	37.3	38.5	38.7
	프랑스	26.2	26.8	27.0	27.2	27.3	27.4
색조	전세계	12.7	13.2	13.7	14.3	14.8	15.4
	중국	10.4	11.7	13.3	14.6	15.8	17.0
	홍콩	102.0	108.1	114.6	120.7	127.4	134.2
	일본	117.8	116.5	114.0	116.2	118.3	121.7
	한국	67.8	74.1	82.7	89.7	94.7	99.4
	미국	37.7	38.4	39.8	41.0	42.2	43.0
	프랑스	62.3	62.3	62.8	63.2	63.6	64.4
기초	전세계	12.7	13.2	13.7	14.3	14.8	15.4
	중국	10.4	11.7	13.3	14.6	15.8	17.0
	홍콩	102.0	108.1	114.6	120.7	127.4	134.2
	일본	117.8	116.5	114.0	116.2	118.3	121.7
	한국	67.8	74.1	82.7	89.7	94.7	99.4
	미국	37.7	38.4	39.8	41.0	42.2	43.0
	프랑스	62.3	62.3	62.8	63.2	63.6	64.4

자료: Euromonitor Data update by 아모레퍼시픽, IBK투자증권

내수 보다 더 중요해 지는 중국 시장

중국 주요 도시의
화장품 1인당 구매액은
전체 평균의 5배~7배
수준으로 추정

중국 화장품업협회통계에 따르면, 중국은 1978년 정치개혁과 시장개방 이후 경제성장과 내수 소비의 큰 변화를 보이기 시작했다. 1980년 생산판매액이 3.5억 위안에서 2006년 1,000억 위안으로 아시아 2위의 시장규모 자리매김했다. 특히 2000년대 이후 화장품 소비는 사치품에서 필수 소비재로의 전환이 이루어지기 시작했다. 2010년 이후 중국의 화장품 시장은 연평균 8%대의 성장률을 보이고 있으며 시장규모는 2013년 일본을 넘어 미국 다음으로 2위로 부상했다. 글로벌 경제의 저성장성 영향으로 2013년 이후 선진시장 대표인 유럽, 미국, 일본의 대표 화장품 브랜드 급격한 매출 둔화와 M/S하락을 나타냈다. 주된 원인 가운데 하나가 중국을 중심으로 아시아 지역 내 강력했던 Luxury 포지셔닝이 약화되고 있기 때문인데 한국 화장품 브랜드가 중국인 소비자를 중심으로 빠르게 확산되었기 때문이다.

한국의 화장품 수출 규모
급증과 중국의 스킨케어
기준 1인당 구매액 급증은
높은 상관관계 추정

한편 중국의 화장품시장은 글로벌 브랜드가 대부분 입점해 있는 세계 시장이라고 할 수 있다. 세계 1위의 인구 상황과 경제성장의 단계를 고려할 때 글로벌 화장품 성장의 키는 중국 시장에서의 포지셔닝 여부에 영향을 받을 수 밖에 없기 때문이다.

중국 소비자들이 선호하는 브랜드 순위는 스킨케어 기준 상위 10위 중 8개가 유럽과 미국 브랜드이다. 또한 중저가 시장에서도 글로벌 대표 브랜드의 계열 브랜드가 대부분을 차지하고 있다. 다만 최근 Mass시장 내에 포지셔닝 하고 있던 중국 내수 브랜드들의 시장 확대도 새로운 방향성을 보이고 있다. 한국 화장품에 대한 폭발적 수요 증가로 인해 한국 브랜드와 공조하고 있는 한국계 ODM/OEM 및 원료 업체들의 또한 함께 부상하고 있기 때문이다. 중국 내수 브랜드 역시 이러한 기조에 편승하며 한국 ODM/OEM업체들과의 계약 확대를 통해 중국 내 Mass시장 성장을 주도하고 있다.

한국의 면세점 채널에서 향후 중국 온라인 채널로 M/S확대

2015년에도 중국인 소비의 우위를 유지할 것으로 판단된다. 그동안 한국 화장품의 주요 소비자는 대한 민국 인구 4,800만명 가운데 여성 인구 2,415만 중에서도 20~60대 기준 화장 가능한 여성인구 약 1,440명에 집중해 왔다. 국내는 미미하지만 남성 소비자의 확대와 고령화 사회에 근거한 화장 가능한 인구가 기존 대비 50만명 이상의 증가는 가능할 전망이다. 그러나 무엇보다 K-Beauty의 성장 모멘텀은 한국 방문 600만명의 요우커에서 중국 대륙의 주요 도시 인구 6억원 6,558만 가운데 성인 여성 인구만 계산해도 2억2천만명으로 겨냥할 수 있다는 점에 있다.

중국 소비자가 한국 화장품에 열광 하는 이유는 1)트렌드 메이커:기존 글로벌 화장품에서 볼 수 없었던 아시아인 맞춤형 카테고리(쿠션파운데이션, 한방재료, 제주마케팅) 탄생과 2) 새로운 트렌드에 전문 ODM/OEM 업체들이 빠르게 대응하며 카테고리별과 브랜드별로 R&D와 마케팅에서도 '속도의 경쟁력'이 부각되고 있기 때문이다. 이러한 K-Beauty의 DNA는 내수 2,400만명의 소비자를 넘어 1차적으로 중국 주요 도시의 여성 소비자 2억 2,000만명의 무대를 주도하기에 충분할 전망이다.

표 4. 중국의 제3차~6차 인구조사 통계

	제3차 인구조사 통계 (1982년 6월 말)	제4차 인구조사 통계 (1990년 6월 말)	제5차 인구조사 통계 (2000년 11월 1일)	제6차 인구조사 통계 (2010년 11월 1일)
총인구	10억 818만	11억 3,368만	12억 9,533만	13억 3,972만
자연증가율(%)	1.455	1.47	0.758	0.494
출생률(%)	2.091	2.098	1.403	1.54
사망률(%)	0.636	1.628	0.645*	0.689**
한족	9억 4,088만	10억 4,248만	11억 5,940만	12억 2,593만
소수민족	6,730만	9,120만	10,643만	11,379만
문맹	2억 2,996만	1억 8,003만	8,507만	5,466만
문맹률(%)	22.81	15.88	6.72	4.08
도시인구	2억 6,589만	2억 9,651만	4억 5,594만	6억 6,558만
도시인구비율(%)	20.60	26.23	36.09	49.68
가구당 인구	4.42	3.96	3.44	3.10
성별비(여=100)	106.3	106.6	106.74	105.20

자료: 2012년 1월 3일 외교부, IBK투자증권

표 5. 중국 스킨케어 화장품 시장 내 주요 브랜드의 M/S 추이 - 아모레퍼시픽 9위 (2010년 14위, 2004년 30위권)

(단위: %)

Company Shares: Skin Care	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
로레알	6.1	6.8	7.1	8.3	9.5	9.9	10.6	10.9	11.2	12.9	13.0
시세이도	4.7	4.6	5.7	6.1	6.2	6.4	6.7	6.7	6.2	5.7	5.7
P&G	10.1	10.4	10.2	9.6	8.2	7.5	7.2	6.8	6.6	6.1	5.6
메리케이	2.7	3.4	3.5	3.4	3.6	4.2	4.5	4.5	4.7	5.0	5.5
에스티로더	0.7	1.1	1.3	1.5	1.7	2.0	2.3	2.7	3.1	3.3	3.4
암웨이	6.0	5.0	3.8	3.9	4.5	4.2	4.0	3.8	3.5	3.3	3.0
Jala (Group) Co Ltd	0.2	0.4	0.6	0.8	1.3	1.9	2.1	2.4	2.6	2.9	3.0
상하이화화(내수 1위)	1.0	1.1	1.2	1.2	1.7	1.8	2.0	2.3	2.6	2.7	2.9
Beiersdorf AG	0.9	1.3	1.5	2.0	2.4	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3
9. AmorePacific Corp	0.3	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0	1.2	1.3	1.6	2.0	2.2
Shanghai Inoherb Cosmetics Co Ltd	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7	1.1	1.8	2.2	2.2	2.1
Proya Cosmetics Co Ltd	0.0	0.1	0.1	0.2	0.4	0.6	0.9	1.3	1.9	2.0	2.1
Guangdong Marubi Biotechnology Co Ltd	-	-	-	0.3	0.5	0.9	1.2	1.4	1.6	1.7	1.8
Nu Skin Enterprises Inc	1.2	0.9	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	0.7	2.4	1.5
존슨앤존슨	0.8	0.8	0.9	0.9	2.2	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4
Jiangsu Longliqi Group Co Ltd	2.4	2.3	2.4	2.3	2.2	-	-	-	1.6	1.5	1.3
Shanghai Pehchaolin Daily Chemical Co Ltd	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.4	0.8	1.3
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
화아그룹 (홍콩상장 준비 중)						0.6	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
기타	62.2	60.2	59.2	56.9	52.7	52.6	49.7	47.3	43.3	39.4	39.7

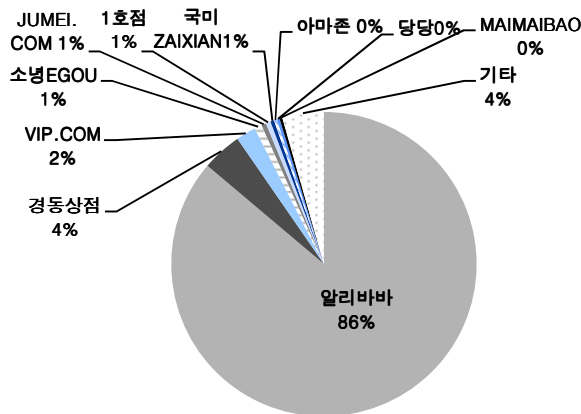
자료: Euromonitor Data update by 아모레퍼시픽, IBK투자증권

한편 중장기 전망에 앞서 2015년에도 면세점의 두 자리 수 고성장은 충분할 것이다.

1) 내수 정책이 시내 면세점 사업 허가를 확대하고 있어 금년 하반기 시내 면세점 시장 확대가 가능할 전망이다.

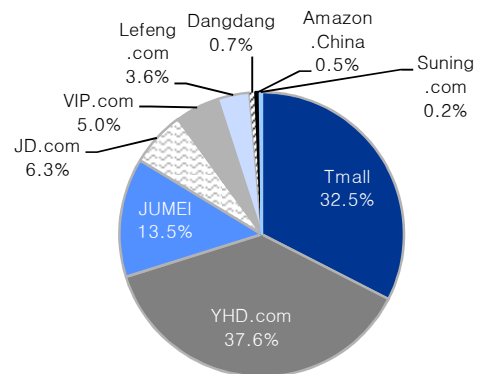
2) 기존 중국 진출 업체들의 중국 법인 확장에 앞서, 국내 중견 OEM/ODM 업체들의 수출도 긍정적이다. 금년 1분기 누계액 기준으로 대중 화장품 수출액은 전년대비 200% 이상의 성장성을 보이며 면세점 만큼의 고성장이 기대된다. 특히 수출 품목의 상당 부분은 중국 온라인 채널로 유통되고 있는 것으로 파악되는데 향후 아모레퍼시픽과 LG생활건강외의 국내 ODM/OEM 업체들의 성장 잠재력도 충분할 전망이다.

그림 2. 중국 모바일 쇼핑 기업의 M/S 현황



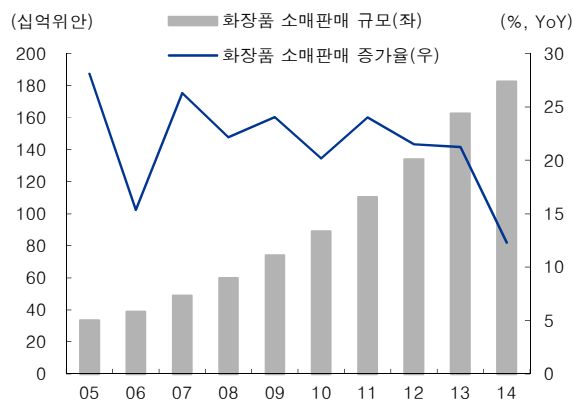
자료: Iresearch 2014.08, IBK투자증권

그림 3. 중국 화장품 전문 온라인 채널의 M/S 현황



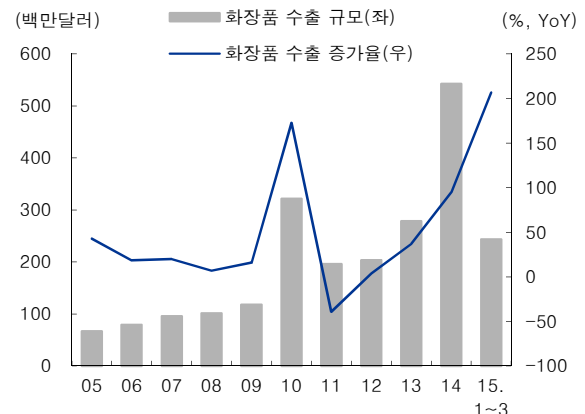
자료: Iresearch 2014.08, IBK투자증권

그림 3. 중국의 화장품 소매 판매 증가율 추이 및 규모



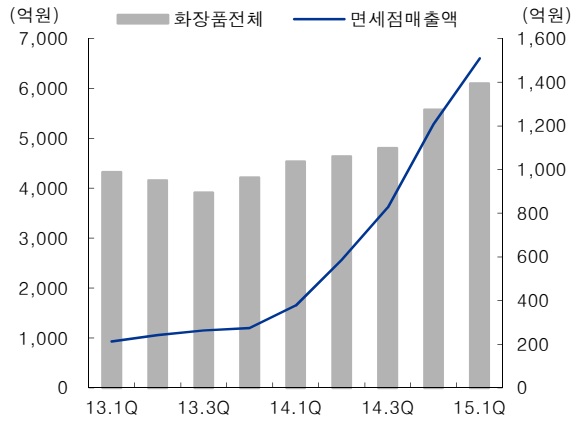
자료: CEIC, IBK투자증권

그림 4. 한국의 대중국 화장품 수출 규모 및 증가율



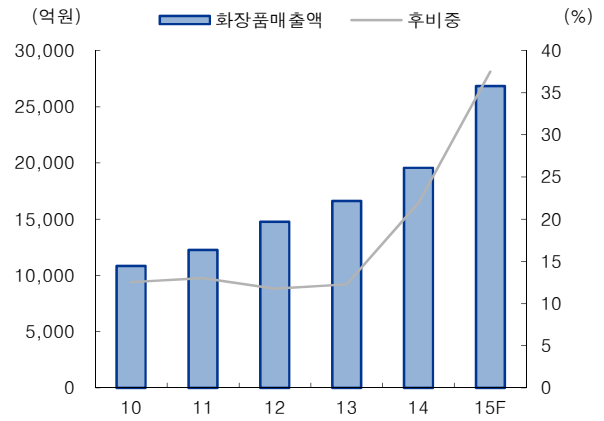
자료: CEIC, IBK투자증권

그림 5. LG생활건강의 면세점 매출액 추이 및 전망



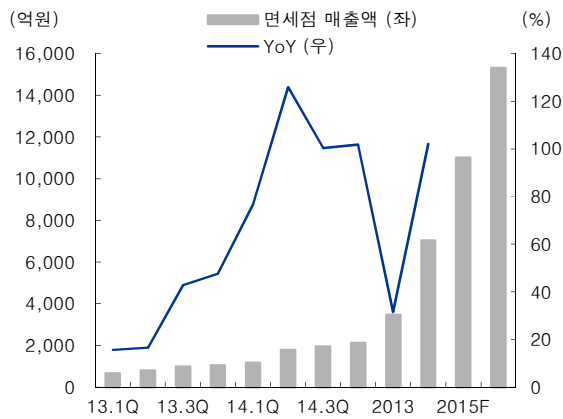
자료: LG생활건강, IBK투자증권

그림 6. LG생활건강의 화장품 중 '후' 매출액 비중 추이 및 전망



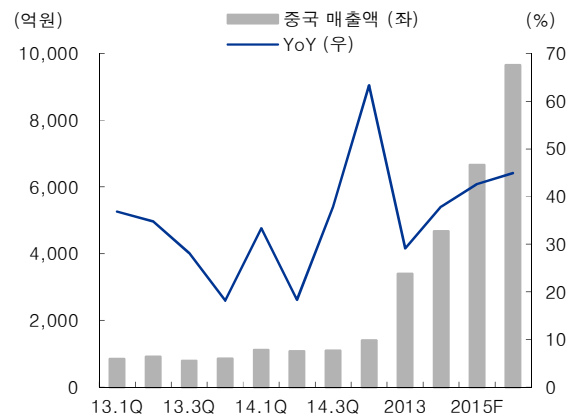
자료: LG생활건강, IBK투자증권

그림 7. 아모레퍼시픽의 면세점 매출액 추이 및 전망



자료: 아모레퍼시픽, IBK투자증권

그림 8. 아모레퍼시픽의 중국법인 매출액 추이 및 전망



자료: 아모레퍼시픽, IBK투자증권

맞춤형 비자발급, 요우커 입국에 긍정적

법무부는 첨부 보도자료(2015.4.6)를 통해 올해 1월부터 시범시행 중인 중국인 단체/개별 관광객에 대한 전자비자 발급 방식에 대한 제도 개선을 발표했다.

1) 단체관광객에 대해서는 전자비자 제도를 도입하고, 2) 개별관광객에 대해서는 복수비자 확대 및 3) 중국 내 비자신청센터 설치 등이다. 전자비자 제도는 사증신청인이 인터넷으로 비자를 신청하고 교부 받는 제도로 앞으로 중국 현지의 모객 여행사는 재외공관을 방문할 필요 없이 비자 발급이 빨라질 전망이다. 중국인 단체관광객 대상 전자비자는 올해 1월부터 중국 내 공관 별로 대행사 두 곳을 지정하여 신청을 받아 시범적으로 발급 중이며, 내년 1월부터 전면 시행할 예정이다. 2013년 3월 도입된 이 제도는 그간 일부 우수 외국인력과 의로 관광객을 대상으로 운영되고 있었지만, 중국인에 대한 단체비자는 94만명, 116만명, 194만명(12~14년)으로 매년 급속히 증가하고 있다. 궁극적으로 전자비자제도 도입으로 더 많은 중국인 단체관광객이 국내 입국에 기폭제가 될 것으로 판단된다.

그 동안 복수비자 발급 횟수 등에 따라 1년, 3년, 5년으로 차등 부여되던 복수비자 유효기간은 올해 4월 20일부터 5년으로 일괄 확대 될 것이며, 이에 따라 중국인은 한 번 받은 비자로 재발급 받을 필요 없이 자유롭게 방한할 수 있게 될 것이다. 또한, 발급대상도 '17세 미만자(2억4천만 명) 및 60세 이상자(3억 5천만 명),' 그리고 '4년제 대학 졸업자 및 재학생'(4천5백만 명)등으로 확대 되었다. 전자는 불법체류 위험이 적은 연령대의 대상자이고, 후자는 '211 공정대학 졸업자 및 재학생'으로 파악된다. 현재 3억 명 가량의 중국의 중산층은 2020년 6억 명에 달할 것으로 추산되는데 법무부는 이들의 방한을 적극 유도하기 위하여 복수비자 발급 대상을 지속적으로 확대하고 있다. 또한 법무부는 외교부와 함께 중국지역에 비자신청센터를 설치하기로 하였으며, 금년 7월 중, 중국 광저우와 칭따오에 설치한 후 성과를 보아가며 중국 전 지역 확대를 검토하기로 했다. 최근 방한 중국인 급증으로 비자신청에서 발급까지 장시간 소요되는 문제점이 발생하고 있지만, 비자신청센터가 설치되면 간단한 업무는 외부 기관에 위탁하고, 공관은 비자 심사에 전념함으로써 비자발급시간 단축하며 보다 쾌적한 서비스 제공이 가능할 것으로 기대된다.

표 6. 경제혁신 3개년 계획 - 중국인 관광객, 맞춤형 비자발급 방식 체제

1. 단체관광객에 대한 전자비자 제도 도입
1. 2015년 1월, 중국 내 공관 별로 대행사 두 곳 지정, 시범적으로 발급 중
2. 2016년 1월 B91 전면 시행할 예정
3. 중국인에 대한 단체비자 매년 급속히 증가 중: 94만명 (2012년), 116만명 (2013년), 194만명 (2014년)
2. 개별관광객에 대한 복수비자 확대
1. 과거 복수비자 유효기간: 1년, 3년, 5년 차등 부여됨
2. 2015년 4월 20일 부터 5년으로 일괄 확대 될 것
3. 발급대상 확대: '17세 미만자 (2억4천만 명) 및 60세 이상자 (3억 5천만 명)' '4년제 대학 졸업자 및 재학생' (4천5백만 명)
3. 중국인 개별관광객을 위한 비자신청센터 설치
1. 금년 7월, 중국 광저우와 칭따오에 비자신청센터 설치 후 성과를 보아가며 중국 전 지역 확대를 검토하기로 계획
2. 최근 방한 중국인 급증으로 비자신청에서 발급까지 장시간 소요되는 문제점의 해결과 보다 쾌적한 서비스 제공이 가능할 것으로 예상

자료: 법무부, IBK투자증권

표 7. 화장품 비교 그룹의 투자지표 현황

(단위: 백만USD,십억원)

		4911 jp Equity	or fp equity	cdi fp equity	pg us equity	ulvr ln equity	avp us Equity	4452 jp Equity	4922 jp Equity	8267 jp Equity	090430 ks Equity	051900 ks Equity
		시세이도	로레알	크리스찬 디올	P&G	유니레버	에이본 프로덕츠	가오	고세	이온	아모레 퍼시픽	LG생활 건강
현재가		19	190	193	83	45	9	49	57	13	3,635	808
시가총액		7,546	107,009	34,964	222,873	133,623	3,798	24,867	3,477	10,994	21,248	12,621
매출액	2013	6,946	24,364	24,744	76,694	55,531	10,205	12,771	1,861	48,661	1,529	1,746
	2014	7,848	25,863	28,022	78,938	58,719	10,863	13,887	2,002	52,884	1,966	2,445
	2015F	6,427	26,858	36,757	77,231	57,492	7,600	12,199	1,672	65,020	4,279	4,752
	2016F	6,658	28,296	40,088	77,343	60,148	7,746	12,716	1,747	66,895	5,041	5,217
영업이익	2013	543	3,594	4,680	15,374	8,164	1,006	1,014	109	1,395	244	191
	2014	520	4,055	5,755	16,021	8,791	1,073	1,224	162	1,998	315	283
	2015F	209	4,706	6,630	14,842	8,504	557	1,262	170	1,421	676	565
	2016F	308	5,072	7,605	15,657	9,049	609	1,446	185	1,586	830	647
EBITDA	2013	838	4,697	5,720	18,456	9,603	1,181	1,928	173	2,996	311	247
	2014	926	4,985	6,865	19,129	10,109	1,268	2,176	222	3,633	385	352
	2015F	533	5,675	8,372	18,139	9,984	747	1,931	220	2,977	820	678
	2016F	612	6,072	9,733	18,844	10,586	757	2,060	240	3,236	987	779
순이익	2013	363	2,499	969	13,436	4,699	626	437	56	333	178	121
	2014	150	2,971	1,673	12,736	5,630	606	547	79	692	249	200
	2015F	255	3,742	2,169	11,296	5,660	249	761	98	312	492	396
	2016F	198	4,033	2,093	11,884	6,128	304	914	105	401	609	466
EPS	2013	0.9	4.3	5.4	4.5	1.7	1.5	0.8	1.0	0.4	29.7	7.2
	2014	0.4	5.1	9.4	4.3	2.0	1.4	1.0	1.4	0.9	36.1	11.9
	2015F	0.6	6.6	11.6	4.0	2.0	0.6	1.5	1.7	0.4	79.5	24.5
	2016F	0.5	7.1	11.7	4.3	2.1	0.7	1.8	1.8	0.5	98.2	28.8
BPS	2013	9.4	33.3	50.4	21.2	6.2	3.0	11.3	18.7	12.4	190.3	34.7
	2014	9.4	33.7	57.5	21.0	6.9	3.9	12.3	21.9	14.2	279.8	46.9
	2015F	7.4	41.9	79.7	23.5	5.8	1.0	11.8	19.2	11.8	467.1	112.4
	2016F	7.7	45.6	80.7	23.2	6.5	1.4	12.5	20.6	12.1	552.0	136.4
PER	2013	21.0	22.8	18.4	17.8	18.6	17.9	28.8	21.1	18.5	24.8	31.8
	2014	55.2	21.7	13.5	16.5	15.2	16.1	25.0	18.1	13.0	27.3	28.4
	2015F	29.5	28.6	16.4	20.8	22.7	15.1	32.2	33.2	33.3	45.3	32.7
	2016F	40.8	26.5	16.3	19.4	21.0	12.6	27.0	31.0	25.9	36.7	27.9
PBR	2013	2.0	3.4	2.0	2.9	5.2	10.6	2.1	1.1	0.7	4.2	7.2
	2014	2.3	3.3	2.2	2.9	4.4	7.5	2.2	1.2	0.9	3.6	7.4
	2015F	2.5	4.5	2.4	3.5	7.7	9.0	4.2	3.0	1.1	7.7	7.1
	2016F	2.4	4.1	2.4	3.6	6.9	6.4	3.9	2.8	1.0	6.5	5.9
EV/EBITDA	2013	12.1	14.1	6.7	9.9	10.1	12.4	7.6	5.7	7.0	13.1	14.5
	2014	8.6	13.0	6.8	10.4	9.4	11.4	6.0	4.2	6.2	14.3	15.3
	2015F	14.7	18.8	6.9	13.6	14.5	7.3	12.4	13.9	7.7	25.2	19.8
	2016F	12.8	17.6	5.9	13.1	13.7	7.2	11.6	12.7	7.1	20.9	17.2
ROA	2013	4.9	7.8	1.9	9.6	9.2	9.7	3.7	3.1	0.8	13.7	12.0
	2014	1.7	9.5	3.3	9.7	10.9	8.3	4.5	4.0	1.6	13.6	14.2
	2015F	3.6	10.8	2.4	7.9	10.7	5.6	8.2	6.1	1.5	13.2	11.0
	2016F	3.1	11.0	2.7	8.8	11.5	5.4	8.9	6.5	1.7	14.1	11.8
ROE	2013	9.8	14.2	11.4	20.4	30.6	64.3	7.3	5.2	3.7	18.3	25.1
	2014	3.9	15.7	18.1	20.6	32.0	41.4	8.5	6.5	6.9	15.5	29.4
	2015F	8.8	16.3	12.2	16.6	33.8	62.4	13.6	9.4	3.4	17.3	23.3
	2016F	6.1	16.1	12.2	18.5	34.8	58.2	15.8	9.8	4.3	18.2	22.5

자료: Bloomberg, IBK투자증권 *아모레퍼시픽과 LG생활건강은 Bloomberg 컨센서스 기준

매수 (유지)

목표주가 5,300,000원
현재가 (4/21) 3,884,000원

KOSPI (4/21)	2,144.79pt
시가총액	24,681십억원
발행주식수	6,902천주
액면가	5,000원
52주 최고가	3,910,000원
최저가	1,235,000원
60일 일평균거래대금	60십억원
외국인 지분율	29.1%
배당수익률 (2015F)	0.2%

주주구성		
아모레퍼시픽그룹 외 7 인		49.33%
국민연금		8.10%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	21%	59%	214%
절대기준	15%	42%	193%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	5,300,000	3,600,000	▲
EPS(15)	90,584	87,815	▲
EPS(16)	103,406	103,386	▲

아모레퍼시픽 상대주가 (%)



아모레퍼시픽 (090430)

시총 6위, 한국 대표 산업의 축을 변화

면세점 강세 지속, 중국은 M/S 10위 진입

2015년1분기 추정치를 매출액 12,175억원(+36.8%)과 영업이익 2,555억원(+45%)으로 기존대비 각각 2.5%, 23.7% 상향하며 2015년 수익 추정치도 상향한다. 주요 근거는 한계를 모르는 중국인 관광수요 급증에 따른 1) 면세점의 고성장에 있다. 면세점의 매출 비중은 화장품 매출액 가운데 이미 30%에 가까운 수준이며 2015년엔 33%를 상회할 것으로 추정하기 때문이다. 면세점 시장확대와 중국인 관광수요 이유는 이미 전술한 내용에 근거한다. 2) 중국 내 본격적인 M/S 상승에 있다. 2014년을 기준을 이니스프리의 매출 규모 확대와 수익성을 바탕으로 설화수의 브랜드 파워는 아이오펜 등의 브랜드 라인업에 시너지를 더할 것이다. 또한 마몽드 리뉴얼과 구조조정 효과 등은 고정비 개선에 직접적일 전망이다. 2015년 중국법인은 총 6개 브랜드를 기준 매출액은 전년대비 43%의 성장성과 함께 전체 매출액 대비 14%로 (2014년 12%) 비중 확대가 가능할 전망이다. 이에 근거할 때 2015년 아모레퍼시픽 매출액 가운데 중국인 수요는 약 35~40% 수준이 추정되는 동시에 스킨 케어 시장 내 M/S[표10 참조] 2010년 14위 2014년 9위또한 꾸준한 상승 모멘텀을 이어가기에 충분할 것으로 판단된다.

경험하지 못한 Luxury Fast Moving Goods 의 가치

'아모레퍼시픽'은 업종 대표에서 내수 그리고 주식 시장 내 최고의 히트 Stock으로 KOSPI 기준 시가총액 6위에 올랐다. 선진국 Global-Peer와도 비교를 넘는 새로운 영역을 전개하고 있기 때문이다. 2014년 업황 호조는 국내 면세점 내 요우커 수요 급증 영향으로, 스스로 준비하지 못한 상황에서 서프라이즈를 시현했다. 그러나 2015년을 기준 아모레는 K-Beauty의 단기 트렌드를 넘어 경기를 초월하는 고성장과 새로운 시장 확대를 통해 산업과 업종 가치의 Level-up 지속적으로 주도할 전망이다. 목표주가를 5,300,000원[표12 참조]으로 상향하며 매수의견을 유지한다. 밸류에이션은 아시아의 트렌드를 주도하고, 화장품의 신규 카테고리 정립을 가져온 글로벌 메이커에 대한 프리미엄을 반영했다.

(단위: 십억원, 배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	3,100	3,874	4,912	5,608	6,176
영업이익	370	564	836	953	1,118
세전이익	364	530	842	965	1,058
지배주주순이익	268	379	625	714	764
EPS(원)	38,828	54,930	90,584	103,406	110,757
증가율(%)	-0.9	41.5	64.9	14.2	7.1
영업이익률(%)	11.9	14.6	17.0	17.0	18.1
순이익률(%)	8.6	9.9	12.9	12.9	12.5
ROE(%)	11.0	14.0	19.9	19.2	17.6
PER	25.8	40.4	42.9	37.6	35.1
PBR	2.7	5.4	7.8	6.7	5.7
EV/EBITDA	12.2	19.7	25.4	22.5	19.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 8. 2014년, 2015년 국내외 부문 별 매출 전망 및 비중

(단위: 억원 %)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4Q	2014P	YoY	2015F 기존	2015F 변경	YoY
매출액	9,318	9,667	9,967	9,788	12,750	11,740	12,530	12,100	38,740	25.0	47,175	49,120	26.8
국내	7,395	7,763	8,010	7,247	10,000	9,053	9,947	8,895	30,415	19.9	35,950	37,895	24.6
화장품	6,076	6,746	6,654	6,313	8,586	7,958	8,552	6,859	25,789	23.5	30,955	32,900	27.6
Mass&Sulloc	1,319	1,017	1,356	934	1,414	1,095	1,395	1,091	4,626	-1.1	4,995	4,995	8.0
해외	1,924	1,904	1,957	2,540	2,750	2,687	2,583	3,205	8,325	52.8	11,225	11,225	34.8
중국	1,120	1,072	1,086	1,395	1,704	1,647	1,505	1,802	4,673	37.9	6,658	6,658	42.5
프랑스	226	176	194	217	230	181	205	244	813	-10.1	860	860	5.8
미국	79	89	84	97	85	95	105	100	349	48.5	385	385	10.3
일본	116	125	107	108	110	131	115	115	456	-4.2	471	471	3.3
기타	481	561	573	802	621	633	653	944	2,417	206.3	2,851	2,851	18.0
영업이익	1,757	1,511	1,477	893	2,555	2,081	2,000	1,721	5,638	52.5	7,377	8,357	48.2
국내	1,614	1,400	1,328	678	2,295	1,839	1,785	1,386	5,020	33.7	6,325	7,305	45.5
화장품	1,446	1,314	1,188	751	2,110	1,750	1,634	1,361	4,699	39.2	5,875	6,855	45.9
Mass&Sulloc	168	86	140	-73	185	89	151	25	321	-13.7	450	450	40.2
해외	143	111	149	214	260	242	215	335	617	흑전	1,052	1,052	70.5
중국	135	108	110	169	188	145	135	263	522	406.8	731	731	40.0
프랑스	8	-38	18	1	15	21	21	-22	-11	-83.3	35	35	흑전
미국	6	5	5	3	11	9	9	6	19	-182.6	35	35	84.2
일본	-7	-8	-17	-7	-9	-11	-15	5	-39	-7.1	-30	-30	-23.1
기타	31	60	45	61	55	78	65	83	197	-632.4	281	281	42.6
OPM	18.9	15.6	14.8	9.1	18.9	15.6	16.0	14.2	14.6	2.7	15.3	15.3	0.7
국내	21.8	18	16.6	9.4	21.8	18	17.9	15.6	16.5	1.7	18.4	18.4	1.9
화장품	23.8	19.5	17.9	11.9	23.8	19.5	19.1	19.8	18.2	2.0	19.6	19.6	1.4
Mass&Sulloc	12.7	8.5	10.3	-7.8	12.7	8.5	10.8	2.3	6.9	-1.1	10.9	10.9	4.0
해외	7.4	5.8	7.6	8.4	7.4	5.8	8.3	10.5	7.4	-	6.6	6.6	-0.8
중국	12.1	10.1	10.1	12.1	12.1	10.1	9.0	14.6	11.2	8.2	9.4	9.4	-1.8
프랑스	3.5	-	9.3	0.5	3.5	-	10.2	-9.0	-1.4	-	-	-	-
미국	7.6	5.6	6.0	3.1	7.6	5.6	8.6	6.0	5.4	-	9.1	9.1	3.7
일본	-	-	-15.9	-6.5	-	-	-13.0	4.3	-8.6	-	-	-	-
기타	6.4	10.7			6.4	10.7			-	-	12.5	12.5	12.5

자료: 아모레퍼시픽, IBK투자증권

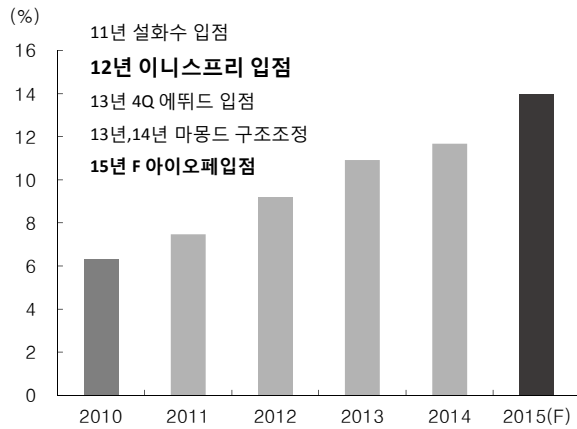
표 9. 중국 내 주요 브랜드 점포수 현황 및 전망 - 총 6개 브랜드 라인업

(단위:개)

	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q	2015F
설화수(백화점)	25	27	28	28	30	35	41	46	54
라네즈(백화점)	301	309	324	329	330	327	336	345	370
마몽드(백화점)	918	941	931	900	866	824	806	816	850
이니스프리(백화점)	2	2	2	2	2	2	2	2	4
아이오페(백화점)									10
라네즈(세포라)	138	139	160	154	154	156	159	173	180
마몽드(왓슨)	98	116	135	143	145	156	164	150	165
마몽드(전문점)	2549	2,675	2,184	2,168	2,186	1,961	1,676	1,664	1,750
이니스프리(전문점)	8	20	31	43	53	67	86	104	170
에뛰드(전문점)				5	6	7	10	12	20

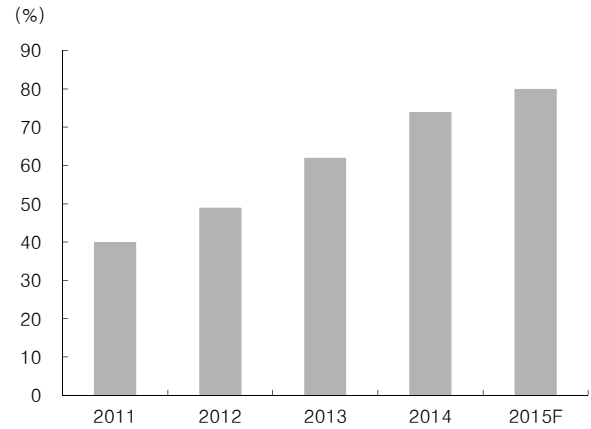
자료: 아모레퍼시픽, IBK투자증권

그림 9. 전사 매출액 중 중국법인 매출 비중 15F 14% 상회 전망



자료: 아모레퍼시픽, IBK투자증권

그림 10. 국내 면세점 매출액 중 중국인 매출 비중



자료: 아모레퍼시픽, IBK투자증권

표 10. 중국 스킨케어 화장품 시장 내 주요 브랜드의 M/S 추이 - 아모레퍼시픽 9위 (2010년 14위, 2004년 30위권)

(단위:%)

Company Shares: Skin Care	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
로레알	6.1	6.8	7.1	8.3	9.5	9.9	10.6	10.9	11.2	12.9	13.0
시세이도	4.7	4.6	5.7	6.1	6.2	6.4	6.7	6.7	6.2	5.7	5.7
P&G	10.1	10.4	10.2	9.6	8.2	7.5	7.2	6.8	6.6	6.1	5.6
메리케이	2.7	3.4	3.5	3.4	3.6	4.2	4.5	4.5	4.7	5.0	5.5
에스티로더	0.7	1.1	1.3	1.5	1.7	2.0	2.3	2.7	3.1	3.3	3.4
암웨이	6.0	5.0	3.8	3.9	4.5	4.2	4.0	3.8	3.5	3.3	3.0
Jala (Group) Co Ltd	0.2	0.4	0.6	0.8	1.3	1.9	2.1	2.4	2.6	2.9	3.0
상하이화화(내수 1위)	1.0	1.1	1.2	1.2	1.7	1.8	2.0	2.3	2.6	2.7	2.9
Beiersdorf AG	0.9	1.3	1.5	2.0	2.4	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3
9. AmorePacific Corp	0.3	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0	1.2	1.3	1.6	2.0	2.2
Shanghai Inoherb Cosmetics Co Ltd	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.7	1.1	1.8	2.2	2.2	2.1
Proya Cosmetics Co Ltd	0.0	0.1	0.1	0.2	0.4	0.6	0.9	1.3	1.9	2.0	2.1
Guangdong Marubi Biotechnology Co Ltd	-	-	-	0.3	0.5	0.9	1.2	1.4	1.6	1.7	1.8
Nu Skin Enterprises Inc	1.2	0.9	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	0.7	2.4	1.5
존슨앤존슨	0.8	0.8	0.9	0.9	2.2	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5	1.4
Jiangsu Longliqi Group Co Ltd	2.4	2.3	2.4	2.3	2.2	-	-	-	1.6	1.5	1.3
Shanghai Pehchaolin Daily Chemical Co Ltd	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.4	0.8	1.3
LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
화인그룹 (홍콩상장 준비 중)						0.6	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
기타	62.2	60.2	59.2	56.9	52.7	52.6	49.7	47.3	43.3	39.4	39.7

자료: Euromonitor Data update by 아모레퍼시픽, IBK투자증권

표 11-1. 주중 공관 비자발급 현황 -13년 35% 증가에서 14년 54% 증가

(단위:명)

2012년			2013년			2014년		
개별 비자	단체 비자	소계	개별 비자	단체 비자	소계	개별 비자	단체 비자	소계
652,491	943,548	1,596,039	985,676	1,161,662	2,147,338	1,363,877	1,949,331	3,313,208
			(+51%)	(+23%)	-35%	(+39%)	(+68%)	(+54%)

11-2. 단체관광객에 대한 전자비자 제도 도입

- 2015년 1월, 중국 내 공관 별로 대행사 두 곳 지정, 시범적으로 발급 중
- 2016년 1월 B91 전면 시행할 예정
- 중국인에 대한 단체비자 매년 급속히 증가 중: 94만명 (2012년), 116만명 (2013년), 194만명 (2014년)

11-3. 개별관광객에 대한 복수비자 확대

- 과거 복수비자 유효기간: 1년, 3년, 5년 차등 부여됨
- 2015년 4월 20일 부터 5년으로 일괄 확대 될 것
- 발급대상 확대:
- 17세 미만자 (2억4천만 명) 및 60세 이상자 (3억 5천만 명)
'4년제 대학 졸업자 및 재학생' (4천5백만 명)

11-4. 중국인 개별관광객을 위한 비자신청센터 설치

- 금년 7월, 중국 광저우와 칭따오에 비자신청센터 설치 후 성과 확인 후 중국 전 지역 확대를 검토
- 최근 방한 중국인 급증으로 비자신청에서 발급까지 장시간 소요되는 문제점의 해결한 서비스 제공 예상

자료: 법무부, IBK투자증권

표 12. 목표주가 3,600,000원에서 5,300,000원 상향, 매수 유지

(단위: 원, 억원, 천주)

	기존→변경
2014 EPS/2015년(F) EPS	54,950 / 71,867 → 54,950 / 87,815
전사 기준 Trailing P/E	33배
전사 기준 Forward Target P/E 비교	12개월 Forward EPS 67,900 Target P/E 35배 적용 130,351 → 12개월 Forward EPS 94,112 Target P/E 40배 적용 206,482
사업부문별 영업가치 적용	287,200 1) 국내 사업, 연세점 프리미엄 적용 243,200억원 15년 추정 영업순이익 5,440 억원 Target P/E 30배 적용(중국인 입국자 상대적 둔화 전망 → 15년 추정 영업순이익 6,080 억원 Target P/E 40배 적용(중국인 개인/ 단체관광객 전자비자 발급 15년 1월 대행사 두 곳에서 16년 1월부터 전면 시행으로 중국인 입국자 증가를 추세 강화) 2) 해외 44,000억원 추정 영업순이익 1,100억원 Target P/E 40배 적용, 화장품 업종 평균 P/E 수준 적용, 해외 사업 전략 부재로 평균 P/E 적용
순헌금	4,000 → 5,000
총가입가치	196,700 → 292,200
총 발행주식수	5,485
목표주가	3,600,000원 → 5,300,000원 상향

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	3,100	3,874	4,912	5,608	6,176
증가율(%)	8.8	25.0	26.8	14.2	10.1
매출원가	912	1,028	1,379	1,613	1,729
매출총이익	2,189	2,846	3,533	3,995	4,447
매출총이익률(%)	70.6	73.5	71.9	71.2	72.0
판매비	1,819	2,282	2,710	3,042	3,354
판매비율(%)	58.7	58.9	55.2	54.2	54.3
영업이익	370	564	836	953	1,118
증가율(%)	1.2	52.4	48.2	14.1	17.3
영업이익률(%)	11.9	14.6	17.0	17.0	18.1
순금융손익	9	11	24	12	15
이자손익	9	11	24	12	20
기타	0	0	0	0	-5
기타영업외손익	-18	-45	-17	0	-75
종속/관계기업손익	3	0	0	0	0
세전이익	364	530	842	965	1,058
법인세	96	145	211	244	286
법인세율	26.5	27.4	25.0	25.3	27.0
계속사업이익	267	385	631	721	772
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	267	385	631	721	772
증가율(%)	-0.7	44.1	63.9	14.2	7.1
당기순이익률(%)	8.6	9.9	12.9	12.9	12.5
지배주주당기순이익	268	379	625	714	764
기타포괄이익	-3	-12	0	0	0
총포괄이익	265	373	631	721	772
EBITDA	493	700	922	1,031	1,189
증가율(%)	5.7	41.8	31.7	11.9	15.3
EBITDA마진율(%)	15.9	18.1	18.8	18.4	19.3

투자지표

(12월 결산)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	38,828	54,930	90,584	103,406	110,757
BPS	370,116	414,209	495,791	582,528	676,616
DPS	6,500	9,000	9,000	9,000	9,000
밸류에이션(배)					
PER	25.8	40.4	42.9	37.6	35.1
PBR	2.7	5.4	7.8	6.7	5.7
EV/EBITDA	12.2	19.7	25.4	22.5	19.2
성장성지표(%)					
매출증가율	8.8	25.0	26.8	14.2	10.1
EPS증가율	-0.9	41.5	64.9	14.2	7.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2
ROE	11.0	14.0	19.9	19.2	17.6
ROA	8.3	10.6	14.9	14.4	13.6
ROIC	13.0	19.1	31.7	31.7	30.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	32.5	33.9	33.9	32.4	26.6
순차입금 비율(%)	-10.7	-12.3	-36.5	-38.3	-39.5
이자보상배율(배)	149.2	217.5	110.6	143.9	726.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	16.9	19.7	22.3	21.5	21.3
재고자산회전율	11.3	13.2	14.4	12.3	10.7
총자산회전율	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	968	1,427	2,311	2,816	3,270
현금및현금성자산	294	343	1,213	1,467	1,706
유가증권	140	166	207	234	309
매출채권	197	197	244	276	304
재고자산	283	305	379	536	618
비유동자산	2,434	2,427	2,305	2,550	2,694
유형자산	1,936	1,744	1,907	2,159	2,273
무형자산	133	174	174	187	197
투자자산	50	48	59	66	72
자산총계	3,402	3,855	4,616	5,366	5,965
유동부채	543	651	759	866	912
매입채무및기타채무	115	157	194	220	242
단기차입금	40	34	42	47	52
유동성장기부채	42	0	0	-20	0
비유동부채	291	325	409	447	342
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	69	114	114	114	94
부채총계	834	976	1,168	1,312	1,254
지배주주지분	2,554	2,859	3,422	4,020	4,670
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
자본조정등	-2	-19	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	-14	-13	-13	-13	-13
이익잉여금	1,815	2,136	2,699	3,298	3,947
비지배주주지분	14	20	26	33	41
자본총계	2,568	2,878	3,448	4,053	4,711
비이자부채	674	822	1,006	1,164	1,101
총차입금	160	154	163	148	153
순차입금	-275	-354	-1,257	-1,553	-1,862

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	427	586	647	641	816
당기순이익	267	385	631	721	772
비현금성 비용 및 수익	249	316	67	66	106
유형자산감가상각비	124	136	86	78	71
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-18	0	-75	-158	-82
매출채권등의감소	-28	7	-48	-32	-28
재고자산의감소	-15	-15	-74	-157	-82
매입채무등의증가	15	31	38	25	22
기타 영업현금흐름	-71	-115	24	12	20
투자활동 현금흐름	-349	-491	143	-385	-326
유형자산의 증가(CAPEX)	-323	-267	-250	-350	-200
유형자산의 감소	17	4	0	20	15
무형자산의 감소(증가)	-18	-55	0	-13	-10
투자자산의 감소(증가)	-2	-1	318	-7	-11
기타	-22	-172	74	-35	-120
재무활동 현금흐름	49	-46	81	-2	-346
차입금의증가(감소)	71	0	0	0	-20
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-21	-46	81	-2	-326
기타 및 조정	-4	-1	0	0	0
현금의 증가	123	49	871	254	144
기초현금	171	294	343	1,213	1,467
기말현금	294	343	1,213	1,467	1,611

매수 (유지)

목표주가 1,280,000원
현재가 (4/21) 933,000원

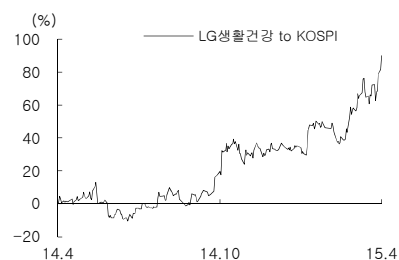
KOSPI (4/21)	2,144.79pt
시가총액	15,498십억원
발행주식수	17,718천주
액면가	5,000원
52주 최고가	933,000원
최저가	424,000원
60일 일평균거래대금	41십억원
외국인 지분율	37.6%
배당수익률 (2015F)	0.4%

주주구성	
LG 외 1 인	34.03%
국민연금	9.32%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	23%	71%	97%
절대기준	17%	53%	84%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	1,280,000	760,000	▲
EPS(15)	26,856	19,736	▲
EPS(16)	32,007	23,821	▲

LG생활건강의 상대주가(%)



LG생활건강 (051900)

면세점의 대세 편승과 기타부문의 턴어라운드 지속

Review 화장품 가치 재조명

15년 1분기(yoy) 전사 매출액은 13,019억원(+15.4%), 영업이익 1,785억원(+39.1%), 순이익은 1,244억원(+37.6%)이며, 부문별(yoy) 1) 생활: 매출액 3.5%, 영업이익 16.3%, 2) 화장품: 매출액 46.9%, 영업이익 63.9%, 3) 음료: 매출액 1.1%, 영업이익 1.8%를 시현했다. 1분기 영업이익은 컨센서스 대비 11%, IBK추정치 대비 25%를 상회하며 서프라이즈를 시현했다. 2015년 가이드라인 매출액 8%, 영업이익은 9.6% 크게 상회한 수준이다.

국내 면세점 호황기, 해외 체질 개선의 기회

2015년 IBK 전망치를 기존 대비 매출액은 4.6%p 영업이익은 15.9%p를 상향 조정한다. 주된 요인은 1) 면세점의 성장성은 전년대비 301%로 지난해 하반기 이후 300% 이상의 폭발적인 성장세를 시현하고 있으며 당분간 추세를 유지할 전망이다. 2) 일본과 중국을 중심으로 해외 법인의 강도 높은 체질개선 작업에도 현지법인에서의 '후' 지지도 높아 2015년 하반기 이후 해외 법인의 턴어라운드를 전망하기 때문이다. 생활과 음료부문의 기저효과 뿐만 아니라 포트폴리오 개선과 원가절감으로 보수적인 시장 상황에서도 M/S우위를 유지하기에 무리없어 보인다.

프레스티지 군 강화, 화장품 밸류에이션 회복

LG생활건강의 목표주가를 1,280,000원으로 상향하며 매수의견을 유지한다. 회사의 주가는 2014년 화장품부문 호조에도 생활과 음료의 사업 환경 악화와 실적 쇼크로 역사적 호황기에 편승하지 못하는 모습이었다. 금번 실적을 통해 비화장품 부문의 정상화가 확인되었으며 화장품은 기대 이상으로 업황 호황을 반영했다. 한편 해외 사업은 개선 작업 중에 있어 실질적인 턴어라운드는 2015년 하반기 이후를 전망한다. 면세점과 중국인 수요를 타사 대비 한 박자 늦게 반영하는 감은 있지만 '후'에 이어 프레스티지 매출 성장성이 100% 이상으로 확대되고 있어 2015년 업황 호황을 누리기에 충분한 브랜드 경쟁력을 갖춘 것으로 판단된다.

(단위: 십억원, 배)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	4,326	4,677	5,587	6,420	7,172
영업이익	496	511	680	769	891
세전이익	473	480	652	758	853
지배주주순이익	357	349	476	567	639
EPS(원)	20,166	19,722	26,856	32,007	36,038
증가율(%)	17.6	-2.2	36.2	19.2	12.6
영업이익률(%)	11.5	10.9	12.2	12.0	12.4
순이익률(%)	8.5	7.6	8.7	9.0	9.0
ROE(%)	27.4	22.9	25.8	25.0	23.3
PER	27.2	31.6	34.7	29.2	25.9
PBR	6.9	6.7	8.1	6.7	5.5
EV/EBITDA	16.6	17.8	20.2	17.3	14.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 13. LG생활건강 15.1Q 실적 현황

(단위: 억원, %)

	14.1Q	14.4Q	15.1Q(P)	YoY	컨센서스	차이	IBK	차이
매출액	11,284	11,759	13,019	15.4	12,706	2.5	12,525	3.9
영업이익	1,283	1,111	1,785	39.1	1,608	11.0	1,424	25.3
영업이익률	10.4	9.4	13.7	3.3	12.7	1.1	11.4	2.3
순이익	904	765	1,244	37.6	1,088	14.3	1,050	18.4

자료: LG생활건강, IBK투자증권

표 14. 사업부문별 실적 현황 및 비중

(단위: 억원, %)

사업별	매출액				영업이익				OPM		
	14.1Q	15.1Q(P)	YoY	비중	14.1Q	15.1Q(P)	YoY	비중	14.1Q	15.1Q(P)	YoY
전체	11,284	13,019	15.4	100.0	1,283	1,785	39.1	100.0	11.4	13.7	2.3
생활용품	4,019	4,159	3.5	31.9	449	522	16.3	29.2	11.2	12.6	1.4
화장품	4,536	6,103	34.5	46.9	665	1,090	63.9	61.1	14.7	17.9	3.2
음료	2,729	2,758	1.1	21.2	169	172	1.8	9.6	6.2	6.2	0.0
해외 전체	1,868	1,810	-3.1	100.0	303	191	-37.0	100.0	16.2	10.6	-5.7
생활용품	925	715	-22.7	39.5	120	52	-56.6	27.3	13.0	7.3	-5.7
화장품	896	1,034	15.3	57.1	179	131	-26.9	68.5	20.0	12.7	-7.3
기타	47	62	30.9	3.4	4	8	95.8	4.1	8.5	12.7	4.2

자료: LG생활건강, IBK투자증권

15.1Q (억원, yoy)

생활:

매출액 4,159 (3.5%)

영업이익 522 (16.3%)

화장품:

매출액 6,103(34.5%) 영업이익

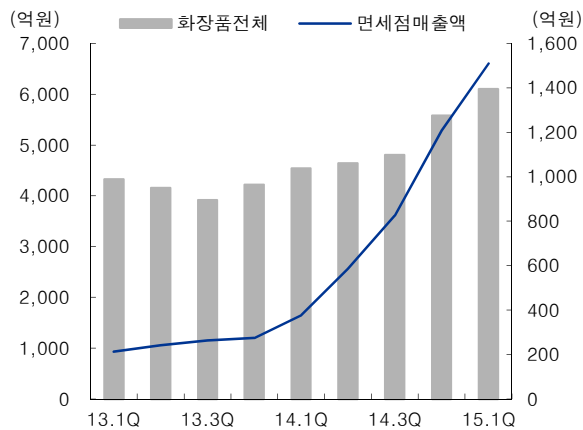
1,090(63.9%)

음료:

매출액 2,729(1.1%)

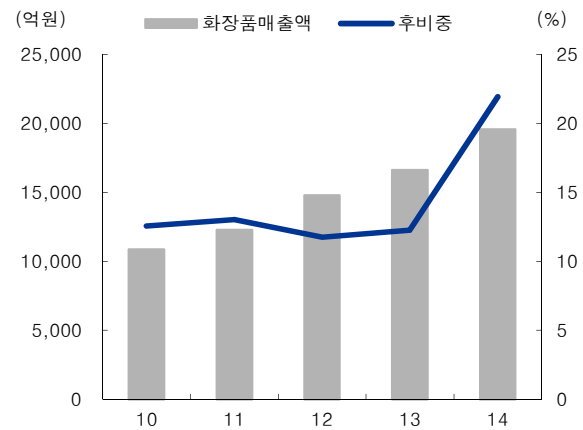
영업이익 172(1.8%)

그림 11. 면세점 매출액 비중— 전사 및 화장품전체 대비



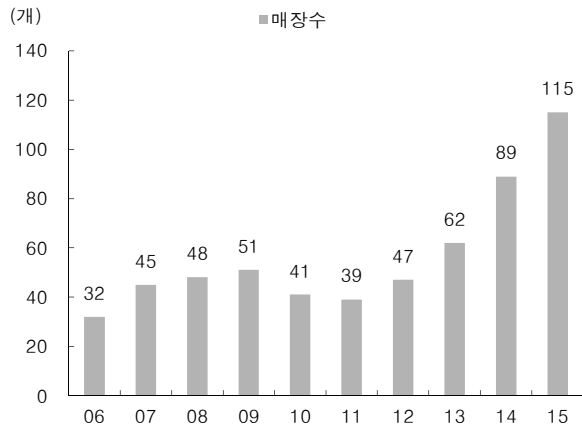
자료: LG생활건강, IBK투자증권

그림 12. 전사 화장품 매출액 대비 후 매출비중(해외포함)



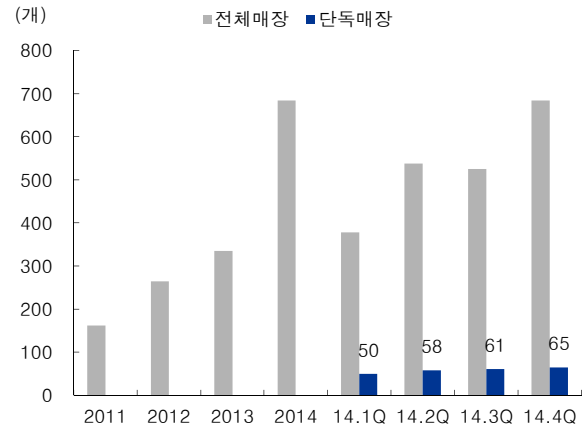
자료: LG생활건강, IBK투자증권

그림 13. 중국 내 '후' 매장 수 급증



자료: LG생활건강, IBK투자증권

그림 14. 중국 더 페이스샵 매장수 추이- 단독매장에 전략 강화



자료: LG생활건강, IBK투자증권

표 15. 2015년 IBK 수정 전망치 및 회사 가이드스 매출액 8%, 영업이익 9.6% 비교

(단위: 십억원, %)

	2013	2014	2015(IBK 기준)	YoY	2015(IBK 변경)	YoY	2015(가이드스)	YoY
매출액	4,326	4,678	5,337	14.1	5,587	19.5	5,050	19.5
영업이익	496	511	584	14.3	677	32.5	560	32.5
opm	11.5	10.9	10.9	0.0	12.1	0.2	11.1	0.2
순이익	340	355	428	20.6	487	37.2	-	-

자료: LG생활건강, IBK투자증권, IFRS연결기준

표 16. 2013년 및 2014년 부문별 실적 현황

(단위: 억원, %)

매출액	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q	2013	YoY	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q	2014	YoY
전체	10,723	10,755	11,518	10,266	43,262	11.0	11,284	11,424	12,304	11,759	46,770	8.1
생활용품	3,759	3,312	4,139	3,214	14,424	13.9	4,019	3,402	4,087	3,511	15,019	4.1
화장품	4,327	4,154	3,916	4,220	16,616	12.3	4,536	4,642	4,802	5,580	19,560	17.7
음료	2,638	3,289	3,463	2,832	12,222	6.2	2,729	3,380	3,415	2,667	12,191	-0.3
해외 전체	1,663	1,603	1,647	1,778	6,691	50.0	1,868	1,750	1,686	2,031	7,335	9.6
생활용품	801	737	831	698	3,067	57.0	925	775	713	733	3,147	2.6
화장품	823	818	767	1,043	3,451	48.5	897	917	914	1,263	3,990	15.6
기타	39	48	49	38	174	-4.3	47	58	59	37	198	13.8
영업이익	1,459	1,202	1,455	848	4,964	11.4	1,283	1,215	1,502	1,111	5,110	2.9
생활용품	510	258	563	252	1,582	9.7	449	303	580	268	1,600	1.1
화장품	790	606	514	423	2,331	9.8	665	631	639	789	2,724	16.9
음료	159	339	379	174	1,051	18.0	169	281	282	55	787	-25.1
해외 전체	367	260	219	264	1,110	49.2	303	199	153	212	867	-17.1
생활용품	135	75	94	61	365	75.5	120	66	43	46	275	-21.5
화장품	230	177	119	199	725	37.1	179	127	103	164	572	-15.1
기타	3	8	7	3	21	162.5	4	6	7	2	19	-13.3

자료: LG생활건강, IBK투자증권, IFRS연결기준

2015년 화장품 호황은 역사적으로 강한 대세

2015년 LG생활건강이 제시하고 있는 가이드스는 매출액 8.0%, 영업이익 9.6%이다. 그러나 15.1분기 실적 결과와 화장품 업황(국내 면세점 확대, 중국인 전자비자 발급 개선)에 근거할 때 가이드스는 매우 보수적으로 판단된다. IBK의 2015년 전망치역시 1분기를 반영하며 기존 대비 매출액은 4.7% 상향한 55,868억원(+19.5%)을 영업이익은 15.9% 상향한 6,770억원(+32.5%)을 제시한다.

하반기
시내 면세점 사업
허가 3개(대기업 2개,
중소기업) 업체 추가

중국인 단체관광비자
전자발급 도입 등

중국 수요와
면세점 중심의
화장품 사업 확대 충분

- 1) 면세점에서의 화장품 고성장은 2015년에도 강한 중국인 수요를 반영할 전망이다. 하반기 중 시내 면세점 사업권 허가가 3개 업체 추가에 이어, 중국인 전자비자 발급이 단체관광에 도입될 계획이기 때문이다.
- 2) 다소 지연되고 있지만 금년 하반기 이후 해외 채널의 구조조정 효과가 중국 법인을 중심으로 구체화될 것으로 판단하기 때문이다. 현재까지는 일본 엔저 영향 및 중국 채널에 대한 강도높은 구조조정 작업이 진행 중에 있다. 그러나 온라인과 전문점 등의 신규 확대를 통해 2015년 하반기 이후 ‘더페이스샵’의 정상화가 고 있기 때문이다. 7년 CAGR(07년-14년) 기준 매출액과 영업이익 성장성이 각각 22%를 시현한 점에 근거할 때 최근 2014년, 2015년의 가이드스는 보수적이다. 이는 화장품의 약진에도 당분간 음료부문의 통상임금 이슈가 존재하기 때문이다. 그러나 1분기 결과 2015년은 생활과 음료부문은 기저효과와 M/S우위를 배경 화장품의 성장 정도에 따라 전사적 화장품 가치 회복에 따른 Valuation Premium 회복은 가능한 것으로 판단한다.

LG생활건강의 목표주가를 1,280,000원으로 상향하며 매수의견을 유지한다. 회사의 주가는 2014년 화장품부문 호조에도 생활과 음료의 사업 환경 악화와 실적 쇼크로 역사적 호황기에 편승하지 못하는 모습이었다. 금번 실적을 통해 비화장품 부문의 정상화가 확인되었으며 화장품은 기대 이상으로 업황 호황을 반영했다. 물론 해외 사업은 개선 작업 중에 있어 실질적인 턴어라운드는 2015년 하반기 이후를 전망한다. 비록 면세점과 중국인 수요를 타사 대비 한 박자 늦게 반영하고 있는 상황이지만 ‘후’에 이어 프레스티지 매출 성장성이 100% 이상으로 확대되고 있어 2015년 업황 호황을 누리기에 충분한 브랜드 경쟁력을 갖춘 것으로 판단된다.

표 17. 2015년 부문별 수익추정 상황조정

(단위: 억원, %)

매출액	15,1Q	15,2Q	15,3Q	15,4Q	2015F수정전	YoY	15,1Q(P)	15,2Q	15,3Q	15,4Q	2015F수정후	YoY
전체	12,525	12,681	14,250	13,910	53,366	14.1	13,020	13,681	14,917	14,210	55,828	19.4
생활용품	4,120	3,606	4,273	3,551	15,550	3.5	4,159	3,606	4,273	3,626	15,664	4.3
화장품	5,855	5,755	5,993	6,293	23,896	22.2	6,103	6,321	6,593	6,879	25,896	32.4
음료	2,550	3,320	3,984	4,066	13,920	14.2	2,758	3,754	4,051	3,705	13,920	14.2
해외 전체	2,073	2,013	1,905	2,437	8,428	14.9	1,810	2,013	1,905	2,437	8,165	11.3
생활용품	999	868	820	755	3,442	9.4	715	868	820	755	3,159	0.4
화장품	1,121	1,146	1,051	1,478	4,796	20.2	1,034	1,146	1,051	1,478	4,709	18.0
기타	35	61	55	39	190	-4.1	62	61	55	39	190	-4.1
영업이익	1,424	1,373	1,727	1,311	5,835	14.2	1,785	1,641	1,878	1,466	6,770	32.5
생활용품	455	310	567	275	1,607	0.4	522	411	567	275	1,775	10.9
화장품	899	865	773	895	3,432	26.0	1,090	935	1,021	1,115	4,161	52.8
음료	100	210	290	196	796	1.1	172	295	290	76	833	5.8
해외 전체	301	200	185	231	917	5.8	191	200	185	231	807	-6.9
생활용품	110	58	65	55	288	4.8	52	58	65	55	230	-16.3
화장품	185	135	110	170	600	4.9	131	135	110	170	546	-4.6
기타	6	7	10	6	29	52.0	8	7	10	6	31	62.5

자료: LG생활건강, IBK투자증권, IFRS연결기준

표 18. LG생활건강 Valuation 및 목표주가 760,000원에서 1,280,000원 상향

구분		기존→변경
2015년F EPS(지배주주 기준)		23,821원→ 26,636원
전사 기준 Target P/E		31배→ 40배 (당사 커버리지 기준 화장품생활용품 평균 대비 프리미엄 수준 25%)
사업부문별		1) 생활용품 24,216억원 → 30,000억원 추정 영업순이익 2,118억원→2,500억원 Target P/E 12배 적용 유지 (필수소비재 평균 P/E 대비 10% 프리미엄- 홈케어 M/S 1위 (3년 연평균 영업이익 성장 6% 추정, 시장 역신장) 2) 화장품 90,010 억원 → 165,000억원 (추정 영업순이익 4,500억원→ 5,500억원 P/E 30배 적용(화장품 업종 평균) 3) 음료 사업부 11,000억원 유지 (추정 영업순이익 1,100억원 Target P/E 10배 적용, 음료 업종 평균 P/E 대비 10% 디스카운트 적용, 영진약품 드링크 인수로 편의점 시너지 구체화)
기존	추정순차입금	6,000억원
	총기업가치	119,226억원
	총 발행주식수 (천주)	15,618
	산출주가 및 투자익	760,000원, 매수(유지)
변경	추정순차입금	5,000억원
	총기업가치	201,000억원
	총 발행주식수 (천주)	15,618
	산출주가 및 투자익	1,280,000원, 매수(유지)

자료: LG생활건강, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
매출액	4,326	4,677	5,587	6,420	7,172
증가율(%)	11.0	8.1	19.5	14.9	11.7
매출원가	2,032	2,102	2,571	3,016	3,371
매출총이익	2,294	2,575	3,016	3,405	3,801
매출총이익률(%)	53.0	55.1	54.0	53.0	53.0
판매비	1,798	2,064	2,336	2,631	2,905
판매비율(%)	41.6	44.1	41.8	41.0	40.5
영업이익	496	511	680	769	891
증가율(%)	11.4	2.9	33.1	13.1	15.9
영업이익률(%)	11.5	10.9	12.2	12.0	12.4
순금융손익	-22	-28	-21	-9	-30
이자손익	-34	-32	-34	-40	-30
기타	12	4	12	31	0
기타영업외손익	-4	-8	-7	-2	-8
종속/관계기업손익	4	5	0	0	0
세전이익	473	480	652	758	853
법인세	108	126	165	182	205
법인세율	22.8	26.2	25.3	24.0	24.0
계속사업이익	366	355	487	576	648
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	366	355	487	576	648
증가율(%)	17.2	-3.0	37.4	18.2	12.6
당기순이익률(%)	8.5	7.6	8.7	9.0	9.0
지배주주당순이익	357	349	476	567	639
기타포괄이익	-87	-52	0	0	0
총포괄이익	279	303	487	576	648
EBITDA	607	632	795	902	1,045
증가율(%)	9.5	4.2	25.7	13.5	15.9
EBITDA마진율(%)	14.0	13.5	14.2	14.0	14.6

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
유동자산	981	1,214	1,733	2,093	2,283
현금및현금성자산	143	338	674	900	948
유가증권	13	18	22	27	72
매출채권	411	408	493	561	627
재고자산	376	411	497	549	574
비유동자산	2,454	2,614	2,790	2,966	3,150
유형자산	1,022	1,102	1,253	1,391	1,552
무형자산	1,286	1,346	1,331	1,316	1,302
투자자산	49	53	75	99	102
자산총계	3,435	3,828	4,523	5,059	5,433
유동부채	982	1,036	1,333	1,377	1,202
매입채무및기타채무	202	208	327	395	416
단기차입금	318	130	157	86	36
유동성장기부채	80	239	139	39	-111
비유동부채	978	1,084	1,065	1,111	1,143
사채	648	828	828	828	828
장기차입금	86	12	12	12	12
부채총계	1,960	2,120	2,398	2,489	2,345
지배주주지분	1,409	1,637	2,046	2,483	2,991
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
자본조정등	-73	-79	-79	-79	-79
기타포괄이익누계액	-119	-158	-158	-158	-158
이익잉여금	1,415	1,689	2,098	2,534	3,043
비지배주주지분	67	71	78	87	97
자본총계	1,475	1,709	2,125	2,570	3,088
비이자부채	828	911	1,262	1,524	1,580
총차입금	1,132	1,209	1,136	965	765
순차입금	976	852	439	37	-255

투자지표

(12월 결산)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	20,166	19,722	26,856	32,007	36,038
BPS	79,516	92,417	115,484	140,131	168,810
DPS	3,750	4,000	4,000	4,000	4,000
밸류에이션(배)					
PER	27.2	31.6	34.7	29.2	25.9
PBR	6.9	6.7	8.1	6.7	5.5
EV/EBITDA	16.6	17.8	20.2	17.3	14.7
성장성지표(%)					
매출증가율	11.0	8.1	19.5	14.9	11.7
EPS증가율	17.6	-2.2	36.2	19.2	12.6
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
ROE	27.4	22.9	25.8	25.0	23.3
ROA	11.8	9.8	11.7	12.0	12.4
ROIC	16.0	13.7	18.7	22.1	23.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	132.8	124.1	112.9	96.8	75.9
순차입금 비율(%)	66.2	49.9	20.7	1.5	-8.2
이자보상배율(배)	13.3	13.6	15.5	16.0	23.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.1	11.4	12.4	12.2	12.1
재고자산회전율	12.5	11.9	12.3	12.3	12.8
총자산회전율	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	390	466	558	649	757
당기순이익	366	355	487	576	648
비현금성 비용 및 수익	273	306	142	148	197
유형자산감가상각비	97	105	99	118	139
무형자산상각비	14	16	15	15	14
운전자본변동	-92	-32	-37	-35	-58
매출채권등의감소	-44	11	-85	-68	-66
재고자산의감소	-49	-32	-86	-52	-25
매입채무등의증가	42	3	119	68	21
기타 영업현금흐름	-157	-163	-34	-40	-30
투자활동 현금흐름	-493	-278	-302	-325	-394
유형자산의 증가(CAPEX)	-134	-187	-250	-255	-300
유형자산의 감소	5	10	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-7	-5	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-8	0	-22	-31	-23
기타	-348	-95	-30	-38	-72
재무활동 현금흐름	185	8	84	-98	-615
차입금의증가(감소)	1	19	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	185	-11	84	-98	-615
기타 및 조정	-4	-1	-4	0	0
현금의 증가	78	195	336	227	-253
기초현금	65	143	338	674	900
기말현금	143	338	674	900	648

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)	적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)	비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

아모레퍼시픽 주가 및 목표주가 추이	과거 투자 의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자 의견	목표주가	추천일자	투자 의견	목표주가
	2013.05.08	중립	-			
	2014.05.11	매수	1,600,000원			
	2014.08.12	매수	2,300,000원			
	2014.09.30	매수	3,000,000원			
	2015.02.25	매수	3,600,000원			
	2015.04.22	매수	5,300,000원			

LG생활건강 주가 및 목표주가 추이	과거 투자 의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자 의견	목표주가	추천일자	투자 의견	목표주가
	2013.12.22	매수	680,000원			
	2014.01.23	중립	-			
	2015.01.27	매수	760,000원			
	2015.04.22	매수	1,280,000원			