

2017. 1. 11



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **28,000 원**
 현재주가 (1.10) **20,350 원**
 상승여력 **37.6%**

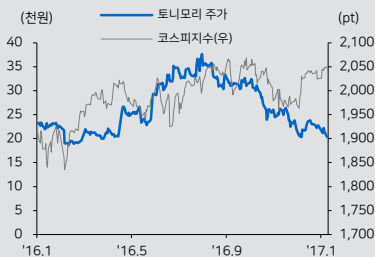
KOSPI 2,045.12pt
 시가총액 3,590억원
 발행주식수 1,764만주
 유동주식비율 32.87%
 외국인비중 9.09%
 52주 최고/최저가 56,500원 / 20,350원
 평균거래대금 28.2억원

주요주주(%)

배해동 외 3인 66.1
 Morgan Stanley 5.0

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.08	-37.64	-12.54
상대주가	-0.69	-42.79	-11.74

주가그래프



토니모리 214420

밸류에이션 부담 완화

- ✓ 4Q 매출액 653억원 (+3.8% YoY), 영업이익 46억원 (+19.8% YoY) 전망
- ✓ 색조 신제품 효과로 국내는 선방, 중국 구조조정과 수출 지연으로 다소 부진할 전망
- ✓ 국내 브랜드샵 내 토니모리의 시장 점유율 꾸준한 상승세
- ✓ 유럽과 미국 중심으로 수출 확대 지속, 주가 프리미엄 요인으로 작용할 전망
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 28,000원 제시

4Q 연결기준 영업이익 46억원 (+19.8% YoY) 예상

토니모리의 연결기준 4분기 실적은 매출액 653억원 (+3.8% YoY), 영업이익 46억원 (+19.8% YoY) 기록하여, 시장 컨센서스 (매출액 679억원, 영업이익 61억원) 대비 소폭 하회할 전망이다. 국내법인은 4분기 색조 신제품 (틴트류, 하이라이터, 아이라이너 등) 판매 효과로 3분기 대비 매출액 성장률이 회복되겠지만, 추가로 예상했던 일부 유럽 수출 물량이 2017년 1분기로 지연되고 중국 판매법인 구조조정 효과가 반영되어 시장 기대치를 다소 하회할 전망이다.

국내 브랜드샵 내 점유율 상승세, 해외 수출 채널 다변화 지속될 전망

국내 브랜드샵 내 토니모리의 시장 점유율은 꾸준히 상승하고 있다. 또한 토니모리의 해외 수출이 중국을 비롯한 미국, 유럽 등으로 확산되면서 2017년 수출 매출액은 전년대비 22% 증가할 전망이다. 유럽 세포라 내 브랜드 홍보 효과를 강화하는 동시에 유럽 세포라 외 다른 유통 채널에서의 PB브랜드 출시 가능성도 높다. 미국 또한 드럭스토어 등 신규 채널 진출이 지속될 전망이다. 수출 아이템이 다변화되면서 수출 평균단가 또한 상승세다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 28,000원 제시

토니모리는 유럽과 미국 중심으로 수출이 꾸준히 증가하면서 주가 프리미엄 요인으로 작용할 전망이다. 따라서 토니모리에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 지난해 말 50% 무상증자로 EPS 조정과 적정 PER 하향 (중국 불확실성)에 따른 적정주가 28,000원을 제시한다. 적정주가는 2017년 예상 EPS에 적정 PER 25배 (중소형 화장품 최근 5년 평균 PER 대비 30% 프리미엄)를 적용하여 산출하였다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2015	219.9	17.4	13.4	825	N/A	6,487	30.6	3.9	20.3	11.5	33.0
2016E	242.3	21.6	15.6	885	7.3	7,072	25.7	3.2	14.2	12.8	29.9
2017E	264.9	24.9	19.7	1,114	25.8	7,886	18.3	2.6	10.6	14.6	29.4
2018E	290.1	29.0	22.2	1,257	12.8	8,843	16.2	2.3	8.9	14.8	28.7

표1 4Q16 Earnings Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	65.3	62.9	3.8	60.0	8.8	67.9	-3.8
영업이익	4.6	3.8	19.8	8.0	-42.9	6.1	-25.1
지배주주순이익	5.1	4.9	4.1	4.2	21.4	4.6	10.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 추정치 변경내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2016E	2017 E	2016 E	2017 E	2016 E	2017 E
매출액	248.2	280.7	242.3	264.9	-2.4	-5.6
영업이익	20.4	24.7	21.6	24.9	5.9	0.8
지배주주순이익	16.3	19.5	15.6	19.7	-4.3	1.0

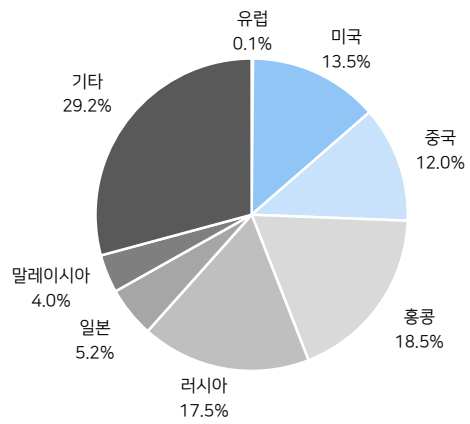
자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 토니모리 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2016E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	226.7	60.0	57.0	60.0	65.3	242.3	64.6	62.4	68.2	69.7	264.9
증가율 (% YoY)	10.5	20.2	4.6	1.0	3.8	6.9	7.7	9.5	13.6	6.8	9.3
로드	114.8	29.0	28.2	26.7	31.6	115.4	29.2	28.9	26.9	32.7	117.8
유통매장	56.9	15.2	14.6	14.2	16.4	60.4	15.5	14.9	14.4	16.8	61.6
면세점	20.4	4.8	4.7	5.0	5.9	20.3	4.9	4.8	5.2	6.1	21.0
온라인	6.7	2.1	1.9	1.4	2.4	7.8	2.2	2.0	1.5	2.5	8.2
수출	27.9	10.7	9.9	16.7	9.0	46.2	12.8	11.8	20.1	11.7	56.4
비중 (%)											
로드	50.7	48.3	49.5	44.5	48.4	47.6	45.3	46.3	39.5	46.9	44.5
유통매장	25.1	25.3	25.6	23.6	25.2	24.9	24.0	23.8	21.2	24.1	23.2
면세점	9.0	8.0	8.2	8.3	9.0	8.4	7.5	7.7	7.6	8.7	7.9
온라인	3.0	3.5	3.3	2.4	3.7	3.2	3.4	3.1	2.2	3.6	3.1
수출	12.3	17.8	17.3	27.9	13.7	19.1	19.8	19.0	29.5	16.7	21.3
증가율 (% YoY)											
로드	4.6	10.8	2.9	-12.5	2.5	0.5	1.0	2.5	1.0	3.5	2.1
유통매장	14.6	19.8	5.0	-0.1	2.0	6.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
면세점	-16.0	-24.3	-8.5	51.1	5.0	-0.1	1.0	3.0	5.0	3.0	3.0
온라인			-18.0	-37.0	10.0	15.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
수출	29.9	125.7	70.6	81.1	10.0	65.7	20.0	20.0	20.0	30.0	21.9
매출원가	100.8	27.0	27.0	26.0	29.4	109.3	29.1	30.0	29.3	31.7	120.0
증가율 (% YoY)	-0.4	12.4	2.5	8.3	10.9	8.5	7.7	11.0	12.8	8.0	9.8
매출원가율 (%)	44.5	45.0	47.4	43.3	45.0	45.1	45.0	48.0	43.0	45.5	45.3
매출총이익	125.9	33.0	29.1	34.0	35.9	133.0	35.5	32.5	38.9	38.0	144.9
증가율 (% YoY)	21.1	27.5	3.3	-4.1	-1.4	4.9	7.7	11.6	14.3	5.8	9.7
매출총이익률 (%)	55.5	55.0	51.0	56.7	55.0	54.5	55.0	52.0	57.0	54.5	54.7
판관비	101.7	27.0	27.0	26.0	31.3	111.5	29.7	28.1	29.3	32.7	120.0
증가율 (% YoY)	14.2	27.2	5.4	0.3	8.4	9.5	10.1	4.0	12.8	4.5	7.7
판관비중 (%)	44.9	45.0	47.4	43.3	48.0	46.0	46.0	45.0	43.0	47.0	45.3
영업이익	17.4	5.4	2.9	8.0	4.6	21.6	5.8	4.4	9.5	5.2	24.9
증가율 (% YoY)	17.3	15.9	1,078.8	11.0	19.8	20.0	7.5	48.2	19.3	14.4	19.3
영업이익률 (%)	7.7	9.0	5.2	13.3	7.0	8.9	9.0	7.0	14.0	7.5	9.4

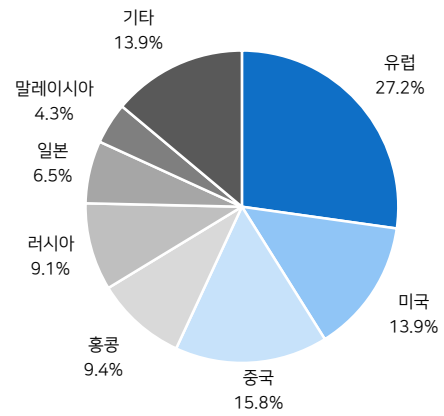
자료: 토니모리, 메리츠증권 리서치센터

그림1 2015년 지역별 매출비중



자료: 토니모리, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 3Q16 누계 지역별 매출비중



자료: 토니모리, 메리츠증권증권 리서치센터

토니모리(214420)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	N/A	219.9	242.3	264.9	290.1
매출액증가율 (%)	N/A	N/A	10.2	9.3	9.5
매출원가	N/A	100.8	109.3	120.0	130.5
매출총이익	N/A	119.1	133.0	144.9	159.5
판매비와관리비	N/A	101.7	111.5	120.0	130.5
영업이익	N/A	17.4	21.6	24.9	29.0
영업이익률 (%)	N/A	7.9	8.9	9.4	10.0
금융수익	N/A	0.6	1.0	1.0	1.0
종속/관계기업관련손익	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	N/A	1.3	-2.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	N/A	19.3	20.5	25.9	30.0
법인세비용	N/A	5.8	4.9	6.2	7.8
당기순이익	N/A	13.4	15.6	19.7	22.2
지배주주지분 순이익	N/A	13.4	15.6	19.7	22.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	N/A	-1.0	16.7	24.1	27.5
당기순이익(손실)	N/A	13.4	15.6	19.7	22.2
유형자산감가상각비	N/A	1.2	3.5	5.2	6.2
무형자산상각비	N/A	0.1	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	N/A	-19.3	-2.5	-0.7	-0.8
투자활동 현금흐름	N/A	-20.8	-33.9	-23.9	-19.4
유형자산의 증가(CAPEX)	N/A	-9.4	-30.0	-20.0	-15.0
투자자산의 감소(증가)	N/A	-14.1	-1.4	-1.5	-1.6
재무활동 현금흐름	N/A	47.4	-7.5	-5.3	-5.3
차입금증감	N/A	4.0	-4.0	0.0	0.0
자본의증가	N/A	57.5	0.0	0.0	0.0
현금의증가	N/A	25.6	-24.8	-5.1	2.8
기초현금	N/A	18.4	44.0	19.2	14.0
기말현금	N/A	44.0	19.2	14.0	16.9

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	N/A	110.0	91.9	93.6	104.0
현금및현금성자산	N/A	44.0	19.2	14.0	16.9
매출채권	N/A	19.9	22.0	24.0	26.3
재고자산	N/A	19.5	21.4	23.4	25.7
비유동자산	N/A	45.6	73.5	89.8	100.2
유형자산	N/A	27.9	54.4	69.2	78.0
무형자산	N/A	2.6	2.6	2.6	2.6
투자자산	N/A	14.1	15.5	17.0	18.6
자산총계	N/A	155.6	165.4	183.3	204.2
유동부채	N/A	37.1	36.5	39.9	43.7
매입채무	N/A	11.8	13.0	14.2	15.6
단기차입금	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	N/A	4.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	N/A	1.5	1.6	1.7	1.9
사채	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	N/A	38.6	38.1	41.6	45.6
자본금	N/A	2.4	2.4	2.4	2.4
자본잉여금	N/A	55.1	55.1	55.1	55.1
기타포괄이익누계액	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	N/A	59.6	69.9	84.2	101.1
비지배주주지분	N/A	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	N/A	117.0	127.3	141.7	158.6

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	N/A	13,497	13,736	15,017	16,444
EPS(지배주주)	N/A	825	885	1,114	1,257
CFPS	N/A	2,224	1,309	1,705	1,993
EBITDAPS	N/A	1,153	1,422	1,705	1,993
BPS	N/A	6,487	7,072	7,886	8,843
DPS	5,000	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.0	1.2	1.3	1.5	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	N/A	30.6	25.7	18.3	16.2
PCR	N/A	17.0	17.4	11.9	10.2
PSR	N/A	1.9	1.7	1.4	1.2
PBR	N/A	3.9	3.2	2.6	2.3
EBITDA	N/A	18.8	25.1	30.1	35.2
EV/EBITDA	N/A	20.3	14.2	10.6	8.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	N/A	11.5	12.8	14.6	14.8
EBITDA 이익률	N/A	8.5	10.4	11.4	12.1
부채비율	N/A	33.0	29.9	29.4	28.7
금융비용부담률	N/A	0.1	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	N/A	71.9	89.0		
매출채권회전율(x)	N/A	11.0	11.6	11.5	11.5
재고자산회전율(x)	N/A	11.3	11.8	11.8	11.8

Compliance Notice

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

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

토니모리(214420) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2016.06.27	산업분석	Hold	52,000	양지혜	
2016.08.09	기업브리프	Trading Buy	60,000	양지혜	
2016.10.13	산업분석	Buy	58,000	양지혜	
2017.01.11	기업브리프	Buy	28,000	양지혜	