



하나금융그룹

2018년 4월 16일 | Equity Research

아모레퍼시픽 (090430)

중국 인바운드 회복 수혜 본격화 전망

1분기 영업이익 YoY 21% 감소 예상

1분기 연결 영업이익은 전년 동기대비 21% 감소한 2,510억 원 수준으로 예상한다. 전체 영업이익의 50%를 차지하는 면세점 매출이 YoY 30% 이상 역신장하면서 감익의 주 요인으로 작용할 전망이다. 중국 법인은 매출 성장률은 YoY 10% 증가에 그칠 전망이다. 2017년 1~2월 YoY 60% 가까이 고 신장한 바 있다. 국내 사업 역신장 폭은 크게 줄어들 전망이다. 특히, 방판 사업(YoY 1%)은 전년도 인력 구조조정이 완료되고, 아모레퍼시픽을 비롯 판매 라인업이 확대되면서 뚜렷한 회복세를 기대하고 있다. 자사물을 중심으로 온라인 채널도 고성장 중인데, 홈쇼핑 이탈 기저효과가 본격화되는 3분기부터 실적 기여도가 커질 전망이다.

중국 인바운드 회복으로 실적 모멘텀 회복 본격화

지난 3월, 13개월만에 중국 인바운드가 YoY (+) 전환했다 (YoY 13%). 중국 정부 규제 완화와 기저효과로 2018년 중국 인바운드는 730만명(YoY 75%, 4월 47만명, 8월까지 전월대비 8만명 내외 증가 가정), 아모레퍼시픽 면세점 매출은 YoY 30% 증가한 1.4조원 수준으로 추정한다. 중국인 관광객 매출 YoY 70%, 내국인 관광객 매출 YoY 10%를 가정한 수치다. 면세점 채널에서 중국인이 차지하는 비중은 2017년 35%까지 하락하였다. 중국 사업은 마케팅 재개로 매출 YoY 23% 성장을 전망한다. 설화수가 높은 매출 성장률을 구가하고 있고, 라네즈가 YoY (+) 성장을 지속할 것으로 예상된다. 설화수 기여도가 커지는 가운데, 헤라/아이오페/에뛰드/려 등 신규 브랜드들의 성공적 안착이 관건이다.

투자의견 '중립'→'매수', 목표주가 32만원→39만원 상향

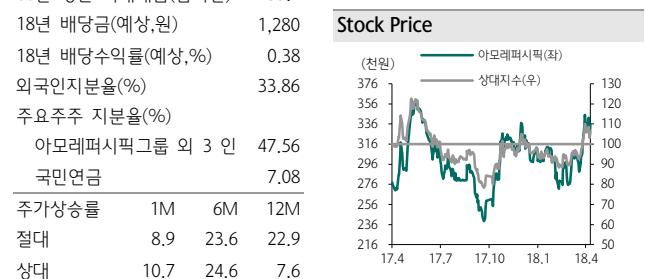
실적 추정치 및 밸류에이션 상향 조정으로 목표주가와 투자 의견을 모두 올린다. 39만원은 12MF PER 35배로 2020년 EPS에 적정 PER 28배를 적용한 후 8%로 현재가치 할인한 수치다. 글로벌 화장품 브랜드 업체 Peer 그룹 평균(32.3배) 대비 높은 수준이지만, 중국내 성장률 회복에 의한 시장점유율 상승 가능성, 국내 사업 판매규제를 완화에 의한 추가적인 매출 증가 가능성, 방판과 온라인을 중심으로 한 국내 사업 추가 실적 개선 가능성을 감안하였다.

Update

BUY(상향)

| TP(12M): 390,000원(상향) | CP(4월 13일): 335,000원

Key Data	Consensus Data	
	2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,455.07	
52주 최고/최저(원)	361,000/239,500	
시가총액(십억원)	19,583.6	
시가총액비중(%)	1.63	
발행주식수(천주)	58,458.5	
60일 평균 거래량(천주)	182.0	
60일 평균 거래대금(십억원)	55.4	
18년 배당금(예상,원)	1,280	
18년 배당수익률(예상,%)	0.38	
외국인지분율(%)	33.86	
주요주주 지분율(%)		
아모레퍼시픽그룹 외 3 인	47.56	
국민연금	7.08	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	8.9 23.6 22.9	
상대	10.7 24.6 7.6	



투자지표	단위	2016		2017		2018F		2019F		2020F	
		2016	2017	2017	2018F	2019F	2020F	2016	2017	2018F	2020F
매출액	십억원	5,645.4	5,123.8	6,039.8	7,020.6	8,059.5					
영업이익	십억원	848.1	596.4	797.4	1,005.7	1,222.2					
세전이익	십억원	856.6	567.3	786.0	1,002.2	1,226.2					
순이익	십억원	639.3	394.0	583.6	746.6	916.4					
EPS	원	9,262	5,709	8,456	10,818	13,279					
증감률	%	10.7	(38.4)	48.1	27.9	22.7					
PER	배	34.71	53.34	39.62	30.97	25.23					
PBR	배	5.72	5.06	4.97	4.36	3.77					
EV/EBITDA	배	19.47	23.22	20.28	16.37	13.31					
ROE	%	17.70	9.81	13.26	15.00	16.02					
BPS	원	56,222	60,206	67,381	76,919	88,917					
DPS	원	1,580	1,280	1,280	1,280	1,280					



Analyst 박종대

02-3771-8544

forsword@hanafn.com

RA 배송이

02-3771-7520

songi0703@hanafn.com


하나금융투자

1분기 연결 매출과 영업이익 각각
전년 동기대비 6.2%, 20.8% 감소한
1조 4,720억원과 2,510억원 수준
예상

표 1. 아모레퍼시픽 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결) (단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	1,569	1,205	1,210	1,140	5,124	1,472	1,511	1,558	1,499	6,040
화장품	941	695	639	555	2,830	808	869	853	794	3,324
생활용품	163	111	151	92	517	149	122	175	94	540
해외화장품	477	409	427	508	1,821	515	520	529	655	2,220
영업이익	317	102	101	77	596	251	201	209	136	797
화장품	215	85	56	48	403	154	139	136	99	529
생활용품	20	(2)	11	(14)	15	8	14	17	(10)	29
해외화장품	88	20	46	41	194	90	48	55	66	259
세전이익	295	111	106	55	567	248	198	206	133	786
순이익	224	77	80	17	398	188	150	156	96	589
영업이익률(%)	20.2	8.4	8.4	6.7	11.6	17.0	13.3	13.4	9.1	13.2
화장품	22.8	12.2	8.8	8.6	14.2	19.0	16.0	16.0	12.5	15.9
생활용품	12.0	(1.8)	7.0	(14.8)	2.8	5.1	11.3	9.9	(10.8)	5.3
해외화장품	18.5	4.8	10.6	8.1	10.7	17.4	9.3	10.4	10.0	11.7
세전이익률(%)	18.8	9.2	8.8	4.8	11.1	16.9	13.1	13.2	8.9	13.0
순이익률(%)	14.2	6.4	6.6	1.5	7.8	12.7	9.9	10.0	6.4	9.8

자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

표 2. 아모레퍼시픽 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

2018년 면세점, 중국 매출 각각 YoY
30%, 23% 증가한 1.4조원과 1.5조원
추정

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	5,645	5,124	6,040	7,021	8,059
화장품	3,449	2,830	3,324	3,785	4,286
생활용품	552	517	540	565	589
해외화장품	1,697	1,821	2,220	2,670	3,184
영업이익	848	596	797	1,006	1,222
화장품	668	403	529	636	746
생활용품	10	15	29	65	101
해외화장품	211	194	259	327	402
세전이익	857	567	786	1,002	1,226
순이익	646	398	589	754	926
지배주주순이익	639	394	584	747	916
적정시가총액	18,861	20,370	22,000	23,760	25,660
주식수(천주)	58,458	58,458	58,458	58,458	58,458
적정주가(천원)	323	348	376	406	439
적정PER(배)	29.5	51.7	37.7	31.8	28.0
EPS(원)	10,935	6,740	9,983	12,772	15,677
영업이익률(%)	15.0	11.6	13.2	14.3	15.2
화장품	16.7	12.0	13.7	14.6	15.3
생활용품	1.8	2.8	5.3	11.5	17.2
해외화장품	12.4	10.7	11.7	12.2	12.6
매출 (YoY, %)	18.4	(9.2)	17.9	16.2	14.8
화장품	14.0	(17.9)	17.5	13.9	13.2
생활용품	3.6	(6.3)	4.5	4.6	4.3
해외화장품	35.0	7.3	21.9	20.3	19.2
영업이익 (YoY, %)	9.7	(29.7)	33.7	26.1	21.5
국내부문	12.5	(39.6)	31.1	20.3	17.3
해외화장품	32.0	(7.7)	33.2	26.3	22.9
순이익 (YoY, %)	10.4	(38.4)	48.1	27.9	22.7

자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

표 3. 글로벌 화장품 브랜드 업체 Peer

		P&G	에스티로더	로레알	시세이도	유니레버
Ticker	pg us equity	el us equity	or fp equity	4911 jp equity	ulvr ln equity	
주가(USD)	78.4	148.8	235.9	62.4	56.0	
시가총액(mn USD)	196,109	53,949	122,097	24,693	157,798	
P/E	2016	18.7	48.4	35.5	83.4	27.5
	2017	12.8	43.2	30.2	121.7	23.1
	2018F	17.5	33.1	25.4	42.9	20.3
	2019F	16.5	29.6	23.9	34.8	18.8
P/S	2016	3.0	4.8	4.4	3.1	2.7
	2017	3.0	4.6	4.2	2.8	2.6
	2018F	2.9	4.0	3.7	2.5	2.4
	2019F	2.8	3.8	3.6	2.3	2.4
P/B	2016	3.8	15.3	5.1	7.4	9.2
	2017	3.8	12.5	4.4	6.6	9.4
	2018F	3.6	11.9	3.9	5.7	9.4
	2019F	3.6	10.8	3.7	5.1	10.1
EV/EBITDA	2016	11.9	26.6	20.8	35.2	15.0
	2017	11.7	25.0	18.9	22.3	13.2
	2018F	12.3	20.0	16.2	18.8	13.5
	2019F	11.8	18.2	15.3	16.2	12.9
영업이익률	2016	20.6%	14.3%	15.7%	4.3%	15.2%
	2017	21.5%	14.3%	17.3%	8.0%	16.9%
	2018F	22.0%	16.7%	18.2%	9.0%	18.1%
	2019F	22.4%	17.4%	18.5%	10.0%	19.0%
EBITDA이익률	2016	25.3%	18.0%	21.3%	9.0%	18.0%
	2017	25.8%	18.2%	22.0%	12.4%	19.8%
	2018F	26.2%	20.6%	22.6%	13.1%	20.8%
	2019F	26.6%	21.1%	22.8%	14.2%	21.4%
ROE	2016	20.2%	31.7%	14.4%	8.8%	33.5%
	2017	29.4%	28.9%	14.7%	5.4%	40.6%
	2018F	20.8%	36.0%	15.5%	13.3%	46.3%
	2019F	21.9%	36.5%	15.3%	14.7%	54.0%

자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	5,645.4	5,123.8	6,039.8	7,020.6	8,059.5
매출원가	1,424.8	1,379.7	1,648.9	1,923.6	2,224.4
매출총이익	4,220.6	3,744.1	4,390.9	5,097.0	5,835.1
판관비	3,372.6	3,147.7	3,593.6	4,091.3	4,612.9
영업이익	848.1	596.4	797.4	1,005.7	1,222.2
금융순익	11.7	10.7	12.3	14.1	16.0
종속/관계기업손익	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
기타영업외손익	(3.3)	(39.9)	(23.9)	(17.7)	(12.2)
세전이익	856.6	567.3	786.0	1,002.2	1,226.2
법인세	210.8	169.3	196.5	248.0	300.4
계속사업이익	645.7	398.0	589.5	754.2	925.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	645.7	398.0	589.5	754.2	925.7
비지배주주지분					
순이익	6.5	4.0	5.9	7.6	9.3
지배주주순이익	639.3	394.0	583.6	746.6	916.4
지배주주지분포괄이익	625.7	384.0	585.7	749.3	919.8
NOPAT	639.4	418.4	598.0	756.8	922.7
EBITDA	1,029.3	820.1	994.8	1,180.0	1,376.1
성장성(%)					
매출액증가율	18.4	(9.2)	17.9	16.2	14.8
NOPAT증가율	10.1	(34.6)	42.9	26.6	21.9
EBITDA증가율	11.9	(20.3)	21.3	18.6	16.6
영업이익증가율	9.7	(29.7)	33.7	26.1	21.5
(지배주주)순이익증가율	10.7	(38.4)	48.1	27.9	22.7
EPS증가율	10.7	(38.4)	48.1	27.9	22.7
수익성(%)					
매출총이익률	74.8	73.1	72.7	72.6	72.4
EBITDA이익률	18.2	16.0	16.5	16.8	17.1
영업이익률	15.0	11.6	13.2	14.3	15.2
계속사업이익률	11.4	7.8	9.8	10.7	11.5

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	9,262	5,709	8,456	10,818	13,279
BPS	56,222	60,206	67,381	76,919	88,917
CFPS	15,277	12,297	14,055	16,672	19,407
EBITDAPS	14,914	11,882	14,414	17,097	19,938
SPS	81,799	74,241	87,513	101,724	116,776
DPS	1,580	1,280	1,280	1,280	1,280
주가지표(배)					
PER	34.7	53.3	39.6	31.0	25.2
PBR	5.7	5.1	5.0	4.4	3.8
PCFR	21.0	24.8	23.8	20.1	17.3
EV/EBITDA	19.5	23.2	20.3	16.4	13.3
PSR	3.9	4.1	3.8	3.3	2.9
재무비율(%)					
ROE	17.7	9.8	13.3	15.0	16.0
ROA	13.3	7.5	10.2	11.5	12.3
ROIC	25.6	14.8	20.9	28.4	37.1
부채비율	33.0	28.7	29.5	29.4	28.6
순부채비율	(24.1)	(12.9)	(26.9)	(39.7)	(50.8)
이자보상배율(배)	217.5	193.6	287.6	403.1	544.3

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,116.3	1,677.5	2,542.6	3,561.0	4,741.2
금융자산	1,088.8	666.2	1,387.1	2,251.0	3,267.5
현금성자산	623.7	604.2	1,314.0	2,166.1	3,170.0
매출채권 등	355.6	381.7	449.9	523.0	600.4
재고자산	409.9	374.8	441.8	513.5	589.5
기타유동자산	262.0	254.8	263.8	273.5	283.8
비유동자산	3,065.2	3,698.2	3,511.9	3,349.5	3,208.3
투자자산	56.4	62.3	73.5	85.4	98.1
금융자산	53.7	60.0	70.7	82.2	94.3
유형자산	2,358.6	2,613.2	2,415.7	2,241.4	2,087.5
무형자산	228.1	239.7	239.7	239.7	239.7
기타비유동자산	422.1	783.0	783.0	783.0	783.0
자산총계	5,181.6	5,375.7	6,054.5	6,910.6	7,949.5
유동부채	1,171.2	1,046.4	1,204.3	1,373.3	1,552.3
금융부채	144.7	86.6	86.9	87.2	87.5
매입채무 등	614.0	596.9	703.6	817.8	938.8
기타유동부채	412.5	362.9	413.8	468.3	526.0
비유동부채	113.7	153.9	173.7	194.9	217.4
금융부채	3.0	42.9	42.9	42.9	42.9
기타비유동부채	110.7	111.0	130.8	152.0	174.5
부채총계	1,284.9	1,200.3	1,378.0	1,568.2	1,769.7
지배주주지분	3,878.8	4,153.8	4,649.0	5,307.2	6,135.3
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	720.5	720.5	720.5	720.5
자본조정	(17.6)	(17.6)	(17.6)	(17.6)	(17.6)
기타포괄이익누계액	(17.2)	(40.1)	(40.1)	(40.1)	(40.1)
이익잉여금	3,158.7	3,456.5	3,951.7	4,610.0	5,438.1
비지배주주지분	17.8	21.6	27.5	35.1	44.4
자본총계	3,896.6	4,175.4	4,676.5	5,342.3	6,179.7
순금융부채	(941.0)	(536.7)	(1,257.3)	(2,120.9)	(3,137.1)

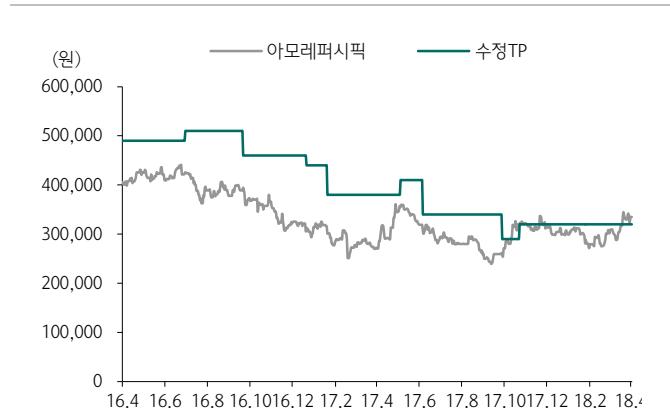
현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	677.0	512.6	820.0	963.8	1,117.1
당기순이익	645.7	398.0	589.5	754.2	925.7
조정	194.6	207.6	197.4	174.1	153.8
감가상각비	181.2	223.7	197.5	174.3	153.9
외환거래손익	(4.3)	10.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.1)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타	17.8	(26.9)	(0.1)	(0.2)	(0.1)
영업활동 변동	(163.3)	(93.0)	33.1	35.5	37.6
투자활동 현금흐름	(609.6)	(400.8)	(22.1)	(23.7)	(25.1)
투자자산감소(증가)	(4.7)	(6.0)	(11.1)	(11.9)	(12.6)
유형자산감소(증가)	(493.6)	(767.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(111.3)	372.5	(11.0)	(11.8)	(12.5)
재무활동 현금흐름	(133.0)	(110.9)	(88.1)	(88.0)	(88.0)
금융부채증가(감소)	(21.6)	(18.2)	0.3	0.3	0.3
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(16.8)	16.3	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(94.6)	(109.0)	(88.3)	(88.3)	(88.3)
현금의 증감	(63.5)	(19.5)	709.8	852.1	1,003.9
Unlevered CFO	1,054.4	848.7	970.0	1,150.7	1,339.4
Free Cash Flow	182.1	(256.0)	820.0	963.8	1,117.1



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

아모레퍼시픽



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
18.4.15	BUY	390,000		
17.11.6	Neutral	320,000	-3.87%	7.81%
17.10.12	Neutral	290,000	2.13%	12.59%
17.6.20	Neutral	340,000	-16.92%	-6.32%
17.5.19	BUY	410,000	-17.49%	-12.32%
17.2.3	BUY	380,000	-23.30%	-5.00%
17.1.4	BUY	440,000	-28.97%	-26.14%
16.10.5	BUY	460,000	-25.30%	-15.43%
16.7.14	BUY	510,000	-22.99%	-16.86%
16.4.25	BUY	490,000	-14.13%	-10.00%
15.11.23	BUY	430,000	-8.37%	-0.93%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율구성

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2000년 0월 0일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2018년 04월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.