

## 아모레퍼시픽

BUY(유지)

090430 기업분석 | 화장품

목표주가(상향)	400,000원	현재주가(05/09)	350,500원	Up/Downside	+14.1%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 05. 10

## 순탄하게 회복 흐름 보인다

## Comment

**기대치 부합, 국내 부진 줄이기 성공:** 1Q18 연결매출 14,316억원(-8.8%YoY), 영업이익 2,359억원(-25.6%YoY)으로 당사 추정치에 부합했다. 최근까지도 컨센서스를 하회할 것이란 우려가 있었지만 예상보다 선방했고, 사실 1Q18 실적보다 하반기 실적 개선 기대감이 유지될 수 있을지 여부가 더 중요한 시기이다. 국내 실적 감소폭을 줄이고 있으며, 아시아를 위주로 해외 실적 성장세는 꾸준했다. 면세점 채널 매출이 QoQ 50% 이상 증가한 3,202억원을 기록해 기존 추정치를 웃돌았고, 백화점이나 방판, 마트 채널 등이 여전히 (-)성장세였지만, 역성장폭은 한자릿수 대로 줄여나가고 있어 긍정적이다. 직영몰을 중심으로 디지털 채널 매출이 차후 분기 성장을 견인할 것으로 예상되며, 신제품 효과와 보조식품 등으로의 제품 다변화를 추진해 전통 오프라인 채널에서의 실적 부진을 만회하고자 하는 노력을 하고 있어 기대를 모아본다.

**해외 수요 견조하게 증가 전망:** 중국은 설화수와 이니스프리, 러가 매출 성장을 견인한다. 중국 내 프리미엄 화장품 시장의 고성장이 유지되고 있는데 설화수가 한국을 대표하는 브랜드로서 명맥을 이어나갈 전망이다. 중국 현지는 사드 이슈가 발생하기 이전 수준으로 수요 분위기가 개선되고 있는 것으로 파악되며, 아모레는 마케팅비 집행 재개로 1Q18 아시아 이익률이 감소했으나 2Q18부터는 매출 볼륨 성장으로 이익 레버리지 효과가 예상된다. 마몽드가 백화점에서 철수하고, H&B채널로 출점 진행중이며 헤라는 신제품 출시에 따른 소비자 반응이 호조를 띄는 것으로 기대되어 분기 성장률이 높아질 것으로 기대된다. 미국에서는 라네즈와 마몽드가 대형 유통사에 출점을 지속하고 있으며, 이니스프리도 연내 3개 오프라인 매장을 추가할 것으로 보여 투자가 지속되는 시기이다. 올해 100억원 내외 영업적자가 예상되며, 내년 이후에나 BEP에 도달할 것으로 예상된다.

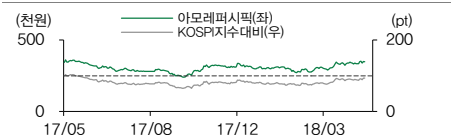
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백 %)

## Stock Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	5,645	5,124	5,661	6,309	6,998
(증가율)	18.4	-9.2	10.5	11.5	10.9
영업이익	848	596	784	971	1,133
(증가율)	9.7	-29.7	31.5	23.8	16.7
지배주주순이익	639	394	575	721	847
EPS	10,649	6,508	9,606	12,103	14,249
PER (H/L)	41.6/28.4	56.4/36.3	36.5	29.0	24.6
PBR (H/L)	7.9/5.4	6.1/3.9	5.2	4.6	4.0
EV/EBITDA (H/L)	26.7/18.5	27.9/18.4	17.6	14.7	12.6
영업이익률	15.0	11.6	13.9	15.4	16.2
ROE	17.7	9.8	13.1	14.5	15.0

52주 최저/최고	239,500/361,000원
KOSDAQ /KOSPI	851/2,444pt
시가총액	204,897억원
60일-평균거래량	177,088
외국인지분율	34.0%
60일-외국인지분율변동추이	+0.2%p
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 3인 47.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	3.9	24.7	5.3
상대기준	3.9	20.6	-1.3

### ● Action

**주가는 박스권 하단 높여갈 전망:** 미국법인 이익 추정치를 하향했으며, 반면 국내와 아시아 매출과 이익 추정치를 상향 조정하였다. 중국인 단체 관광객에 대한 중국 정부 규제가 완화 기조에 있어 여전히 업황 회복에 대한 기대감은 높다. 다만 중국인 인바운드 수요 회복 시기를 구체화 시기엔 여전히 부담스러우며, 단체 관광객이 급증한다 해도 과거처럼 한국 화장품만을 대량으로 구매하는 모습은 찾아보기 어려울 수 있다. 아시아 현지 실적 성장에 좀 더 초점을 맞춰 보아야 하며, 주가는 지속해서 박스권 하단을 높여가는 형태로 점진적 회복세를 예상된다. 추정치 상향으로 목표주가를 40만원으로 상향하였고, 상반기보단 하반기 실적 개선 기대감이 유지될 수 있는지가 관건이다.

도표 1. 아모레퍼시픽 1Q18 실적 Review

(단위: 억원 %)

	1Q18	1Q17	%YoY	4Q17	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	14,316	15,690	-8.8	11,400	25.6	13,947	2.6	14,579	-1.8
영업이익	2,359	3,168	-25.5	769	206.8	2,332	1.2	2,299	2.6
순이익	1,767	2,235	-20.9	174	915.5	1,742	1.4	1,720	2.7

자료: DB금융투자

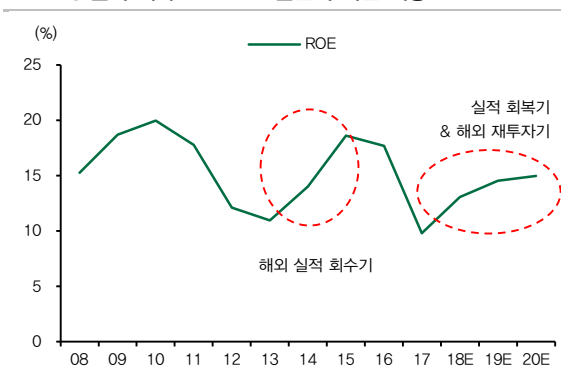
도표 2. 아모레퍼시픽 18~19년 추정치 상황

(단위: 억원 %)

	18년E			19년E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	56,610	55,009	2.9	63,094	62,097	1.6
영업이익	7,844	7,206	8.9	9,709	9,525	1.9
순이익	5,809	5,180	12.1	7,284	7,120	2.3
지배주주순익	5,751	5,130	12.1	7,211	7,050	2.3

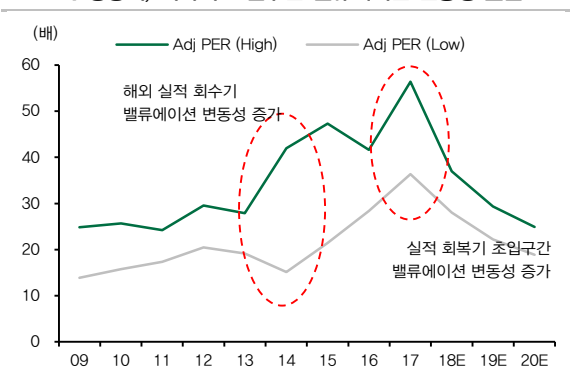
자료: DB금융투자

도표 3. 실적 회복으로 ROE 점진적 개선 예상



자료: 아모레퍼시픽, DB금융투자

도표 4. 성장기, 회복기 초입구간 밸류에이션 변동성 높음



자료: 아모레퍼시픽, DB금융투자

도표 5. 아모레퍼시픽 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	17	18E	19E
<b>매출</b>	<b>15,690</b>	<b>12,050</b>	<b>12,099</b>	<b>11,400</b>	<b>14,316</b>	<b>14,004</b>	<b>14,214</b>	<b>14,077</b>	<b>51,238</b>	<b>56,610</b>	<b>63,094</b>
국내	11,044	8,056	7,902	6,473	9,408	8,834	8,985	7,977	33,474	35,204	37,472
화장품	9,413	6,947	6,389	5,553	7,807	7,692	7,427	7,029	28,302	29,953	32,027
생활용품	1,631	1,109	1,513	919	1,602	1,142	1,558	948	5,172	5,251	5,446
해외	4,646	3,994	4,197	4,927	4,908	5,170	5,228	6,100	17,764	21,406	25,622
아시아	4,488	3,918	4,064	4,848	4,780	5,013	5,017	5,938	17,318	20,748	24,597
유럽	164	54	72	67	76	62	76	72	357	286	300
북미	117	113	137	162	153	186	212	242	529	794	1,151
<b>%YoY</b>	<b>5.7</b>	<b>-16.5</b>	<b>-13.6</b>	<b>-13.4</b>	<b>-8.8</b>	<b>16.2</b>	<b>17.5</b>	<b>23.5</b>	<b>-9.2</b>	<b>10.5</b>	<b>11.5</b>
국내	1.8	-22.4	-21.5	-25.5	-14.8	9.7	13.7	23.2	-16.3	5.2	6.4
화장품	1.6	-23.5	-24.5	-27.7	-17.1	10.7	16.2	26.6	-17.9	5.8	6.9
생활용품	2.8	-14.9	-6.1	-9.6	-1.8	3.0	3.0	3.2	-6.3	1.5	3.7
해외	16.3	-1.3	6.6	10.3	5.6	29.4	24.6	23.8	8.0	20.5	19.7
아시아	18.5	1.0	8.0	12.0	6.5	28.0	23.4	22.5	9.9	19.8	18.5
유럽	6.5	-67.5	-52.9	-67.8	-53.7	15.0	5.0	7.3	-47.6	-20.0	5.0
북미	-15.8	-11.7	-11.6	45.9	30.8	65.0	55.0	49.2	-0.8	50.0	45.0
<b>영업이익</b>	<b>3,168</b>	<b>1,016</b>	<b>1,011</b>	<b>769</b>	<b>2,359</b>	<b>2,004</b>	<b>1,972</b>	<b>1,509</b>	<b>5,964</b>	<b>7,843</b>	<b>9,709</b>
국내	2,340	826	669	342	1,575	1,276	1,461	970	4,177	5,282	6,301
화장품	2,145	846	563	478	1,405	1,231	1,337	942	4,032	4,914	5,846
생활용품	195	-20	106	-136	169	46	125	28	145	368	455
해외	881	198	454	409	814	736	623	521	1,942	2,693	3,540
아시아	876	323	518	460	849	755	644	538	2,177	2,785	3,560
유럽	12	-91	-55	-38	-19	-1	0	22	-172	3	3
북미	-7	-34	-9	-13	-16	-19	-21	-39	-63	-95	-23
<b>영업이익률</b>	<b>20.2</b>	<b>8.4</b>	<b>8.4</b>	<b>6.7</b>	<b>16.5</b>	<b>14.3</b>	<b>13.9</b>	<b>10.7</b>	<b>11.6</b>	<b>13.9</b>	<b>15.4</b>
국내	21.2	10.3	8.5	5.3	16.7	14.4	16.3	12.2	12.5	15.0	16.8
화장품	22.8	12.2	8.8	8.6	18.0	16.0	18.0	13.4	14.2	16.4	18.3
생활용품	12.0	-1.8	7.0	-14.8	10.5	4.0	8.0	3.0	2.8	7.0	8.4
해외	19.0	5.0	10.8	8.3	16.6	14.2	11.9	8.5	10.9	12.6	13.8
아시아	19.5	8.2	12.7	9.5	17.8	15.1	12.8	9.1	12.6	13.4	14.5
유럽	7.3	-168.5	-76.4	-56.7	-25.0	-1.0	0.0	31.3	-48.2	1.0	1.0
북미	-6.0	-30.1	-6.6	-8.0	-10.5	-10.0	-10.0	-16.3	-11.9	-12.0	-2.0
<b>%YoY</b>	<b>-6.2</b>	<b>-57.8</b>	<b>-39.7</b>	<b>-24.7</b>	<b>-25.6</b>	<b>97.3</b>	<b>95.1</b>	<b>96.2</b>	<b>-29.7</b>	<b>31.5</b>	<b>23.8</b>
국내	-12.8	-58.6	-51.0	-53.3	-32.7	54.5	118.5	183.7	-38.3	26.5	19.3
해외	11.0	-59.7	-3.8	17.2	-7.7	271.8	37.3	27.3	-7.8	38.7	31.4

자료: DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,116	1,677	2,268	2,928	3,649
현금및현금성자산	624	604	1,167	1,744	2,368
매출채권및기타채권	356	382	360	404	451
재고자산	410	375	419	451	518
비유동자산	3,065	3,698	3,715	3,798	3,940
유형자산	2,359	2,613	2,630	2,713	2,855
무형자산	228	240	240	240	240
투자자산	56	62	62	62	62
자산총계	5,182	5,376	5,983	6,726	7,589
유동부채	1,171	1,046	1,161	1,264	1,360
매입채무및기타채무	614	597	711	814	911
단기차입금및단기차입	96	85	85	85	85
유동상장기부채	48	0	0	0	0
비유동부채	114	154	154	154	154
사채및장기차입금	0	43	43	43	43
부채총계	1,285	1,200	1,315	1,418	1,514
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
이익잉여금	3,159	3,457	3,943	4,576	5,334
비지배주주지분	18	22	27	35	43
자본총계	3,897	4,175	4,668	5,308	6,075

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	677	513	1,078	1,168	1,273
당기순이익	646	398	581	728	855
현금유출이없는비용및수익	409	451	623	681	744
유형및무형자산상각비	181	224	426	440	467
영업관련자산부채변동	-163	-93	84	20	-19
매출채권및기타채권의감소	-11	-37	22	-45	-47
재고자산의감소	-86	35	-45	-32	-67
매입채무및기타채무의증가	6	-32	114	103	97
투자활동현금흐름	-610	-401	-425	-499	-558
CAPEX	-495	-769	-442	-523	-609
투자자산의순증	-5	-6	0	0	0
재무활동현금흐름	-133	-111	-91	-91	-91
사채및장기차입금의 증가	-22	-18	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-95	-109	-88	-88	-88
기타현금흐름	2	-20	0	0	0
현금의증가	-63	-20	562	577	624
기초현금	687	624	604	1,167	1,744
기말현금	624	604	1,167	1,744	2,368

자료: 아모레퍼시픽 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,645	5,124	5,661	6,309	6,998
매출원가	1,425	1,380	1,132	1,185	1,238
매출총이익	4,221	3,744	4,529	5,124	5,760
판매비	3,373	3,148	3,744	4,154	4,627
영업이익	848	596	784	971	1,133
EBITDA	1,029	820	1,210	1,411	1,600
영업외손익	9	-29	5	19	30
금융손익	12	11	12	21	30
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-3	-40	-7	-2	0
세전이익	857	567	790	990	1,162
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	646	398	581	728	855
지배주주지분순이익	639	394	575	721	847
비지배주주지분순이익	6	4	6	7	9
총포괄이익	632	386	581	728	855
총감률(%YoY)					
매출액	18.4	-9.2	10.5	11.5	10.9
영업이익	9.7	-29.7	31.5	23.8	16.7
EPS	10.5	-38.9	47.6	26.0	17.7

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	10,649	6,508	9,606	12,103	14,249
BPS	56,202	60,186	67,238	76,406	87,392
DPS	1,580	1,280	1,280	1,280	1,280
Multiple(배)					
P/E	30.2	46.8	36.5	29.0	24.6
P/B	5.7	5.1	5.2	4.6	4.0
EV/EBITDA	19.5	23.2	17.6	14.7	12.6
수익성(%)					
영업이익률	15.0	11.6	13.9	15.4	16.2
EBITDA마진	18.2	16.0	21.4	22.4	22.9
순이익률	11.4	7.8	10.3	11.5	12.2
ROE	17.7	9.8	13.1	14.5	15.0
ROA	13.4	7.5	10.2	11.5	11.9
ROIC	25.1	14.4	18.9	23.4	26.4
안정성및기타					
부채비율(%)	33.0	28.7	28.2	26.7	24.9
이자보상배율(배)	217.5	193.6	272.6	337.4	393.6
배당성향(배)	14.3	18.8	12.9	10.3	8.7

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

## 1년간 투자이익률 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

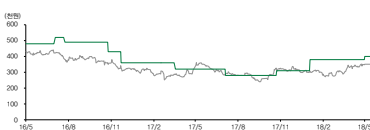
가입 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 아모레퍼시픽 현주파 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/01/13	Buy	480,000	-16.5 -8.1	17/10/31	Hold	310,000	1.3 8.7
16/07/11	Buy	520,000	-20.5 -18.1	18/01/11	Buy	380,000	-18.4 -7.5
16/08/01	Buy	490,000	-22.2 -17.1	18/05/10	Buy	400,000	-
16/11/02	Buy	430,000	-19.2 -11.6				
16/11/30	Hold	360,000	-16.3 -9.6				
17/03/27	Hold	320,000	-2.6 12.8				
17/07/13	Hold	280,000	-0.4 16.6				

주: \*표는 담당자 변경