

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 보이다

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 실적보단 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 기준 추정치를 웃돌았고, 백화점이나 방판, 마트 채널 등이 여전히 (-)성장세였지만, 역성장폭은 한자릿수 대로 줄여나가고 있어 긍정적이다. 직영물을 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.

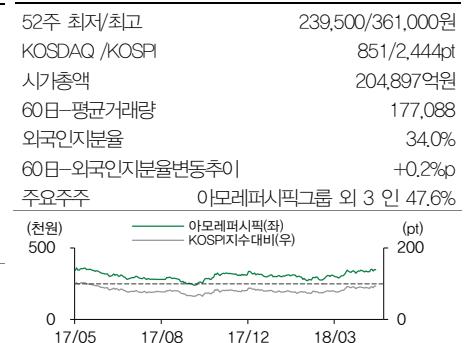
해외 수요 견조하게 증가 전망: 중국은 설화수와 이니스프리, 려가 매출 성장을 견인한다. 중국 내 프리미엄 화장품 시장의 고성장세가 유지되고 있는데 설화수가 한국을 대표하는 브랜드로서 명맥을 이어나갈 전망이다. 중국 현자는 사드 이슈가 발생하기 이전 수준으로 수요 분위기가 개선되고 있는 것으로 파악되며, 아모레는 마케팅비 집행 재개로 1Q18 아시아 이익률이 감소했으나 2Q18부터는 매출 불량 성장으로 이익 레버리지 효과가 예상된다. 마몽드가 백화점에서 철수하고, H&B채널로 출점 진행중이며 헤라는 신제품 출시에 따른 소비자 반응이 호조를 띠는 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 배 %)

| FYE Dec | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------------|-----------|-----------|-------|--------|--------|
| 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 |
| 자배주주순이익 | 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 |

Stock Data



| | | | |
|------|-----|------|------|
| 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 인비운드 수요 회복 시기를 구체화 시키기엔 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 예상한다. 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

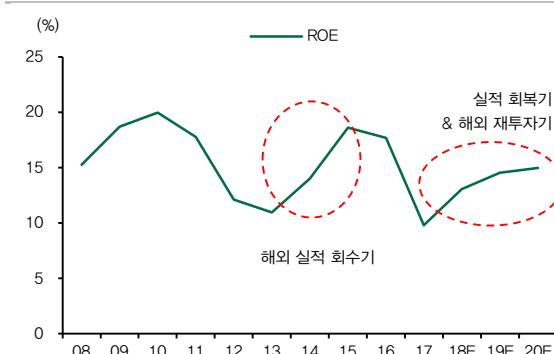
도표 2. 아모레퍼시픽 18~19년 추정치 상향

(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 |
| 지배주주순이익 | 5,751 | 5,130 | 12.1 | 7,211 | 7,050 | 2.3 |

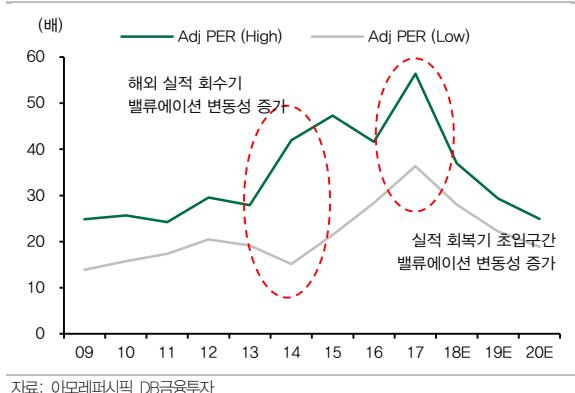
자료: DB금융투자

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 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출 | 15,690 | 12,050 | 12,099 | 11,400 | 14,316 | 14,004 | 14,214 | 14,077 | 51,238 | 56,610 | 63,094 |
| 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 |
| %YoY | 5.7 | -16.5 | -13.6 | -13.4 | -8.8 | 16.2 | 17.5 | 23.5 | -9.2 | 10.5 | 11.5 |
| 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 |
| 영업이익 | 3,168 | 1,016 | 1,011 | 769 | 2,359 | 2,004 | 1,972 | 1,509 | 5,964 | 7,843 | 9,709 |
| 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 |
| 영업이익률 | 20.2 | 8.4 | 8.4 | 6.7 | 16.5 | 14.3 | 13.9 | 10.7 | 11.6 | 13.9 | 15.4 |
| 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 |
| %YoY | -6.2 | -57.8 | -39.7 | -24.7 | -25.6 | 97.3 | 95.1 | 96.2 | -29.7 | 31.5 | 23.8 |
| 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(상여원) | 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 |
| 단기应付금및단기차채 | 96 | 85 | 85 | 85 | 85 |
| 유동성장기부채 | 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 |
| 비자본주자분 | 18 | 22 | 27 | 35 | 43 |
| 자본총계 | 3,897 | 4,175 | 4,668 | 5,308 | 6,075 |

손익계산서

| 12월 결산(상여원) | 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 |
| 판관비 | 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 |
| 증단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 646 | 398 | 581 | 728 | 855 |
| 자비주주지분순이익 | 639 | 394 | 575 | 721 | 847 |
| 비자비주주지분순이익 | 6 | 4 | 6 | 7 | 9 |
| 총포괄이익 | 632 | 386 | 581 | 728 | 855 |
| 증감률(%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 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

| 12월 결산(%상여원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 677 | 513 | 1,078 | 1,168 | 1,273 |
| 당기순이익 | 646 | 398 | 581 | 728 | 855 |
| 현금유동이없는비용및수익 | 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 |
| 매입채권및기타채무의증가 | 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 |
| 시제차전입금의증가 | -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 |
| 주당지표(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 |

자료: 아모레퍼시픽, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 「독점규제 및 공정거래에 관한 법률」 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

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

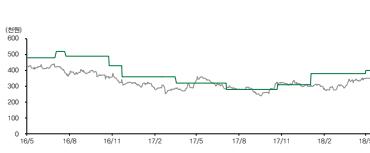
기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

아모레퍼시픽 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 고리율(%) | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 고리율(%) |
|----------|------|---------|--------|-------|----------|------|---------|
| | | | 평균 | | | | 평균 |
| 16/01/13 | Buy | 480,000 | -16.5 | -8.1 | 17/10/31 | Hold | 310,000 |
| 16/07/11 | Buy | 520,000 | -20.5 | -18.1 | 18/01/11 | Buy | 380,000 |
| 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