

## 아모레퍼시픽 (090430)

## 화장품



투자의견	<b>BUY (I)</b>
목표주가	<b>432,000원 (I)</b>
현재주가 (5/29)	<b>331,500원</b>
상승여력	<b>30%</b>

시기총액	211,580억원
총발행주식수	69,016,320주
60일 평균 거래대금	553억원
60일 평균 거래량	171,294주
52주 고	351,500원
52주 저	239,500원
외인지분율	33.94%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 3 인 47.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.9)	17.8	(4.9)
상대	0.5	16.3	(8.9)
절대(달러환산)	(0.7)	18.7	(0.7)

## 회복에 대한 확신

## 투자의견 BUY, 목표주가 432,000원 제시하며 커버리지 개시

아모레퍼시픽에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 432,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF EPS 10,815원에 Target PER 40배를 적용하여 산출하였다. 글로벌 동종기업 평균 PER 35배 대비 프리미엄 적용하였다. 실적 하향 마무리 국면으로 이제는 실적 상향에 무게를 둘 때로 판단한다. 2017년 사드로 인해 중국에서의 영업상황은 동사의 전력을 모두 활용하지 못했음에도 불구하고 고가 화장품 점유율은 상승하였다. 2018년은 고가 제품 군으로 강화된 동사의 브랜드력으로 중국 화장품 시장의 점유율 확대를 전망한다.

## 1분기 실적의 핵심: 긍정적인 3가지

1분기 연결 매출액과 영업이익 1조 4,316억원(YoY-9%), 2,359억원(YoY-26%) 달성을하며 컨센서스에 부합하는 실적을 발표했다. 중국인이 급감한 2017년의 여파가 여전했으나, 긍정적인 부분이 세 가지 존재했다. 1) 방한 중국인이 전년동기비 31% 감소했으나, 국내 면세점 매출은 28% 감소에 그쳤는데 이는 인당 구매액이 상승이 일어나고 있다고 판단된다. 2) 사드 문제 촉발시 제일 먼저 수요를 줄였던 해외 면세 채널이 1분기에 전년동기비 20% 성장하였는데 이는 셀인 채널에서의 유통재고 슬림화 및 중국 지역에서의 돌아올 수요를 대비하는 것. 이 두 가지로 해석된다. 3) 셋째로 고정비 비중이 평년 수준으로 낮아졌다. 전년도 3분기 이례적으로 매출액 대비 고정비율이 15.4%까지 상승했으나, 현재는 13% 수준으로 안정화되는 단계이다.

## 2018년, 사드 이후 중국 화장품 시장 점유율 확대하는 원년

2018년 연결 매출액 5조 8,852억원(YoY+15%), 영업이익 8,100억원(YoY+36%)을 달성할 전망이다. 방한 중국인 가정을 전년대비 64% 증가한 686만명, 면세 시장에서의 아모레퍼시픽 점유율을 2014년 수준인 7%로 가정하여, 동사의 면세점 채널이 33% 성장한 1조 4,673억원을 추정하였다. 전세계 소비자의 주가는 신고가를 경신 중이다. 중국 소비자의 구매력 상승 덕분인데, 우리만 누리지 못했다. 2017년 사드 영향에도 아모레퍼시픽의 점유율은 유지되었고, 브랜드별 차이는 있었으나 설화수와 이니스프리의 점유율은 오히려 확대되며 우려를 불식시켰다. 브랜드의 제품군을 보강하여 2018년을 시작 중이다. 이를 바탕으로 중국 수요 정상화와 고가 브랜드의 성과가 도출될 것으로 전망하며, 2018년이 사드 이후 중국 화장품 시장 점유율을 다시 획득하는 원년이 될 것을 기대한다.

## Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비	(억원, %)
매출액	14,858	23.3	3.8	13,989	6.2	
영업이익	1,959	92.9	-16.9	1,814	8.0	
세전계속사업이익	1,974	78.0	-16.5	1,972	0.1	
지배순이익	1,452	84.8	-16.2	1,402	3.6	
영업이익률 (%)	13.2	+4.8 %pt	-3.3 %pt	13.0	+0.2 %pt	
지배순이익률 (%)	9.8	+3.3 %pt	-2.3 %pt	10.0	-0.2 %pt	

자료: 유안타증권

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	56,454	51,238	58,852	66,563
영업이익	8,481	5,964	8,100	10,079
지배순이익	6,393	3,940	5,937	7,500
PER	36.2	45.9	33.4	26.3
PBR	6.9	5.0	4.9	4.3
EV/EBITDA	23.2	22.9	20.1	16.5
ROE	17.7	9.8	13.5	15.1

자료: 유안타증권

아모레퍼시픽 연결 실적전망 및 추이											(실액원, %)	
		2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
매출액		5,645.4	5,123.9	5,885.2	1,569.1	1,205.0	1,209.9	1,140.0	1,431.6	1,485.8	1,519.7	1,448.0
한국		4,000.5	3,347.4	3,808.6	1,104.4	805.6	790.2	647.2	940.9	966.7	1,008.0	893.0
- 화장품		3,448.7	2,830.2	3,280.1	941.3	694.7	638.9	555.3	780.7	851.4	850.6	797.4
- 생활용품		551.8	517.2	528.5	163.1	110.9	151.3	91.9	160.2	115.3	157.4	95.6
해외		1,696.9	1,820.5	2,125.3	476.9	408.6	427.3	507.7	500.9	532.1	521.9	570.4
- 아시아		1,575.5	1,731.9	2,010.2	448.8	391.9	406.4	484.8	478.0	502.6	492.5	537.2
- 유럽		68.1	35.7	41.1	16.4	5.4	7.2	6.7	7.6	10.3	10.3	12.9
- 북미		53.3	52.9	74.1	11.7	11.3	13.7	16.2	15.3	19.3	19.2	20.3
% YoY												
	매출액	18%	-9%	15%	6%	-17%	-14%	-13%	-9%	23%	26%	27%
	한국	12%	-16%	14%	2%	-22%	-22%	-26%	-15%	20%	28%	38%
	- 화장품	14%	-18%	16%	2%	-24%	-24%	-28%	-17%	23%	33%	44%
	- 생활용품	4%	-6%	2%	3%	-15%	-6%	-10%	-2%	4%	4%	4%
	해외	35%	7%	17%	17%	-2%	5%	9%	5%	30%	22%	12%
	- 아시아	38%	10%	16%	19%	1%	8%	12%	7%	28%	21%	11%
	- 유럽	4%	-48%	15%	6%	-67%	-53%	-68%	-54%	90%	43%	93%
	- 북미	10%	-1%	40%	-16%	-12%	-12%	46%	31%	70%	40%	26%
영업이익		848.1	596.4	810.0	316.8	101.6	101.1	76.9	235.9	195.9	214.6	163.6
한국		677.5	417.7	564.9	234.0	82.6	66.9	34.2	157.4	148.2	148.8	110.5
- 화장품		667.7	403.2	542.6	214.5	84.6	56.3	47.8	140.5	144.5	137.7	119.9
- 생활용품		9.8	14.5	22.2	19.5	-2.0	10.6	-13.6	16.9	3.7	11.0	-9.4
해외		210.5	194.2	264.1	88.1	19.7	45.5	41.0	81.5	52.5	71.6	58.5
- 아시아		209.4	217.7	291.5	87.6	32.2	51.9	46.0	85.0	66.4	77.7	62.4
- 유럽		0.3	-17.2	-15.4	1.2	-9.1	-5.5	-3.8	-1.9	-6.0	-2.7	-4.7
- 북미		0.8	-6.3	-12.1	-0.7	-3.4	-0.9	-1.3	-1.6	-7.9	-3.4	0.8
% YoY												
	영업이익	10%	-30%	36%	-6%	-58%	-40%	-25%	-26%	93%	112%	113%
	한국	6%	-38%	35%	-13%	-59%	-51%	-53%	-33%	79%	122%	223%
	- 화장품	13%	-40%	35%	-12%	-56%	-62%	-43%	-34%	71%	145%	151%
	- 생활용품	-79%	48%	53%	-18%	적전	흑전	적지	-13%	흑전	4%	적지
	해외	32%	-8%	36%	11%	-60%	-4%	18%	-7%	167%	57%	43%
	- 아시아	29%	4%	34%	13%	-35%	15%	24%	-3%	106%	50%	36%
	- 유럽	흑전	적전	적지	500%	적전	적지	적전	적전	적지	적지	적지
	- 북미	흑전	적전	적지	적전	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전
순이익		639	394	594	220	79	78	17	173	145	159	116
% Margin												
	매출총이익률	74.8%	73.1%	73.1%	75.4%	73.2%	70.7%	72.2%	73.3%	73.7%	72.8%	72.4%
	영업이익률	15.0%	11.6%	13.8%	20.2%	8.4%	8.4%	6.7%	16.5%	13.2%	14.1%	11.3%
	한국	16.9%	12.5%	14.8%	21.2%	10.3%	8.5%	5.3%	16.7%	15.3%	14.8%	12.4%
	- 화장품	19.4%	14.2%	16.5%	22.8%	12.2%	8.8%	8.6%	18.0%	17.0%	16.2%	15.0%
	해외	12.4%	10.7%	12.4%	18.5%	4.8%	10.6%	8.1%	16.3%	9.9%	13.7%	10.3%
	- 아시아	13.3%	12.6%	14.5%	19.5%	8.2%	12.8%	9.5%	17.8%	13.2%	15.8%	11.6%
	순이익률	11.3%	7.7%	10.1%	14.0%	6.5%	6.5%	1.5%	12.1%	9.8%	10.5%	8.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

## 아모레퍼시픽 (090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	56,454	51,238	58,852	66,563	74,984
매출원가	14,248	13,797	15,860	17,539	19,449
매출총이익	42,207	37,441	42,992	49,025	55,535
판관비	33,726	31,477	34,892	38,946	43,384
영업이익	8,481	5,964	8,100	10,079	12,151
EBITDA	10,293	8,201	9,972	11,743	13,630
영업외순익	85	-291	-29	117	292
외환관련순익	-26	-212	-136	-136	-136
이자순익	131	107	227	373	548
관계기업관련순익	1	1	1	1	1
기타	-22	-187	-120	-120	-120
법인세비용차감전순순익	8,566	5,673	8,071	10,196	12,443
법인세비용	2,108	1,693	2,018	2,549	3,111
계속사업순순익	6,457	3,980	6,054	7,647	9,332
증단사업순순익	0	0	0	0	0
당기순이익	6,457	3,980	6,054	7,647	9,332
지배지분순이익	6,393	3,940	5,937	7,500	9,152
포괄순이익	6,324	3,865	5,938	7,532	9,217
지배지분포괄이익	6,257	3,840	5,900	7,483	9,158

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동부채	21,163	16,775	24,226	33,003	43,279
현금및현금성자산	6,237	6,042	12,454	20,178	29,305
매출채권 및 기타채권	3,556	3,817	4,172	4,661	5,194
재고자산	4,099	3,748	4,304	4,868	5,484
비유동부채	30,652	36,982	35,111	33,447	31,968
유형자산	23,586	26,132	24,260	22,597	21,118
관계기업등 지분관련자산	27	24	24	24	24
기타투자자산	537	600	600	600	600
자산총계	51,816	53,757	59,336	66,450	75,247
유동부채	11,712	10,464	10,626	10,751	10,898
매입채무 및 기타채무	6,140	5,969	6,166	6,327	6,510
단기차입금	964	851	815	779	743
유동성장기부채	483	0	0	0	0
비유동부채	1,137	1,539	1,993	2,447	2,901
장기차입금	0	429	883	1,338	1,792
사채	0	0	0	0	0
부채총계	12,849	12,003	12,619	13,198	13,799
자본지분	38,788	41,538	46,476	52,977	61,130
자본금	345	345	345	345	345
자본잉여금	7,205	7,205	7,205	7,205	7,205
이익잉여금	31,587	34,565	39,618	46,234	54,503
비자지분지분	178	216	242	275	318
자본총계	38,966	41,754	46,717	53,252	61,448
순차입금	-9,410	-5,383	-11,376	-18,682	-27,390
총차입금	1,477	1,280	1,698	2,116	2,534

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	6,770	5,126	7,013	8,349	9,774
당기순이익	6,457	3,980	6,054	7,647	9,332
감가상각비	1,812	2,237	1,872	1,664	1,479
외환순이익	-43	109	136	136	136
증속, 관계기업관련순익	0	0	-1	-1	-1
자산부채의 증감	-1,633	-930	-1,442	-1,492	-1,567
기타현금흐름	177	-270	394	394	394
투자활동 현금흐름	-6,096	-4,008	95	95	95
투자자산	-966	1,308	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,948	-7,686	0	0	0
유형자산 감소	12	13	0	0	0
기타현금흐름	-194	2,357	95	95	95
재무활동 현금흐름	-1,330	-1,109	-452	-452	-452
단기차입금	693	-36	-36	-36	-36
사채 및 장기차입금	-738	4	454	454	454
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-946	-1,090	-883	-883	-883
기타현금흐름	-339	13	13	13	13
연결범위변동 등 기타	22	-204	-245	-267	-291
현금의 증감	-635	-195	6,412	7,725	9,126
기초 현금	6,872	6,237	6,042	12,454	20,178
기말 현금	6,237	6,042	12,454	20,178	29,305
NOPLAT	8,481	5,964	8,100	10,079	12,151
FCF	1,624	-2,195	6,505	7,731	9,026

자료: 유안타증권

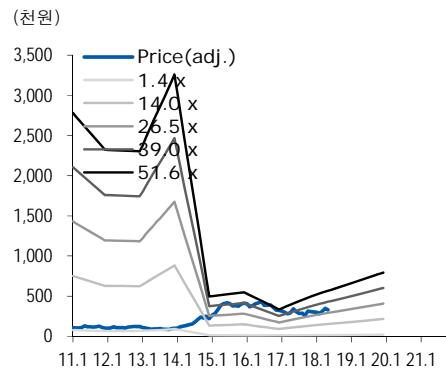
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

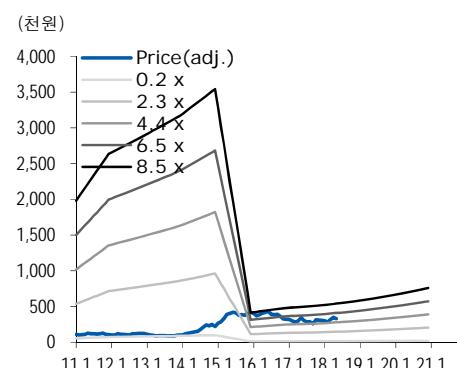
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	10,649	6,508	9,923	12,597	15,424
BPS	56,234	60,220	67,379	76,804	88,624
EBITDAPS	14,914	11,882	14,449	17,014	19,749
SPS	81,799	74,241	85,272	96,446	108,647
DPS	1,580	1,280	1,280	1,280	1,280
PER	36.2	45.9	33.4	26.3	21.5
PBR	6.9	5.0	4.9	4.3	3.7
EV/EBITDA	23.2	22.9	20.1	16.5	13.5
PSR	4.7	4.0	3.9	3.4	3.1
재무비율					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	18.4	-9.2	14.9	13.1	12.7
영업이익 증가율 (%)	9.7	-29.7	35.8	24.4	20.6
지배순이익 증가율 (%)	10.7	-38.4	50.7	26.3	22.0
매출총이익률 (%)	74.8	73.1	73.1	73.7	74.1
영업이익률 (%)	15.0	11.6	13.8	15.1	16.2
지배순이익률 (%)	11.3	7.7	10.1	11.3	12.2
EBITDA 마진 (%)	18.2	16.0	16.9	17.6	18.2
ROIC	26.5	15.2	21.3	27.4	33.8
ROA	13.3	7.5	10.5	11.9	12.9
ROE	17.7	9.8	13.5	15.1	16.0
부채비율 (%)	33.0	28.7	27.0	24.8	22.5
순차입금/자기자본 (%)	-24.3	-13.0	-24.5	-35.3	-44.8
영업이익/금융비용 (배)	217.5	193.6	198.2	197.9	199.2

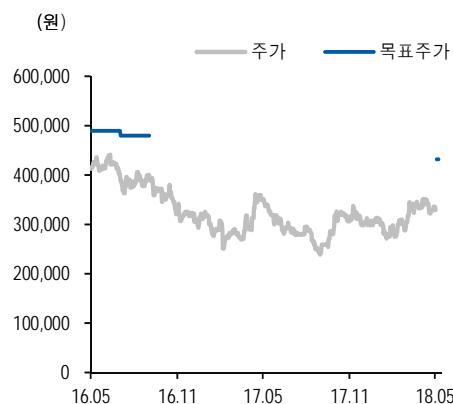
P/E band chart



P/B band chart



## 아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-05-30	BUY	432,000	1년		
담당자 변경					
2017-07-29	1년 경과 이후			1년	-36.95 -26.77
2016-07-29	BUY	480,000	1년	-34.06 -15.42	
2016-05-02	BUY	490,000	1년	-28.03 -10.00	

주: 기준일 2018-05-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.6
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	12.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0