

아모레퍼시픽 (090430)


화장품

박은정

02 3770 5597

eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	385,000원 (D)
현재주가 (7/20)	275,500원
상승여력	40%

시가총액	175,887억원
총발행주식수	69,016,320주
60일 평균 거래대금	478억원
60일 평균 거래량	149,438주
52주 고	351,500원
52주 저	239,500원
외인지분율	34.72%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 3 인 47.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.7)	(18.5)	(8.2)
상대	(8.8)	(11.8)	(2.0)
절대(달러환산)	(13.9)	(23.3)	(8.8)

마지막 성장통

투자의견 BUY, 목표주가 385,000원으로 11% 하향

아모레퍼시픽에 대한 투자의견 BUY 유지, 목표주가를 432,000원에서 385,000원으로 하향한다. 목표주가 하향의 근거는 방한 중국인 가정을 하향 조정함에 따라 동사의 연간 면세점 추정치를 하향하였기 때문이다. 목표주가 432,000원은 12MF EPS 10,712원에 Target PER 36배를 적용하여 산출하였고, 글로벌 동종기업 평균 PER 33배 대비 프리미엄 적용하였다. 2018년, 2019년 EPS를 각각 7%, 2% 하향하였다. 다만, 투자의견 BUY, 업종 최선호주로 유지하는 이유는 동사의 실적이 상저하고의 회복 트랜드를 보일 것으로 전망하며, 2019년에는 설화수의 신규라인 〈설린〉, HERA, IOPE 브랜드의 진출 본격화로 글로벌 동종기업 내 가장 높은 성장 전망하기 때문이다.

2Q18 Preview: 사드 이후, 영업이익 처음으로 증가

2분기 실적은 연결 매출 1조 3,899억원(YoY+15%), 영업이익 1,557억원(YoY+53%)를 전망하며 컨센서스 영업이익 1,677억원 대비 7% 하회할 것으로 예상한다.

① 국내부문의 매출과 영업이익은 전년동기비 각각 +14%, +47% 성장을 전망한다. 마진 높은 면세점 채널의 성장으로 전년동기비 영업이익률은 3%p 개선될 것으로 보인다. ▶면세점 매출은 전년동기비 +37% 증가 추정하며, 수량 제한 기조와 중가 브랜드 비중이 높아, 따이공이 주도한 상반기 면세 시장에서 점유율이 낮아진 것으로 예상된다. ▶내수 채널은 전반적으로 기저효과가 발생하는 시점으로 대부분 성장할 것이다. 방판의 경우 판매 품목 확대로 성장하고 있는 것으로 파악되며, 온라인은 연초부터 투자한 아모레퍼시픽몰의 수요 확대로 견고한 성장세를 보일 것으로 예상한다. ② 중국법인 매출은 전년동기비 18% 성장을 추정하며, 당사가 예상했던 20% 후반의 성장대비 못 미치는 것으로 보인다. ③ 미국법인 매출은 전년동기비 70% 성장을 전망하며, 라네즈의 세포라 입점, 이니스프리의 미국 진출 등이 상승, 마몽드의 얼타 입점 등이 이어지며 꾸준한 성장세가 이어질 것으로 예상한다.

2018년, 새로운 아모레가 가는 길

2018년 연결 매출 5조 7,111억원(YoY+11%), 영업이익 7,515억원(YoY+26%)를 전망한다. 아모레퍼시픽은 사드 이슈로 빠른 중국 시장 대응, 채널 집객 등에 있어 2017년 비자발적으로 열위에 있었다. 중국 영업활동이 정상궤도에 진입한 현재, 지난 10여 년 동안 중가 브랜드를 통해 성장한 동력을 고가 브랜드로 전환하여 도약을 준비 중이다. 동시에 2018년 아모레퍼시픽 신임 대표이사로 〈이니스프리를 대표 브랜드로 안착시킨〉 안세홍 전 이니스프리 부사장을 선임함으로써 밀레니얼이 주도하는 국내외 화장품 시장에서 우리가 가졌던 혜게모니를 확보하고자 한다.

Quarterly earning forecasts

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,899	15.4	-2.9	13,679	1.6
영업이익	1,557	53.3	-34.0	1,677	-7.2
세전계속사업이익	1,572	41.7	-33.5	1,699	-7.5
지배순이익	1,156	47.1	-33.3	1,227	-5.8
영업이익률 (%)	11.2	+2.8 %pt	-5.3 %pt	12.3	-1.1 %pt
지배순이익률 (%)	8.3	+1.8 %pt	-3.8 %pt	9.0	-0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	56,454	51,238	57,111	65,682
영업이익	8,481	5,964	7,515	9,811
지배순이익	6,393	3,940	5,502	7,280
PER	36.2	45.9	30.8	23.0
PBR	6.9	5.0	4.1	3.7
EV/EBITDA	23.2	22.9	17.6	13.9
ROE	17.7	9.8	12.6	14.9

자료: 유안타증권

아모레퍼시픽 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	
연결 매출액	5,645.4	5,123.9	5,711.1	1,569.1	1,205.0	1,209.9	1,140.0	1,431.6	1,389.9	1,475.8	1,413.7	
한국	4,000.5	3,347.4	3,658.1	1,104.4	805.6	790.2	647.2	940.9	915.5	960.2	841.5	
– 화장품	3,448.7	2,830.2	3,136.8	941.3	694.7	638.9	555.3	780.7	802.4	805.9	747.8	
– 생활용품	551.8	517.2	521.4	163.1	110.9	151.3	91.9	160.2	113.1	154.3	93.7	
해외	1,696.9	1,820.5	2,101.1	476.9	408.6	427.3	507.7	500.9	486.3	525.9	588.0	
– 아시아	1,575.5	1,731.9	1,986.0	448.8	391.9	406.4	484.8	478.0	456.8	496.5	554.7	
– 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%	11%	6%	-17%	-14%	-13%	-9%	15%	22%	24%
	한국	12%	-16%	9%	2%	-22%	-22%	-26%	-15%	14%	22%	30%
	– 화장품	14%	-18%	11%	2%	-24%	-24%	-28%	-17%	16%	26%	35%
	– 생활용품	4%	-6%	1%	3%	-15%	-6%	-10%	-2%	2%	2%	2%
	해외	35%	7%	15%	17%	-2%	5%	9%	5%	19%	23%	16%
	– 아시아	38%	10%	15%	19%	1%	8%	12%	7%	17%	22%	14%
	– 유럽	4%	-48%	15%	6%	-67%	-53%	-68%	-54%	90%	43%	93%
	– 북미	10%	-1%	40%	-16%	-12%	-12%	46%	31%	70%	40%	26%
연결 영업이익	848.1	596.4	751.5	316.8	101.6	101.1	76.9	235.9	155.7	203.2	156.7	
한국	677.5	417.7	517.6	234.0	82.6	66.9	34.2	157.4	121.7	136.8	101.8	
– 화장품	667.7	403.2	495.2	214.5	84.6	56.3	47.8	140.5	121.5	121.3	111.9	
– 생활용품	9.8	14.5	22.4	19.5	-2.0	10.6	-13.6	16.9	0.2	15.4	-10.1	
해외	210.5	194.2	251.6	88.1	19.7	45.5	41.0	81.5	37.3	72.2	60.5	
– 아시아	209.4	217.7	279.0	87.6	32.2	51.9	46.0	85.0	51.2	78.3	64.5	
– 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%	26%	-6%	-58%	-40%	-25%	-26%	53%	101%	104%
	한국	6%	-38%	24%	-13%	-59%	-51%	-53%	-33%	47%	104%	198%
	– 화장품	13%	-40%	23%	-12%	-56%	-62%	-43%	-34%	44%	115%	134%
	– 생활용품	-79%	48%	55%	-18%	적전	흑전	적지	-13%	흑전	46%	적지
	해외	32%	-8%	30%	11%	-60%	-4%	18%	-7%	89%	59%	48%
	– 아시아	29%	4%	28%	13%	-35%	15%	24%	-3%	59%	51%	40%
	– 유럽	흑전	적전	적지	500%	적전	적지	적전	적전	적지	적지	적지
	– 북미	흑전	적전	적지	적전	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전
지배주주 순이익	639.3	394.0	550.2	220.2	78.6	78.4	16.9	173.3	115.6	150.6	110.7	
% Margin	매출총이익률	74.8%	73.1%	73.8%	75.4%	73.2%	70.7%	72.2%	73.3%	73.8%	73.8%	74.3%
	영업이익률	15.0%	11.6%	13.2%	20.2%	8.4%	8.4%	6.7%	16.5%	11.2%	13.8%	11.1%
	한국	16.9%	12.5%	14.2%	21.2%	10.3%	8.5%	5.3%	16.7%	13.3%	14.2%	12.1%
	– 화장품	19.4%	14.2%	15.8%	22.8%	12.2%	8.8%	8.6%	18.0%	15.1%	15.1%	15.0%
	해외	12.4%	10.7%	12.0%	18.5%	4.8%	10.6%	8.1%	16.3%	7.7%	13.7%	10.3%
	– 아시아	13.3%	12.6%	14.0%	19.5%	8.2%	12.8%	9.5%	17.8%	11.2%	15.8%	11.6%
	순이익률	11.3%	7.7%	9.6%	14.0%	6.5%	6.5%	1.5%	12.1%	8.3%	10.2%	7.8%

자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 변동표				(단위: 십억원, %, %p)		
	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	5,885	6,656	5,711	6,603	-3%	-1%
영업이익	810	1,008	752	989	-7%	-2%
영업이익률	14%	15%	13%	15%	-1%p	0%p
지배주주순이익	594	750	550	735	-7%	-2%
순이익률	10%	11%	10%	11%	0%p	0%p
EPS	9,923	12,597	9,180	12,343	-7%	-2%

자료: 유안타증권 리서치센터

국내 주요 채널 매출 추이 및 전망										(단위: 십억원, %)	
	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
면세점	1,499	1,103	1,324	419	236	237	212	320	323	355	326
디지털	406	372	447	112	105	84	77	101	117	112	118
% YoY	면세점	40%	-26%	20%	11%	-40%	-35%	-43%	-24%	37%	50%
	디지털	-3%	-8%	20%	1%	2%	-20%	-14%	-10%	11%	33%
											54%

자료: 유안타증권 리서치센터

주요 지역별 매출 추이 및 전망										(단위: 십억원, %)	
	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
한국	4,000.5	3,347.4	3,658.2	1,104.4	805.6	790.2	647.2	940.9	915.5	960.2	841.6
아시아	1,575.5	1,731.9	1,986.0	448.8	391.9	406.4	484.8	478.0	456.8	496.5	554.7
- 중국	1,090.9	1,236.3	1,416.0	329.9	275.6	292.6	338.2	348.9	324.3	352.5	390.3
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	한국	12%	-16%	9%	2%	-22%	-22%	-26%	-15%	14%	22%
	아시아	38%	10%	15%	19%	1%	8%	12%	7%	17%	22%
	- 중국	42%	13%	15%	20%	4%	12%	17%	6%	18%	20%
	유럽	4%	-48%	15%	6%	-67%	-53%	-68%	-54%	90%	43%
	북미	10%	-1%	40%	-16%	-12%	-12%	46%	31%	70%	40%
											26%

자료: 유안타증권 리서치센터

[참고] 중국법인 매출은 유안타증권 추정치

아모레퍼시픽 (090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F	
매출액	56,454	51,238	57,111	65,682	74,705	
매출원가	14,248	13,797	14,977	16,175	17,263	
매출총이익	42,207	37,441	42,134	49,507	57,442	
판관비	33,726	31,477	34,619	39,696	45,253	
영업이익	8,481	5,964	7,515	9,811	12,189	
EBITDA	10,293	8,201	9,387	11,475	13,667	
영업외손익	85	-291	-35	86	239	
외환관련손익	-26	-212	-136	-136	-136	
이자손익	131	107	221	342	495	
관계기업관련손익	1	1	1	1	1	
기타	-22	-187	-120	-120	-120	
법인세비용차감전순손익	8,566	5,673	7,481	9,897	12,427	
법인세비용	2,108	1,693	1,870	2,474	3,107	
계속사업순손익	6,457	3,980	5,610	7,423	9,321	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	6,457	3,980	5,610	7,423	9,321	
지배지분순이익	6,393	3,940	5,502	7,280	9,141	
포괄순이익	6,324	3,865	5,495	7,308	9,205	
지배지분포괄이익	6,257	3,840	5,460	7,260	9,146	

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

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산		21,163	16,775	23,704	31,326	40,624
현금및현금성자산		6,237	6,042	12,169	18,622	26,688
매출채권 및 기타채권		3,556	3,817	4,062	4,605	5,177
재고자산		4,099	3,748	4,177	4,804	5,464
비유동자산		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	58,814	64,773	72,592
유동부채		11,712	10,464	10,541	10,620	10,688
매입채무 및 기타채무		6,140	5,969	6,082	6,196	6,301
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	12,534	13,067	13,590
지배지분		38,788	41,538	46,041	51,439	58,697
자본금		345	345	345	345	345
자본잉여금		7,205	7,205	7,205	7,205	7,205
이익잉여금		31,587	34,565	39,184	44,696	52,070
비지배지분		178	216	239	267	305
자본총계		38,966	41,754	46,281	51,706	59,002
순차입금		-9,410	-5,383	-11,092	-17,126	-24,774
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	6,723	7,961	9,602
당기순이익		6,457	3,980	5,610	7,423	9,321
감가상각비		1,812	2,237	1,872	1,664	1,479
외환손익		-43	109	136	136	136
종속,관계기업관련손익		0	0	-1	-1	-1
자산부채의 증감		-1,633	-930	-1,289	-1,655	-1,727
기타현금흐름		177	-270	394	394	394
투자활동 현금흐름		-6,096	-4,008	-5,310	-3,508	-2,307
투자자산		-966	1,308	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)		-4,948	-7,686	-5,124	-3,416	-2,277
유형자산 감소		12	13	0	0	0
기타현금흐름		-194	2,357	-186	-92	-30
재무활동 현금흐름		-1,330	-1,109	-1,091	-1,583	-2,097
단기차입금		693	-36	-36	-36	-36
사채 및 장기차입금		-738	4	454	454	454
자본		0	0	0	0	0
현금배당		-946	-1,090	-1,522	-2,014	-2,529
기타현금흐름		-339	13	13	13	13
연결범위변동 등 기타		22	-204	5,805	3,582	2,869
현금의 증감		-635	-195	6,128	6,452	8,066
기초 현금		6,872	6,237	6,042	12,170	18,622
기말 현금		6,237	6,042	12,170	18,622	26,688
NOPLAT		8,481	5,964	7,515	9,811	12,189
FCF		1,624	-2,195	1,095	3,951	6,615

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

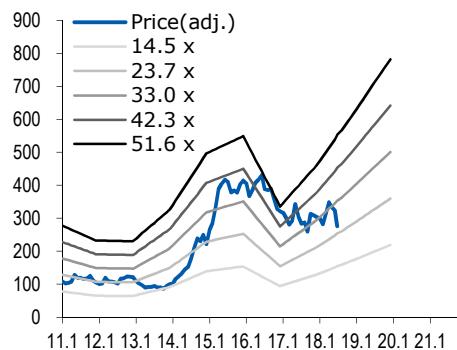
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS		10,649	6,508	8,948	11,989	15,172
BPS		56,202	60,186	66,749	74,574	85,097
EBITDAPS		14,914	11,882	13,601	16,626	19,803
SPS		81,799	74,241	82,750	95,169	108,242
DPS		1,580	1,280	1,280	1,280	1,280
PER		36.2	45.9	30.8	23.0	18.2
PBR		6.9	5.0	4.1	3.7	3.2
EV/EBITDA		23.2	22.9	17.6	13.9	11.1
PSR		4.7	4.0	3.3	2.9	2.5

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)		18.4	-9.2	11.5	15.0	13.7
영업이익 증가율 (%)		9.7	-29.7	26.0	30.6	24.2
지배순이익 증가율 (%)		10.7	-38.4	39.6	32.3	25.6
매출총이익률 (%)		74.8	73.1	73.8	75.4	76.9
영업이익률 (%)		15.0	11.6	13.2	14.9	16.3
지배순이익률 (%)		11.3	7.7	9.6	11.1	12.2
EBITDA 마진 (%)		18.2	16.0	16.4	17.5	18.3
ROIC		26.5	15.2	19.8	26.7	33.8
ROA		13.3	7.5	9.8	11.8	13.3
ROE		17.7	9.8	12.6	14.9	16.6
부채비율 (%)		33.0	28.7	27.1	25.3	23.0
순차입금/자기자본 (%)		-24.3	-13.0	-24.1	-33.3	-42.2
영업이익/금융비용 (배)		217.5	193.6	183.9	192.6	199.8

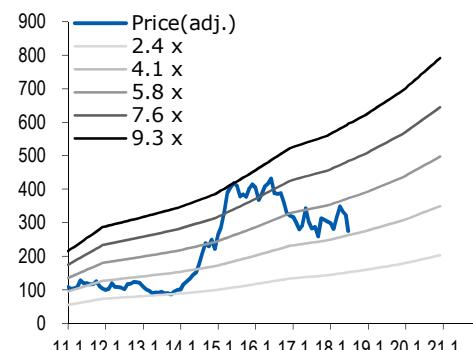
P/E band chart

(천원)

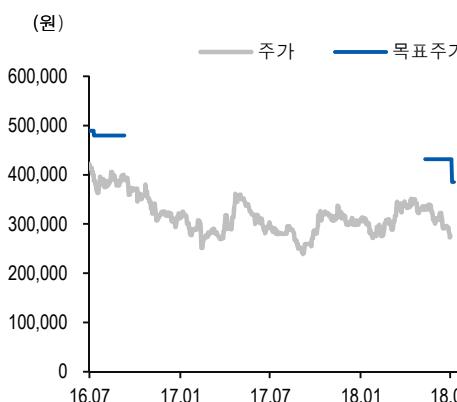


P/B band chart

(천원)



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-23	BUY	385,000	1년		
2018-05-30	BUY	432,000	1년	-28.53	-21.30
	담당자 변 경				
2017-07-29		1년 경과 이후	1년	-36.92	-26.77
2016-07-29	BUY	480,000	1년	-34.05	-15.42
2016-05-02	BUY	490,000	1년	-28.03	-10.00

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = $(\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-20

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.

