

# 아모레퍼시픽 (090430)

화장품

박은정



02 3770 5597  
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>358,000원 (M)</b>
현재주가 (9/11)	<b>256,500원</b>
상승여력	<b>40%</b>

시가총액	164,094억원
총발행주식수	69,016,320주
60일 평균 거래대금	438억원
60일 평균 거래량	156,413주
52주 고	351,500원
52주 저	239,500원
외인지분율	34.73%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 3인 47.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.0)	(21.9)	(2.3)
상대	(3.0)	(15.5)	1.0
절대(달러환산)	(2.7)	(25.4)	(1.7)

## 애널리스트 간담회 Takeaways

### 투자 의견 BUY, 목표주가 358,000원 유지

- 9월 11일 애널리스트 간담회 개최
- 아모레퍼시픽그룹 대표이사사장, 아모레퍼시픽 경영지원 전무, 그룹전략실장 등이 참석하여 신시장 (아세안, 북미, 인도) 진출 현황 및 전략방향에 대한 로드맵을 공유
- 2025년 해외 매출 비중 50% 타겟, 중국이 주요 시장인 가운데 2018년 18개국, 2020년 30개국, 2025년 50개국 진출을 계획하고 있으며, 2025년 글로벌 Top 3, 아시아 1등 기업으로의 포부 밝힘
- 직접 사업 중심에서 현지 온/오프라인 플랫폼과의 파트너십 강화, 면세 채널 공략 등 을 통해 해외 사업에 속도를 내고자함
- 본격적인 브랜드 투자에 집중. 기존의 브랜드 가치를 높이는 투자, 브랜드 인수 또한 포함될 것

### 아세안, 온/오프라인 플랫폼 협업 강화로 고객접점 확대

- 아세안 지역의 아모레퍼시픽 매출은 2015년 889억원, 2017년 1,672억원 달성. 디지털 매출 비중은 3%이며, 100% 성장 중. 2017년 기준 지역별 매출비중은 싱가포르 40%, 말레이시아 23%, 태국 22%, 인도네시아 9%, 베트남 6% 차지
- 지역별 온/오프라인 플랫폼 협업 강화로 진출에 속도낼 것: 쇼피(싱가폴, 인도네시아), 세포라(싱가폴, 태국, 인도네시아), Qoo10(싱가폴), 소시올라(인도네시아) 등
- 2020년 말레이시아 생산기지 확보를 통해 매스티지 브랜드 공략 강화
- 2017-2020년E 시장 성장률: 싱가포르 4%, 말레이 9%, 태국 8%, 인도네시아 11%, 베트남 4%
- 아세안 지역의 밀레니얼 화장품 소비가 GDP 성장을 대비 빠르게 증가하고 있으며, 최근 물류 및 지불 관련 인프라 투자 확대로 아세안에서의 디지털 환경이 개선될 것으로 전망

### 북미, 라네즈와 이니스프리 브랜드로 밀레니얼 공략

- 북미 지역의 아모레퍼시픽 매출은 2015년 486억원, 2017년 529억원으로 맛있는 실적 달성
- 최근 라네즈와 이니스프리가 성과를 달성하기 시작. 향후 미국 내 파이터 브랜드로 공략 목표
- 라네즈: 2017년 9월 라네즈 세포라 공식 런칭을 시작으로 200개 매장 입점. 하반기 세포라 50개 매장 추가 입점. 9월 JC PENNY 내 세포라 668개 매장에 추가 런칭 예정
- 이니스프리: 2017년 9월 뉴욕 유니온스퀘어 플래그십 스토어 오픈, 하반기 4개 매장 추가 오픈 (뉴저지, 뉴욕 3개, 서부 1개), 2019년 캐나다 토론토 1호점 런칭 예정
- 밀레니얼 고객 대상, 우리가 강점이 있는 스킨케어에 집중하며, 전문점/이커머스, 동/서부 접점 확대를 통해 미주 고객 공략 목표
- 2017년 기준 미국의 색조+기초 시장규모 255억 달러, 7% 성장. 최근 스킨케어에 대한 관심 증가. 밀레니얼/히스패닉의 시장 기여도 40%에 육박. 상위 10위 브랜드의 MS는 감소 추세, 20위 넘어서는 인디 브랜드의 MS는 확대 중

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	14,575	20.5	8.5	14,129	3.2
영업이익	1,637	62.0	12.3	1,531	7.0
세전계속사업이익	1,652	55.5	14.7	1,612	2.5
지배순이익	1,215	55.1	12.0	1,249	-2.7
영업이익률 (%)	11.2	+2.8 %pt	+0.3 %pt	10.8	+0.4 %pt
지배순이익률 (%)	8.3	+1.8 %pt	+0.2 %pt	8.8	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	56,454	51,238	56,618	66,074
영업이익	8,481	5,964	7,026	9,614
지배순이익	6,393	3,940	5,162	7,128
PER	36.2	45.9	30.7	21.9
PBR	6.9	5.0	3.9	3.5
EV/EBITDA	23.2	22.9	17.2	13.1
ROE	17.7	9.8	11.8	14.8

자료: 유안타증권

**인도, 이니스프리 중심. 온라인, 5대 메가 도시 공략**

- 2010년 10월 인도법인 설립. 이니스프리 진출을 시작으로, 2015년 매출액 2억, 2017년 32억 달성
- 이니스프리 와 에뛰드로 온라인/오프라인 공략 목표
- 이니스프리 2018년 12개 매장 진출, 에뛰드 진출, 2019년 라네즈 런칭 예정
- 인도의 화장품 시장은 2020년 159억 달러로 성장 전망
- 델리, 뭄바이, 방갈로르 등의 도시 순으로 프리미엄 브랜드 매장 비율 높으며, 오프라인 접점이 부족하기 때문에, 온라인이 필수 채널이며 성장세 가속화 중
- 품목군은 헤어/바디케어의 시장규모가 주도적이며, 향후 스킨케어 비중 확대 전망

**Asia Beauty Creator, Great Beauty Company**

- 2018년 18개국, 2020년 30개국, 2025년 50개국 공략
- 2025년 글로벌 Top 3, 아시아에서 No.1 목표

	2015	2016	2017
<b>연결 매출액</b>	<b>4,766.6</b>	<b>5,645.4</b>	<b>5,123.9</b>
해외	1,257.4	1,696.9	1,820.5
<b>% 해외비중</b>	<b>26%</b>	<b>30%</b>	<b>36%</b>
<b>지역별 매출액</b>			
<b>1. 아시아</b>	<b>1,143.3</b>	<b>1,575.5</b>	<b>1,731.9</b>
- 태국	19.9	28.3	36.7
- 인도네시아	4.7	8.1	14.9
- 말레이시아	18.0	28.6	38.5
- 싱가포르	46.3	62.9	66.9
- 베트남	-	5.3	10.1
- 인도	0.2	1.0	3.2
<b>2. 북미</b>	<b>48.6</b>	<b>53.3</b>	<b>52.9</b>
<b>3. 유럽</b>	<b>65.5</b>	<b>68.1</b>	<b>35.7</b>
<b>연결 영업이익</b>	<b>772.91</b>	<b>848.1</b>	<b>596.4</b>
해외	159.6	210.5	194.2
<b>% 해외비중</b>	<b>21%</b>	<b>25%</b>	<b>33%</b>
1. 아시아	162.3	209.4	217.7
2. 북미	-1.6	0.8	-6.3
3. 유럽	-1.1	0.3	-17.2

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레퍼시픽의 해외영업 성과 - 2013-2017년 연평균 성장률 (단위: %)

	아모레퍼시픽	Market
중국	+35%	+7%
아세안	+40%	+8%
북미	+22%	+3%

자료: 아모레퍼시픽

스킨케어+메이크업 기준 시장규모: 인도, 태국 등 신흥시장이 화장품 상위시장으로 확대될 것 (단위: US bil)

	2017년	2020년 E
중국	29.1	39.2
미국	25.5	33.3
일본	21.1	22.9
한국	7.5	7.5
인도	-	3.9
태국	-	3.6

자료: 아모레퍼시픽

주요 아시아 시장 관련 (단위: US mil, %)

	2020년 E 시장규모	17-20년 성장률	온라인 비중	비고
태국	3,736	8%	0.4%	프리미엄 비중 상대적으로 낮음
인도네시아	2,715	11%		
필리핀	1,426	9%	1.2%	
말레이시아	1,059	9%	0.3%	소득수준 높음. 프리미엄 비중 가장 높음 규모면에서 작으나, 프리미엄 비중 높음
싱가포르	689	4%	3.5%	
베트남	683	4%		

자료: 아모레퍼시픽

미국 시장의 MS 변화 및 성장률: 상위 브랜드 비중 감소, 20위 미만 브랜드 비중 확대 (단위: %)

	2014	2017	성장률
상위 10위 브랜드	47%	40%	0%
11-20위 브랜드	11%	13%	19%
20위 미만 브랜드	42%	47%	23%

자료: 아모레퍼시픽

인도 화장품 시장 규모 및 카테고리별 비중 (단위: 억원)

(US bil)	2010	2015	2020E	15-20년 성장률
시장규모	4	8.6	15.9	
시장비중				
- 헤어	32%	32%	34%	19%
- 바디	45%	38%	29%	23%
- 기초	14%	17%	18%	15%
- 색조	7%	10%	15%	7%
- 향수	2%	3%	4%	14%

자료: 아모레퍼시픽

지역별 브랜드 진출 계획

지역	브랜드 진출 계획
중화권	2019년 프리메라 런칭 예정, 미장센 출시 예정
인도	2018년 이니스프리, 에뛰드, 2019년 라네즈
북미	이니스프리의 반응 견조 매장 확대, 라네즈 세포라 중심, 2019년 프리메라 런칭 예정
아세안	에뛰드하우스, 라네즈, 이니스프리

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	56,454	51,238	56,618	66,074	75,644
매출원가	14,248	13,797	15,516	17,457	19,597
매출총이익	42,207	37,441	41,103	48,617	56,047
판매비	33,726	31,477	34,077	39,004	44,259
영업이익	8,481	5,964	7,026	9,614	11,788
EBITDA	10,293	8,201	8,897	11,277	13,267
영업외손익	85	-291	-39	77	225
외환관련손익	-26	-212	-136	-136	-136
이자손익	131	107	217	333	481
관계기업관련손익	1	1	1	1	1
기타	-22	-187	-120	-120	-120
법인세비용차감전순이익	8,566	5,673	6,986	9,691	12,013
법인세비용	2,108	1,693	1,747	2,423	3,003
계속사업순이익	6,457	3,980	5,240	7,268	9,009
중단사업순이익	0	0	1	0	0
당기순이익	6,457	3,980	5,241	7,268	9,009
지배지분순이익	6,393	3,940	5,162	7,128	8,835
포괄순이익	6,324	3,865	5,126	7,153	8,894
지배지분포괄이익	6,257	3,840	5,093	7,107	8,837

주: 영업외이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	21,163	16,775	23,414	30,955	40,046
현금및현금성자산	6,237	6,042	11,946	18,196	25,982
매출채권 및 기타채권	3,556	3,817	4,031	4,630	5,236
재고자산	4,099	3,748	4,141	4,833	5,533
비유동자산	30,652	36,982	35,111	33,447	31,968
유형자산	23,586	26,132	24,260	22,597	21,118
관계기업 등 자본관련자산	27	24	24	24	24
기타투자자산	537	600	600	600	600
자산총계	51,816	53,757	58,524	64,401	72,014
유동부채	11,712	10,464	10,593	10,743	10,912
매입채무 및 기타채무	6,140	5,969	6,133	6,319	6,524
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	12,586	13,190	13,813
지배지분	38,788	41,538	45,701	50,947	57,900
자본금	345	345	345	345	345
자본잉여금	7,205	7,205	7,205	7,205	7,205
이익잉여금	31,587	34,565	38,844	44,205	51,273
비지배지분	178	216	238	265	301
자본총계	38,966	41,754	45,939	51,212	58,201
순차입금	-9,410	-5,383	-10,869	-16,700	-24,067
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	6,472	7,757	9,316
당기순이익	6,457	3,980	5,241	7,268	9,009
감가상각비	1,812	2,237	1,872	1,664	1,479
외환손익	-43	109	136	136	136
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-1	-1	-1
자산부채의 증감	-1,633	-930	-1,170	-1,705	-1,701
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	-997	-1,541	-2,013
단기차입금	693	-36	-36	-36	-36
사채 및 장기차입금	-738	4	454	454	454
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-946	-1,090	-1,428	-1,972	-2,444
기타현금흐름	-339	13	13	13	13
연결범위변동 등 기타	22	-204	5,739	3,542	2,788
현금의 증감	-635	-195	5,905	6,250	7,785
기초 현금	6,872	6,237	6,042	11,946	18,197
기말 현금	6,237	6,042	11,946	18,197	25,981
NOPLAT	8,481	5,964	7,026	9,614	11,788
FCF	1,624	-2,195	847	3,753	6,341

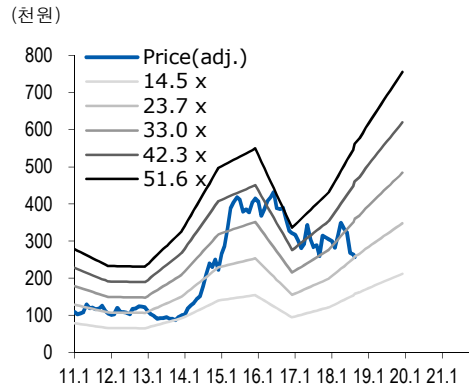
자료: 유안타증권

- 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

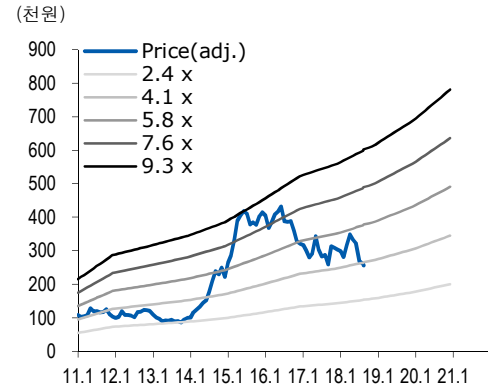
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	10,649	6,508	8,366	11,729	14,650
BPS	56,202	60,186	66,255	73,861	83,941
EBITDAPS	14,914	11,882	12,892	16,340	19,222
SPS	81,799	74,241	82,036	95,737	109,602
DPS	1,580	1,280	1,280	1,280	1,280
PER	36.2	45.9	30.7	21.9	17.5
PBR	6.9	5.0	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	23.2	22.9	17.2	13.1	10.6
PSR	4.7	4.0	3.1	2.7	2.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	18.4	-9.2	10.5	16.7	14.5
영업이익 증가율 (%)	9.7	-29.7	17.8	36.8	22.6
지배순이익 증가율 (%)	10.7	-38.4	31.0	38.1	24.0
매출총이익률 (%)	74.8	73.1	72.6	73.6	74.1
영업이익률 (%)	15.0	11.6	12.4	14.5	15.6
지배순이익률 (%)	11.3	7.7	9.1	10.8	11.7
EBITDA 마진 (%)	18.2	16.0	15.7	17.1	17.5
ROIC	26.5	15.2	18.6	26.3	32.8
ROA	13.3	7.5	9.2	11.6	13.0
ROE	17.7	9.8	11.8	14.8	16.2
부채비율 (%)	33.0	28.7	27.4	25.8	23.7
순차입금/자기자본 (%)	-24.3	-13.0	-23.8	-32.8	-41.6
영업이익/금융비용 (배)	217.5	193.6	171.9	188.7	193.2

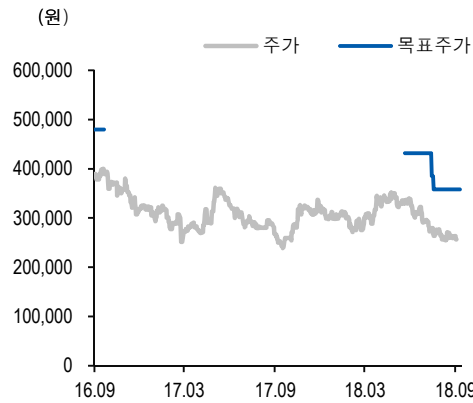
P/E band chart



P/B band chart



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-09-12	BUY	358,000	1년		
2018-07-27	BUY	358,000	1년		
2018-07-23	BUY	385,000	1년	-28.40	-27.40
2018-05-30	BUY	432,000	1년	-28.53	-21.30
2017-07-29	담당자 변경 1년 경과 이후		1년	-36.92	-26.77
2016-07-29	BUY	480,000	1년	-34.05	-15.42

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-09-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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 투자의사결정은 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.