

## 아모레퍼시픽

## HOLD(유지)

090430 기업분석 | 화장품

목표주가(유지)	300,000원	현재주가(09/11)	256,500원	Up/Downside	+17.0%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2018. 09. 12

## Analyst Day 후기 코멘트

## Comment

**해외 사업 전략 방식에 대한 관점 전환:** 전일(9/11일) 열린 2018 Analyst Day를 아모레그룹이 중장기 해외사업 전략을 제시했다. 주요 내용으로는 5대 filler를 북미, 아세안, 한국, 중국, 인도로 정하고, 시장의 성장성과 환경을 고려해 사업 방식을 결정하겠다고 밝혀 그간 해외 사업을 임했던 직접 진출 방식에 변화가 생긴 것인지에 궁금증이 모아지는 분위기였다. 큰 틀에서는 기존의 직접출 방식을 유지하지만 전보다 융통성 있게 접근하겠다는 의미로 해석되며, 단순 에이전트나 유통업체가 아닌 브랜드 빌드업을 함께 고민할 수 있는 파트너사를 찾아 협력하는 방식을 뜻하는 듯 하다.

**인프라 투자 줄이고, 브랜드, 채널에 투자 예정:** 해외법인 수익성 관련해서는 기존 사업에서 얻어지는 수익 일부(10%)를 제외하고 나머지는 투자에 집중하겠다고 밝혔으며, 재투자는 새로운 브랜드의 채널 확장보다 기존출해 있는 브랜드의 가치를 끌어올리기 위해 쓰여질 것으로 예상된다. 2020년 말레이시아 생산공장이 완공되면 이후의 투자재원은 인프라 투자보다 사업에 실질적 도움이 되는 브랜드, 디지털, 글로벌, 연구개발 투자 비중이 높아질 것으로 보인다. 아세안 마켓에서의 성장 목표는 향후 5년간 30% 성장을 기대하며, 설화수와 이니스프리, 라네즈가 중심이 될 것으로 전망된다. 미주는 고객 접점을 넓히기 위한 투자가 지속될 예정이며, 매년 30% 성장 목표를 제시했다.

## Action

**중장기 관점에서의 접근 필요:** 중국인 트래픽이 크게 증가하는 지역 위주로 해외 면세 채널을 확대할 것으로 보이며, 기존출해 있는 브랜드의 라인 확장으로 밀레니얼 수요를 잡는데 주력할 것으로 예상된다. 인도 시장 내 이니스프리와 에뛰드 브랜드의 확산으로 해외 사업 포트폴리오를 다변화하려는 노력이 엿보이며, 다만 해외 투자에 대한 성과는 중장기 관점에서 접근할 것을 강조해 단기 모멘텀을 논하긴 부담스러운 시기임은 분명해 보인다.

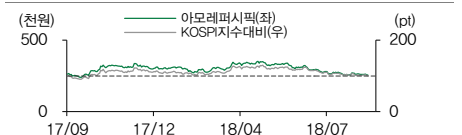
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	5,645	5,124	5,499	5,988	6,544
(증가율)	18.4	-9.2	7.3	8.9	9.3
영업이익	848	596	618	743	907
(증가율)	9.7	-29.7	3.6	20.2	22.1
지배주주순이익	639	394	412	518	637
EPS	10,649	6,508	6,802	8,546	10,577
PER (H/L)	41.6/28.4	56.4/36.3	37.7	30.0	24.3
PBR (H/L)	7.9/5.4	6.1/3.9	4.0	3.6	3.3
EV/EBITDA (H/L)	26.7/18.5	27.9/18.4	16.0	14.5	12.4
영업이익률	15.0	11.6	11.2	12.4	13.9
ROE	17.7	9.8	9.6	11.1	12.4

## Stock Data

52주 최저/최고	239,500/351,500원
KOSDAQ /KOSPI	820/2,283pt
시가총액	149,946억원
60일-평균거래량	156,407
외국인지분율	34.7%
60일-외국인지분율변동추이	+0.5%p
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 3인 47.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-3.0	-21.9	-2.3
상대기준	-3.0	-15.5	1.0

도표 1. 아모레그룹 Analyst Day 주요 내용

중국	프리메라 런칭 예정, 미장센 확장
아세안	라네즈와 이니스프리, 러 확장 향후 5년간 30%YoY씩 성장 기대. 낮아도 10% 5개국 매출 비중은 싱가포르 40%, 말레이시아 23%, 태국 22%, 인도네시아 9%, 베트남 6%
북미	라네즈, 이니스프리, 설화수 진출 중 프리메라 런칭 예정(2019년)
인도	이니스프리 확장, 라네트와 에뛰드 런칭 예정
면세채널	23개국 280개 매장 진행중 글로벌 면세 채널 확장 예정
인프라 투자	말레이시아 공장 완공 예정(2020년) 메스티지 생산 예정

자료: DB 금융투자

도표 2. 아모레퍼시픽 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	17	18E	19E
<b>연결매출</b>	<b>15,690</b>	<b>12,050</b>	<b>12,099</b>	<b>11,400</b>	<b>14,316</b>	<b>13,437</b>	<b>13,747</b>	<b>13,491</b>	<b>51,238</b>	<b>54,989</b>	<b>59,880</b>
국내	11,044	8,056	7,902	6,473	9,408	8,777	8,656	7,709	33,474	34,549	36,343
해외	4,646	3,994	4,197	4,927	4,908	4,659	5,091	5,782	17,764	20,440	23,537
아시아	4,488	3,918	4,064	4,848	4,780	4,562	4,880	5,576	17,318	19,798	22,568
유럽	164	54	72	67	76	63	76	71	357	286	300
북미	117	113	137	162	153	142	212	286	529	794	1,111
<b>%YoY</b>	<b>5.7</b>	<b>-16.5</b>	<b>-13.6</b>	<b>-13.4</b>	<b>-8.8</b>	<b>11.5</b>	<b>13.6</b>	<b>18.3</b>	<b>-9.2</b>	<b>7.3</b>	<b>8.9</b>
국내	1.8	-22.4	-21.5	-25.5	-14.8	8.9	9.5	19.1	-16.3	3.2	5.2
해외	16.3	-1.3	6.6	10.3	5.6	16.7	21.3	17.4	8.0	15.1	15.2
아시아	18.5	1.0	8.0	12.0	6.5	16.4	20.1	15.0	9.9	14.3	14.0
유럽	6.5	-67.5	-52.9	-67.8	-53.7	16.7	5.0	6.0	-47.6	-20.0	5.0
북미	-15.8	-11.7	-11.6	45.9	30.8	25.7	55.0	76.6	-0.8	50.0	40.0
<b>영업이익</b>	<b>3,168</b>	<b>1,016</b>	<b>1,011</b>	<b>769</b>	<b>2,359</b>	<b>1,458</b>	<b>1,250</b>	<b>1,112</b>	<b>5,964</b>	<b>6,178</b>	<b>7,427</b>
국내	2,340	826	669	342	1,575	926	838	434	4,177	3,772	4,438
해외	881	198	454	409	814	454	524	659	1,942	2,451	3,036
아시아	876	323	518	460	849	536	577	645	2,177	2,607	3,121
유럽	12	-91	-55	-38	-19	-35	0	57	-172	3	3
북미	-7	-34	-9	-13	-16	-47	-53	-43	-63	-159	-89
<b>영업이익률</b>	<b>20.2</b>	<b>8.4</b>	<b>8.4</b>	<b>6.7</b>	<b>16.5</b>	<b>10.9</b>	<b>9.1</b>	<b>8.2</b>	<b>11.6</b>	<b>11.2</b>	<b>12.4</b>
국내	21.2	10.3	8.5	5.3	16.7	10.6	9.7	5.6	12.5	10.9	12.2
해외	19.0	5.0	10.8	8.3	16.6	9.8	10.3	11.4	10.9	12.0	12.9
아시아	19.5	8.2	12.7	9.5	17.8	11.8	11.8	11.6	12.6	13.2	13.8
유럽	7.3	-168.5	-76.4	-56.7	-25.0	-55.6	0.0	80.1	-48.2	1.0	1.0
북미	-6.0	-30.1	-6.6	-8.0	-10.5	-33.1	-25.0	-14.9	-11.9	-20.0	-8.0

자료: 아모레퍼시픽, DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,116	1,677	2,003	2,445	2,900
현금및현금성자산	624	604	951	1,312	1,695
매출채권및기타채권	356	382	352	388	428
재고자산	410	375	378	418	468
비유동자산	3,065	3,698	3,802	3,873	4,016
유형자산	2,359	2,613	2,717	2,788	2,931
무형자산	228	240	240	240	240
투자자산	56	62	62	62	62
자산총계	5,182	5,376	5,805	6,318	6,916
유동부채	1,171	1,046	1,152	1,255	1,344
매입채무및기타채무	614	597	707	805	898
단기차입금및단기차대	96	85	82	87	83
유동성장기부채	48	0	0	0	0
비유동부채	114	154	155	158	158
사채및장기차입금	0	43	48	51	51
부채총계	1,285	1,200	1,307	1,413	1,502
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
이익잉여금	3,159	3,457	3,775	4,177	4,679
비지배주주지분	18	22	26	31	37
자본총계	3,897	4,175	4,498	4,905	5,414

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	677	513	885	805	901
당기순이익	646	398	417	523	643
현금유출이없는비용및수익	409	451	511	500	535
유형및무형자산상각비	181	224	352	302	294
영업관련자산부채변동	-163	-93	128	-4	-14
매출채권및기타채권의감소	-11	-37	30	-36	-39
재고자산의감소	-86	35	-4	-40	-50
매입채무및기타채무의증가	6	-32	110	99	93
투자활동현금흐름	-610	-401	-444	-355	-395
CAPEX	-495	-769	-456	-373	-437
투자자산의순증	-5	-6	1	0	0
재무활동현금흐름	-133	-111	-94	-89	-124
사채및차입금의 증가	-22	-18	-3	8	-5
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-95	-109	-88	-94	-116
기타현금흐름	2	-20	0	0	0
현금의증가	-63	-20	347	361	383
기초현금	687	624	604	951	1,312
기말현금	624	604	951	1,312	1,695

자료: 아모레퍼시픽 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,645	5,124	5,499	5,988	6,544
매출원가	1,425	1,380	1,119	1,161	1,208
매출총이익	4,221	3,744	4,380	4,827	5,336
판매비	3,373	3,148	3,762	4,085	4,429
영업이익	848	596	618	743	907
EBITDA	1,029	820	970	1,045	1,201
영업외손익	9	-29	-31	-6	0
금융손익	12	11	10	15	21
투자손익	0	0	1	1	1
기타영업외손익	-3	-40	-42	-22	-22
세전이익	857	567	587	737	906
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	646	398	417	523	643
지배주주지분순이익	639	394	412	518	637
비지배주주지분순이익	6	4	4	5	6
총포괄이익	632	386	417	523	643
증감률(%YoY)					
매출액	18.4	-9.2	7.3	8.9	9.3
영업이익	9.7	-29.7	3.6	20.2	22.1
EPS	10.5	-38.9	4.5	25.6	23.8

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당주요(원)					
EPS	10,649	6,508	6,802	8,546	10,577
BPS	56,202	60,186	64,804	70,621	77,903
DPS	1,580	1,280	1,350	1,680	1,980
Multiple(배)					
P/E	30.2	46.8	37.7	30.0	24.3
P/B	5.7	5.1	4.0	3.6	3.3
EV/EBITDA	19.5	23.2	16.0	14.5	12.4
수익성(%)					
영업이익률	15.0	11.6	11.2	12.4	13.9
EBITDA마진	18.2	16.0	17.6	17.4	18.4
순이익률	11.4	7.8	7.6	8.7	9.8
ROE	17.7	9.8	9.6	11.1	12.4
ROA	13.4	7.5	7.5	8.6	9.7
ROIC	25.1	14.4	14.3	17.1	20.3
안정성및기타					
부채비율(%)	33.0	28.7	29.1	28.8	27.7
이자보상배율(배)	217.5	193.6	217.2	256.5	309.4
배당성향(배)	14.3	18.8	18.9	18.8	18.0

## 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 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 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 투자자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

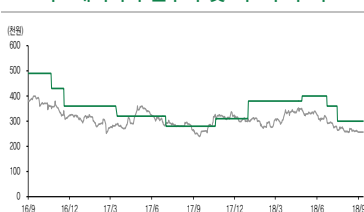
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자자의견은 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 현주와 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/08/01	Buy	490,000	-22.2 -17.1	18/05/10	Buy	400,000	-19.1 -14.5
16/11/02	Buy	430,000	-19.2 -11.6	18/07/04	Buy	360,000	-20.7 -17.6
16/11/30	Hold	360,000	-16.3 -9.6	18/07/27	Hold	300,000	-
17/03/27	Hold	320,000	-2.6 12.8				
17/07/13	Hold	280,000	-0.4 16.6				
17/10/31	Hold	310,000	1.3 8.7				
18/01/11	Buy	380,000	-18.2 -7.5				