

아모레퍼시픽 (090430)

화장품

백은정



02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	HOLD (D)
목표주가	276,000원 (D)
현재주가 (10/4)	227,500원
상승여력	21%

시가총액	146,718억원
총발행주식수	69,016,320주
60일 평균 거래대금	460억원
60일 평균 거래량	173,442주
52주 고	351,500원
52주 저	227,500원
외인지분율	34.43%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 3인 47.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.7)	(23.4)	(12.3)
상대	(11.1)	(23.7)	(7.7)
절대(달러환산)	(13.8)	(24.4)	(11.1)

예전같지 않은 중국

투자 의견 Hold 하향, 목표주가 276,000원 으로 23% 하향

아모레퍼시픽에 대한 투자 의견을 Hold 하향, 목표주가를 358,000원에서 276,000원으로 하향한다. 목표주가 하향의 근거는 예상 대비 중국 성장을 회복이 더디며, 면세 시장에서의 점유율이 하락하고 있기 때문이다. 목표주가 276,000원은 12MF EPS 8,550원에 순수 내수, 면세, 해외를 구분하여 Target P/E를 각각 20배, 35배, 35배 적용하였다. Implied P/E는 32배 수준이다. 2018년, 2019년 EPS를 각각 16%, 23% 하향하였다.

3Q18 Preview: 기대와 현실의 간극

3분기 실적은 연결 매출 1조 3,407억원(YoY+11%), 영업이익 1,248억원(YoY+24%)를 전망하며 컨센서스 영업이익 1,479억원 대비 16% 하회할 것으로 예상된다.

1) 국내부문의 매출과 영업이익은 전년동기비 각각 +10%, +32% 성장을 전망한다. 고마진 면세점의 성장으로 전년동기비 영업이익률은 소폭 개선되나 낮은 기저를 감안시 아쉬운 성과다. ▶3분기 누적 면세시장 성장률은 +40%대에 육박할 것으로 예상되나, 아모레퍼시픽의 면세점 매출은 전년동기비 +27% 성장에 그치며 시장 점유율이 낮아지는 추세가 이어질 것으로 판단한다. ▶내수 채널은 기저효과가 발생하는 구간이나 대부분 성장이 정체된 모습을 보일 것으로 예상된다. 전문점이 높은 한자리수 감소세가 이어질 것으로 보이며, 이어서 할인점, 백화점 순으로 부진할 것으로 예상된다. 온라인과 방판은 소폭 성장하나 내수 채널의 부진을 방어하기엔 다소 아쉬운 성과이다.

2) 해외부문의 매출은 +13% 성장하고 이익은 14% 감소할 것으로 보인다. 해외법인 성과의 대부분을 차지하는 중국법인의 성과가 부진할 것으로 보인다. 전년동기비 한자리수 성장 수준으로 마감할 것으로 보이며, 이는 종전 당사가 예상했던 10% 후반을 한참 못 미치는 수준이다. 설화수의 성장은 타 브랜드 대비 상대적으로 견고한 상황이나, 중국 매출의 80%를 차지하는 중가 브랜드의 성장 탄력이 떨어지며 이익체력이 약화될 것으로 보인다. ③ 미국법인 매출은 전년동기비 25% 성장을 전망하며, 신규 브랜드 입점에 따라 꾸준한 성장세가 이어질 것으로 예상된다.

예전같지 않은 모습

아모레퍼시픽은 내수 채널에서의 성장이 정체된 가운데 해외와 면세 채널에서 성장을 도모해야 한다. 내수는 멀티샵의 채널 매력도가 향상되고, 다양한 인디브랜드가 범람하고 있다. 해외지역, 특히 중국은 소비자의 소득 수준의 향상으로 글로벌 브랜드와의 경쟁에서 자유롭지 못하다. 녹록치 않은 환경에서 오히려 트렌드는 너무 빠르다. 안팎으로 어려운 구간으로 기댈 곳은 단체 관광객 신규 유입뿐이며, 이는 2019년 추정치에 많은 부분 반영되어 있다. 기대와 현실의 간극이 좁혀져, 이익 체력이 회복되지 않는 이상 주가 반등은 제한적일 것으로 판단한다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,407	10.8	-0.2	13,960	-4.0
영업이익	1,248	23.5	-14.4	1,479	-15.6
세전계속사업이익	1,263	18.9	-12.4	1,509	-16.3
지배순이익	929	18.6	-14.4	1,150	-19.2
영업이익률 (%)	9.3	+0.9 %pt	-1.5 %pt	10.6	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	6.9	+0.4 %pt	-1.2 %pt	8.2	-1.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	56,454	51,238	54,148	61,523
영업이익	8,481	5,964	5,968	7,531
지배순이익	6,393	3,940	4,373	5,569
PER	36.2	45.9	32.4	25.1
PBR	6.9	5.0	3.5	3.2
EV/EBITDA	23.2	22.9	17.4	14.4
ROE	17.7	9.8	10.1	11.9

자료: 유안타증권

아모레퍼시픽 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2017	2018F	2019F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
연결 매출액	5,123.9	5,414.8	6,152.3	1,569.1	1,205.0	1,209.9	1,140.0	1,431.6	1,343.7	1,340.7	1,298.8
한국	3,347.4	3,458.0	3,906.8	1,104.4	805.6	790.2	647.2	940.9	877.7	868.2	771.2
- 화장품	2,830.2	2,932.8	3,367.4	941.3	694.7	638.9	555.3	780.7	760.8	713.8	677.5
- 생활용품	517.2	525.2	539.4	163.1	110.9	151.3	91.9	160.2	116.9	154.3	93.7
해외	1,820.5	2,001.9	2,302.7	476.9	408.6	427.3	507.7	500.9	476.7	482.0	542.3
- 아시아	1,731.9	1,903.8	2,183.3	448.8	391.9	406.4	484.8	478.0	456.2	456.9	512.7
- 유럽	35.7	32.1	36.9	16.4	5.4	7.2	6.7	7.6	6.3	8.0	10.2
- 북미	52.9	66.0	82.5	11.7	11.3	13.7	16.2	15.3	14.2	17.1	19.4
% YoY 매출액	-9%	6%	14%	6%	-17%	-14%	-13%	-9%	12%	11%	14%
한국	-16%	3%	13%	2%	-22%	-22%	-26%	-15%	9%	10%	19%
- 화장품	-18%	4%	15%	2%	-24%	-24%	-28%	-17%	10%	12%	22%
- 생활용품	-6%	2%	3%	3%	-15%	-6%	-10%	-2%	5%	2%	2%
해외	7%	10%	15%	17%	-2%	5%	9%	5%	17%	13%	7%
- 아시아	10%	10%	15%	19%	1%	8%	12%	7%	16%	12%	6%
- 유럽	-48%	-10%	15%	6%	-67%	-53%	-68%	-54%	17%	12%	52%
- 북미	-1%	25%	25%	-16%	-12%	-12%	46%	31%	26%	25%	20%
연결 영업이익	596.4	596.8	753.1	316.8	101.6	101.1	76.9	235.9	145.8	124.8	90.3
한국	417.7	394.3	518.2	234.0	82.6	66.9	34.2	157.4	92.6	88.6	55.7
- 화장품	403.2	381.0	503.3	214.5	84.6	56.3	47.8	140.5	94.4	74.7	71.4
- 생활용품	14.5	13.3	14.9	19.5	-2.0	10.6	-13.6	16.9	-1.8	13.9	-15.7
해외	194.2	204.3	255.1	88.1	19.7	45.5	41.0	81.5	45.4	39.3	38.2
- 아시아	217.7	231.3	279.0	87.6	32.2	51.9	46.0	85.0	53.6	49.2	43.5
- 유럽	-17.2	-17.1	-7.0	1.2	-9.1	-5.5	-3.8	-1.9	-3.5	-6.9	-4.8
- 북미	-6.3	-9.9	-16.9	-0.7	-3.4	-0.9	-1.3	-1.6	-4.7	-3.0	-0.6
% YoY 영업이익	-30%	0%	26%	-6%	-58%	-40%	-25%	-26%	44%	24%	17%
한국	-38%	-6%	31%	-13%	-59%	-51%	-53%	-33%	12%	32%	63%
- 화장품	-40%	-5%	32%	-12%	-56%	-62%	-43%	-34%	12%	33%	49%
- 생활용품	48%	-9%	13%	-18%	적전	흑전	적지	-13%	적지	31%	적지
해외	-8%	5%	25%	11%	-60%	-4%	18%	-7%	130%	-14%	-7%
- 아시아	4%	6%	21%	13%	-35%	15%	24%	-3%	66%	-5%	-5%
- 유럽	적전	적지	적지	500%	적전	적지	적전	적전	적지	적지	적지
- 북미	적전	적지	적지	적전	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지
지배주주 순이익	394.0	437.3	556.9	220.2	78.6	78.4	16.9	173.3	108.5	92.9	62.5
% Margin 매출총이익률	73%	73%	74%	75%	73%	71%	72%	73.3%	73%	72%	74%
영업이익률	12%	11%	12%	20%	8%	8%	7%	16.5%	11%	9%	7%
한국	12%	11%	13%	21%	10%	8%	5%	16.7%	11%	10%	7%
- 화장품	14%	13%	15%	23%	12%	9%	9%	18.0%	12%	10%	11%
해외	11%	10%	11%	18%	5%	11%	8%	16.3%	10%	8%	7%
- 아시아	13%	12%	13%	20%	8%	13%	9%	17.8%	12%	11%	8%
순이익률	8%	8%	9%	14%	7%	6%	1%	12.1%	8%	7%	5%

자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 변동표 (단위: 십억원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	5,662	6,607	5,415	6,152	-4%	-7%
영업이익	703	961	597	753	-15%	-22%
영업이익률	12%	15%	11%	12%	-1%p	-2%p
지배주주순이익	516	713	437	557	-15%	-22%
순이익률	9%	11%	8%	9%	-1%p	-2%p
EPS	8,366	11,729	7,016	9,062	-16%	-23%

자료: 유안타증권 리서치센터

국내 주요 채널 매출 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	2017	2018F	2019F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F
면세점	1,103	1,214	1,594	419	236	237	212	320	305	301	288
디지털	372	391	430	112	105	84	77	101	100	90	100
% YoY											
면세점	-26%	10%	31%	11%	-40%	-35%	-43%	-24%	29%	27%	36%
디지털	-8%	5%	10%	1%	2%	-20%	-14%	-10%	0%	7%	31%

자료: 유안타증권 리서치센터

주요 지역별 매출 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	2017	2018F	2019F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F
한국	3,347.4	3,458.0	3,906.8	1,104.4	805.6	790.2	647.2	940.9	877.7	868.2	771.2
아시아	1,731.9	1,903.8	2,183.3	448.8	391.9	406.4	484.8	478.0	456.2	456.9	512.7
- 중국	1,236.3	1,357.4	1,572.0	329.9	275.6	292.6	338.2	348.9	323.9	319.8	364.7
유럽	35.7	32.1	36.9	16.4	5.4	7.2	6.7	7.6	6.3	8.0	10.2
북미	52.9	66.0	82.5	11.7	11.3	13.7	16.2	15.3	14.2	17.1	19.4
% YoY											
한국	-16%	3%	13%	2%	-22%	-22%	-26%	-15%	9%	10%	19%
아시아	10%	10%	15%	19%	1%	8%	12%	7%	16%	12%	6%
- 중국	13%	10%	16%	20%	4%	12%	17%	6%	18%	9%	8%
유럽	-48%	-10%	15%	6%	-67%	-53%	-68%	-54%	17%	12%	52%
북미	-1%	25%	25%	-16%	-12%	-12%	46%	31%	26%	25%	20%

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	54,148	61,523	69,003
매출원가	14,248	13,797	14,644	16,270	17,835
매출총이익	42,207	37,441	39,504	45,253	51,168
판매비	33,726	31,477	33,536	37,721	42,030
영업이익	8,481	5,964	5,968	7,531	9,138
EBITDA	10,293	8,201	7,840	9,195	10,616
영업외손익	85	-291	-50	40	151
외환관련손익	-26	-212	-136	-136	-136
이자손익	131	107	206	296	407
관계기업관련손익	1	1	1	1	1
기타	-22	-187	-120	-120	-120
법인세비용차감전순이익	8,566	5,673	5,918	7,571	9,289
법인세비용	2,108	1,693	1,480	1,893	2,322
계속사업순이익	6,457	3,980	4,439	5,678	6,966
중단사업순이익	0	0	1	0	0
당기순이익	6,457	3,980	4,440	5,678	6,966
지배지분순이익	6,393	3,940	4,373	5,569	6,832
포괄손익	6,324	3,865	4,324	5,563	6,851
지배지분포괄이익	6,257	3,840	4,297	5,527	6,807

주: 영업이익의 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	22,537	28,481	35,503
현금및현금성자산	6,237	6,042	11,407	16,344	22,345
매출채권 및 기타채권	3,556	3,817	3,874	4,341	4,815
재고자산	4,099	3,748	3,960	4,500	5,047
비유동자산	30,652	36,982	35,111	33,447	31,968
유형자산	23,586	26,132	24,260	22,597	21,118
관계기업 등 지분관련자산	27	24	24	24	24
기타투자자산	537	600	600	600	600
자산총계	51,816	53,757	57,648	61,927	67,471
유동부채	11,712	10,464	10,510	10,629	10,743
매입채무 및 기타채무	6,140	5,969	6,050	6,205	6,355
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	12,503	13,076	13,645
지배지분	38,788	41,538	44,912	48,598	53,548
자본금	345	345	345	345	345
자본잉여금	7,205	7,205	7,205	7,205	7,205
이익잉여금	31,587	34,565	38,054	41,856	46,921
비지배지분	178	216	233	253	278
자본총계	38,966	41,754	45,145	48,851	53,827
순차입금	-9,410	-5,383	-10,330	-14,848	-20,431
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	5,925	6,420	7,504
당기순이익	6,457	3,980	4,440	5,678	6,966
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	-916	-1,451	-1,471
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	-778	-1,109	-1,459
단기차입금	693	-36	-36	-36	-36
사채 및 장기차입금	-738	4	454	454	454
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-946	-1,090	-1,210	-1,541	-1,890
기타현금흐름	-339	13	13	13	13
연결범위변동 등 기타	22	-204	5,529	3,133	2,263
현금의 증감	-635	-195	5,365	4,937	6,001
기초 현금	6,872	6,237	6,042	11,407	16,344
기말 현금	6,237	6,042	11,407	16,344	22,345
NOPLAT	8,481	5,964	5,968	7,531	9,138
FCF	1,624	-2,195	308	2,445	4,583

자료: 유안타증권

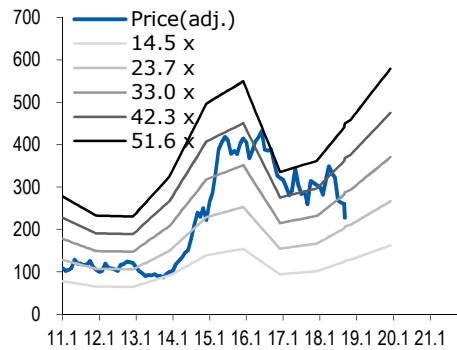
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	10,649	6,508	7,016	9,062	11,223
BPS	56,234	60,220	65,111	70,456	77,632
EBITDAPS	14,914	11,882	11,359	13,323	15,382
SPS	81,799	74,241	78,457	89,142	99,981
DPS	1,580	1,280	1,280	1,280	1,280
PER	36.2	45.9	32.4	25.1	20.3
PBR	6.9	5.0	3.5	3.2	2.9
EV/EBITDA	23.2	22.9	17.4	14.4	11.9
PSR	4.7	4.0	2.9	2.6	2.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	18.4	-9.2	5.7	13.6	12.2
영업이익 증가율 (%)	9.7	-29.7	0.1	26.2	21.3
지배순이익 증가율 (%)	10.7	-38.4	11.0	27.3	22.7
매출총이익률 (%)	74.8	73.1	73.0	73.6	74.2
영업이익률 (%)	15.0	11.6	11.0	12.2	13.2
지배순이익률 (%)	11.3	7.7	8.1	9.1	9.9
EBITDA 마진 (%)	18.2	16.0	14.5	14.9	15.4
ROIC	26.5	15.2	15.8	20.9	26.0
ROA	13.3	7.5	7.9	9.3	10.6
ROE	17.7	9.8	10.1	11.9	13.4
부채비율 (%)	33.0	28.7	27.7	26.8	25.3
순차입금/자기자본 (%)	-24.3	-13.0	-23.0	-30.6	-38.2
영업이익/금융비용 (배)	217.5	193.6	146.0	147.8	149.8

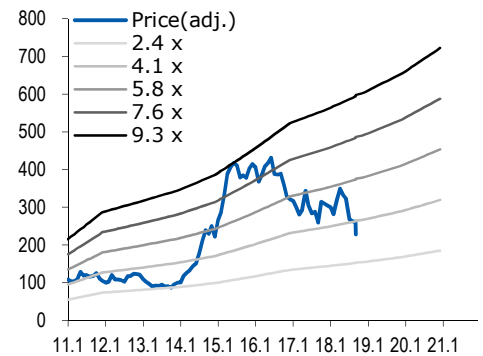
P/E band chart

(천원)



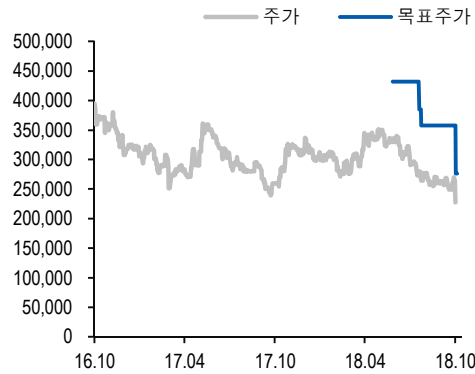
P/B band chart

(천원)



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-05	HOLD	276,000	1년		
2018-07-27	BUY	358,000	1년	-26.78	-22.63
2018-07-23	BUY	385,000	1년	-28.40	-27.40
2018-05-30	BUY	432,000	1년	-28.53	-21.30
	담당자 변경				
2017-07-29	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)	1.1
Buy(매수)	86.9
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-03

※ 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 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.