



**Analyst**  
**전영현**

yj6752@sk.com  
02-3773-9181

### Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	4 만주
액면가	500 원
시가총액	12,130 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외)	47.56%
3)	
국민연금공단	7.06%
외국인지분률	34.40%
배당수익률	0.60%

### Stock Data

주가(18/10/12)	207,500 원
KOSPI	2161.85 pt
52주 Beta	1.13
52주 최고가	351,500 원
52주 최저가	197,500 원
60일 평균 거래대금	49 십억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-19.4%	-14.9%
6개월	-35.9%	-27.5%
12개월	-18.5%	-6.7%

## 아모레퍼시픽 (090430/KS | 매수(신규편입) | T.P 240,000 원(신규편입))

### 변화를 모색할 시점

- 아모레퍼시픽에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 240,000 원을 제시
- 중국 내 로컬 업체 경쟁 심화로 인한 중저가 브랜드의 부진은 중국 성장을 저하 요인
- 국내 방판, 온라인, 아리따움, 백화점 모두 단기 성장 모멘텀이 부재한 상황
- 국내 유일한 고성장 채널인 면세점은 향후에도 여전히 전사 실적 견인할 것으로 예상
- 성장을 둔화 방어를 위한 변화가 필요한 상황으로, 보다 긴 호흡에서의 접근 유효

### 2019년, 국내 부문 부진 완화, 중국 성장률 개선, 동남아 성장폭 확대에 초점

2019년 아모레퍼시픽은 1) 국내 부문 부진 완화, 2) 중국 판매 성장률 개선, 그리고 3) 동남아 및 미국 지역 성장폭 확대에 주력할 것으로 보인다. 2019년 국내 면세점은 2017년 대비 +38% 성장을 전망하는데, 이는 중국인 인바운드(Q)가 2년 평균 31.2% 증가하고, 인당 구매액(P)은 2018년 상반기 대비 +27% 감소했음을 가정한 수치이다. 이외 아리따움의 멀티숍화, 방판 라인 확대 등을 통해 백화점, 방판, 전문점은 y-y +3~4% 성장할 것으로 전망한다. 중국 현지의 경우, 로컬 업체들과의 경쟁 심화로 매출 비중이 큰 중가 브랜드들이 구조적인 어려움을 겪고 있다. 이를 타개하기 위해 럭셔리 라인 마케팅 강화, 중가 채널 비중 축소, 3,4선 도시로의 진출 확대 등을 통한 성장률 개선 방안을 모색할 것으로 보인다.

사드 관련 이슈와 최근 중국 현지 성장률 둔화에서 볼 수 있듯이, 특정 한 국가에 대한 높은 익스포저는 리스크 요인이다. 이에 따라 동사는 중국 내에서의 대대적인 변화와 더불어 향후 Beyond China 국가 진출에 더욱 초점을 맞출 것으로 예상된다. 특히, 시장 성장에 비해 대응이 부족했다고 평가 받는 온라인 채널 전략에 대해서는 신흥국 시장에서 보다 효과적인 대응이 가능하도록 선제적인 생산 및 유통 채널 기반 마련에 집중할 것으로 보인다. 비록 중국 시장에 비하여 규모가 작고 구매력이 떨어지지만, 장기적 관점에서 아세안 시장의 성장 잠재력은 크다. 아세안 시장으로의 공격적인 진출 전략과 미국 내 유의미한 점유율 확보로 인한 성장폭 확대 기대감은 여전히 유효하다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 240,000 원 제시

아모레퍼시픽에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 240,000 원을 제시한다. 2019년 예상 실적을 기준으로 밸류에이션 하였다. 이전보다 글로벌 화장품 회사 대비 성장성이 높지 않다는 점과 구조적인 문제로 인해 중국 성장률 둔화가 장기화 될 가능성이 높다는 점은 디스카운트 요인이다. 이를 감안해 글로벌 화장품 3사의 평균 PER을 5% 할인한 25.4X를 적용하여 목표주가를 산출하였다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	4,767	5,645	5,124	5,404	5,991	6,582
yoy	%	23.0	18.4	-9.2	5.5	10.9	9.9
영업이익	십억원	773	848	596	604	756	847
yoy	%	37.1	9.7	-29.7	1.2	25.2	12.1
EBITDA	십억원	920	1,029	820	1,029	1,115	1,214
세전이익	십억원	778	857	567	591	754	873
순이익(지배주주)	십억원	578	639	394	442	565	655
영업이익률%	%	16.2	15.0	11.6	11.2	12.6	12.9
EBITDA%	%	19.3	18.2	16.0	19.0	18.6	18.5
순이익률	%	12.3	11.4	7.8	8.3	9.5	10.0
EPS	원	8,368	9,262	5,709	6,408	8,184	9,486
PER	배	49.5	34.7	53.3	32.4	25.4	21.9
PBR	배	8.6	5.7	5.1	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	배	28.2	19.5	23.2	11.9	10.6	9.4
ROE	%	18.6	17.7	9.8	10.2	11.8	12.4
순차입금	십억원	-763	-941	-537	-1,178	-1,597	-2,070
부채비율	%	31.8	33.0	28.8	27.0	26.6	25.6

## Valuation 및 실적 추정

### 아모레퍼시픽 PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2019년 예상 순이익 (a)	억원	5,648			
2019년 예상 우선주 배당금 (b)	억원	194			2019년 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
[(a)-(b)] X Target Multiple = (c)	억원 배	5,454	25.4	138,648	글로벌 화장품 3개사 2019년 예상실적 기준 PER을 5% 할인
Shares outstanding ('000) (d)	천주			58,425	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(c)/(d)	원			237,307	
Target Price	원			240,000	Upside +15.7%

자료: Bloomberg, SK 증권

주 1: 가장 유사한 사업 형태를 가지고 있는 글로벌 화장품 3개사(에스티로더, 로레알, 시세이도)를 피어로 선정

주 2: 예상 우선주 주당 현금배당금 증감율은 지배주주순이익 증감율에 비례한다고 가정

### 아모레퍼시픽 분기별 실적 추정

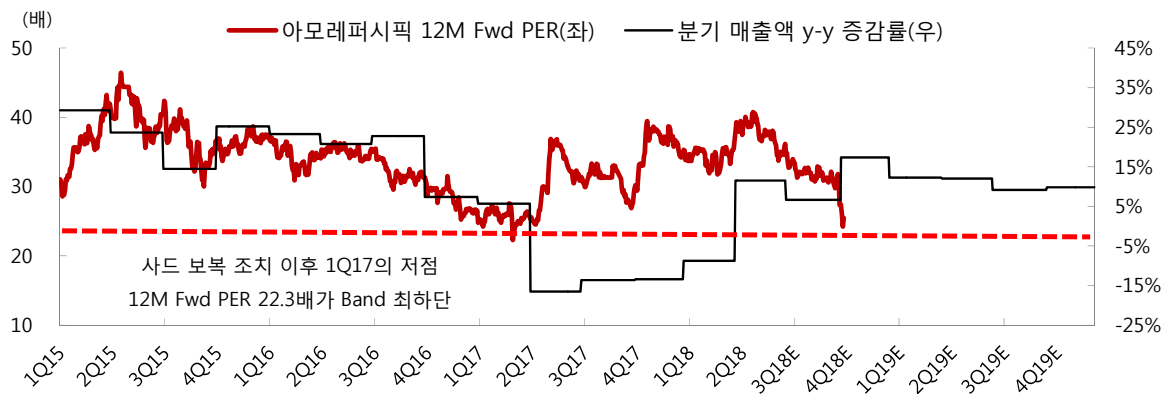
(단위: 십억원)

Aomrepacific	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,569.0</b>	<b>1,205.0</b>	<b>1,209.9</b>	<b>1,140.0</b>	<b>1,431.6</b>	<b>1,343.7</b>	<b>1,290.2</b>	<b>1,338.3</b>	<b>5,123.9</b>	<b>5,403.8</b>	<b>5,991.1</b>
<b>% y-y</b>	<b>6%</b>	<b>-17%</b>	<b>-14%</b>	<b>-13.4%</b>	<b>-9%</b>	<b>12%</b>	<b>7%</b>	<b>17%</b>	<b>-9%</b>	<b>5%</b>	<b>11%</b>
Cosmetics	941.3	694.7	638.9	555.3	780.7	760.8	687.1	698.5	2,830.2	2,927.1	3,248.9
% y-y	2%	-24%	-24%	-27.7%	-17%	10%	8%	26%	-18%	3%	11%
MC&S	163.1	110.9	151.3	91.9	160.2	116.9	155.8	96.5	517.2	529.4	555.9
% y-y	3%	-15%	-6%	-10%	-2%	5%	3%	5%	-6%	2%	5%
Asia	448.8	391.9	406.4	484.8	478.0	456.2	432.6	526.7	1,731.9	1,893.5	2,116.8
% y-y	19%	1%	8%	12%	7%	16%	6%	9%	10%	9%	12%
Europe	16.4	5.4	7.2	6.7	7.6	6.3	7.9	7.4	35.7	29.2	32.1
% y-y	6%	-67%	-53%	-68%	-54%	17%	10%	10%	-48%	-18%	10%
USA	11.7	11.3	13.7	16.2	15.3	14.2	17.1	21.9	52.9	68.5	86.7
% y-y	-16%	-12%	-12%	45.9%	31%	26%	25%	35%	-1%	29%	27%
<b>** Duty Free Shop</b>	<b>419.0</b>	<b>235.8</b>	<b>237.0</b>	<b>211.6</b>	<b>320.2</b>	<b>304.8</b>	<b>296.3</b>	<b>349.1</b>	<b>1,103.4</b>	<b>1,270.4</b>	<b>1,517.4</b>
<b>% y-y</b>	<b>11%</b>	<b>-40%</b>	<b>-35%</b>	<b>-42.6%</b>	<b>-24%</b>	<b>29%</b>	<b>25%</b>	<b>65%</b>	<b>-26%</b>	<b>15%</b>	<b>19%</b>
<b>영업이익</b>	<b>316.8</b>	<b>101.6</b>	<b>101.1</b>	<b>76.9</b>	<b>235.9</b>	<b>145.8</b>	<b>123.7</b>	<b>98.3</b>	<b>596.4</b>	<b>603.7</b>	<b>755.8</b>
<b>% y-y</b>	<b>-6%</b>	<b>-58%</b>	<b>-40%</b>	<b>-24.8%</b>	<b>-26%</b>	<b>44%</b>	<b>22%</b>	<b>28%</b>	<b>-30%</b>	<b>1%</b>	<b>25%</b>
% Margin	20%	8%	8%	7%	16%	11%	10%	7%	12%	11%	13%
Cosmetics	214.5	84.6	56.3	47.8	140.5	94.4	68.7	66.4	403.2	370.0	471.7
% y-y	-13%	-56%	-62%	-43.3%	-34%	12%	22%	39%	-40%	-8%	28%
% Margin	23%	12%	9%	9%	18%	12%	10%	10%	14%	13%	15%
MC&S	19.5	(2.0)	10.6	(13.6)	16.9	(1.8)	10.9	(10.6)	14.5	15.4	16.7
% y-y	-4%	적전	흑전	적지	-13%	적지	3%	-22%	418%	6%	9%
% Margin	12%	-2%	7%	-15%	11%	-2%	7%	-11%	3%	3%	3%
Asia	87.6	32.2	51.9	46.0	85.0	53.6	50.9	51.3	217.7	240.8	286.7
% y-y	13%	-35%	15%	24%	-3%	66%	-2%	12%	4%	11%	19%
% Margin	20%	8%	13%	9%	18%	12%	12%	10%	13%	13%	14%
Europe	1.2	(9.1)	(5.5)	(3.8)	(1.9)	(3.5)	0.2	0.2	(17.2)	(4.9)	0.3
USA	(0.7)	(3.4)	(0.9)	(1.3)	(1.6)	(4.7)	(1.0)	(3.0)	(6.3)	(10.3)	4.3

자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

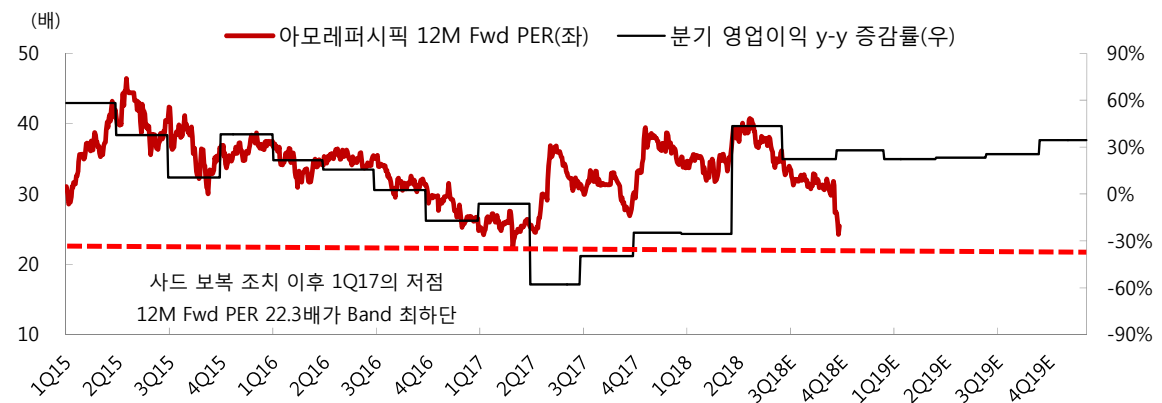
## 12M Fwd PER & 매출액, 영업이익 성장률

아모레퍼시픽 12M Fwd PER 과 분기 매출액 y-y 증감율 추이와 추정치



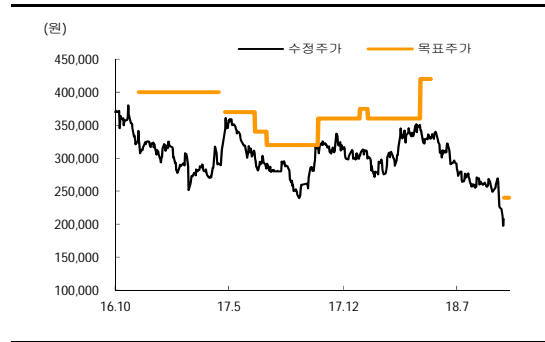
자료 : Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 12M Fwd PER 과 분기 영업이익 y-y 증감율 추이와 추정치



자료 : Quantwise, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.15	매수	240,000원	6개월		
2018.05.30	담당자 변경				
2018.05.10	매수	420,000원	6개월	-32.06%	-18.45%
2018.04.02	매수	360,000원	6개월	-13.45%	-2.36%
2018.02.01	매수	360,000원	6개월	-18.53%	-11.94%
2018.01.17	매수	375,000원	6개월	-17.70%	-16.53%
2017.10.31	중립	360,000원	6개월	-12.99%	-6.39%
2017.07.27	중립	320,000원	6개월	-13.51%	2.03%
2017.07.05	매수	340,000원	6개월	-14.25%	-10.74%
2017.05.10	매수	370,000원	6개월	-10.42%	-2.43%
2017.05.01	담당자 변경				
2017.02.03	매수	400,000원	6개월	-25.47%	-16.75%
2016.11.30	매수	400,000원	6개월	-21.05%	-18.00%



### Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 15일 기준)

매수	92.13%	중립	7.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	2,116	1,677	2,320	2,832	3,398
현금및현금성자산	624	604	1,189	1,609	2,081
매출채권및기타채권	340	369	389	431	474
재고자산	410	375	395	438	481
<b>비유동자산</b>	3,065	3,698	3,461	3,560	3,653
장기금융자산	54	85	78	78	78
유형자산	2,359	2,613	2,348	2,389	2,421
무형자산	228	240	268	310	352
<b>자산총계</b>	5,182	5,376	5,780	6,392	7,051
<b>유동부채</b>	1,171	1,046	1,053	1,162	1,273
단기금융부채	145	87	42	42	42
매입채무 및 기타채무	481	344	363	402	442
단기충당부채	20	15	15	16	18
<b>비유동부채</b>	114	154	175	180	165
장기금융부채	3	43	45	45	45
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	4	5	5	6	6
<b>부채총계</b>	1,285	1,200	1,228	1,343	1,437
<b>지배주주지분</b>	3,879	4,154	4,525	5,017	5,576
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
기타자본구성요소	-18	-18	-18	-18	-18
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	3,159	3,457	3,812	4,288	4,831
<b>비지배주주지분</b>	18	22	27	32	38
<b>자본총계</b>	3,897	4,175	4,552	5,049	5,614
<b>부채외자본총계</b>	5,182	5,376	5,780	6,392	7,051

**현금흐름표**

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	664	503	1,095	934	1,002
당기순이익(손실)	646	398	447	569	659
비현금성항목등	409	451	705	545	555
유형자산감가상각비	181	224	425	359	368
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	21	47	216	-1	-1
운전자본감소(증가)	-163	-93	58	3	1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-11	-37	-23	-42	-43
재고자산감소(증가)	-86	35	-5	-43	-43
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	-32	82	39	40
기타	-73	-60	5	49	47
법인세납부	-227	-253	-115	-184	-214
<b>투자활동현금흐름</b>	-593	-387	-382	-422	-416
금융자산감소(증가)	-215	396	-9	0	0
유형자산감소(증가)	-494	-767	-350	-400	-400
무형자산감소(증가)	-40	-42	-42	-42	-42
기타	156	27	19	20	27
<b>재무활동현금흐름</b>	-137	-115	-138	-91	-114
단기금융부채증가(감소)	-5	-49	-46	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	45	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-95	-109	-88	-89	-112
기타	-38	-3	-4	-2	-2
<b>현금의 증가(감소)</b>	-63	-20	584	420	473
기초현금	687	624	604	1,189	1,609
기말현금	624	604	1,189	1,609	2,081
FCF	423	-222	491	491	566

자료 : 아모레퍼시픽, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	5,645	5,124	5,404	5,991	6,582
<b>매출원가</b>	1,425	1,380	1,464	1,617	1,770
<b>매출총이익</b>	4,221	3,744	3,939	4,374	4,812
매출총이익률 (%)	74.8	73.1	72.9	73.0	73.1
<b>판매비와관리비</b>	3,373	3,148	3,336	3,618	3,965
영업이익	848	596	604	756	847
영업이익률 (%)	15.0	11.6	11.2	12.6	12.9
<b>비영업손익</b>	8	-29	-12	-2	26
<b>순금융비용</b>	-13	-11	-8	-18	-25
외환관련손익	-3	-21	-21	-21	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	857	567	591	754	873
세전계속사업이익률 (%)	15.2	11.1	11.0	12.6	13.3
계속사업법인세	211	169	145	184	214
<b>계속사업이익</b>	646	398	447	569	659
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	646	398	447	569	659
<b>순이익률 (%)</b>	11.4	7.8	8.3	9.5	10.0
지배주주	639	394	442	565	655
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	11.32	7.69	8.18	9.43	9.95
<b>비지배주주</b>	6	4	5	5	5
<b>총포괄이익</b>	632	386	464	587	677
<b>지배주주</b>	626	384	459	581	671
<b>비지배주주</b>	7	2	5	5	5
<b>EBITDA</b>	1,029	820	1,029	1,115	1,214

**주요투자지표**

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	18.4	-9.2	5.5	10.9	9.9
영업이익	9.7	-29.7	1.2	25.2	12.1
세전계속사업이익	10.1	-33.8	4.3	27.5	15.8
EBITDA	11.9	-20.3	25.4	8.4	8.9
EPS(계속사업)	10.7	-38.4	12.2	27.7	15.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	17.7	9.8	10.2	11.8	12.4
ROA	13.4	7.5	8.0	9.4	9.8
EBITDA마진	18.2	16.0	19.0	18.6	18.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	180.7	160.3	220.4	243.7	267.0
부채비율	33.0	28.8	27.0	26.6	25.6
순차입금/자기자본	-24.2	-12.9	-25.9	-31.6	-36.9
EBITDA/이자비용(배)	264.0	266.2	357.4	580.0	631.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	9,262	5,709	6,408	8,184	9,486
BPS	56,202	60,186	65,566	72,692	80,794
CFPS	11,888	8,950	12,564	13,385	14,811
주당 현금배당금	1,580	1,280	1,296	1,622	1,818
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	47.6	63.2	54.9	43.0	37.1
PER(최저)	33.2	42.0	30.8	24.1	20.8
PBR(최고)	7.9	6.0	5.4	4.8	4.4
PBR(최저)	5.5	4.0	3.0	2.7	2.4
PCR	27.0	34.0	16.5	15.5	14.0
EV/EBITDA(최고)	26.7	27.9	20.7	18.7	16.8
EV/EBITDA(최저)	18.5	18.4	11.3	10.1	8.9