

BUY(Maintain)

목표주가: 580,000원

주가(2/2): 389,000원

시가총액: 25조631억원

의류/생활용품

Analyst 이희재

02) 3787-4704

Heejae0403@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/2)		1,906.60pt
52 주 주가동향		
최고/최저가 대비	최고가	최저가
등락률	445,000원	269,669원
수익률	-12.58%	44.25%
1M	절대	상대
6M	-6.2%	-3.5%
1Y	-5.4%	0.8%

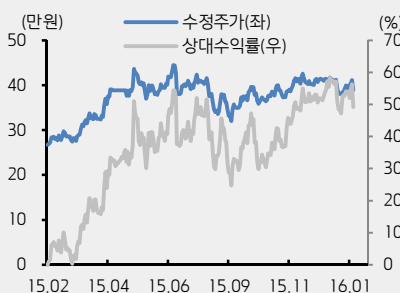
Company Data

발행주식수	69,016천주
일평균 거래량(3M)	114천주
외국인 지분율	34.82%
배당수익률(15E)	0.27%
BPS(15E)	49,450원
주요 주주	아모레퍼시픽그룹
	외 4인
	49.3%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2014	2015P	2016E	2017E
매출액	38,740	47,667	57,845	70,241
보고영업이익	5,638	7,729	9,602	12,123
EBITDA	6,998	8,991	11,026	13,690
세전이익	5,302	7,784	9,751	12,359
순이익	3,851	5,848	7,080	8,973
자배주주지분순이익	3,791	5,848	7,080	8,973
EPS(원)	6,485	10,004	12,110	15,349
증감률(YoY)	41.5	54.3	21.1	26.7
PER(배)	34.2	41.4	34.2	27.0
PBR(배)	5.4	8.4	7.1	5.9
EV/EBITDA(배)	19.8	28.8	23.1	18.2
보고영업이익률(%)	14.6	16.2	16.6	17.3
ROE(%)	14.1	18.5	18.9	20.1
순부채비율(%)	-16.7	-22.5	-28.6	-36.3

Price Trend



아모레퍼시픽 (090430)

4Q15 Review: 면세점과 해외 매출 고성장



전일 장중에 4분기 실적을 발표. 인센티브 및 추석 시점 변화로 인한 비용 반영이 있었던 것은 사실이나 일부 과도한 outlier로 인해 시장 기대치를 하회한 것처럼 보여 주가 하락. 하지만 일회성 비용보다는 면세 매출과 해외 사업의 고성장에 의미를 두어 '매수' 기회라고 판단됨. 2016년에도 중국 화장품 시장의 높은 성장 잠재력과 K뷰티를 주도하는 대표 기업으로 의미있는 M/S 확대 기대됨.

>>> 4분기 매출액 YoY +25%, 영업이익 +38% 기록

아모레퍼시픽의 4분기 IFRS 연결실적은 매출액은 1조2,258억원(YoY +25.2%)과 영업이익 1,234억원(YoY +38.2%), 이익률 10.1%(YoY +1.0%p)으로 매출액은 컨센서스 대비 +4% 상회했으나 이익은 9% 수준 하회함.

- 영업이익 기대치 하회 이유: 1) 2015년 호실적으로 인한 인센티브 지급 (4Q15 500억원 추정, 3Q14와 4Q14는 각각 200억원 추정) 및 2)추석 선물세트 환입 관련 비용(100억원 추정)이 4Q에 반영 때문으로 분석함.

- 국내: 매출액 8,781억원(+21.2%), 영업이익 1,038억원(+60.7%) 기록

*면세점: 전년대비 +62.8%나 성장해 연간 1조원 매출(+52.1%) 달성. 설화수의 고성장이 제품 믹스 개선으로 연결되면서 객단가 상승 효과 있었음. 뿐만 아니라 라네즈 및 아이오펜도 꾸준히 성장중임. 면세 채널은 전분기 대비 15개 추가되 현재 121개 보유.

*디지털은 홈쇼핑 채널 부진으로 3% 역성장 기록했지만 백화점 +8.2%와 전문점 +14.5% 성장은 고무적임.

- 해외: 매출액 3,710억원(+46.1%), 영업이익 325억원(+25.0%) 기록
특히 중국 매출은 이니스프리의 고성장(+100%)으로 +55% 성장한 2,160억원으로 추정됨.

>>> 2016년 매출 +20%, 영업이익 +24% 전망

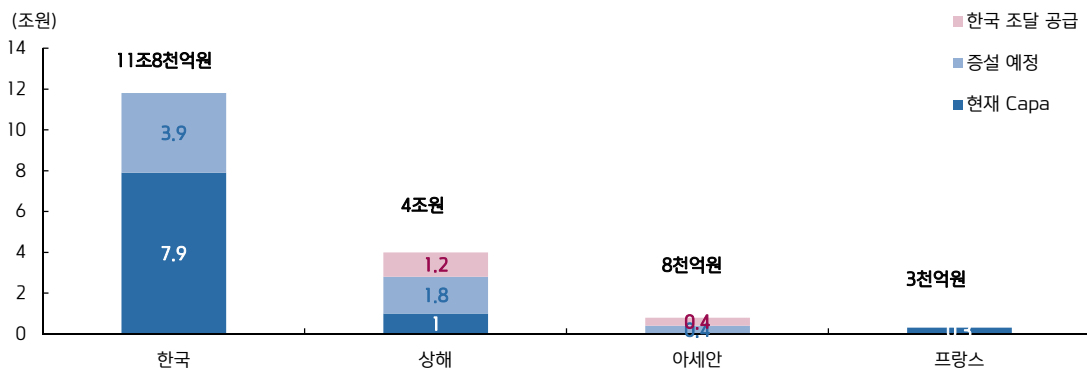
2016년은 매출액 5조7,845원(YoY+20.4%)과 영업이익 9,602억원(+24.2%)을 전망함. 면세 매출의 높아진 베이스로 보수적으로 +37% 성장을 예상함. 다만 1월 방한 중국인수가 +34.9% 늘어난 55만2600명 기록은 매우 긍정적인 흐름임. 또한 중국은 이니스프리와 설화수를 중심으로 +45% 성장할 것으로 전망함. 유통망은 현재 71개 및 203개로 각각 20개와 45개 수준 확대할 것으로 예상함. 최근 중국 경기 상황 우려에 따른 투자センチ멘탈 약화로 주가 흐름이 슬로우했음. 하지만 중장기적으로 다양한 브랜드 포트폴리오를 바탕으로 중국 시장에서의 의미있는 점유율 확대가 기대됨. 중국 화장품 산업의 성장 잠재력이 여전히 존재하고, K뷰티를 주도하는 대표 브랜드 업체로서의 향방이 기대된다는 점에서 아모레퍼시픽에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 58만원을 유지함.

아모레퍼시픽 분기별 손익 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2014	2015	2016E	2017E
[Sales]	932	967	997	979	1,204	1,195	1,141	1,226	3,874	4,767	5,784	7,024
Korea	740	776	801	725	935	918	828	878	3,042	3,559	4,071	4,645
Cosmetics	608	675	665	631	796	806	679	785	2,579	3,066	3,563	4,122
MC&S	132	102	136	93	139	112	149	93	463	493	508	523
Overseas	191	189	196	254	269	278	313	971	830	1,257	1,714	2,379
Asia	171	174	177	231	252	260	292	340	752	1,143	1,621	2,265
Europe	23	18	19	22	17	15	17	18	81	66	67	69
North America	8	9	8	10	11	10	13	14	35	49	66	85
[%YoY]	15.9%	21.0%	25.7%	38.9%	29.3%	24.4%	15.3%	27.6%	25.0%	24.0%	20.4%	21.4%
Korea	9.5%	19.4%	22.4%	25.9%	26.4%	18.2%	3.4%	21.2%	7.0%	17.0%	14.4%	14.1%
Cosmetics	12.3%	22.9%	30.2%	29.7%	31.0%	19.5%	2.0%	24.3%	23.5%	18.9%	16.2%	15.7%
MC&S	-1.8%	0.4%	-5.3%	4.8%	5.3%	9.9%	9.9%	-0.1%	-1.1%	6.6%	3.0%	3.0%
Overseas	48.7%	26.9%	41.4%	96.7%	46.6%	51.1%	64.1%	46.1%	52.3%	51.6%	36.3%	38.8%
Asia	58.0%	40.9%	57.8%	89.1%	48.0%	49.2%	65.1%	47.3%	61.6%	52.1%	41.8%	39.7%
Europe	20.9%	-18.9%	-18.8%	-16.9%	-27.0%	-14.8%	-14.9%	-19.4%	-10.1%	-19.4%	2.0%	3.0%
North America	41.1%	45.9%	42.4%	64.4%	41.8%	14.6%	58.3%	43.3%	48.5%	39.3%	35.0%	30.0%
[OP]	176	151	148	89	278	208	163	123	564	773	960	1,212
Korea	152	133	126	65	224	183	131	104	476	641	747	883
Overseas	24	18	21	25	55	26	32	33	88	132	213	329
[%YoY]	25.3%	68.8%	65.2%	76.1%	58.2%	37.7%	10.6%	38.2%	52.5%	37.1%	24.2%	26.2%
Korea	9.0%	49.3%	37.0%	17.2%	47.0%	37.6%	3.9%	60.7%	26.6%	34.8%	16.5%	18.2%
Overseas	흑전	흑전	흑전	흑전	130.0%	38.6%	50.9%	25.0%	흑전	49.7%	61.4%	54.6%
[OPM]	18.9%	15.6%	14.8%	9.1%	23.1%	17.4%	14.3%	10.1%	14.6%	16.2%	16.6%	17.3%
Korea	20.6%	17.1%	15.8%	8.9%	23.9%	19.9%	15.8%	11.8%	15.6%	18.0%	18.4%	19.0%
Overseas	12.4%	9.8%	10.9%	9.7%	20.2%	9.2%	10.3%	8.8%	10.6%	10.5%	12.4%	13.9%

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권, 리서치센터, 주: IFRS 연결 기준

아모레퍼시픽 2020년 생산 Capa 15조원 목표



자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치센터, 주: 아세안 지역은 미정

아모레퍼시픽 주요 채널별 매출 (단위: 십억원, %)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	2014	2015	2016E	2017E
[국내 주요 채널 매출 Breakdown]												
Travel Retail	116	179	196	212	239	279	206	344	703	1069	1465	1933
Door to door	153	141	138	115	170	156	155	122	546	602	663	716
Digital	92	101	102	101	129	110	84	97	396	421	433	446
Specialty store	110	118	106	93	120	123	106	106	426	455	473	488
Dept store	79	81	72	67	82	82	74	73	300	310	320	529
MC&S	132	102	136	93	139	112	149	93	463	493	508	523
[YoY]												
Travel Retail	76.6%	125.9%	100.3%	101.8%	105.7%	55.8%	5.2%	62.8%	102.1%	52.1%	37.0%	32.0%
Door to door	-10.1%	-9.3%	8.0%	4.6%	11.1%	11.0%	12.2%	6.3%	-2.9%	10.3%	10.0%	8.0%
Digital	24.0%	27.5%	44.2%	44.6%	40.4%	8.5%	-17.3%	-3.2%	34.7%	6.3%	3.0%	3.0%
Dept store	3.3%	2.1%	4.3%	-1.6%	3.2%	1.2%	2.1%	8.2%	2.1%	3.5%	3.0%	3.0%
Specialty store	13.5%	17.4%	13.3%	8.4%	8.6%	4.5%	0.6%	14.5%	13.3%	6.8%	4.0%	3.0%
MC&S	-1.8%	0.4%	-5.3%	4.8%	5.3%	9.9%	9.9%	-0.1%	-1.1%	6.6%	3.0%	3.0%
[% of Sales]												
SALES	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Korea	79.4%	80.3%	80.4%	74.0%	77.6%	76.8%	72.6%	70.3%	78.5%	74.1%	70.4%	66.1%
Cosmetics	65.2%	69.8%	66.8%	64.5%	66.1%	67.4%	59.5%	62.8%	66.6%	63.8%	61.6%	58.7%
Travel Retail	12.5%	18.5%	19.7%	21.6%	19.9%	23.3%	18.1%	27.6%	18.1%	22.2%	25.3%	27.5%
Door to door	16.4%	14.6%	13.8%	11.7%	14.1%	13.1%	13.6%	9.7%	14.1%	12.5%	11.5%	10.2%
Specialty store	11.8%	12.2%	10.6%	9.5%	9.9%	10.3%	9.3%	8.5%	11.0%	9.5%	8.2%	6.9%
Digital	9.9%	10.5%	10.2%	10.3%	10.7%	9.2%	7.4%	7.8%	10.2%	8.8%	7.5%	6.4%
Dept store	8.5%	8.4%	7.2%	6.9%	6.8%	6.9%	6.4%	5.8%	7.7%	6.5%	5.5%	4.7%
Discount store	4.7%	4.3%	3.9%	3.7%	3.6%	3.5%	3.6%	2.5%	4.1%	3.3%	2.7%	2.2%
Lirikos	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%	0.5%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
MC&S	14.2%	10.5%	13.6%	9.5%	11.5%	9.4%	13.1%	7.5%	11.9%	10.3%	8.8%	7.4%
Overseas	20.5%	19.5%	19.6%	26.0%	22.4%	23.2%	27.4%	29.7%	21.4%	26.2%	29.6%	33.9%
Asia	18.3%	18.0%	17.7%	23.5%	21.0%	21.7%	25.5%	27.2%	19.4%	23.8%	28.0%	32.2%
Europe	2.4%	1.8%	1.9%	2.2%	1.4%	1.3%	1.4%	1.4%	2.1%	1.4%	1.2%	1.0%
North America	0.8%	0.9%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	1.2%	1.1%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권, 리서치센터, 주: IFRS 연결 기준, 기준

아모레퍼시픽 국내 브랜드별 매출 비중: 고가의 설화수 확대

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Sulwhasoo	25.5%	25.9%	25.4%	23.2%	23.1%	27.8%
Hera	15.6%	14.4%	13.6%	13.0%	14.2%	14.5%
Amorepacific	1.5%	1.5%	1.5%	1.3%	1.1%	0.2%
Lirikos	1.4%	1.5%	1.5%	1.2%	1.2%	1.7%
Primera			1.1%	1.4%	1.5%	1.7%
Laneige	7.7%	8.5%	10.1%	11.3%	13.4%	12.3%
lope	10.1%	10.3%	11.3%	13.4%	14.7%	12.4%
Mamonde	4.0%	3.1%	2.5%	2.7%	2.3%	2.1%
Hanyul	4.0%	3.6%	3.1%	2.3%	2.4%	2.1%
VB	4.5%	4.2%	4.2%	3.5%	3.0%	3.0%
Mise-en-scene	4.2%	4.4%	4.6%	5.3%	4.2%	3.7%
Ryoe	3.7%	3.9%	3.7%	4.1%	3.5%	2.9%
Happy	3.1%	3.2%	3.3%	3.8%	3.1%	2.4%
illi				0.4%	0.4%	0.4%

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
매출액	31,004	38,740	47,667	57,845	70,241
매출원가	9,118	10,282	11,695	14,192	17,233
매출총이익	21,886	28,458	35,972	43,653	53,008
판매비및일반관리비	18,188	22,821	28,243	34,051	40,885
영업이익(보고)	3,698	5,638	7,729	9,602	12,123
영업이익(핵심)	3,698	5,638	7,729	9,602	12,123
영업외손익	-63	-335	55	149	237
이자수익	113	137	169	205	249
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	63	73	0	0	0
이자비용	25	26	26	26	26
외환손실	58	61	0	0	0
관계기업지분손익	32	2	0	0	0
투자및기타자산처분손익	15	-156	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-2	0	0	0	0
기타	-201	-304	-88	-30	14
법인세차감전이익	3,635	5,302	7,784	9,751	12,359
법인세비용	962	1,451	1,936	2,672	3,386
유효법인세율 (%)	26.5%	27.4%	24.9%	27.4%	27.4%
당기순이익	2,674	3,851	5,848	7,080	8,973
지배주주지분순이익(억원)	2,680	3,791	5,848	7,080	8,973
EBITDA	4,934	6,998	8,991	11,026	13,690
현금순이익(Cash Earnings)	3,909	5,212	7,110	8,504	10,540
수정당기순이익	2,664	3,965	5,848	7,080	8,973
증감율(% YoY)					
매출액	8.8	25.0	23.0	21.4	21.4
영업이익(보고)	1.2	52.4	37.1	24.2	26.2
영업이익(핵심)	1.2	52.4	37.1	24.2	26.2
EBITDA	5.7	41.8	28.5	22.6	24.2
지배주주지분 당기순이익	-0.9	41.5	54.3	21.1	26.7
EPS	-0.9	41.5	54.3	21.1	26.7
수정순이익	0.1	48.8	47.5	21.1	26.7

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
영업활동현금흐름	4,267	5,861	6,818	7,825	9,723
당기순이익	2,674	3,851	5,848	7,080	8,973
감가상각비	1,236	1,361	1,262	1,424	1,567
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	8	-8	0	0	0
자산처분손익	14	145	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-184	-3	-602	-679	-817
기타	519	515	311	0	0
투자활동현금흐름	-3,488	-4,907	-4,296	-4,306	-4,201
투자자산의 처분	-1	-1,511	-781	-891	-1,085
유형자산의 처분	166	42	0	0	0
유형자산의 취득	-3,235	-2,672	-3,500	-3,400	-3,100
무형자산의 처분	-176	-546	0	0	0
기타	-242	-220	-15	-15	-16
재무활동현금흐름	492	-463	-303	-362	-389
단기차입금의 증가	190	-28	0	0	0
장기차입금의 증가	706	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-449	-455	-621	-749	-876
기타	44	20	318	387	487
현금및현금성자산의순증가	1,233	485	2,219	3,157	5,133
기초현금및현금성자산	1,707	2,940	3,426	5,645	8,802
기말현금및현금성자산	2,940	3,426	5,645	8,802	13,934
Gross Cash Flow	4,450	5,864	7,421	8,504	10,540
Op Free Cash Flow	361	2,234	2,967	4,317	6,451

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
유동자산	9,676	14,273	18,991	24,998	33,601
현금및현금성자산	2,940	3,426	5,645	8,802	13,934
유동금융자산	1,402	2,937	3,614	4,385	5,325
매출채권및유동채권	2,501	2,841	3,496	4,243	5,152
재고자산	2,828	3,049	3,751	4,552	5,528
기타유동비금융자산	5	2,020	2,485	3,016	3,662
비유동자산	24,343	24,273	26,869	29,251	31,276
장기매출채권및기타비유동채권	776	1,034	1,272	1,544	1,874
투자자산	2,514	3,770	3,874	3,993	4,139
유형자산	19,360	17,436	19,674	21,650	23,183
무형자산	1,326	1,742	1,742	1,742	1,742
기타비유동자산	366	292	306	322	338
자산총계	34,018	38,546	45,859	54,248	64,877
유동부채	5,427	6,511	7,946	9,591	11,604
매입채무및기타유동채무	3,610	4,645	5,716	6,936	8,422
단기차입금	402	338	338	338	338
유동성장기차입금	422	0	0	0	0
기타유동부채	993	1,528	1,893	2,317	2,843
비유동부채	2,910	3,251	3,592	4,006	4,525
장기매입채무및비유동채무	105	101	124	151	183
사채및장기차입금	772	1,207	1,207	1,207	1,207
기타비유동부채	2,033	1,944	2,262	2,648	3,135
부채총계	8,337	9,763	11,539	13,597	16,129
자본금	345	345	656	656	656
주식발행초과금	7,127	7,127	7,127	7,127	7,127
이익잉여금	18,153	21,364	26,595	32,930	41,031
기타자본	-81	-249	-249	-249	-249
지배주주지분자본총계	25,544	28,587	34,129	40,464	48,565
비지배주주지분자본총계	137	196	192	188	184
자본총계	25,681	28,783	34,320	40,651	48,748
순차입금	-2,746	-4,818	-7,714	-11,642	-17,715
총차입금	1,596	1,544	1,544	1,544	1,544

투자지표

(단위: 원, 배, %)

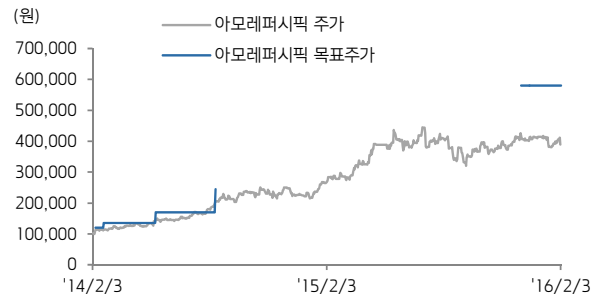
12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015P	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	4,584	6,485	10,004	12,110	15,349
BPS	37,012	41,421	49,450	58,629	70,367
주당EBITDA	7,149	10,140	13,027	15,977	19,836
CFPS	5,664	7,552	10,302	12,321	15,272
DPS	6,500	9,000	1,100	1,300	1,500
주가배수(배)					
PER	21.8	34.2	41.4	34.2	27.0
PBR	2.7	5.4	8.4	7.1	5.9
EV/EBITDA	12.2	19.8	28.8	23.1	18.2
PCFR	17.7	29.4	40.2	33.6	27.1
수익성(%)					
영업이익률(보고)	11.9	14.6	16.2	16.6	17.3
영업이익률(핵심)	11.9	14.6	16.2	16.6	17.3
EBITDA margin	15.9	18.1	18.9	19.1	19.5
순이익률	8.6	9.9	12.3	12.2	12.8
자기자본이익률(ROE)	10.9	14.1	18.5	18.9	20.1
투자자본이익률(ROIC)	13.0	18.9	25.3	27.1	31.2
안정성(%)					
부채비율	32.5	33.9	33.6	33.4	33.1
순차입금비율	-10.7	-16.7	-22.5	-28.6	-36.3
이자보상배율(배)	149.2	217.5	298.2	370.4	467.7
활동성(배)					
매출채권회전율	13.2	14.5	15.0	14.9	15.0
재고자산회전율	11.3	13.2	14.0	13.9	13.9
매입채무회전율	9.3	9.4	9.2	9.1	9.1

- 당사는 2월 2일 현재 '아모레퍼시픽' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
아모레퍼시픽 (090430)	2013/10/15	BUY(Initiate)	120,000원
	2013/11/13	BUY(Maintain)	120,000원
	2013/11/14	BUY(Maintain)	120,000원
	2014/01/16	BUY(Maintain)	120,000원
	2014/02/07	BUY(Maintain)	120,000원
	2014/02/20	BUY(Maintain)	135,000원
	2014/05/12	BUY(Maintain)	170,000원
	2014/07/01	BUY(Maintain)	170,000원
	2014/08/13	BUY(Maintain)	245,000원
담당자변경	2015/12/03	BUY(Reinitiate)	580,000원
	2016/02/02	BUY(Maintain)	580,000원

목표주가 추이



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2015/1/1~2015/12/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	178	93.19%
중립	13	6.81%
매도	0	0.00%