

아모레퍼시픽(090430/KS)

지속되는 실적 성장세

매수(유지)

T.P 490,000 원(유지)

Analyst

이승욱

sulee@sk.com

02-3773-9015

Company Data

자본금	345 억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	4 만주
액면가	500 원
시가총액	240,264 억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹	49.28%
국민연금공단	6.02%
외국인지분률	32.10%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(16/05/02)	411,000 원
KOSPI	1978.15 pt
52주 Beta	1.28
52주 최고가	445,000 원
52주 최저가	320,500 원
60일 평균 거래대금	541 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	5.4%	5.1%
6개월	4.7%	7.7%
12개월	5.8%	13.8%

1 분기 매출액과 영업이익은 각각 1 조 4,851 억원, 3,378 억원을 기록했다. 국내외 모두 고른 성장을 나타낸 가운데, 1 분기 실적의 하이라이트는 럭셔리 부문과 중국을 중심으로 한 해외사업 호조였다. 2016 년 매출액과 영업이익은 각각 5 조 7,759 억원, 9,819 억원으로 추정한다. 면세 채널 확대 및 럭셔리 브랜드와 해외채널 성장에 힘입어 성장 모멘텀은 지속될 것으로 판단된다. 2 분기부터 메르스에 의한 기저효과와 더불어 일본 지진으로 인해 중국인 관광객 증가가 예상됨에 따라 투자의견 매수, 목표주가 490,000 원을 유지한다.

1Q Review: 예상치를 상회한 실적

1 분기 매출액과 영업이익은 각각 1 조 4,851 억원(+23.3%, YoY), 3,378 억원(+21.5%, YoY)을 기록했다. 국내 화장품 사업은 럭셔리 세그먼트와 프리미엄 세그먼트 모두 질적 성장에 힘입어 매출액 9,440 억원(+18.6%, YoY)을 달성했다. 럭셔리 브랜드인 설화수는 브랜드 스토리를 체험할 수 있는 플래그십 스토어 오픈을 통해 대표 브랜드의 위상을 강화. 헤라의 경우 서울 패션위크와 연계하여 럭셔리한 브랜드 이미지 구축에 성공했다.

판매채널별로 구분해 보면 디지털을 제외한 전부문이 고른 성장을 기록했다. 특히 면세채널이 단연 돋보이는 모습을 나타낸 가운데, 고가의 Luxury 브랜드 판매가 지속되며 면세점 전체 매출은 전년동기대비 57.5% 성장했다. 해외면세점의 경우 매출은 전년동기대비 100% 이상의 높은 성장이 나타났으며, 향후 해외 면세를 적극적으로 육성할 것으로 예상된다.

해외부문 매출액은 4,080 억원으로 전년동기대비 45.7% 성장했다. 특히 아시아 지역의 매출은 중국을 중심으로 높은 성장세를 나타내며 전년동기대비 50%의 높은 성장을 나타냈다. 중국의 경우 고급 백화점을 중심으로 매장이 확산되고 있으며, 온라인 물 입점으로 고객 접점이 확대되었다. 또한 중국 이외 아세안 지역 진출로 브랜드 인지도를 점차 넓혀가고 있다.

2016 년에도 지속되는 성장세

2016 년 매출액과 영업이익은 각각 5 조 7,759 억원(+20%, YoY), 9,819 억원(+22.4%, YoY)로 추정한다. 2014, 2015 년의 높은 성장으로 인해 2016 년 실적 베이스에 대한 우려가 상존하지만, 면세 채널 확대, 럭셔리 브랜드 및 해외채널 성장에 힘입어 성장 모멘텀은 지속될 것으로 판단된다. 또한 2 분기부터 메르스에 의한 기저효과와 더불어 일본 지진으로 인해 중국인 관광객 증가가 예상됨에 따라 투자의견 매수, 목표주가 490,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	28,495	31,004	38,740	48,132	57,759	68,155
yoy	%	11.5	8.8	25.0	24.2	20.0	18.0
영업이익	억원	3,653	3,698	5,638	8,022	9,819	11,246
yoy	%	-2.0	1.2	52.4	42.3	22.4	14.5
EBITDA	억원	4,670	4,934	6,998	9,947	11,732	13,457
세전이익	억원	3,617	3,635	5,302	8,115	9,991	11,505
순이익(지배주주)	억원	2,704	2,680	3,791	6,195	7,646	8,817
영업이익률%	%	12.8	11.9	14.6	16.7	17.0	16.5
EBITDA%	%	16.4	15.9	18.1	20.7	20.3	19.7
순이익률	%	9.5	8.6	9.9	13.0	13.4	13.1
EPS	원	3,918	3,883	5,493	8,976	11,078	12,775
PER	배	31.0	25.8	40.4	46.2	37.1	32.2
PBR	배	3.6	2.7	5.4	8.4	6.9	5.8
EV/EBITDA	배	15.7	12.3	19.6	26.0	21.5	18.4
ROE	%	12.1	11.0	14.0	19.7	20.3	19.5
순차입금	억원	-2,349	-2,744	-4,563	-8,766	-12,907	-18,150
부채비율	%	29.1	32.5	33.9	32.2	29.4	27.8

1. 예상치를 상회한 1 분기 실적

1 분기 매출액과 영업이익은 각각 1 조 4,851 억원(+ 23.3%, YoY), 3,378 억원(+ 21.5%, YoY)를 기록했다. 국내외 모두 고른 성장을 나타낸 가운데, 1 분기 실적의 하이라이트는 럭셔리 부문과 중국을 중심으로 한 해외사업 호조였다.

1 분기 실적 Review

(단위: % 억원)

	1Q15A	2Q15A	3Q15A	4Q15A	1Q16A(a)	Y-Y	Q-Q	컨센서스	SK(b)	차이(a/b)
매출액	12,044	11,954	11,411	12,258	14,851	23.3	21.2	14,244	14,452	2.8
영업이익	2,780	2,081	1,634	1,234	3,378	21.5	173.7	3,175	3,235	4.4
세전이익	2,814	2,126	1,774	1,070	3,459	22.9	223.4	3,211	3,259	6.1
지배주주순이익	2,080	1,600	1,391	704	2,630	26.5	273.6	2,426	2,414	9.0
영업이익률	23.1	17.4	14.3	10.1	22.7	-0.3	12.7	22.3	22.4	0.4
세전이익률	23.4	17.8	15.5	8.7	23.3	-0.1	14.6	22.5	22.6	0.7
지배주주순이익률	17.3	13.4	12.2	5.7	17.7	0.4	12.0	17.0	16.7	1.0

자료: 아모레퍼시픽 SK 증권

부문별 매출 및 영업이익 추이

(단위: 억원 %)

	2015 1Q	2016 1Q	YoY(%)
매출액	12044	14851	23.3
국내	9350	10855	16.1
화장품	7962	9440	18.6
Mass & Osulloc	1388	1415	1.9
해외	2801	4080	45.7
기타	-108	-84	
영업이익	2780	3378	21.5
국내	2235	2682	20.0
화장품	2021	2479	22.7
Mass & Osulloc	214	203	-5.3
해외	581	794	36.7
기타	-36	-99	
당기순이익	2115	2630	24.4

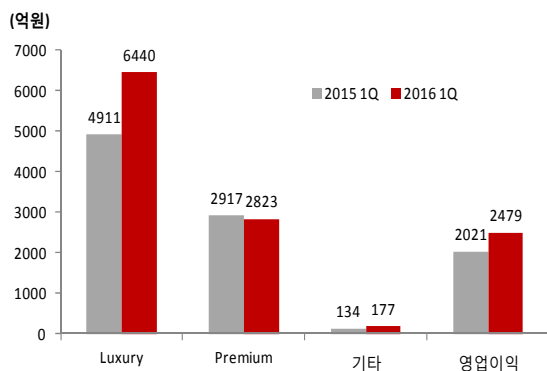
자료: 아모레퍼시픽 SK 증권

1. 국내사업

국내 사업은 럭셔리 세그먼트와 프리미엄 세그먼트 모두 질적 성장에 힘입어 매출액 9,440 억원(+ 18.6%, YoY)를 기록했다. 아모레퍼시픽의 대표 럭셔리 브랜드인 설화수는 브랜드 스토리를 체험할 수 있는 플래그쉽 스토어 오픈을 통해 대표 브랜드의 위상을 강화하였으며, 헤라의 경우 서울 패션위크와 연계하여 럭셔리한 브랜드 이미지 구축에 성공하였다. 면세채널은 주요 럭셔리 브랜드 판매 확대 및 온라인 면세 및 글로벌 면세 확대로 높은 성장세가 지속되었으며, 전통 채널은 고객 서비스 고도화를 통해 채널 경쟁력을 확보 하였다. 프리미엄 세그먼트의 경우 다양한 마케팅 강화, 신제품 출시로 브랜드 스토리가 강화되었다. 특히 라네즈는 투톤 립바 등 메이크업 유형이 강화되었으며, 아이오펜은 매장 내 ‘스킨랩’ 확장으로 차별화된 고객 서비스를 제공하였다.

1분기 국내 화장품사업부 실적 추이

(단위: 억원)



자료: 아모레퍼시픽 SK 증권

설화수 플래그쉽 스토어



자료: 아모레퍼시픽 SK 증권

Mass 의 경우 기능성 제품군 판매 확대 및 유통채널 다각화로 성장이 지속되었다. 특히 ‘러’ 브랜드의 대표자인 판매 고성장으로 견고한 매출 성장을 달성하였다. 반면 오설록의 경우 매출액과 영업이익 모두 부진한 모습이 나타났다. 오설록 브랜드 프리미엄화를 위한 유통 채널 재정비를 위해 마트, 대리점 철수로 인해 매출이 감소하였으며 수익성도 악화되는 모습이 나타났다.

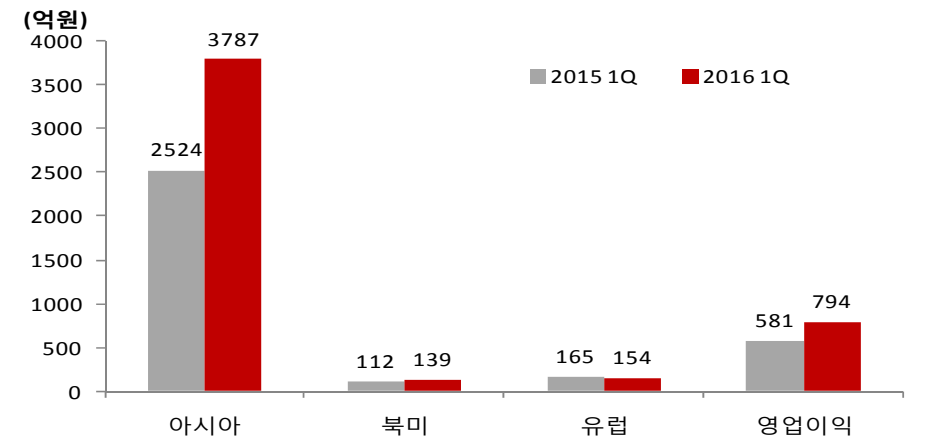
판매채널별로 구분해 보면 디지털을 제외한 전부분이 고른 성장을 나타냈다. 특히 면세채널이 단연 돋보이는 모습을 나타낸 가운데, 고가의 Luxury 브랜드 판매가 지속되며 면세점 전체 매출은 전년동기대비 57.5% 성장을 나타냈다. 해외면세점의 경우 매출은 전년동기 대비 100% 이상의 높은 성장이 나타났으며, 향후 해외 면세를 적극적으로 육성할 것으로 예상된다. 디지털의 경우 1분기 매출액은 전년동기대비 11% 감소하였다. 홈쇼핑 판촉 축소 등으로 다소 부진한 모습을 나타내고 있으나, 하반기부터 디지털 부문의 매출 개선이 가능할 것으로 판단된다.

2. 해외사업

해외부문 매출액은 4,080 억원으로 전년동기대비 45.7% 성장하는 모습을 나타냈다. 특히 아시아 지역의 매출은 중국을 중심으로 높은 성장세를 나타내며 전년동기대비 50%의 높은 성장을 나타냈다. 중국의 경우 고급 백화점을 중심으로 매장이 확산되고 있으며, 온라인몰 입점으로 고객 접점이 확대되었다. 또한 중국 이외 아세안 지역 진출로 브랜드 인지도를 점차 넓혀가고 있다.

1분기 해외사업부 지역별 실적 추이

(단위: 억원)



자료: 아모레퍼시픽 SK증권

북미 시장의 경우 설화수와 라네즈 등 히트상품의 판매 호조가 지속된 가운데 캐나다 지역 진출에 힘입어 견고한 매출성장을 나타냈다. 지속적으로 성장하는 시장인 만큼 브랜드 및 유통 경쟁력 강화를 위한 투자가 확대될 것으로 예상된다. 유럽의 경우 내수소비 위축과 향수 시장 부진, 유통망 재정비 영향으로 매출액과 영업이익 모두 감소하는 모습이 나타났다.

2. 2016 년에도 지속되는 성장세

2016 년 매출액과 영업이익은 각각 5 조 7,759 억원(+ 20%, YoY), 9,819 억원(+ 22.4%, YoY)로 추정한다. 2014, 2015 년의 높은 성장으로 인해 2016 년 실적 베이스에 대한 우려가 상존하지만, 면세 채널 확대, 럭셔리 브랜드 및 해외채널 성장에 힘입어 성장 모멘텀은 지속될 것으로 판단된다. 2 분기부터 메르스에 의한 기저효과와 더불어 일본 지진으로 인해 중국인 관광객 증가가 예상됨에 따라 투자의견 매수, 목표주가 490,000 원을 유지한다.

실적 추이 및 전망

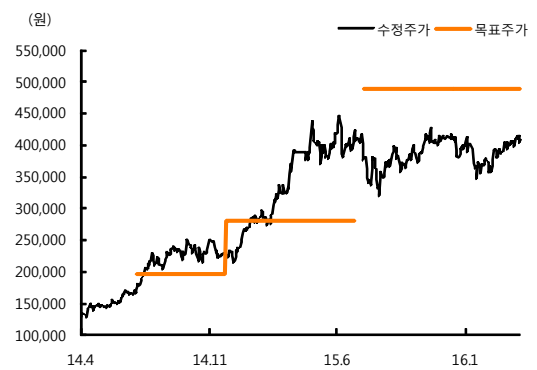
(단위: 억원, %)

	2015 1Q	2015 2Q	2015 3Q	2015 4Q	2015	2016 1Q	2016 2QE	2016 3QE	2016 4QE	2016
매출액	12044	11954	11411	12258	47666	14851	14506	13693	14709	57759
영업이익	2780	2081	1634	1234	7729	3378	2564	2052	1825	9819
세전계속사업이익	2814	2126	1774	1070	7783	3459	2667	2028	1839	9992
순이익	2080	1600	1391	704	5775	2630	2052	1575	1389	7647
YoY (%)										
매출액	29.2	23.7	14.5	25.2	23.0	23.3	21.3	20.0	20.0	20.0
영업이익	58.2	37.7	10.7	38.2	37.1	21.5	23.2	25.6	47.9	25.8
세전계속사업이익	72.1	45.7	24.2	37.1	46.8	22.9	25.4	14.3	71.9	27.2
순이익	72.0	43.2	34.9	58.3	51.8	26.5	28.2	13.2	97.4	27.2

자료: 아모레퍼시픽 SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.05.03	매수	490,000원
2016.02.03	매수	490,000원
2015.11.02	매수	490,000원
2015.08.13	매수	490,000원
2015.07.30	담당자 변경	
2014.12.26	매수	2,800,000원
2014.07.31	매수	1,970,000원



Compliance Notice

- 작성자(이승욱)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 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 5월 3일 기준)

매수	97.14%	중립	2.86%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	9,676	14,273	20,582	26,121	33,295
현금및현금성자산	2,940	3,426	6,151	10,092	15,135
매출채권및기타채권	2,233	2,283	5,206	6,065	7,156
재고자산	2,828	3,049	4,332	5,198	6,134
비유동자산	24,343	24,273	25,087	27,672	30,143
장기금융자산	419	454	166	166	166
유형자산	19,360	17,436	17,816	19,453	21,292
무형자산	1,326	1,742	2,213	2,813	3,143
자산총계	34,018	38,546	45,669	53,793	63,439
유동부채	5,427	6,511	8,590	9,807	11,381
단기금융부채	824	338	1,064	1,064	1,064
매입채무 및 기타채무	2,980	3,673	4,813	5,776	6,816
단기충당부채	36	53	66	79	94
비유동부채	2,910	3,251	2,521	2,430	2,430
장기금융부채	774	1,461	510	310	110
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	8,337	9,763	11,111	12,236	13,811
지배주주지분	25,544	28,587	34,270	41,172	49,145
자본금	345	345	345	345	345
자본잉여금	7,205	7,205	7,205	7,205	7,205
기타자본구성요소	-18	-195	-184	-184	-184
자기주식	-14	-14	-14	-14	-14
이익잉여금	18,153	21,364	26,925	33,945	42,136
비지배주주지분	137	196	287	385	483
자본총계	25,681	28,783	34,557	41,557	49,628
부채외자본총계	34,018	38,546	45,669	53,793	63,439

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	4,201	5,781	6,527	8,881	10,131
당기순이익(손실)	2,674	3,851	6,276	7,726	8,897
비현금성항목등	2,491	3,159	4,051	4,006	4,560
유형자산감가상각비	1,236	1,361	1,925	1,913	2,211
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	404	468	1,939	17	37
운전자본감소(증가)	-184	-3	-2,130	-606	-738
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-283	73	-1,327	-858	-1,092
재고자산감소(증가)	-153	-152	-1,252	-866	-936
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	150	314	1,712	963	1,040
기타	102	-238	-1,264	156	250
법인세납부	-779	-1,226	-1,670	-2,245	-2,588
투자활동현금흐름	-3,397	-4,801	-3,142	-4,090	-4,241
금융자산감소(증가)	-1	-1,531	-1,221	0	0
유형자산감소(증가)	-3,069	-2,630	-3,498	-3,597	-4,097
무형자산감소(증가)	-176	-546	-546	-600	-330
기타	-150	-94	2,123	107	186
재무활동현금흐름	465	-489	-705	-850	-847
단기금융부채증가(감소)	191	-28	-58	0	0
장기금융부채증가(감소)	706	0	30	-200	-200
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-449	-455	-621	-626	-626
기타	18	-5	-50	-24	-21
현금의 증가(감소)	1,233	485	2,725	3,941	5,043
기초현금	1,707	2,940	3,426	6,151	10,092
기말현금	2,940	3,426	6,151	10,092	15,135
FCF	754	3,024	951	4,683	5,723

자료 : 아모레퍼시픽 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	31,004	38,740	48,132	57,759	68,155
매출원가	9,118	10,282	12,414	15,017	17,720
매출총이익	21,886	28,458	35,719	42,742	50,435
매출총이익률 (%)	70.6	73.5	74.2	74.0	74.0
판매비와관리비	18,188	22,821	27,697	32,923	39,189
영업이익	3,698	5,638	8,022	9,819	11,246
영업이익률 (%)	11.9	14.6	16.7	17.0	16.5
비영업손익	-63	-335	93	172	260
순금융비용	-89	-111	-100	-183	-265
외환관련손익	4	12	-10	3	20
관계기업투자등 관련손익	32	2	1	4	12
세전계속사업이익	3,635	5,302	8,115	9,991	11,505
세전계속사업이익률 (%)	11.7	13.7	16.9	17.3	16.9
계속사업법인세	962	1,451	1,840	2,265	2,608
계속사업이익	2,674	3,851	6,276	7,726	8,897
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,674	3,851	6,276	7,726	8,897
순이익률 (%)	8.6	9.9	13.0	13.4	13.1
지배주주	2,680	3,791	6,195	7,646	8,817
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.64	9.79	12.87	13.24	12.94
비지배주주	-6	60	81	81	81
총포괄이익	2,648	3,733	6,391	7,625	8,697
지배주주	2,657	3,669	6,293	7,528	8,599
비지배주주	-9	65	98	98	98
EBITDA	4,934	6,998	9,947	11,732	13,457

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	8.8	25.0	24.2	20.0	18.0
영업이익	1.2	52.4	42.3	22.4	14.5
세전계속사업이익	0.5	45.9	53.1	23.1	15.2
EBITDA	5.7	41.8	42.1	17.9	14.7
EPS(계속사업)	-0.9	41.5	63.4	23.4	15.3
수익성 (%)					
ROE	11.0	14.0	19.7	20.3	19.5
ROA	8.3	10.6	14.9	15.5	15.2
EBITDA마진	15.9	18.1	20.7	20.3	19.7
안정성 (%)					
유동비율	178.3	219.2	239.6	266.4	292.6
부채비율	32.5	33.9	32.2	29.4	27.8
순차입금/자기자본	-10.7	-15.9	-25.4	-31.1	-36.6
EBITDA/이자비용(배)	199.0	270.0	362.3	488.5	641.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,883	5,493	8,976	11,078	12,775
BPS	37,012	41,421	49,655	59,655	71,208
CFPS	5,673	7,464	11,766	13,850	15,979
주당 현금배당금	6,500	9,000	900	900	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	32.1	45.5	49.6	37.6	32.6
PER(최저)	22.2	17.7	23.9	31.3	27.1
PBR(최고)	3.4	6.0	9.0	7.0	5.9
PBR(최저)	2.3	2.4	4.3	5.8	4.9
PCR	17.6	29.8	35.2	29.7	25.7
EV/EBITDA(최고)	15.2	22.0	27.6	21.8	18.7
EV/EBITDA(최저)	10.5	8.2	12.9	18.1	15.4