

아모레퍼시픽(090430)

Positive
Neutral
Negative

매수(유지)

목표주가: 330,000원(유지)

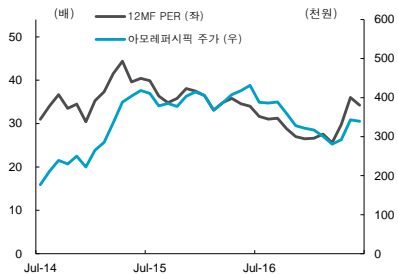
Stock Data

KOSPI(6/5)	2,369
주가(6/5)	339,500
시가총액(십억원)	19,847
발행주식수(백만)	58
52주 최고/최저가(원)	441,000/251,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	59,779
유동주식비율/외국인지분율(%)	52.4/38.3
주요주주(%)	아모레퍼시픽그룹 외 3인 47.6
	국민연금 7.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.5	8.5	(19.7)
상대주가(%)	2.8	(12.2)	(39.0)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

우려대로 부진, 면세점과 현지 사업 모두 사드 영향권

- 중국인 관광객 급감이 현실화된 3월 중순부터 면세점 판매 부진, 면세점 외 국내 화장품도 부진 지속. 중국 현지 매출액도 사드 영향권으로 성장세 둔화
- 2분기 중국인 방한 관광객수는 전년 대비 50% 이상 감소 예상, 동사의 2분기 면세점 매출액도 전년대비 약 30% 감소 전망. 해외 면세와 동남아 수요 공략 등 다각화 노력
- 경쟁사가 면세점 구매 제한 완화를 시행한 한편 동사는 면세점 구매 제한 완화를 온라인으로 한정. 온라인은 전체 면세점 매출의 약 20% 수준으로 영향은 제한적
- 면세점 외 국내 화장품 매출액도 전년대비 3% 감소 전망. 일부 중국인 수요 이탈과 동시에 '아이오펜', '헤라' 등 특정 브랜드 매출 부진은 경쟁 격화가 주요인. 매장 리뉴얼과 빠른 신제품 공급 전략으로 부진 만회 노력 진행형
- 중국 현지 사업도 부정적인 영향 불가피. 기존에 이미 한국 브랜드로 많이 인지된 '라네즈', '마몽드' 매출이 부진. 연간 목표인 30% 성장에 미치지 못하는 것으로 추정
- 유럽, 미주, 일본 지역은 부진 지속. 유럽과 미주는 사업 확장 속에 비용 부담

2분기 실적 바닥 이후 점진적인 회복 전망

- 2분기 매출액과 영업이익 전년대비 감소 추세 불가피할 듯. 2분기 연결 매출액과 영업이익은 1,39조원(-4% YoY), 1,890억원(-21% YoY)으로 예상
- 국내 화장품 매출액과 영업이익이 각각 전년대비 15%, 35% 감소 예상. 해외 화장품은 매출 증가세는 18% 증가, 마케팅 활동 부진으로 인해 수익성은 개선될 전망
- 영업이익률 25% 이상으로 가장 수익성이 높은 면세점 매출이 부진. 국내 브랜드에서는 '설화수', '헤라' 등 럭셔리보다 '라네즈', '마몽드' 등 중가 호조로 원가를 상승 전망
- 연결 매출액과 영업 실적 3분기부터 기저 효과로 완만한 회복 예상. 3분기까지 국내 화장품은 역성장 불가피. 해외 성장과 기저 효과로 3분기부터 완만한 회복 예상. 한국 관광 재개에 따른 중국 관광객 수 회복과 반한 감정 완화로 인한 현지 사업이 관건

중장기 해외 사업 확장 지속

- 중국: 주요 거점 매장 지속 확보, 시셰이도는 대중국 관계 악화된 2013년 매장 확보에 소극적, 이후 성장률 둔화. 동사의 중국 내 공격적인 매장 확대는 금년에도 진행될 예정. 당사 예상은 이니스프리 2016년 330개 매장에서 420개, 설화수 110개→140개 확대될 전망
- 미국: 라네즈 2분기부터 온라인 사업 시작, 세포라 100개 입점 시작. 완사입 방식으로 매출 인식은 크지 않을 것. 이니스프리 Free standing shop으로 3분기부터 시작
- 해외 사업 매출의 90% 이상을 차지하는 아시아 사업은 여전히 중요, 그러나 중장기적으로 아시아 내에서 동남아 등으로 다각화 전략. 미주 사업도 3~4년 내에 가시적인 성과 확보 노력

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	4,767	773	578	8,372	52.3	920	49.5	28.2	8.5	18.6	0.3
2016A	5,645	848	639	9,267	10.7	1,029	34.7	19.5	5.7	17.7	0.5
2017F	5,914	833	626	9,069	(2.1)	1,026	37.4	20.5	5.3	15.1	0.5
2018F	6,813	1,019	779	11,285	24.4	1,225	30.1	16.9	4.7	16.5	0.6
2019F	7,799	1,188	911	13,204	17.0	1,403	25.7	14.4	4.1	16.9	0.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

나은채 3276-6160
ec.na@truefriend.com이선호 3276-6175
sunho.lee@truefriend.com

단기 실적 부진 영향보다는 회복 강도와 밸류에이션이 관건

- 단기 실적 부진 불가피한 반면 이는 시장에서 인지된 부분, 따라서 주가도 바닥에서 30% 이상 상승. 현재 12MF PER 34배. 업황 회복을 가정한 2018년 기준 30배 수준
- 최근 주가 상승은 정상화 기대감을 반영하고 있는 만큼 향후 한한령 완화, 중국인 인바운드 관광객 유입 속도 및 현지 사업 회복 강도가 관전 포인트
- 2018년 글로벌 화장품 대표 3사(L'Oreal, Estee Lauder, Beiersdorf) 평균 PER은 26배 수준. 아시아 시장에서 성장성 확보에 힘입어 글로벌 경쟁사보다 프리미엄에 거래되어 왔음.
- 목표주가 330,000원(2018년 PER 30배) 유지. 중국 관련 리스크 완화와 해외 현지 사업 성장 재차 확인 시 글로벌 업체 대비 프리미엄 가능할 것

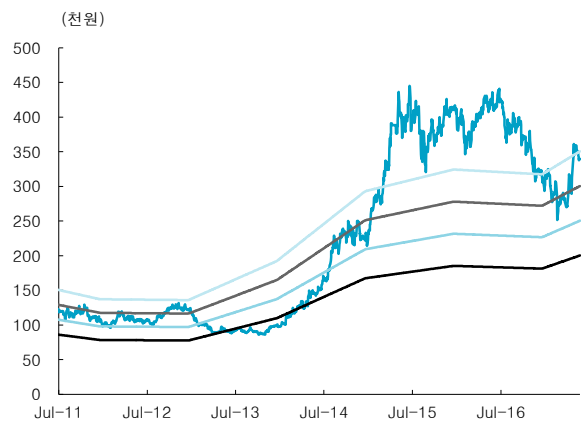
〈표 1〉 실적 추정 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2016				2017F				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QF	3QF	4QF	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,485	1,443	1,401	1,316	1,569	1,386	1,450	1,508	4,767	5,646	5,914	6,813	7,799
국내 화장품	927	909	846	768	941	776	800	838	3,026	3,449	3,355	3,685	4,016
해외 화장품	408	417	407	465	477	494	504	581	1,257	1,697	2,056	2,617	3,259
국내 생활용품	159	130	161	102	163	132	163	106	533	552	564	585	613
국내화장품 유통채널별													
면세점	377	390	364	368	419	273	302	405	1,069	1,499	1,399	1,609	1,770
면세점 외	550	518	482	399	522	503	499	433	1,957	1,949	1,956	2,076	2,245
디지털	115	106	109	92	117	106	112	97	421	422	432	454	499
해외 화장품 지역별 매출													
전체	400	405	394	447	465	478	487	564	1,208	1,645	1,994	2,543	3,259
아시아	379	388	376	433	449	465	473	548	1,143	1,575	1,935	2,468	2,987
유럽	15	17	15	21	16	17	15	20	66	68	68	68	68
미국	14	13	16	11	12	13	16	13	49	53	53	80	120
영업이익	338	241	168	102	317	189	183	143	773	848	833	1,019	1,188
국내 화장품	244	192	148	84	215	124	120	112	594	668	570	682	763
해외화장품	79	49	47	35	88	68	60	53	160	210	269	343	424
국내 생활용품	24	8	(11)	(11)	20	7	20	(6)	48	10	39	47	61
매출액 증가율	23.3	20.7	22.8	7.4	5.7	(4.0)	3.5	14.6	23.0	18.4	4.8	15.2	14.5
국내 화장품	17.9	13.8	26.6	(0.8)	1.6	(14.6)	(5.4)	9.2	17.3	14.0	(2.7)	9.8	9.0
해외화장품	45.7	46.4	26.7	25.2	16.9	18.4	23.7	25.2	44.4	35.0	21.2	27.3	24.6
국내 생활용품	6.2	9.3	0.8	(2.5)	2.8	1.5	1.0	4.1	15.2	3.6	2.2	3.8	4.7
국내화장품 유통채널별													
면세점	57.5	39.8	76.5	7.0	11.1	(30.0)	(17.0)	10.0	52.1	40.3	(6.7)	15.0	10.0
면세점 외	0.6	(0.2)	4.4	(7.0)	(5.0)	(3.0)	3.4	8.4	4.3	(0.4)	0.3	6.1	8.1
디지털	(11.0)	(3.2)	28.7	(5.0)	1.7	0.0	3.0	5.0	6.3	0.4	2.3	5.0	10.0
해외 화장품 지역별 매출													
전체	48.4	45.7	25.8	28.6	16.3	18.2	23.7	26.3	45.1	36.2	21.2	27.5	28.2
아시아	50.0	49.3	29.1	27.4	18.5	19.8	25.7	26.8	51.5	37.8	22.8	27.6	21.0
유럽	(6.7)	10.7	(7.3)	18.9	6.5	0.0	0.0	(4.8)	(19.4)	4.0	0.0	0.0	0.0
미국	24.1	25.5	16.5	(19.6)	(15.8)	0.0	0.0	19.8	39.0	9.9	0.0	50.0	50.0
영업이익 증가율	21.5	15.6	2.5	(17.1)	(6.2)	(21.3)	9.4	40.1	37.1	9.7	(1.8)	22.4	16.5
국내 화장품	20.9	10.9	36.8	(25.4)	(12.2)	(35.2)	(18.6)	32.4	33.9	12.5	(14.6)	19.5	11.9
해외화장품	36.5	59.6	23.5	7.7	10.9	39.1	27.1	51.4	68.1	31.9	27.8	27.6	23.6
국내 생활용품	11.7	(20.2)	NA	NA	(18.4)	(16.3)	NA	NA	48.3	(79.4)	302.8	18.6	30.8
영업이익률	22.7	16.7	12.0	7.8	20.2	13.7	12.6	9.5	16.2	15.0	14.1	15.0	15.2
국내 화장품	26.4	21.1	17.4	11.0	22.8	16.0	15.0	13.3	19.6	19.4	17.0	18.5	19.0
해외화장품	19.5	11.7	11.6	7.5	18.5	13.8	11.9	9.1	12.7	12.4	13.1	13.1	13.0
국내 생활용품	15.1	6.1	NA	NA	12.0	5.0	12.0	NA	8.9	1.8	7.0	8.0	10.0
매출액 비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
국내 화장품	62.4	62.9	60.4	58.3	60.0	56.0	55.2	55.6	63.5	61.1	56.7	54.1	51.5
해외화장품	27.5	28.9	29.1	35.3	30.4	35.6	34.7	38.6	26.4	30.1	34.8	38.4	41.8
국내 생활용품	10.7	9.0	11.5	7.7	10.4	9.5	11.2	7.0	11.2	9.8	9.5	8.6	7.9

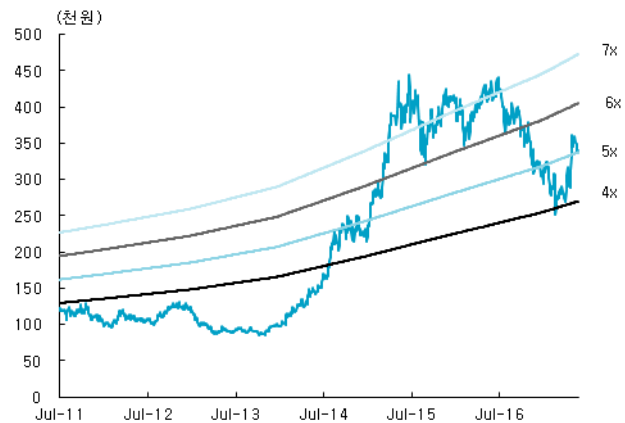
자료: 아모레퍼시픽, 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드 차트



자료: WiseFN, 한국투자증권

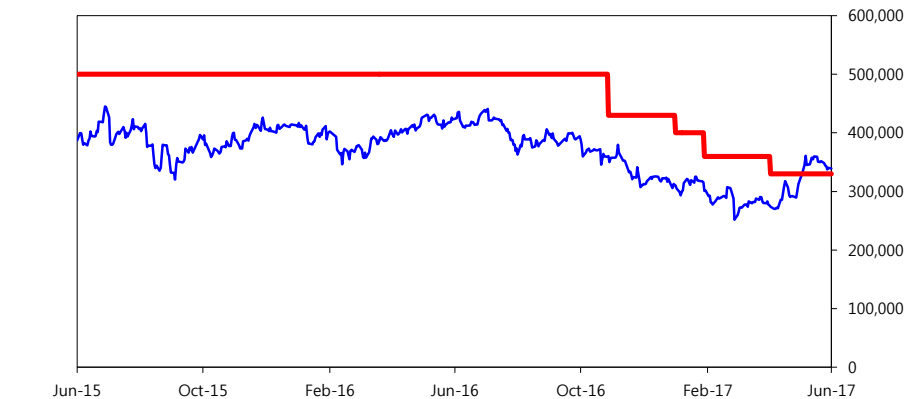
[그림 2] PBR 밴드 차트



자료: WiseFN, 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
아모레퍼시픽(090430)	2015.07.03	매수	500,000 원
	2016.11.01	매수	430,000 원
	2017.01.05	매수	400,000 원
	2017.02.02	매수	360,000 원
	2017.04.07	매수	330,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 6월 5일 현재 아모레퍼시픽 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 아모레퍼시픽 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.