

아모레퍼시픽(090430)

내수 눈높이가 관건

내수 부진으로 실적 부진 지속
해외 사업 성장 긍정적, 고수익 면세점과 내수 회복이 관건
상반기 저점 확인과 회복 강도 확인 권유

Facts : 실적 부진 지속

4분기 매출액은 전년대비 13% 감소한 1.14조원, 영업이익은 25% 감소한 769억원(영업이익률 6.8%, -1%p YoY)을 기록, 최근 하향된 컨센서스와 유사했으나 부진이 지속되었다. 국내 화장품 매출액과 영업이익은 5,550억원(-28% YoY)과 480억원(-43%YoY, 영업이익률 8.6%, -2.4%pYoY), 해외 화장품 매출액과 영업이익은 5,080억원(+9.3% YoY), 410억원(+18% YoY, 영업이익률 8.1%, +0.6%p YoY)을 기록했다. 국내 화장품 부문에서 면세점 매출액은 전년대비 42% 급감했고 중국 현지 매출액은 10% 후반 성장하며 2~3분기보다 성장성을 회복했으나 과거보다 성장률은 둔화되었다. 생활용품 부문은 매출액 920억원(-9.6% YoY)과 영업손실 140억원을 기록해 부진했다.

Pros & cons : 커지는 해외 사업 vs 내수 부진

해외 사업 성장이 긍정적이다. 해외 사업 매출 비중은 36%으로 작년 30%에서 크게 상승했다. 4분기 중국이 약 10%대 후반, 동남아 매출이 20%대 성장하고 미주 매출액은 아직 작으나 전년대비 46% 증가, 지역 다각화가 이루어지고 있다. 이에 대중국 관계 리스크는 정점을 지나고 있어 2018년 중국인 관광객수는 금년보다 회복될 전망이다. 한편 동사의 내수 사업은 인바운드 관광객만이 변수는 아닌 것으로 판단된다. 인바운드 중국인 관광객 자체의 회복 강도가 관건이나 수익성 높은 면세점 매출액은 구매 제한이, 순수 내수 부분은 '아이오펜' 등 개별 브랜드력 회복과 '아리따움' 등 채널 부진 영향을 최소화할 수 있는지가 관건이다. 특히 캐쉬 카우인 면세점은 구매 제한이 작년 9월부터 시작, 우리는 2018년 면세점 성장이 8%에 그칠 것으로 예상한다.

Action : 상반기 저점 및 회복 강도 확인 권유

지나간 부진에 대한 실망과 2018년 실적 개선에 대한 기대가 교차하는 시점이다. 우리는 동사의 캐쉬 카우인 면세점이나 내수 사업 회복 강도를 확인할 필요가 있다는 판단이다. 해외 사업은 지역적으로 다각화하는 과정에서, 그리고 중국은 설화수, 헤라, 아이오펜 등 고가 라인업을 확장시키는 과정에서 비용 또한 확인 요인이다. 2018년 PER은 37배에 달한다. 투자의견 '중립'을 유지한다.

하 회 부 합 상 회

중립(유지)

Stock Data

KOSPI(1/31)	2,566
주가(1/31)	299,500
시가총액(십억원)	17,508
발행주식수(백만)	58
52주 최고/최저(원)	361,000/239,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	61,974
유동주식비율/외국인지분율(%)	52.4/33.8
주요주주(%)	아모레퍼시픽그룹 외 3인 47.6
국민연금	6.1

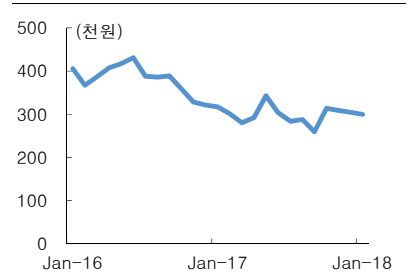
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	34.7	53.3	37.1
PBR(x)	5.7	5.0	4.5
ROE(%)	17.7	9.8	12.6
DY(%)	0.5	0.4	0.6
EV/EBITDA(x)	19.5	23.6	19.3
EPS(원)	9,267	5,717	8,081
BPS(원)	56,222	60,828	67,106

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.6)	5.6	(5.5)
KOSPI 대비(%p)	(5.7)	(1.2)	(29.6)

주가추이



자료: WISEfn

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 1〉 4분기 영업이익 컨센서스 부합했으나 부진 지속

(단위: 십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,316.0	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,139.2	(5.8)	(13.4)	1,540.3
영업이익	102.2	316.8	101.6	101.1	76.9	(23.9)	(24.8)	265.9
영업이익률(%)	7.8	20.2	8.4	8.4	6.8			17.3
세전이익	117.6	295.0	110.9	106.3	55.3	(48.0)	(53.0)	250.9
순이익	73.0	223.5	77.4	79.8	17.7	(77.8)	(75.8)	221.8

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 아모레퍼시픽 실적 추정 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2016				2017				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	2015	2016	2017P	2018F	2019F
매출액	1,485	1,443	1,401	1,316	1,569	1,205	1,210	1,140	4,767	5,646	5,124	5,751	6,382
국내 화장품	927	909	846	768	941	695	639	555	3,026	3,449	2,830	3,046	3,286
해외 화장품	408	417	407	465	477	409	427	508	1,257	1,697	1,821	2,225	2,606
국내 생활용품	159	130	161	102	163	111	151	92	533	552	517	529	546
국내 화장품 유통채널별 매출													
면세점	377	390	364	368	419	236	237	212	1,069	1,499	1,103	1,192	1,370
면세점 외	550	518	482	399	522	459	402	344	1,957	1,949	1,727	1,855	1,916
디지털	115	106	109	92	117	105	90	81	421	422	393	432	475
해외 화장품 지역별 매출													
전체	400	405	394	447	465	400	420	493	1,208	1,645	1,777	2,176	2,606
아시아	379	388	376	433	449	392	406	485	1,143	1,575	1,732	2,106	2,298
유럽	15	17	15	21	16	5	7	7	66	68	36	39	47
미국	14	13	16	11	12	11	14	16	49	53	53	79	119
영업이익	338	241	168	102	317	102	101	77	773	848	596	727	869
국내 화장품	244	192	148	84	215	85	56	48	594	668	403	475	565
해외 화장품	79	49	47	35	88	20	45	41	160	210	194	263	306
국내 생활용품	24	8	(11)	(11)	20	(2)	11	(14)	48	10	15	21	36
매출액 증가율	23.3	20.7	22.8	7.4	5.7	(16.5)	(13.6)	(13.4)	23.0	18.4	(9.2)	12.2	11.0
국내 화장품	17.9	13.8	26.6	(0.8)	1.6	(23.5)	(24.5)	(27.7)	17.3	14.0	(17.9)	7.6	7.9
해외 화장품	45.7	46.4	26.7	25.2	16.9	(2.1)	5.0	9.3	44.4	35.0	7.3	22.2	17.1
국내 생활용품	6.2	9.3	0.8	(2.5)	2.8	(14.9)	(6.1)	(9.6)	15.2	3.6	(6.2)	2.2	3.3
국내 화장품 유통채널별 매출													
면세점	57.5	39.8	76.5	7.0	11.1	(39.6)	(34.8)	(42.6)	52.1	40.3	(26.4)	8.0	15.0
면세점 외	0.6	(0.2)	4.4	(7.0)	(5.0)	(11.5)	(16.7)	(13.9)	4.3	(0.4)	(11.4)	7.4	3.3
디지털	(11.0)	(3.2)	28.7	(5.0)	1.7	(1.4)	(17.4)	(12.0)	6.3	0.4	(7.0)	10.0	10.0
해외 화장품 지역별 매출													
전체	48.4	45.7	25.8	28.6	16.3	(1.3)	6.5	10.2	45.1	36.2	8.0	22.5	19.8
아시아	50.0	49.3	29.1	27.4	18.5	1.0	8.0	12.0	51.5	37.8	9.9	21.6	9.1
유럽	(6.7)	10.7	(7.3)	18.9	6.5	(67.5)	(52.9)	(67.8)	(19.4)	4.0	(47.6)	10.0	20.0
미국	24.1	25.5	16.5	(19.6)	(15.8)	(11.7)	(11.6)	45.9	39.0	9.9	(0.8)	50.0	50.0
영업이익 증가율	21.5	15.6	2.5	(17.1)	(6.2)	(57.8)	(39.6)	(24.8)	37.1	9.7	(29.7)	21.9	19.6
국내 화장품	20.9	10.9	36.8	(25.4)	(12.2)	(55.8)	(61.8)	(43.4)	33.9	12.5	(39.6)	17.9	18.9
해외 화장품	36.5	59.6	23.5	7.7	10.9	(59.7)	(3.7)	17.7	68.1	31.9	(7.7)	35.2	16.4
국내 생활용품	11.7	(20.2)	NA	NA	(18.4)	NA	NA	NA	48.3	(79.4)	48.0	45.9	67.9
영업이익률	22.7	16.7	12.0	7.8	20.2	8.4	8.4	6.7	16.2	15.0	11.6	12.6	13.6
국내 화장품	26.4	21.1	17.4	11.0	22.8	12.2	8.8	8.6	19.6	19.4	14.2	15.6	17.2
해외 화장품	19.5	11.7	11.6	7.5	18.5	4.8	10.6	8.1	12.7	12.4	10.7	11.8	11.7
국내 생활용품	15.1	6.1	NA	NA	12.0	NA	7.0	NA	8.9	1.8	2.8	4.0	6.5
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	57.7	52.8	48.7	63.5	61.1	55.2	53.0	51.5
해외 화장품	27.5	28.9	29.1	35.3	30.4	33.9	35.3	44.5	26.4	30.1	35.5	38.7	40.8
국내 생활용품	10.7	9.0	11.5	7.7	10.4	9.2	12.5	8.1	11.2	9.8	10.1	9.2	8.6

자료: 아모레퍼시픽, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

아모레퍼시픽은 1945년에 설립되어 40여 년간 부동의 국내 1위의 화장품 업체이다. 대표적인 브랜드는 한방화장품 설화수로 2009년 단일 화장품 브랜드 최초로 백화점 경로 매출 1천억원 달성, 2015년 1조원을 돌파했다. 아모레퍼시픽은 중국에서 가장 성공한 한국 화장품 진출 업체로 2015년 중국 시장 내 점유율은 1.9%이다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,833	2,116	2,008	2,369	2,821
현금성자산	687	624	666	690	702
매출채권및기타채권	332	356	323	362	402
재고자산	324	410	372	418	463
비유동자산	2,610	3,065	3,220	3,478	3,667
투자자산	52	56	51	57	64
유형자산	1,871	2,359	2,579	2,759	2,869
무형자산	212	228	207	232	258
자산총계	4,443	5,182	5,228	5,848	6,488
유동부채	872	1,171	908	1,076	1,174
매입채무및기타채무	504	614	557	625	694
단기차입금및단기사채	25	55	55	55	55
유동성장기부채	76	90	90	90	90
비유동부채	199	114	102	114	127
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	52	3	2	2	2
부채총계	1,071	1,285	1,010	1,190	1,301
지배주주지분	3,346	3,879	4,197	4,630	5,153
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
기타자본	(18)	(18)	(1)	(1)	(1)
이익잉여금	2,623	3,159	3,460	3,894	4,417
비지배주주지분	27	18	22	27	34
자본총계	3,372	3,897	4,219	4,657	5,188

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	628	677	434	819	871
당기순이익	585	646	398	563	675
유형자산감가상각비	147	181	193	206	215
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(167)	(163)	(160)	44	(27)
기타	63	13	3	6	8
투자활동현금흐름	(217)	(610)	(310)	(665)	(707)
유형자산투자	(215)	(495)	(414)	(387)	(327)
유형자산매각	2	1	1	1	1
투자자산순증	50	(215)	5	(6)	(6)
무형자산순증	(61)	(40)	21	(25)	(26)
기타	7	139	77	(248)	(349)
재무활동현금흐름	(69)	(133)	(82)	(130)	(152)
자본의증가	0	2	0	0	0
차입금의순증	(7)	(5)	(1)	0	0
배당금지급	(63)	(95)	(109)	(93)	(124)
기타	1	(35)	28	(37)	(28)
기타현금흐름	3	2	0	0	0
현금의증가	345	(63)	42	24	12

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

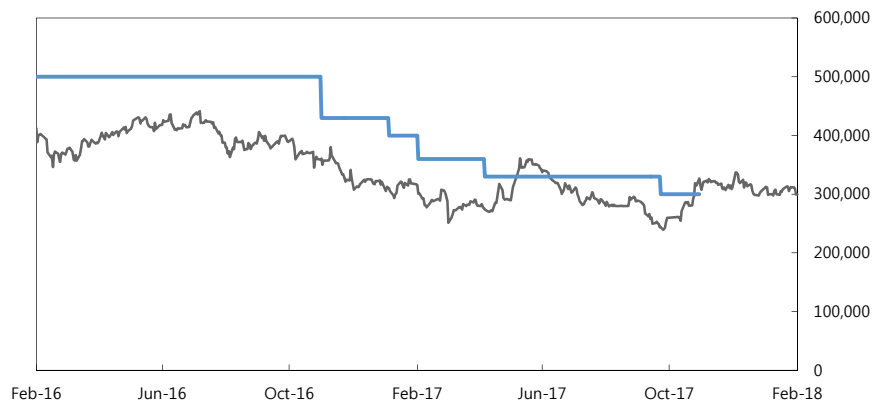
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	4,767	5,645	5,123	5,751	6,382
매출원가	1,169	1,425	1,373	1,512	1,647
매출총이익	3,597	4,221	3,750	4,238	4,736
판매관리비	2,824	3,373	3,154	3,512	3,866
영업이익	773	848	596	727	869
금융수익	26	18	22	25	30
이자수익	16	17	22	24	30
금융비용	3	6	6	6	6
이자비용	3	4	4	4	4
기타영업외손익	(17)	(3)	(46)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	778	857	567	746	894
법인세비용	194	211	169	183	219
연결당기순이익	585	646	398	563	675
지배주주지분순이익	578	639	394	557	668
기타포괄이익	(29)	(13)	0	0	0
총포괄이익	556	632	398	563	675
지배주주지분포괄이익	548	626	394	557	668
EBITDA	920	1,029	789	933	1,085

주요투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	8,372	9,267	5,717	8,081	9,689
BPS	48,495	56,222	60,828	67,106	74,691
DPS	1,350	1,580	1,343	1,800	2,100
성장성(% , YoY)					
매출증가율	23.0	18.4	(9.3)	12.3	11.0
영업이익증가율	37.1	9.7	(29.7)	21.9	19.6
순이익증가율	52.3	10.7	(38.3)	41.3	19.9
EPS증가율	52.3	10.7	(38.3)	41.3	19.9
EBITDA증가율	31.4	11.9	(23.3)	18.2	16.3
수익성(%)					
영업이익률	16.2	15.0	11.6	12.6	13.6
순이익률	12.1	11.3	7.7	9.7	10.5
EBITDA Margin	19.3	18.2	15.4	16.2	17.0
ROA	14.1	13.4	7.7	10.2	10.9
ROE	18.6	17.7	9.8	12.6	13.7
배당수익률	0.3	0.5	0.4	0.6	0.7
배당성향	16.1	17.1	23.5	22.3	21.7
안정성					
순차입금(십억원)	(763)	(941)	(931)	(1,178)	(1,515)
차입금/자본총계비율(%)	5.0	3.8	3.4	3.1	2.8
Valuation(X)					
PER	49.5	34.7	53.3	37.1	30.9
PBR	8.5	5.7	5.0	4.5	4.0
EV/EBITDA	28.2	19.5	23.6	19.3	16.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
아모레퍼시픽(090430)	2016.01.18	매수	500,000원	-20.8	-11.8
	2016.11.01	매수	430,000원	-22.9	-11.6
	2017.01.05	매수	400,000원	-21.8	-18.8
	2017.02.02	매수	360,000원	-21.2	-14.6
	2017.04.07	매수	330,000원	-9.1	9.4
	2017.09.23	매수	300,000원	-7.8	8.8
	2017.10.31	중립	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 2월 1일 현재 아모레퍼시픽 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 아모레퍼시픽 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유통성공급자(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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 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.