

## 아모레퍼시픽(090430)

## 미운 오리의 날갯짓

## 안팎으로 좋아질 것, 오랜 부진에서 벗어난다

투자의견을 '매수'로 상향하고 목표주가 26만원을 제시한다(2020년 PER 36배, 글로벌사 평균 10% 할증). 동사의 성장 방향은 국내에서 해외 사업으로 이동하고 있으며 해외 채널 및 마케팅 투자는 점진적으로 결실을 맺을 것이다. 하반기부터 실적 개선이 시작, 2019년, 2020년 EPS 증가율은 각각 26%, 21%로 예상되어 글로벌 경쟁업체들보다 높은 성장이 예상된다.

## 중국 고가 화장품 시장 활짝 열린다

중국 화장품 고도화가 본격화되면서 럭셔리 화장품을 보유한 글로벌사들의 실적이 2018년부터 본격적으로 개선되고 있다. 동사는 경쟁사들보다 럭셔리 시장 진출이 늦었으나 최근 2~3년간 '설화수', '헤라' 등 럭셔리 브랜드 유통망 확장과 대대적인 마케팅을 진행하고 있다. 중국 매출에서 럭셔리 비중은 2018년 18%에서 2020년 30%로 상승할 전망이다.

## 국내 사업, 더 이상 잃을 것이 없다

면세점은 2018년부터 회복 국면이다. 인당 구매액보다 traffic에 중점을 두는 동사의 전략으로 인해 점유율 반등은 더디나 해외 면세점 사업 확대와 중국인 인바운드 관광객 회복으로 점진적인 개선이 예상된다. 내수 부문 구조 조정 및 리뉴얼 일단락이 예상되는 상반기를 저점으로 하반기부터 점진적인 회복이 예상된다.

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액(십억원)	5,124	5,278	5,743	6,355	7,050
영업이익(십억원)	596	482	550	665	773
세전이익(십억원)	567	453	561	678	789
순이익(십억원)	394	332	418	504	587
EBITDA(십억원)	820	748	831	961	1,085
순차입금(십억원)	(537)	(634)	(718)	(805)	(975)
영업이익률(%)	11.6	9.1	9.6	10.5	11.0
ROE(%)	9.8	7.7	9.1	10.2	10.9
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.7	0.8	0.9
EPS(원)	5,711	4,815	6,065	7,331	8,530
(EPS 증가율, %)	(38.4)	(15.7)	26.0	20.9	16.4
BPS(원)	60,206	64,092	68,985	74,836	81,684
DPS(원)	1,280	1,180	1,500	1,800	2,000
PER(x)	53.3	43.5	35.9	29.7	25.6
PBR(x)	5.1	3.3	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA(x)	23.2	17.0	16.0	13.8	12.1

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

## 매수(상향)

목표주가: 260,000원

## Stock Data

KOSPI(4/12)	2,233
주가(4/12)	218,000
시가총액(십억원)	12,744
발행주식수(백만)	58
52주 최고/최저가(원)	351,500/150,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	58,002
유동주식비율/외국인지분율(%)	52.1/34.2
주요주주(%)	아모레퍼시픽그룹 외 4인 47.6
국민연금	6.1

## EPS 변경(한국증권 추정치, 원)

	변경전	변경후	(%)
2019F	6,231	6,065	(2.7)
2020F	7,549	7,331	(2.9)

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	19.5	5.1	(32.6)
KOSPI 대비(%p)	15.9	1.7	(24.0)

## 주가추이



자료: FnGuide

나은채

ec.na@truefriend.com

# Contents

## I. 안팎으로 좋아진다 2

---

투자의견 '매수' 상향, 목표주가 26만원 제시

## 2. 해외 시장을 보자 6

---

해외 사업이 성장 견인할 것  
중국 프리미엄 시장 활짝 열린다  
동남아와 미주 성장 잠재력

## 3. 국내, 더 이상 잃을 것이 없다 11

---

## 4. 리스크 요인 및 기업 개요 13

---

## 리포트 작성 목적

- 투자 의견 '매수' 상황
- 중국 시장 변화 점검, 동남아와 미주 사업 성장 잠재력 점검
- 국내 사업 면세점과 내수 사업 전망

# I. 안팎으로 좋아진다

## 투자 의견 '매수' 상황, 목표주가 26만원 제시

### 해외 사업을 보자!

아모레퍼시픽 투자 의견을 기존 '중립'에서 '매수'로 상향하고 목표주가 26만 원을 제시한다. 목표주가 26만 원은 정상화가 예상되는 2020년 EPS에 글로벌사 평균 대비 10% 할증을 적용한 PER 36배를 적용해 산출했다. 중국 고가 화장품 시장 성장과 럭셔리 브랜드 포트폴리오 강화에 힘입어 중국 사업의 점진적인 성장성 회복이 예상된다. 또한 동남아, 미주 사업 확대 등 해외 사업 성장에 주목한다. 해외 사업 채널과 마케팅 투자는 국내 중소 브랜드 및 중국 로컬 화장품 업체들과의 차별화 포인트이다. 이에 국내 사업은 브랜드 리뉴얼 및 채널 재정비가 일단락 되면서 중국인 인바운드 관광객 호조가 예상되는 하반기부터 내수 매출 및 이익 회복이 예상된다.

### 대내외 악재는 대부분 반영, 하반기부터 실적 턴어라운드

중국 사업은 사드 이후 영업 환경 악화뿐 아니라 경쟁 심화 속에 매스 브랜드의 부진과 럭셔리 포트폴리오를 확보하는 과정에서 성장률 둔화가 불가피했다. 유럽, 미주 지역 또한 구조 조정으로 인해 부진했다. 이에 내수 사업은 경쟁 심화와 사드 이후 관광객 급감으로 인해 국내 오프라인 채널이 고전했다. 영업이익은 2016년을 피크로 2018년까지 급감, 주가 또한 고점 대비 50% 이상 하락해 관련된 영향은 실적과 주가에 대부분 반영됐다는 판단이다. 우리는 상반기 부진을 일단락으로 하반기부터 해외 사업 기여 확대와 국내 사업 점진적인 회복에 힘입어 실적 개선을 예상한다. 2019년, 2020년 영업이익은 전년대비 14%, 21% 증가할 전망이다. 1분기까지 감익 후 2분기부터 전년 수준, 하반기에는 전년 일회성 비용의 베이스 효과까지 가세해 큰 폭의 실적 개선이 예상된다.

### 1분기 영업이익 1,940억원 (-18% YoY)으로 추정, 컨센서스 소폭 하회 예상

1분기 영업이익은 전년대비 18% 감소한 1,940억원에 그칠 전망이다. 국내 화장품 매출액 증가율이 4%에 그칠 것으로, 면세 매출액이 전년대비 12% 증가할 전망이다. 순수 내수는 아직 역성장이다. 해외 매출액은 8% 증가할 전망이다. 유럽, 미주가 각각 20%대, 40%대 증가가 예상되나 중국 매출액이 8% 증가에 불과할 것이다. 또한 내수 부진과 아리따움 매장 리뉴얼, 중국 마케팅 비용 확대에 의해 감익이 불가피해 보인다. 한편 컨센서스와의 괴리는 축소되고 있는 것으로 보인다. 2017, 2018년 매분기 컨센서스와 큰 차이가 나는 실적을 기록했으나 이번에는 컨센서스 영업이익 대비 약 8% 하회에 그칠 것이다.

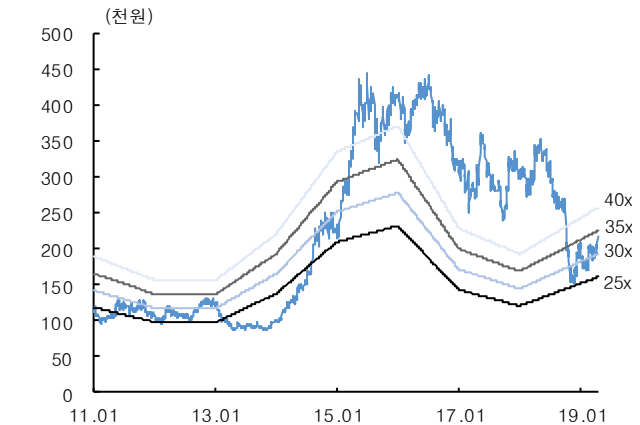
〈표 1〉 실적 추정 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2018				2019				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>1,432</b>	<b>1,344</b>	<b>1,279</b>	<b>1,224</b>	<b>1,505</b>	<b>1,469</b>	<b>1,402</b>	<b>1,367</b>	<b>5,123</b>	<b>5,278</b>	<b>5,743</b>	<b>6,355</b>	<b>7,050</b>
국내 화장품	781	761	697	596	812	831	769	660	2,829	2,834	3,073	3,321	3,592
해외 화장품	501	477	447	546	542	530	500	621	1,821	1,970	2,193	2,542	2,952
국내 생활용품	160	117	143	93	162	119	145	97	517	513	523	544	566
<b>국내 화장품 유통채널별 매출</b>													
면세점	320	305	332	314	359	360	375	368	1,103	1,271	1,461	1,636	1,800
면세점 외	461	456	365	282	454	472	394	293	1,726	1,563	1,612	1,685	1,792
디지털	101	100	81	75	108	103	89	81	372	356	381	411	444
<b>해외 화장품 지역별 매출</b>													
전체	491	466	439	535	542	530	500	621	1,777	1,931	2,193	2,542	2,952
아시아	478	456	422	517	522	514	478	594	1,732	1,874	2,109	2,422	2,785
유럽	8	6	6	9	9	8	8	10	36	29	35	40	42
미국	15	14	19	20	22	20	26	26	53	68	95	132	185
<b>영업이익</b>	<b>236</b>	<b>146</b>	<b>77</b>	<b>24</b>	<b>194</b>	<b>149</b>	<b>122</b>	<b>85</b>	<b>596</b>	<b>482</b>	<b>550</b>	<b>665</b>	<b>773</b>
국내 화장품	141	94	46	3	106	104	85	38	403	284	332	399	449
해외 화장품	82	45	26	54	76	45	38	61	194	207	219	266	326
국내 생활용품	17	(2)	3	(18)	15	2	3	(12)	15	(0)	8	11	11
<b>매출액 증가율</b>	<b>(8.8)</b>	<b>11.5</b>	<b>5.7</b>	<b>7.4</b>	<b>5.1</b>	<b>9.4</b>	<b>9.7</b>	<b>11.6</b>	<b>(9.3)</b>	<b>3.0</b>	<b>8.8</b>	<b>10.6</b>	<b>10.9</b>
국내 화장품	(17.1)	9.5	9.1	7.3	4.1	9.3	10.3	10.8	(18.0)	0.2	8.4	8.1	8.1
해외 화장품	5.0	16.7	4.7	7.4	8.2	11.2	11.8	13.8	7.3	8.2	11.3	15.9	16.1
국내 생활용품	(1.8)	5.4	(5.7)	1.3	1.2	2.2	1.4	4.1	(6.2)	(0.8)	1.9	4.0	4.1
<b>국내 화장품 유통채널별 매출</b>													
면세점	(23.6)	29.3	40.1	48.2	12.0	18.0	13.0	17.3	(26.4)	15.1	15.0	12.0	10.0
면세점 외	(11.8)	(0.6)	(9.2)	(17.8)	(1.4)	3.4	7.9	3.6	(11.5)	(9.4)	3.1	4.5	6.3
디지털	(10.3)	0.3	(3.8)	(2.5)	7.0	3.0	10.0	9.1	(8.4)	(4.4)	7.0	8.0	8.0
<b>해외 화장품 지역별 매출</b>													
전체	5.6	16.6	4.6	8.6	10.4	13.8	14.0	15.9	8.0	8.7	13.6	15.9	16.1
아시아	6.5	16.4	3.9	6.7	9.2	12.7	13.3	14.9	9.9	8.2	12.6	14.8	15.0
유럽	(53.7)	16.7	(11.1)	29.9	20.0	20.0	20.0	20.0	(47.6)	(18.8)	20.0	15.0	5.0
미국	30.8	25.7	35.8	20.4	45.0	42.0	38.0	35.8	(0.8)	27.6	40.0	40.0	40.0
<b>영업이익 증가율</b>	<b>(25.5)</b>	<b>43.6</b>	<b>(24.4)</b>	<b>(69.1)</b>	<b>(17.9)</b>	<b>1.9</b>	<b>59.2</b>	<b>260.0</b>	<b>(29.7)</b>	<b>(19.2)</b>	<b>14.0</b>	<b>21.0</b>	<b>16.3</b>
국내 화장품	(34.5)	11.6	(17.9)	(93.5)	(24.8)	10.1	83.1	1,118.3	(39.6)	(29.5)	16.8	20.1	12.7
해외 화장품	(7.4)	129.7	(42.3)	30.8	(7.0)	(0.7)	43.2	14.0	(7.7)	6.4	6.1	21.4	22.3
국내 생활용품	(13.3)	NA	(72.6)	NA	(13.7)	NA	(0.2)	NA	48.0	NA	NA	38.7	4.1
<b>영업이익률</b>	<b>16.5</b>	<b>10.9</b>	<b>6.0</b>	<b>1.9</b>	<b>12.9</b>	<b>10.1</b>	<b>8.7</b>	<b>6.3</b>	<b>11.6</b>	<b>9.1</b>	<b>9.6</b>	<b>10.5</b>	<b>11.0</b>
국내 화장품	18.0	12.4	6.6	0.5	13.0	12.5	11.0	5.7	14.3	10.0	10.8	12.0	12.5
해외 화장품	16.3	9.5	5.9	9.8	14.0	8.5	7.5	9.8	10.7	10.5	10.0	10.5	11.0
국내 생활용품	10.5	NA	2.0	NA	9.0	2.0	2.0	NA	2.8	NA	1.5	2.0	2.0

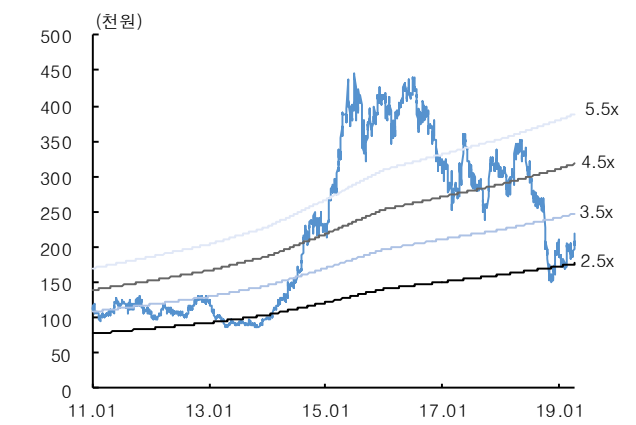
자료: 아모레퍼시픽, 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드, 바닥권에서 반등했으나 아직 하단



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

글로벌사보다 밸류에이션  
매력 크지 않으나 실적  
턴어라운드 가능성 높아

현재 동사 주가는 2019년, 2020년 예상 PER 36배, 30배로 시세이도, Kose, L'Oreal, Estee Lauder보다 2019년 PER 기준으로는 높고 2020년 기준 유사하다. 글로벌사 중 사드 및 국내외 경쟁 심화로 가장 고전한 만큼 영업이익률이 가장 낮으며 국내외 사업 정상화가 예상되는 2020년부터 글로벌 경쟁사들보다 높은 실적 개선이 예상된다.

<표 2> Global peer valuation

(단위: 백만달러, 배, %, % YoY)

		한국화장품			일본 화장품				중국 화장품		글로벌 화장품			글로벌 생활용품	
		Amore Pacific	LG H&H	Amore G	Shiseido	Kao	Kose	Unicharm	Shanghai Jahwa	Proya	L'Oréal	Estée Lauder	Beiersdorf AG	P&G	Unilever Group
	시가총액	11,238	19,722	5,570	28,560	36,172	11,391	19,640	3,062	1,984	152,234	60,502	26,640	262,816	165,295
PER	2018A	43.5	27.0	42.6	44.8	25.9	41.5	34.3	33.7	30.6	28.9	31.6	28.4	19.0	13.5
	2019F	35.9	26.7	31.5	40.4	24.9	31.3	32.0	32.3	34.6	31.4	33.1	28.0	23.6	20.2
	2020F	29.7	23.7	25.6	32.7	23.0	29.2	28.7	26.5	25.9	29.4	29.9	26.3	22.1	18.3
PBR	2018A	3.3	5.4	2.0	6.1	4.8	6.9	4.8	3.2	5.2	4.2	11.2	3.7	3.9	10.7
	2019F	3.2	5.9	2.0	6.2	4.4	5.7	4.4	3.2	6.5	4.7	14.6	3.5	4.3	11.4
	2020F	2.9	5.0	1.9	5.5	4.0	5.0	4.0	2.9	5.3	4.4	12.9	3.2	4.2	11.0
EV/EBITDA	2018A	17.0	15.6	9.1	18.2	14.3	21.3	17.0	23.7	NM	18.5	20.6	12.8	13.1	10.1
	2019F	16.0	17.1	8.5	17.9	13.6	18.4	15.9	21.9	23.2	20.2	20.2	15.1	16.7	14.7
	2020F	13.8	15.0	7.4	14.9	12.7	16.9	14.6	18.2	17.8	19.0	18.5	14.3	15.7	13.6
ROE	2018A	7.7	21.0	4.7	14.1	18.9	17.6	14.8	9.7	18.2	15.1	24.4	13.6	18.3	74.5
	2019F	9.1	23.1	6.3	16.9	18.6	19.6	14.1	10.0	19.1	15.3	40.4	12.7	21.4	56.2
	2020F	10.2	21.8	7.3	18.6	18.3	18.7	14.4	11.2	20.5	15.3	47.1	12.3	22.2	56.9
DY	2018A	0.6	0.8	0.4	0.7	1.5	0.7	0.7	0.9	NM	1.9	1.0	0.8	3.6	3.3
	2019F	0.7	0.8	0.6	0.7	1.6	0.8	0.8	1.0	0.2	1.7	1.0	0.8	2.8	3.3
	2020F	0.8	0.8	0.7	0.9	1.7	0.9	0.9	1.2	0.4	1.9	1.1	0.8	2.9	3.5
EPS	2018A	(19.0)	8.2	(32.5)	174.2	7.0	37.9	17.3	42.6	13.1	13.7	(11.5)	13.4	(35.3)	69.4
	2019F	26.0	29.6	39.8	27.7	5.2	25.0	6.2	15.1	30.4	4.7	67.9	(0.8)	18.5	(31.5)
	2020F	20.9	12.5	23.3	23.8	8.3	7.1	11.4	22.0	33.5	7.0	10.9	6.6	6.9	10.5
영업이익률	2018A	9.1	15.4	9.0	9.9	13.8	16.0	13.4	8.2	16.6	17.9	15.0	15.2	20.5	24.7
	2019F	9.6	16.2	10.0	10.6	14.3	17.2	13.9	9.2	15.7	18.6	17.0	15.1	21.4	18.7
	2020F	10.5	16.7	11.0	12.1	14.8	17.6	14.4	10.0	16.2	18.9	17.6	15.3	22.1	19.7
매출액	2018A	3.0	6.2	(3.1)	10.6	2.8	11.0	9.0	12.5	35.6	8.2	15.7	7.2	2.7	(0.8)
	2019F	8.8	7.7	6.9	6.8	3.5	9.1	7.5	11.6	30.6	1.9	6.4	(0.3)	0.5	(2.8)
	2020F	10.6	8.7	9.1	8.4	3.4	6.9	6.8	13.1	29.5	5.2	6.7	4.2	3.3	4.2

주: 4월 12일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한국투자증권

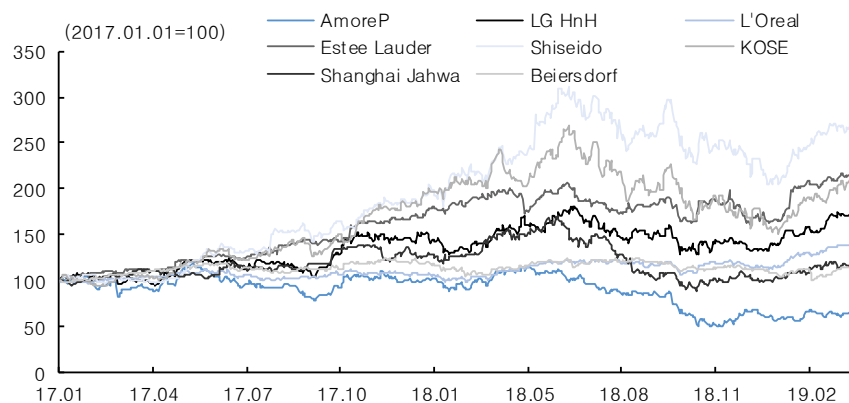
글로벌 화장품 주가  
꾸준히 상승

전자상거래법 시행과 소비  
우려 완화되며 주가 회복

동사는 2017년 이래 글로벌 주요 화장품사 중 가장 부진한 주가 흐름을 보였다. 대부분 글로벌 화장품 업체들이 아시아 지역 성장에 힘입어 꾸준한 주가 상승을 보인 것과 대조적이다. 향후 동사의 해외 사업 확대와 중국 고가 전략, 내수 회복 가능성에 주목한다.

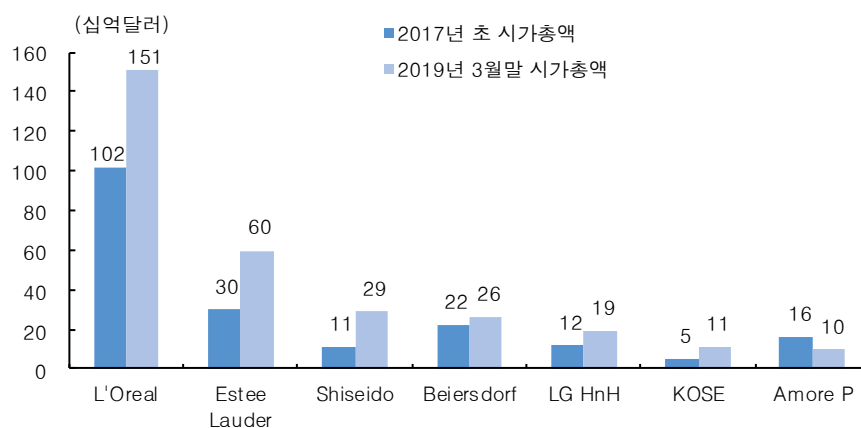
한편 글로벌 화장품사들은 2018년 하반기 글로벌 주식 시장 조정뿐 아니라 중국 전자상거래법 시행과 소비 둔화 우려로 주가가 부진했으나 연초부터 재차 회복되고 있다. 전자상거래법은 뚜렷한 영향이 아직 나타나지 않는 것으로 보이고 중국의 소비 지표 반등뿐 아니라 실제 중국의 화장품 소비, 특히 프리미엄과 색조 화장품이 호조로 나타나고 있기 때문이다.

[그림 3] 아모레, 2017년 이후 글로벌 주요 화장품사 중 가장 부진한 주가 흐름



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 4] 글로벌 주요 화장품사 시가총액 비교



자료: Bloomberg, 한국투자증권

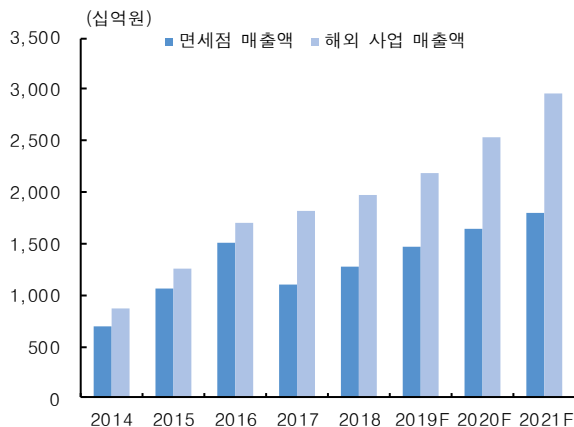
## II. 해외 시장을 보자

### 해외 사업이 전체 성장 견인할 것

#### 해외 사업 비중 지속 확대

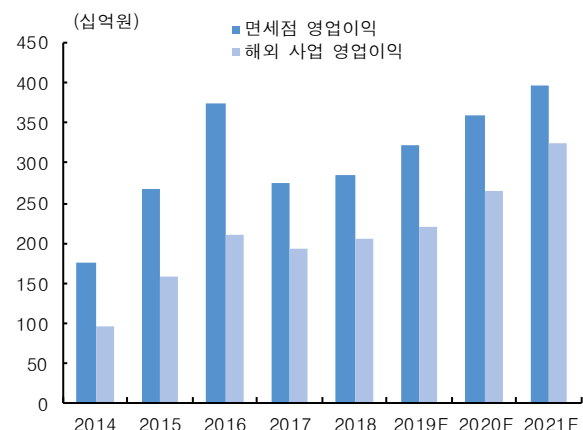
사드를 기점으로 동사의 방향은 한층 해외 직접 사업으로 향하고 있는 것으로 보인다. 해외 사업 매출액은 2017년부터 면세점을 월등하게 상회하기 시작했다. 영업이익도 해외 사업과 국내 사업이 유사하며 수익성이 가장 높은 면세 사업에 이어 이익 기여도도 커졌다. 향후 동사의 방향 또한 중국 내 럭셔리 포트폴리오 강화와 3~4선 도시 공략, 미주 사업 확대, 동남아 시장 진출 및 해외 사업 강화다. 해외 사업 매출액은 과거 5년간 연평균 29% 증가했으며 작년 매출 비중은 38%에 달했다. 2017~2018년 중국 부진으로 7% 증가에 그쳤으나 향후 3년간 연평균 14% 증가하면서 외형 성장을 견인할 것이다.

[그림 5] 면세점 vs 해외 매출액



자료: 아모레퍼시픽, 한국투자증권

[그림 6] 면세점 vs 해외 영업이익



자료: 아모레퍼시픽, 한국투자증권

### 중국 프리미엄 시장 활짝 열린다

#### 중국 성장률 2017년부터 둔화

- 1) 사드 2) 매스 경쟁 심화
- 3) 경쟁사들보다 약한 프리미엄 포트폴리오

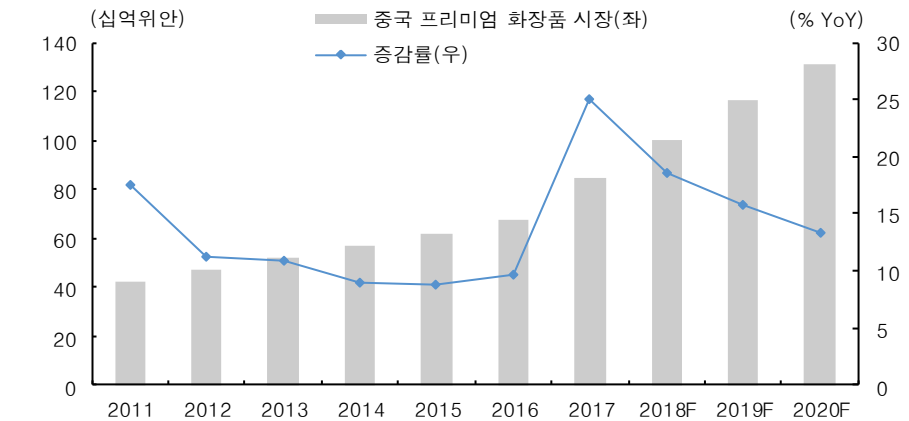
동사의 해외 매출의 68%를 차지한 중국 사업은 ‘이니스프리’ 브랜드가 매출의 약 50%까지 차지하던 구간에서 50~60%대까지 매출 증가를 기록한 후 2017년부터 둔화 국면이며 2018년 매출 증가율은 8%에 그친 것으로 추정된다. 2017년 사드 이슈를 기점으로 중국 내 사업 전개가 어려워진 것과 매스 시장에서 경쟁 격화, 시장 성장률이 높은 하이엔드 시장에서 브랜드 포트폴리오가 글로벌 경쟁사들 대비 매스 위주로 형성된 것이 주요인이었다.

#### 중국 프리미엄 화장품 시장 고성장

- 1) 소비자 눈높이 향상
- 2) 글로벌 업체들 가격 인하
- 3) 티몰 등 온라인 채널 럭셔리 사업 강화

한편 중국 프리미엄 화장품 시장은 2017~2018년을 기점으로 급격하게 성장하고 있다. 2017~2018년 20% 이상의 성장을 기록 후 2020년까지 연평균 15% 증가하면서 전체 화장품 시장 성장을 견인할 전망이다. 첫째, 소비자들의 눈높이가 기초 화장에서 고가 스킨케어로 지향하고 있다. 둘째, 중국 정부의 지속적인 관세 및 소비세 인하에 힘입어 글로벌 업체들이 중국 내 판매 가격을 낮추고 있다. 이번 4월부터는 증치세도 낮아졌다. 셋째, 온라인 판매의 절대적인 점유율을 보유한 Tmall에서 럭셔리 화장품 부문을 본격적으로 강화하고 있다.

[그림 7] 중국 프리미엄 화장품 시장 2017년부터 고성장 국면

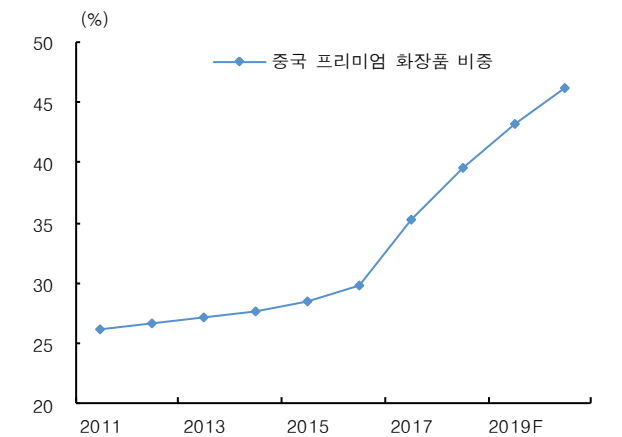


자료: Euromonitor, 한국투자증권

#### 중국 프리미엄 시장 비중 아시아 주요국 대비 낮아

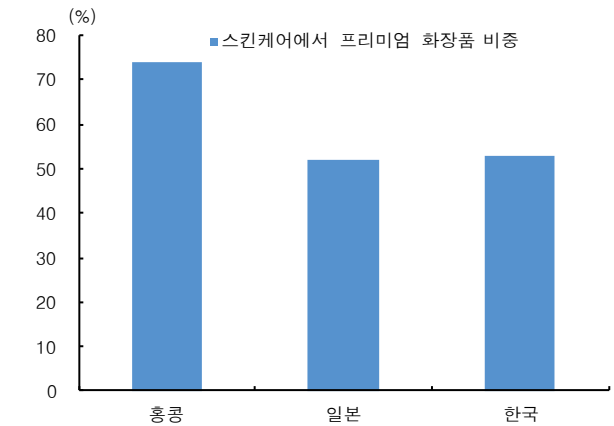
중국 프리미엄 화장품 소비 비중은 2017년부터 본격적으로 상승했으며 화장품 내 비중은 38%까지 상승한 것으로 파악된다. 프리미엄 화장품 비중은 국가별로 상이하나 한국과 일본이 50% 이상, 홍콩이 73%에 달한다. 한국은 2005년 약 60%까지 상승한 바 있으며 시장이 성숙화된 최근 오히려 하락 추세다. 아시아인들의 화장품 소비 패턴이 유사하다는 점을 감안하면 중국 프리미엄 화장품 소비 비중이 50~60%까지 상승하는 구간을 경험할 것이다.

[그림 8] 중국은 프리미엄 화장품 비중 상승



자료: Euromonitor, 한국투자증권

[그림 9] 주요 아시아국 프리미엄 화장품 비중



주: 2016년 기준  
자료: 업계자료, 한국투자증권

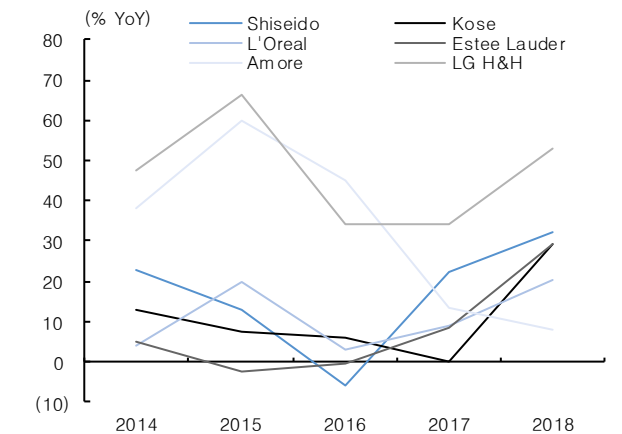
#### 글로벌 기업들의 아시아 성장률 2018년부터 높아져

2018년 글로벌 화장품 업체들의 아시아 성장률은 2017년보다 높아졌다. 대표적으로 시세이도는 럭셔리/프리미엄 화장품 라인업 강화에 힘입어 2018년 30% 이상 매출 증가를 기록했으며 이중 'Prestige' 화장품 성장률은 50%에 달했다. 전체 포트폴리오가 럭셔리/프리미엄 화장품인 에스티로더의 성장률도 2018년부터 다시 높아졌으며 로레알은 20%대 성장이었으나 중국만 보면 33%에 달했다. 우리나라의 LG생활건강 또한 프리미엄 비중이 90% 이상으로 작년 중국 성장률은 50%대에 달했다.



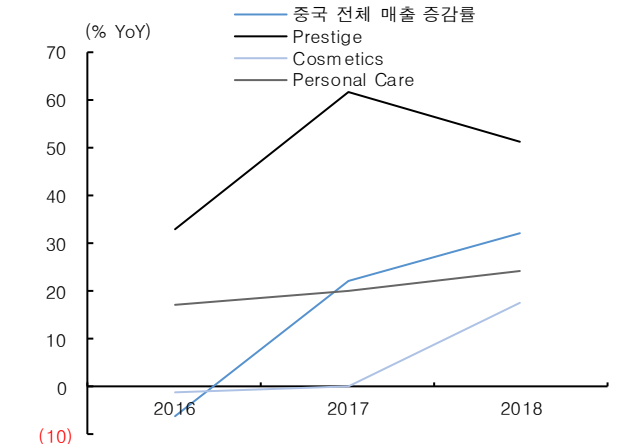
아모레퍼시픽만 2017년부터 하락한 성장률을 회복하지 못했는데, 동사의 럭셔리 브랜드 비중이 2018년 20%에 미치지 못하면서 외형 성장에 기여가 어려웠고, 이니스프리가 매출 비중 50%를 차지하는 한편 매스 시장이 시장 둔화뿐 아니라 로컬 화장품 업체들이 본격적으로 점유율을 확대했기 때문이다.

[그림 10] 글로벌 기업들 아시아 성장률 2018년 높아져



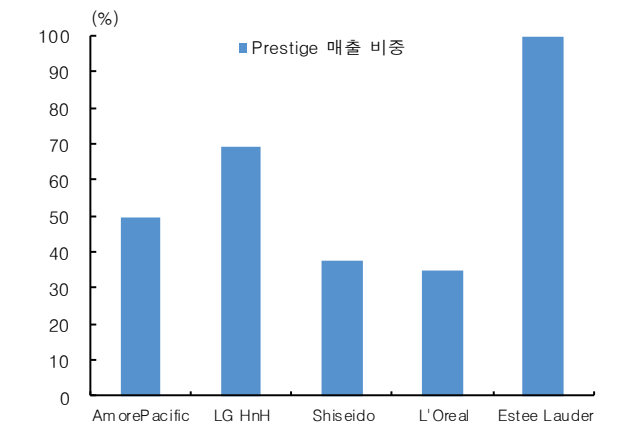
주: 아모레퍼시픽, LG H&H, Shiseido는 중국 시장 성장률.  
Estee Lauder, L'Oreal, Kose는 아시아 매출  
자료: 각사, 한국투자증권

[그림 11] 시세이도, 럭셔리에 힘입어 성장률 제고



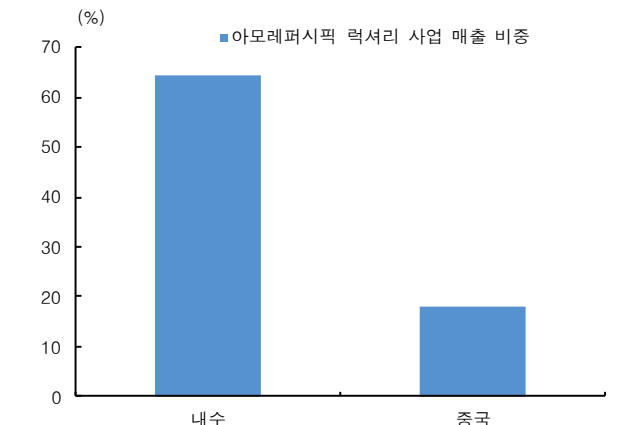
자료: 시세이도, 한국투자증권

[그림 12] 글로벌 브랜드 럭셔리 비중



주: 2018년 기준  
아모레퍼시픽 국내+중국 기준  
시세이도 일본 프레스티지 화장품이 일본 내수에서 차지하는 비중  
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 13] 아모레, 중국 사업이 특히 럭셔리 비중 낮아



주: 2018년 기준  
자료: 아모레퍼시픽, 한국투자증권

아모레, 국내와 중국의  
불균형은 해소될 수 있을 것  
으로 예상

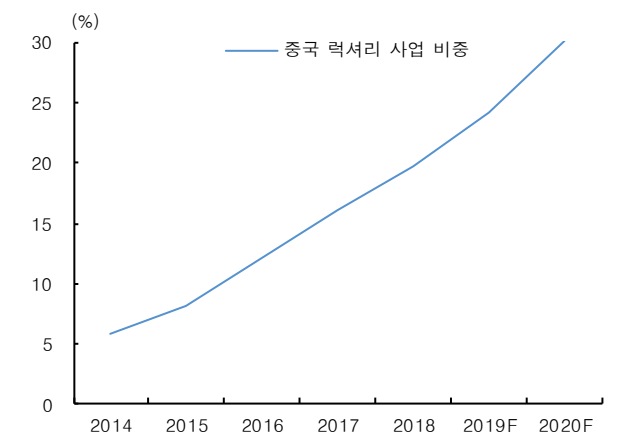
아모레퍼시픽의 경우 중국 사업에서의 열위가 절대적인 럭셔리 사업 열위로 보고 있지 않는다. 동사의 중국 사업에서의 비중은 18%에 불과하나 국내 사업에서 럭셔리 비중은 65%에 달한다. 즉 럭셔리 사업의 기반이 되는 브랜드는 보유하고 있으며 중국에서는 '이니스프리' 성공에 비해 럭셔리 사업 진출이나 투자가 다소 더디었던 것으로 보인다.

## ‘설화수’, 중국 메이저 브랜드의 가능성

그러나 상기 불균형은 해소될 수 있을 것으로 예상된다. 아모레퍼시픽의 중국 럭셔리 사업 매출 비중은 2018년 18%로 추정되나 ‘설화수’가 중국에 진출한 2013년부터 꾸준히 상승해왔다. 2006년 진출한 ‘후’에 비해 다소 느린 진출이었으나 2018년 백화점 매장수는 170개로 Whoo의 85%까지 달성했다. 작년 기준 Whoo 매출액의 50% 수준에 그치는 것으로 추정되는데, 점당 매출액이 현저하게 낮은 것으로 추정된다. 중국 내 ‘설화수’ 브랜드 인지도 상승을 위한 공격적인 마케팅이 진행되고 있으며 ASP가 높은 제품들의 중국 진출이 진행되고 있다.

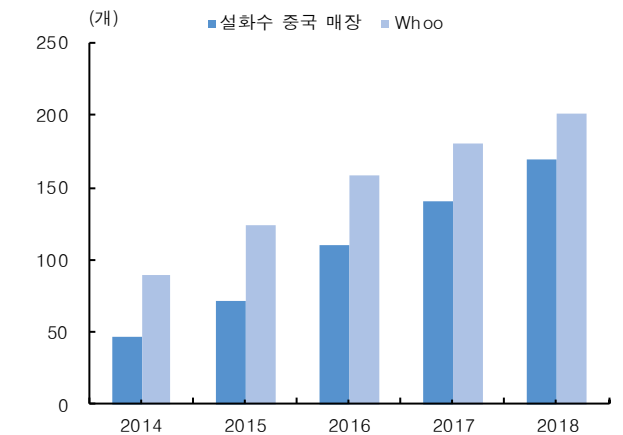
중국 내 상위 글로벌 명품 브랜드들의 연 매출 규모는 1조원, 매장수는 250개 내외로 파악된다. 설화수 매출액은 현재 글로벌 브랜드의 1/4 수준에 불과하나 유통망 확장과 마케팅 투자가 이루어진 만큼 매출 증가 여력이 있다는 판단이다. 무엇보다, 국내 면세점을 위주로 이미 형성된 중국인들의 선호도가 현지로 확산될 수 있을 것이다. 오프라인 채널 및 마케팅 투자에 힘입어 Tmall 내 flagship store 운영 등 온라인 사업과 역직구 사업 확대 또한 속도를 낼 수 있을 것이다.

[그림 14] 아모레 중국 럭셔리 비중 확대될 것



자료: 아모레퍼시픽, 한국투자증권

[그림 15] 설화수가 key, 매장 확장은 상당 이루어져



자료: 아모레퍼시픽, 한국투자증권

## 중국 럭셔리 라인업 강화

이에 ‘아이오펜’과 ‘헤라’ 등 다른 럭셔리 브랜드들 또한 중국 현지 백화점에 입점하고 있다. 양 브랜드 모두 각각 30개, 21개 백화점 매장을 확보했다. ‘설화수’에 이은 히트 브랜드가 될 지 판단은 아직 이르나 ‘설화수’와 ‘라네즈’ 다음으로 국내에서도 인지도가 높은 브랜드이다. 중국인 수요가 아직 낮은 ‘헤라’는 국내에서 면세점을 제외한 백화점 매출에서 설화수에 이어 2위를 기록했을 정도로 인기 브랜드였다는 점에서 향후 중국 내 성장 잠재력이 있다.

## 동남아와 미주 또한 성장 잠재력

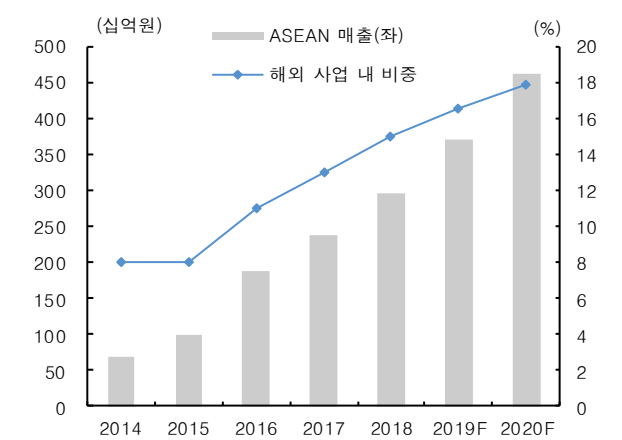
### 동남아 사업 고성장

동사의 ASEAN 매출액 또한 고성장하고 있다. ASEAN 매출 비중은 2018년 15%에 달해 중국 다음으로 높으며 매년 20% 이상의 성장을 기록, 2014년 8%에서 크게 상승했다. ASEAN 시장은 인구 6억명 이상의 규모에 화장품 시장 고성장, 그리고 아시아권으로 소비 트렌드가 유사하게 형성될 가능성이 높다는 점에서 해외 사업에서 성장의 축이 되어가고 있다. 동사는 싱가포르, 말레이시아, 태국 등 소득 수준이 높은 국가 위주로 진행해 왔으며 인도네시아, 필리핀, 베트남 등 고성장 국가로 사업 영역을 확대하고 있다. 말레이시아에 생산 공장 또한 2020년 완공을 목표로 설립 중이다.

### 미주 사업 재정비

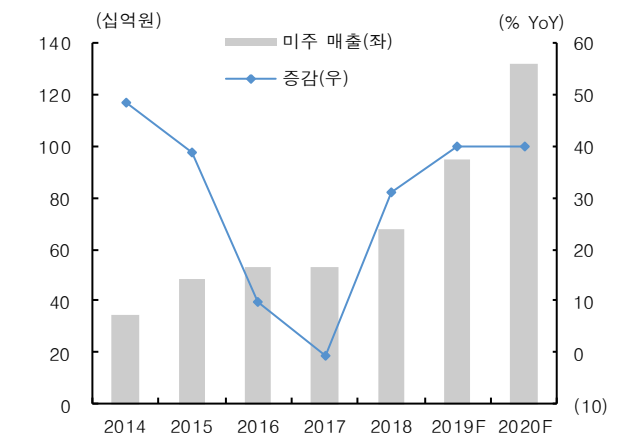
미주 사업은 2018년 기준 해외 사업 비중 3%에 불과, 아직 실적 기여도는 미미하다. 그러나 글로벌 최대 시장 규모와 동사의 높아진 해외 시장에서의 위상을 감안하면 향후 잠재력이 높은 시장이다. 이에 동사는 2017년부터 미국 사업에 시동을 걸고 있다. 2017년 정비 기간을 거쳐 2018년부터 성장 국면이다. ‘라네즈’와 ‘이니스프리’ 등 대중화 가능성이 높은 브랜드 위주로 사업을 확장시키고 있다. ‘라네즈’는 세포라 채널을 통해서 유통, ‘이니스프리’는 현재는 직영 매장 위주로 진행, 향후 대형 유통 채널 확보 시 빠른 사업 확장이 예상된다.

[그림 16] 아모레퍼시픽 동남아 매출 비중



자료: 아모레퍼시픽, 한국투자증권

[그림 17] 미주 2018년부터 고성장 국면



자료: 아모레퍼시픽, 한국투자증권

### III. 국내, 더 잃을 것이 없다

#### 잃어버린 2년 - 내수 부진이 주요인

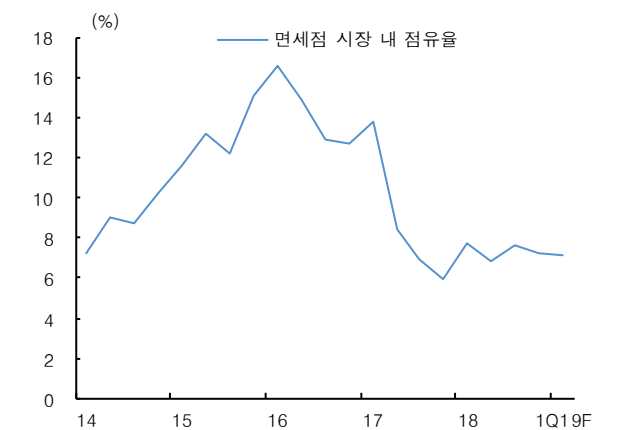
국내 사업이 실적 부진의 직접적인 원인이었으나 금년 상반기를 저점으로 예상한다. 국내 사업 영업이익이 2016년 6,700억원을 피크로 2018년 2,840억원으로 급감했다. 국내 사업은 중국인 매출 비중이 높은 면세점과 순수 내수 매출로 나뉘는데, 면세점이 산업 성장률을 하회하는 동시에 국내 순수 매출액이 역성장, 이익도 급감했다. 2017년 사드 영향뿐 아니라 면세, 국내 시장에서 경쟁 심화와 자체적인 브랜드 및 채널 재정비 영향으로 추정된다.

#### 면세점 - Traffic 회복과 함께 점진적인 회복 예상

전체 입국자수가 증가세로 전환한 2018년 2분기부터 동사의 면세점 매출액도 증가세로 전환했다. 관건은 면세점 산업 성장률에 미치지 못한다는 점인데, 국내 시장이 인당 구매액 상승과 리셀러 위주로 시장이 형성되면서 구매 제한이 타이트한 동사 면세점 사업 회복이 상대적으로 더딘 것으로 판단된다. 동사의 면세점 정책은 인당 구매액보다 traffic 위주의 전략으로 산업 성장률보다 낮음은 불가피한 현상이나 인바운드 트래픽 회복과 함께 연 10%대의 성장이 가능할 전망이다.

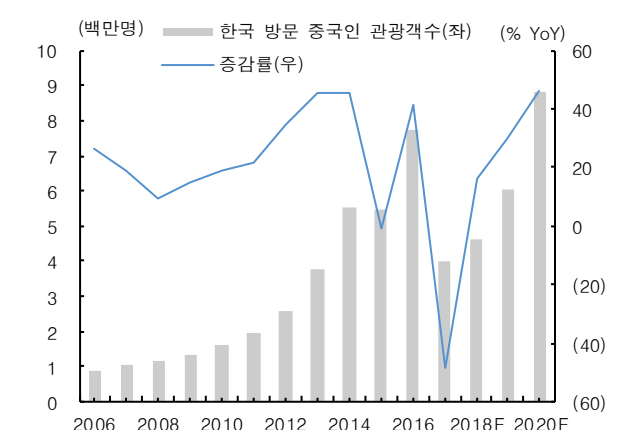
2017년 3월 방한 금지 이후 중국인 관광객수는 2016년 800만명을 피크로 2017년 48% 급감한 416만명에 불과했다. 작년 2분기부터 전년대비 회복 국면에 진입, 금년 전년대비 37% 증가한 656만명으로 예상된다. 단체 관광객 회복 본격화가 관건이나 작년 3월부터 전년대비 증가세로 전환, 관련 규제도 점진적으로 완화되고 있어 회복은 가시화되고 있다.

[그림 18] 면세점 내 점유율 하락 이후 안정화



자료: 한국면세점협회, 아모레퍼시픽, 한국투자증권

[그림 19] 중국인 인바운드 관광객 전망



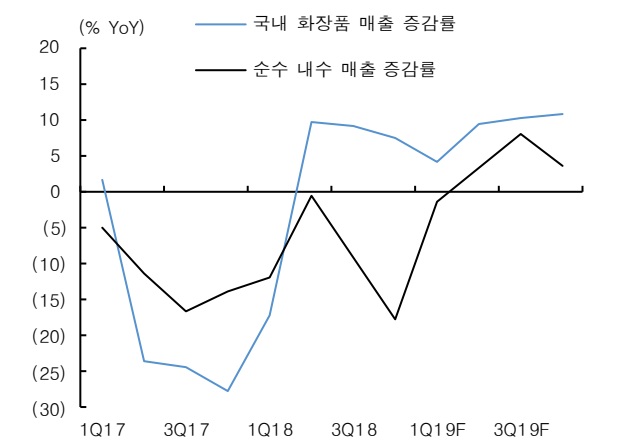
자료: 한국관광공사, 한국투자증권

#### 내수 부진 일단락 국면

면세점 회복에 힘입어 국내 화장품 매출액은 2018년 2분기부터 성장세로 전환했다. 관건은 순수 내수가 아직 역성장 국면이라는 점인데 2017년 사드 영향뿐 아니라 동사 자체적인 브랜드 리뉴얼, 마케팅 강화 및 홈쇼핑 철수와 아리따움 매장 정비 등 채널 재정비 영향으로 판단된다. 국내 사업 영업이익률은 2015~2016년 15% 수준에서 작년 0% 수준으로 하락했다. 작년 하반기부터는 동사의 '아리따움' 채널 중 일부를 멀티브랜드샵으로 전환하고 있다.

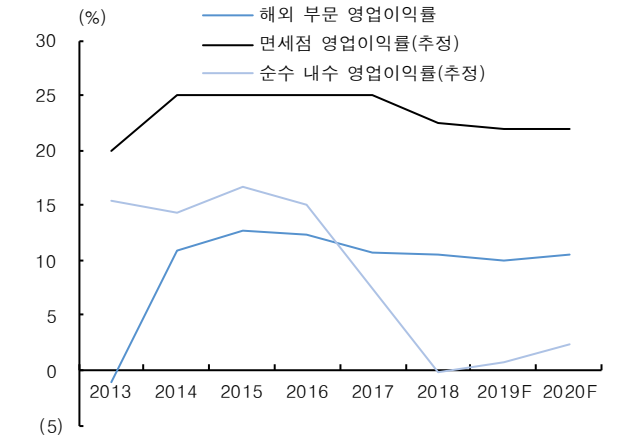
관련된 구조 조정 및 채널 경쟁력 강화는 금년 상반기 아리따움 멀티샵 전환을 기점으로 일단락 될 전망이다. 구조 조정 일단락 국면에 중국인 인바운드 트래픽 회복으로 인한 오프라인 매장 영업 환경 개선을 예상한다. 금년 내수 영업이익률 가정은 0.6%, 2020년은 2%다.

[그림 20] 아모레퍼시픽 국내 매출 증가율



자료: 아모레퍼시픽, 한국투자증권

[그림 21] 국내 수익성, 더 잃을 것이 없다



자료: 아모레퍼시픽, 한국투자증권

## IV. 리스크 요인

### 중국 매스 시장 경쟁 심화

중국 프리미엄 라인업 강화가 예상되는 한편 매스 시장 경쟁 심화와 저성장이 우려 요인이다. 중국 매출의 45% 이상을 차지하는 ‘이니스프리’ 성장이 부진해 3~4선 도시 위주로 확대 전략을 모색하고 있다. 중국 이니스프리는 매스 브랜드에 비해 매출이 적고, 매장수도 국내 이니스프리의 1/2에 미치지 못해 성장 여력이 있는 한편 중국 매스 시장 자체의 저성장에 로컬 브랜드들의 유통사와의 협업으로 시장 내 빠른 점유율 상승을 감안하면 ‘이니스프리’ 성장률 제고 가능성을 현시점 가늠하기 쉽지 않다.

### 국내와 해외 투자 비용 일단락 여부

국내에는 채널 경쟁력 및 마케팅 강화를 위한 투자가 진행되었다. 해외는 중국 마케팅 강화 및 미주, 동남아 사업이 확대되고 있다. 한편 국내 및 중국 수익성 저하와 미주 영업 손실은 투자 확대 결과다. 향후 투자 비용 일단락과 투자 성과가 관전 포인트이다.

### 한국 면세점 규제 리스크

한국 화장품 산업 성장의 주요 축인 면세점에 대한 규제 리스크가 수시로 불거지고 있다. 가장 큰 리스크는 외국인 구매금액과 현장 인도 제한이다. 면세점 내 화장품 매출 비중이 약 60%에 달하는 만큼 화장품 산업에의 리스크 또한 불가피하다. 이에 동사는 타이트한 구매 제한으로 리셀러 수요를 최소화하고 있으나 면세점 관련 리스크가 불거질 경우 동사 또한 일부 영향이 불가피하다.

## 기업개요 및 용어해설

### ■ 기업개요

아모레퍼시픽은 1945년에 설립되어 40여 년간 부동의 국내 1위의 화장품 업체임. 대표적인 브랜드는 한방화장품 설화수로 2009년 단일 화장품 브랜드 최초로 백화점 경로 매출 1천억원 달성, 2015년 1조원을 돌파함. 아모레퍼시픽은 중국에서 가장 성공한 한국 화장품 진출 업체로 2017년 중국 시장 내 점유율은 2.5%임.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,677	1,567	1,695	1,876	2,151
현금성자산	604	736	804	890	1,057
매출채권및기타채권	382	319	347	384	425
재고자산	375	403	425	470	522
비유동자산	3,698	3,804	4,080	4,386	4,660
투자자산	62	54	59	66	73
유형자산	2,613	2,713	2,893	3,073	3,203
무형자산	240	254	277	306	339
자산총계	5,376	5,371	5,775	6,262	6,811
유동부채	1,046	763	816	881	938
매입채무및기타채무	597	548	597	660	732
단기차입금및단기사채	85	71	58	58	58
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	154	162	172	185	201
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	43	45	45	45	45
부채총계	1,200	925	988	1,067	1,138
지배주주지분	4,154	4,422	4,760	5,164	5,636
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
기타자본	(18)	(18)	(18)	(18)	(18)
이익잉여금	3,457	3,726	4,040	4,421	4,870
비지배주주지분	22	24	28	32	37
자본총계	4,175	4,446	4,788	5,196	5,673

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	513	647	705	769	845
당기순이익	398	335	421	508	592
유형자산감가상각비	224	266	281	297	312
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(124)	(28)	(2)	(42)	(65)
기타	15	74	5	6	6
투자활동현금흐름	(401)	(414)	(516)	(556)	(535)
유형자산투자	(769)	(405)	(463)	(478)	(444)
유형자산매각	1	2	2	2	2
투자자산순증	396	21	19	17	16
무형자산순증	(42)	(50)	(22)	(29)	(33)
기타	13	18	(52)	(68)	(76)
재무활동현금흐름	(111)	(103)	(120)	(128)	(142)
자본의증가	1	0	0	0	0
차입금의순증	(3)	(15)	(14)	0	0
배당금지급	(109)	(88)	(81)	(103)	(124)
기타	0	0	(25)	(25)	(18)
기타현금흐름	(20)	2	0	0	0
현금의증가	(20)	131	69	86	168

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

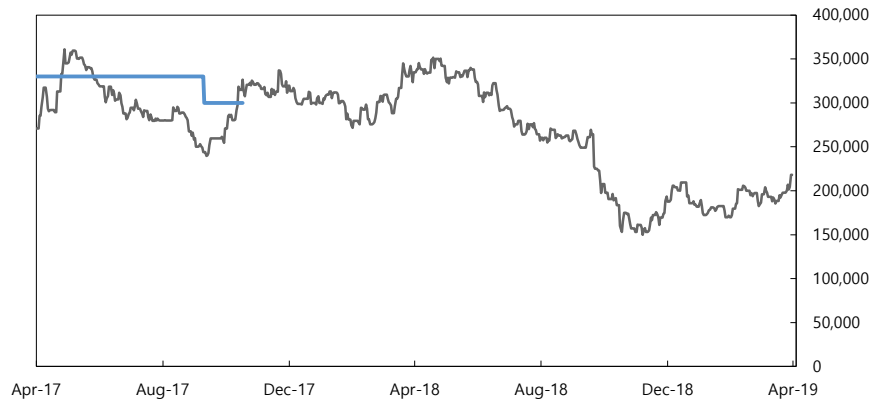
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	5,124	5,278	5,743	6,355	7,050
매출원가	1,380	1,435	1,522	1,665	1,833
매출총이익	3,744	3,843	4,221	4,690	5,217
판매관리비	3,148	3,361	3,672	4,025	4,443
영업이익	596	482	550	665	773
금융수익	14	13	14	15	18
이자수익	14	13	14	15	18
금융비용	3	3	2	2	2
이자비용	3	2	2	2	2
기타영업외손익	(40)	(39)	0	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	567	453	561	678	789
법인세비용	169	118	140	169	197
연결당기순이익	398	335	421	508	592
지배주주지분순이익	394	332	418	504	587
기타포괄이익	(12)	24	24	24	24
총포괄이익	386	358	444	532	615
지배주주지분포괄이익	384	356	441	528	610
EBITDA	820	748	831	961	1,085

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,711	4,815	6,065	7,331	8,530
BPS	60,206	64,092	68,985	74,836	81,684
DPS	1,280	1,180	1,500	1,800	2,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	(9.2)	3.0	8.8	10.6	10.9
영업이익증가율	(29.7)	(19.2)	14.0	21.0	16.3
순이익증가율	(38.4)	(15.7)	25.7	20.8	16.4
EPS증가율	(38.4)	(15.7)	26.0	20.9	16.4
EBITDA증가율	(20.3)	(8.8)	11.0	15.7	12.9
수익성(%)					
영업이익률	11.6	9.1	9.6	10.5	11.0
순이익률	7.7	6.3	7.3	7.9	8.3
EBITDA Margin	16.0	14.2	14.5	15.1	15.4
ROA	7.5	6.2	7.6	8.4	9.1
ROE	9.8	7.7	9.1	10.2	10.9
배당수익률	0.4	0.6	0.7	0.8	0.9
배당성향	22.4	24.5	24.7	24.6	23.5
안정성					
순차입금(십억원)	(537)	(634)	(718)	(805)	(975)
차입금/자본총계비율(%)	3.1	2.6	2.1	2.0	1.8
Valuation(X)					
PER	53.3	43.5	35.9	29.7	25.6
PBR	5.1	3.3	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	23.2	17.0	16.0	13.8	12.1

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
아모레퍼시픽 (090430)	2017.04.07	매수	330,000원	-9.1	9.4
	2017.09.23	매수	300,000원	-7.8	8.8
	2017.10.31	중립	-	-	-
	2018.10.31	1년경과	-	-	-
	2019.04.12	매수	260,000원	-	-



### Compliance notice

- 당사는 2019년 4월 14일 현재 아모레퍼시픽 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

※ 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 높게 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.