

아모레퍼시픽(090430)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 360,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(2/2)	2,071
주가(2/2)	301,000
시가총액(십억원)	17,596
발행주식수(백만)	58
52주 최고/최저가(원)	441,000/293,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	48,612
유동주식비율/외국인지분율(%)	52.4/37.6
주요주주(%)	아모레퍼시픽그룹 외 3인 47.6
	The Capital Group 8.4
	Companies, Inc. 외 42인

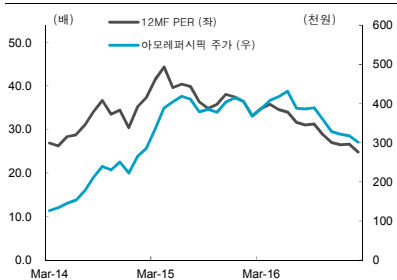
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	49.5	34.3	28.2
PBR(x)	8.5	5.7	4.6
ROE(%)	18.6	17.9	17.6
DY(%)	0.3	0.5	0.7
EV/EBITDA(x)	28.2	19.9	16.1
EPS(원)	8,372	9,367	10,683
BPS(원)	48,495	56,258	64,935

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.5)	(20.7)	(22.6)
상대주가(%p)	(3.7)	(23.3)	(31.2)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

내수 시장이 격전지, 상반기 저점 통과 예상

What's new : 예상을 하회한 영업 실적, 우려했던 내수 부진 심화

4분기 매출액은 전년대비 7% 증가한 1.3조원, 영업이익은 17% 감소한 1,020억원을 기록, 영업이익은 우리 예상을 23% 하회했다. 영업이익률은 전년대비 2.3%p 하락한 7.8%를 기록했다. 부문별로 국내 화장품 매출액과 영업이익은 7,840억원(-0.1% YoY)과 843억원(-25% YoY, 영업이익률 10.8%)을 기록, 해외 화장품 매출액과 영업이익은 4,650억원(+25% YoY), 348억원(+7.7% YoY, 영업이익률 7.5%), 국내 생활용품 매출액은 850억원(-9% YoY), 111억원 영업적자를 기록했다.

Positives : 해외 사업 견고- 안정적인 면세점, 해외 현지 사업 고성장

대중국 매출이 주된 면세점은 전년대비 7% 증가하고 해외 매출액에서 아시아 지역은 27% 성장했다. 면세점 성장률은 낮아 보이나 1) 롯데월드타워점 영업이 작년 6월부터 종료되었고, 2) 자체적인 구매 제한 영향이 4월부터 시작됐다. 이로 인한 매출 공백을 해외 면세점과 신규 면세점에서 보완, 안정성은 확인되었다는 판단이다. 면세점 채널에 대한 눈높이는 낮아진 반면 해외 면세점 고성장, 신규 면세점과 롯데월드타워 영업 재개, 구매 제한 영향이 1분기로 일단락이 되면서 면세점 채널은 2분기부터 완만한 성장세 회복이 예상된다. 금년 면세 채널 매출 성장률은 13%로 예상한다.

해외 매출액에서 아시아 지역이 27% 증가, 중국 매출액은 위안화 기준으로는 전년대비 40%대 성장, ASEAN 지역도 40%대 성장한 것으로 파악된다. 중국 사업은 브랜드 포트폴리오가 고성장군(이니스프리+설화수+에뛰드)으로 재편, 매출 비중이 약 50% 이상인 '이니스프리'와 '설화수'가 100% 가까운 성장을 시현, '이니스프리'는 출점 속도가 가파르며 2016년 말 매장수는 전년대비 65% 증가했다. 그럼에도 매장수가 한국의 1/3에 미치지 못하고 향후 온라인 확장 등, 온, 오프라인 성장 여지가 충분하다. 중국의 소비세 인하로 인해 메이크업 제품을 포함한 매스 시장 확대 가능성 또한 기회 요인으로 작용할 것이다.

Negatives : 내수 시장 소비 부진과 경쟁 심화 영향권

국내 매출로 반영되는 면세점을 제외 시 실제 내수 화장품 매출액은 전년대비 6% 감소했다. 비수기 매출 부진으로 인해 국내 부문 수익성이 크게 저하되었다. 작년 4분기 메르스 이후 이연 소비 영향으로 인한 높은 베이스, 이번 4분기 국내 소비 심리의 급격한 둔화 영향도 일부 작용했다. 근본적으로 내수 화장품 시장의 가장 큰 우려는 경쟁 심화다. 국내 화장품 시장에 신규 참여자들이 크게 증가하면서 파이가 분산되고 있다. 동사의 경우 오프라인 매장 재정비, 제품 포트폴리오 강화 등으로 2016년 부진을 벗어나기 위한 투자가 진행, 비용 부담은 어느 정도 실적에 반영되었으며 향후 회복 속도가 관전 포인트이다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,357	1,316	(3.0)	1,397	(6.1)	7.4	6,408	6,610
영업이익	133	102	(23.1)	145	(39.0)	(17.2)	971	1,088
영업이익률	9.8	7.8	-2.0	10.4	-4.2	-2.3	15.2	16.5
세전이익	139	118	(15.4)	148	(23.4)	9.9	985	1,102
순이익	91	73	(19.4)	100	(36.9)	4.2	737	821

결론 : 실적 하향으로 목표주가 36만원으로 하향, 상반기 저점 통과할 것

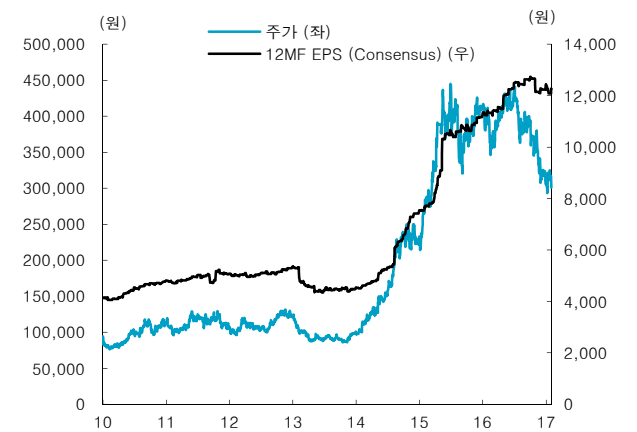
투자자의견 '매수'를 유지한다. 중국 화장품 시장 성장, 시장 재편 과정에서 빠른 주도권 확보, 글로벌 사업으로의 확장은 여전히 긍정적으로 글로벌 화장품 업체 중 상대 우위 실적은 지속되고 있다. 그러나, 국내 부문 부진을 반영, 2017년 영업이익과 순이익을 7% 하향, 목표주가가 기존 40만원에서 36만원(2017F PER 34배, 글로벌 피어 대비 30% 할증)으로 하향한다. 상반기 중 실적 하향 일단락 여부와 밸류에이션 저점 논란이 진행될 것이다. 우리는 비수기에 일회성 요인과 비용 증가가 다소 크게 작용한 4분기 실적은 바닥으로 판단되며 국내 수익성 부진과 면세점 성장이 낮은 상반기를 저점으로 하반기에 매출 성장폭은 커질 것으로 예상한다. 일회성 비용으로 인한 베이스 영향까지 가세해 이익 개선 속도는 하반기에 더욱 빠를 것이다.

<표 1> 실적 추정 변경

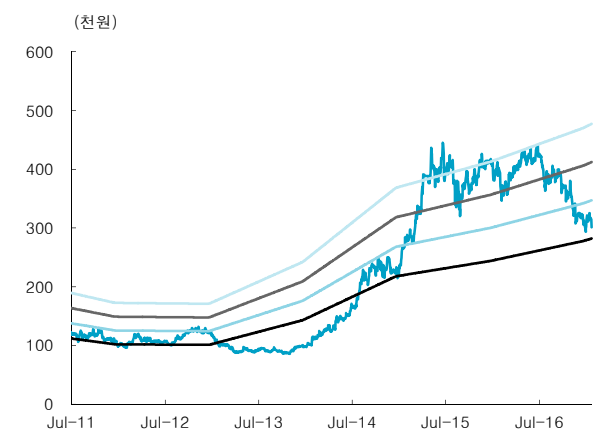
(단위: 십억원, %)

	변경후		변경률		변경전	
	2016P	2017F	2016P	2017F	2016F	2017F
매출액	5,645	6,408	(0.7)	(1.2)	5,686	6,486
영업이익	848	971	(3.5)	(7.3)	879	1,047
세전이익	856	985	(2.5)	(6.5)	878	1,053
지배주주순이익	646	737	(1.7)	(6.5)	657	788

자료: 한국투자증권

[그림 1] 주가 vs EPS 컨센서스

자료: WiseFN, 한국투자증권

[그림 2] PER 밴드 차트

자료: WiseFN, 한국투자증권

〈표 2〉 아모레퍼시픽 실적 추정 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2016				2017F				연간				
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	2014	2015	2016P	2017F	2018F
매출액	1,485	1,444	1,401	1,316	1,628	1,601	1,619	1,549	3,874	4,767	5,646	6,408	7,346
국내 화장품	944	927	867	784	986	970	951	868	2,579	3,066	3,523	3,774	4,087
해외 화장품	408	417	407	465	512	536	546	617	871	1,257	1,697	2,228	2,851
국내 생활용품	142	112	140	85	142	112	140	82	463	493	478	468	482
국내 화장품 유통채널별													
면세점	377	390	364	368	405	418	429	435	703	1,069	1,499	1,687	1,940
전문점	128	126	108	83	132	129	111	85	426	455	444	457	467
디지털	115	106	109	92	118	109	114	99	396	421	422	441	463
방판	182	165	156	119	188	172	163	125	546	602	622	648	667
백화점	85	86	75	68	86	89	77	71	300	310	313	323	333
할인점	40	36	35	28	38	35	34	27	161	157	138	134	134
영업이익	338	241	167	102	354	255	228	133	564	773	848	971	1,131
국내 화장품	248	194	148	84	246	196	162	87	443	596	675	691	764
해외 화장품	79	49	47	35	101	65	69	54	95	160	210	289	387
국내 생활용품	20	5	(12)	(11)	19	4	17	1	32	45	3	41	42
매출액 증가율	23.3	20.8	22.8	7.4	9.6	10.9	15.6	17.7	25.0	23.0	18.4	13.5	14.6
국내 화장품	18.6	15.1	27.7	(0.1)	4.4	4.6	9.6	10.7	23.5	18.9	14.9	7.1	8.3
해외 화장품	45.7	46.4	26.7	25.2	25.4	28.4	34.1	32.8	59.8	44.4	35.0	31.3	28.0
국내 생활용품	1.9	(0.3)	(6.3)	(9.0)	0.0	0.0	0.0	(3.0)	(1.1)	6.5	(3.1)	(2.0)	3.0
국내 화장품 유통채널별													
면세점	57.5	39.8	76.5	7.0	7.5	7.0	15.0	18.0	102.1	52.1	40.3	12.5	15.0
전문점	6.9	2.1	1.3	(21.9)	3.0	3.0	3.0	3.0	13.3	6.8	(2.4)	3.0	2.0
디지털	(11.0)	(3.2)	28.7	(5.0)	3.0	3.0	5.0	7.0	34.7	6.3	0.4	4.4	5.0
방판	7.4	5.6	0.5	(2.1)	3.0	4.0	5.0	5.0	(2.9)	10.3	3.3	4.1	3.0
백화점	3.4	4.7	2.0	(7.2)	2.0	3.0	3.0	5.0	2.1	3.5	1.0	3.2	3.0
할인점	(7.9)	(14.8)	(15.8)	(8.8)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(2.5)	(2.6)	(12.0)	(3.0)	0.0
영업이익 증가율	21.5	15.6	2.3	(17.0)	4.9	6.2	36.2	30.1	53.0	37.1	9.7	14.5	16.5
국내 화장품	22.7	12.5	37.3	(25.3)	(0.6)	0.8	9.2	2.6	31.8	34.4	13.3	2.3	10.7
해외 화장품	36.5	59.6	23.5	7.7	26.8	32.7	46.3	55.6	NA	68.1	31.9	37.3	34.0
국내 생활용품	(5.1)	(46.5)	NA	NA	(7.0)	(21.0)	NA	NA	(15.5)	40.8	(93.8)	1,372.7	2.3
영업이익률	22.7	16.7	11.9	7.8	21.8	16.0	14.1	8.6	14.6	16.2	15.0	15.2	15.4
국내 화장품	26.3	21.0	17.1	10.8	25.0	20.2	17.0	10.0	17.2	19.4	19.2	18.3	18.7
해외 화장품	19.5	11.7	11.6	7.5	19.7	12.1	12.6	8.8	10.9	12.7	12.4	13.0	13.6
국내 생활용품	14.3	4.8	NA	NA	13.3	3.8	12.0	1.7	6.9	9.2	0.6	8.8	8.8
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	63.6	64.2	61.9	59.6	60.5	60.6	58.7	56.0	66.6	64.3	62.4	58.9	55.6
해외 화장품	27.5	28.9	29.1	35.3	31.4	33.5	33.7	39.8	22.5	26.4	30.1	34.8	38.8
국내 생활용품	9.5	7.7	10.0	6.5	8.7	7.0	8.6	5.3	11.9	10.3	8.5	7.3	6.6

자료: 아모레퍼시픽, 한국투자증권

〈표 3〉 글로벌 Peer valuation

(단위: USDmn, X, %, % YoY)

		한국화장품				일본 화장품			중국 화장품	글로벌 화장품			글로벌 생활용품	
		Amore Pacific	LG H&H	Amore G	Shiseido	Kao	Kose	Unicharm	Shanghai Jahwa	L'Oréal	Estée Lauder	Beiersdorf	P&G	Unilever
	Mkt Cap.	15,406	11,390	8,699	11,139	25,077	5,208	14,057	2,677	103,015	29,286	22,376	223,257	121,663
PER	2015	49.5	38.2	46.0	25.3	21.9	33.5	36.7	11.9	26.2	28.0	28.9	22.5	21.4
	2016F	34.3	25.1	32.1	39.9	21.4	23.9	36.0	49.2	26.3	23.6	26.9	22.6	18.6
	2017F	28.2	20.8	25.0	38.0	19.9	21.6	30.3	38.8	24.4	21.1	24.9	21.1	17.1
PBR	2015	8.5	8.8	4.9	2.2	4.0	4.2	3.8	4.6	3.7	9.4	4.6	4.1	6.8
	2016F	5.7	6.0	4.0	3.0	3.6	3.3	3.8	3.2	3.9	9.9	4.0	4.2	5.9
	2017F	3.9	4.9	3.2	2.9	3.3	3.0	3.4	3.0	3.6	9.9	3.6	4.1	5.2
EV/EBITDA	2015	28.2	22.4	12.0	13.0	10.8	13.4	13.1	29.3	14.8	17.0	15.9	14.9	13.4
	2016F	19.9	14.7	9.7	17.2	10.2	11.6	14.3	32.8	15.5	13.5	16.6	14.0	12.5
	2017F	16.1	13.4	7.6	13.9	9.5	10.5	13.1	24.3	14.5	12.3	15.4	13.4	11.6
ROE	2015	18.6	25.1	10.7	9.3	18.7	13.0	10.7	46.4	15.1	30.9	16.9	17.5	32.6
	2016F	17.9	25.2	12.8	8.0	17.5	14.6	12.0	5.9	14.7	36.9	15.5	20.4	31.8
	2017F	17.9	24.9	13.6	7.5	17.2	14.6	6.2	7.7	15.1	50.1	14.8	19.7	31.9
DY	2015	0.3	0.5	0.3	0.9	1.7	0.9	8.3	2.5	2.0	1.3	0.8	3.1	3.3
	2016F	0.5	0.9	0.3	0.7	1.8	1.1	8.9	1.1	1.9	1.6	0.9	3.1	3.6
	2017F	0.7	0.9	0.4	0.8	1.9	1.2	5.9	1.3	2.1	1.9	0.9	3.3	3.9
EPS growth	2015	52.3	31.8	17.4	28.6	28.5	54.7	5.4	147.0	(30.4)	4.9	24.9	52.0	5.8
	2016F	11.9	24.2	28.8	(7.0)	3.2	23.6	4.6	(83.3)	8.9	12.7	5.0	1.5	10.3
	2017F	14.0	20.8	16.0	4.9	7.5	10.7	18.8	26.8	8.0	11.9	7.9	7.4	8.7
OPM	2015	16.2	12.8	6.7	3.6	12.7	14.2	10.8	12.8	16.9	14.3	14.4	20.6	14.8
	2016F	15.0	14.4	7.8	4.0	13.0	14.8	10.9	5.9	17.7	15.4	15.0	21.8	15.8
	2017F	15.0	14.5	8.4	5.4	13.5	15.3	11.2	9.2	17.9	16.0	15.4	22.5	16.3
Sales growth	2015	23.0	13.9	20.1	2.1	(1.0)	17.1	23.2	9.6	12.1	4.5	6.4	(7.7)	(1.0)
	2016F	18.4	14.4	18.3	8.7	4.3	7.9	(2.8)	(6.2)	2.3	5.5	0.7	(0.1)	4.5
	2017F	13.5	7.7	12.9	10.2	4.3	7.2	6.5	(11.4)	6.2	6.5	5.0	2.2	4.4

자료: Bloomberg, 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)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	1,427	1,833	2,204	2,684	3,298
현금성자산	343	687	847	1,089	1,543
매출채권및기타채권	253	332	393	446	511
재고자산	305	324	384	435	499
비유동자산	2,427	2,610	2,831	3,055	3,306
투자자산	48	52	61	69	80
유형자산	1,744	1,871	1,956	2,061	2,166
무형자산	174	212	251	285	326
자산총계	3,855	4,443	5,036	5,739	6,604
유동부채	651	872	944	1,016	1,144
매입채무및기타채무	449	504	597	677	777
단기차입금및단기사채	34	25	25	25	25
유동성장기부채	0	76	76	76	76
비유동부채	325	199	175	198	227
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	146	52	0	0	0
부채총계	976	1,071	1,119	1,214	1,371
지배주주지분	2,859	3,346	3,881	4,480	5,176
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
기타자본	(19)	(18)	(18)	(18)	(18)
이익잉여금	2,136	2,623	3,159	3,758	4,454
비지배주주지분	20	27	35	45	56
자본총계	2,878	3,372	3,917	4,525	5,232

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	586	628	702	823	981
당기순이익	385	585	655	747	873
유형자산감가상각비	136	147	155	161	168
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(0)	(167)	(121)	(99)	(78)
기타	65	63	13	14	18
투자활동현금흐름	(491)	(217)	(390)	(451)	(369)
유형자산투자	(267)	(215)	(242)	(268)	(275)
유형자산매각	4	2	2	2	2
투자자산순증	(151)	50	(9)	(8)	(10)
무형자산순증	(55)	(61)	(39)	(34)	(42)
기타	(22)	7	(102)	(143)	(44)
재무활동현금흐름	(46)	(69)	(153)	(130)	(159)
자본의증가	2	0	0	0	0
차입금의순증	(3)	(7)	(34)	18	18
배당금지급	(46)	(63)	(93)	(110)	(138)
기타	1	1	(26)	(38)	(39)
기타현금흐름	(1)	3	0	0	0
현금의증가	49	345	160	242	453

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

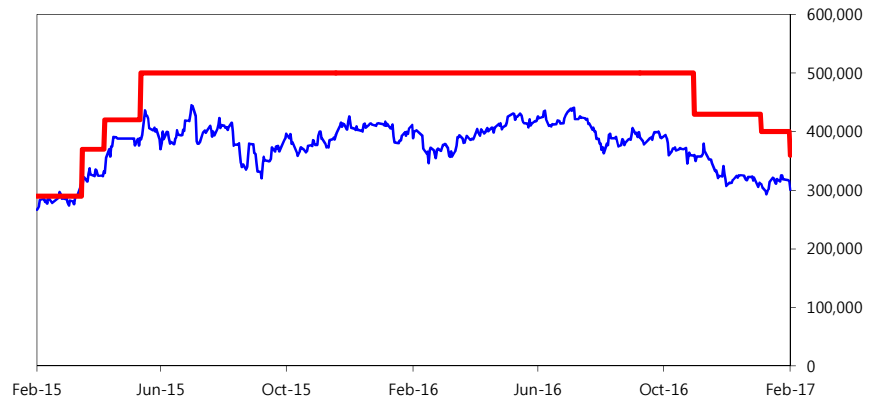
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	3,874	4,767	5,645	6,408	7,346
매출원가	1,028	1,169	1,425	1,576	1,785
매출총이익	2,846	3,597	4,221	4,831	5,561
판매관리비	2,282	2,824	3,373	3,861	4,429
영업이익	564	773	848	971	1,131
금융수익	14	26	19	26	34
이자수익	14	16	19	26	34
금융비용	3	3	2	2	3
이자비용	3	3	2	2	3
기타영업외손익	(45)	(17)	(8)	(10)	(11)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	530	778	856	985	1,152
법인세비용	145	194	201	238	279
연결당기순이익	385	585	655	747	873
지배주주지분순이익	379	578	646	737	861
기타포괄이익	(12)	(29)	0	0	0
총포괄이익	373	556	655	747	873
지배주주지분포괄이익	367	548	646	737	861
EBITDA	700	920	1,003	1,131	1,299

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	5,495	8,372	9,367	10,683	12,489
BPS	41,441	48,495	56,258	64,935	75,018
DPS	900	1,350	1,600	2,000	2,400
성장성(%, YoY)					
매출증가율	25.0	23.0	18.4	13.5	14.6
영업이익증가율	52.4	37.1	9.7	14.5	16.5
순이익증가율	41.5	52.3	11.9	14.0	16.9
EPS증가율	41.5	52.3	11.9	14.0	16.9
EBITDA증가율	41.8	31.4	9.0	12.8	14.9
수익성(%)					
영업이익률	14.6	16.2	15.0	15.2	15.4
순이익률	9.8	12.1	11.4	11.5	11.7
EBITDA Margin	18.1	19.3	17.8	17.7	17.7
ROA	10.6	14.1	13.8	13.9	14.1
ROE	14.0	18.6	17.9	17.6	17.8
배당수익률	0.4	0.3	0.5	0.7	0.8
배당성향	16.4	16.1	17.1	18.7	19.2
안정성					
순차입금(십억원)	(456)	(763)	(1,002)	(1,374)	(1,810)
차입금/자본총계비율(%)	6.3	5.0	3.5	2.2	1.9
Valuation(X)					
PER	40.4	49.5	34.3	28.2	24.1
PBR	5.4	8.5	5.7	4.6	4.0
EV/EBITDA	19.5	28.2	19.9	16.1	13.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
아모레퍼시픽(090430)	2015.03.18	매수	370,000 원
	2015.04.09	매수	420,000 원
	2015.05.14	매수	500,000 원
	2016.11.01	매수	430,000 원
	2016.11.01	매수	500,000 원
	2017.01.05	매수	400,000 원
	2017.02.02	매수	360,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 2월 2일 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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.