

아모레퍼시픽 (090430)

전략의 전환기

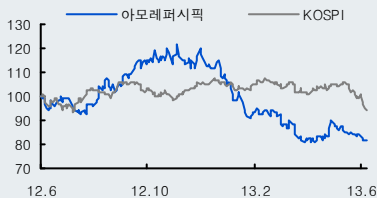
화장품

Company Report
2013. 6. 26

(Maintain)	매수
목표주가 (원, 12M)	1,200,000
현재주가(13/06/25, 원)	889,000
상승여력	35%

영업이익(13F, 십억원)	373
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	376
EPS 성장률(13F, %)	9.0
MKT EPS 성장률(13F, %)	22.2
P/E(13F, x)	20.9
MKT P/E(13F, x)	8.6
KOSPI	1,780.63
시가총액(십억원)	5,197
발행주식수(백만주)	7
유동주식비율(%)	50.5
외국인 보유비중(%)	29.4
베타(12M, 일간수익률)	0.48
52주 최저가(원)	860,000
52주 최고가(원)	1,334,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.4	-27.4	-13.8
상대주가	5.4	-17.2	-11.3



유통/화장품

김민아
02-768-4163
mina.kim@dwsec.com

투자의견 매수 유지, 목표주가 1,200,000원 유지

아모레퍼시픽에 대한 투자의견 매수와 목표주가 1,200,000원을 유지한다. 아모레퍼시픽은 방문 판매 채널 및 백화점 고가화장품의 성장 둔화로 인해, 영업이익 성장률이 2010년 15% YoY를 고점으로 2011년 4.8% YoY, 2012년 -2.3% YoY로 계속해서 둔화되었다. 이와 같은 추세는 2013년을 기점으로 전환될 것으로 예상되는데, 그 이유는: 1) 제품 포트폴리오 변화, 2) 신규 채널 활성화, 3) 새로운 시장과 고객층 유입 등이다. 목표주가는 2013년 EPS에 지난 3년간 평균 PER인 24배를 적용해서 산출했다.

2분기 방문판매 약세 지속, 백화점은 성장세로 전환된 것이 긍정적

2분기에도 방문판매 매출액은 저조한 것으로 보인다. 방문 판매 매출액은 1분기에 7% YoY 감소했는데, 2분기에도 비슷한 추세를 보일 것으로 예상된다. 방문판매 채널 활성화를 위하여 아모레퍼시픽에서는 “아모레플러스”라는 방문판매 전용 멤버십 프로그램을 도입하면서 (멤버십 가입시, 일정 금액 이상 구매시 사은품 증정) 고객 이탈을 막으려는 노력을 하고 있다. 이로 인해 회사가 부담하는 마케팅 비용은 늘어날 수 있으나, 고객 이탈을 방지하고, 방문 판매원의 판촉 부담을 덜어준다는 점에서 장기적으로는 회사에도 긍정적일 수 있다고 판단된다. 반면, 백화점 매출액은 1분기 2% YoY 감소했는데, 2분기에는 2% YoY 성장세로 돌아설 것으로 예상된다. 고가 브랜드의 문턱을 낮춤으로써 하향구매 의향이 있는 고객을 끌어들이는 전략을 취하고 있다. 고가 브랜드 내에서 저렴한 제품 (선풍수 미안 에센스, 아모레퍼시픽 CC 쿠션 등)을 출시하면서 단가를 낮추는 전략을 도입하여, 소비 여력이 작아진 소비자들과 젊은 층 소비자들을 끌어 모으는 효과를 보고 있다.

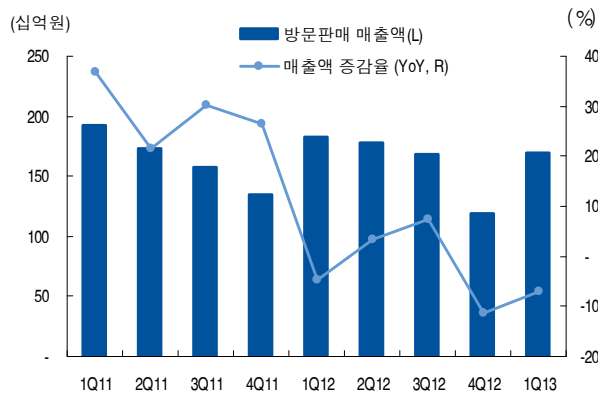
재도약 기대 - 제품 포트폴리오 변화, 신규 채널 활성화, 새로운 고객층 확대

앞으로 아모레퍼시픽의 재도약이 기대된다. 그 이유는: 1) 제품 포트폴리오에 변화를 주면서 고객 이탈을 방지하는 동시에 새로운 고객을 확보하고 있기 때문이다. 2) 또한 전통 채널의 약세를 보완하기 위해 신규 채널, 특히 면세점과 온라인을 강화하고 있다. 면세점은 올해 15% YoY 성장할 것으로 기대된다. 한국의 아웃바운드 여행객의 성장 (1~5월 +9.5% YoY)과 중국관광객 증가 (동기간 +39.6% YoY)가 성장을 뒷받침해줄 것으로 보인다. 특히 면세점은 계속되는 해외 출점으로 인해 마케팅 효과 및 매출액 성장을 가져다 줄 것으로 기대된다. 3) 화장품 시장에서의 새로운 시장과 고객층 확대가 계속되고 있다. 중국 시장에 대해서는 단기적으로 성장에 대한 우려감이 있으나, 여전히 장기적으로는 성장 가능성이 높다고 판단한다 (2013~2015F 시장 성장률 11% CAGR). 남성 화장품 시장은 전체 시장의 11%를 차지하고 있는데, 계속해서 고성장을 이어갈 것으로 보인다 (2013~2015F 성장률 10% CAGR).

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	2,272	2,555	2,850	3,122	3,453	3,862
영업이익 (십억원)	365	373	364	373	410	449
영업이익률 (%)	16.0	14.6	12.8	11.9	11.9	11.6
순이익 (십억원)	288	327	270	294	329	365
EPS (원)	41,693	47,384	39,066	42,578	47,661	52,858
ROE (%)	18.3	16.4	12.1	11.9	12.0	12.0
P/E (배)	27.3	22.2	31.1	20.9	18.7	16.8
P/B (배)	4.4	3.6	3.8	2.5	2.2	2.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 아모레퍼시픽, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 방문판매 시장 계속해서 둔화



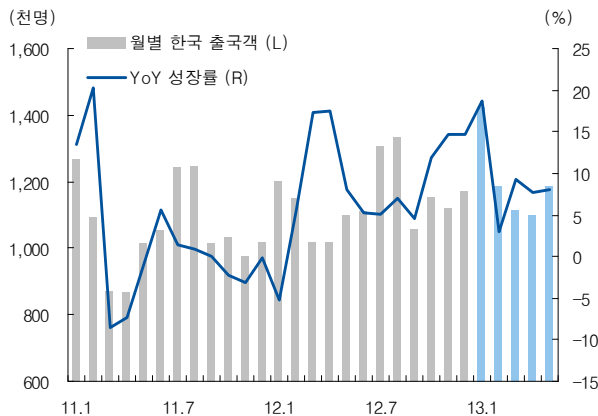
자료: 아모레퍼시픽

그림 2. 고가 브랜드 내에서 단가 낮은 제품 출시



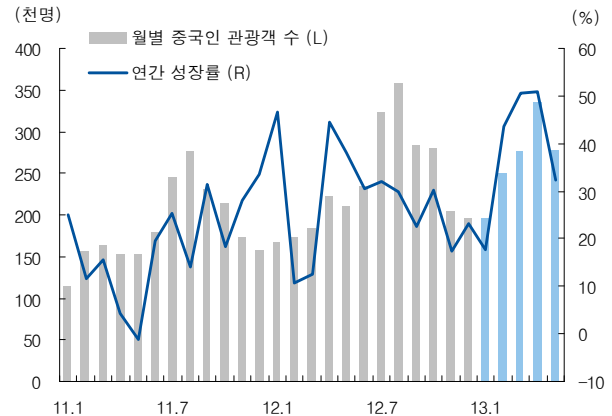
자료: 아모레퍼시픽

그림 3. 내국인 출국 지속적으로 늘어나면서 면세점 매출 증가



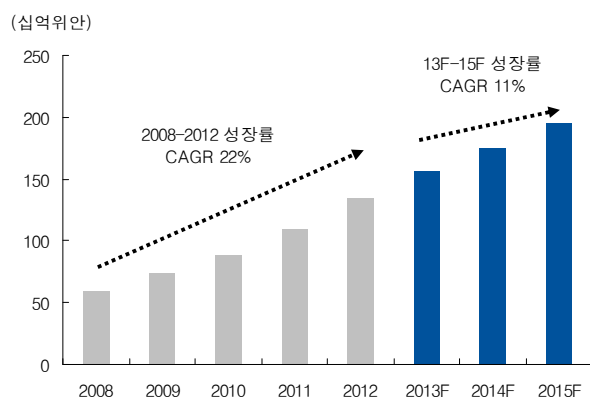
자료: 한국관광공사, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 중국인 관광객의 증가는 면세점 매출 증가 가속시킴



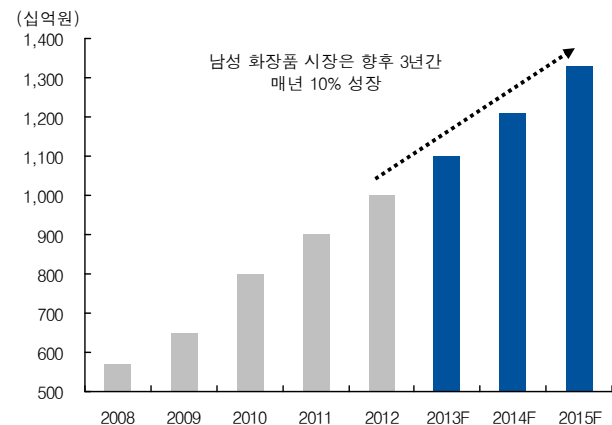
자료: 한국관광공사, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 중국 시장은 성장을 둔화되나 여전히 높은 성장률 보임



자료: 중국 국가통계국, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. 남성 화장품 시장 확대 기대됨



자료: KDB대우증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	2,850	3,122	3,453	3,862
매출원가	847	928	1,020	1,138
매출총이익	2,002	2,194	2,433	2,725
판매비와관리비	1,638	1,821	2,023	2,276
조정영업이익	364	373	410	449
영업이익	364	373	410	449
비영업손익	-4	20	30	39
순금융비용	-10	-15	-23	-32
관계기업등 투자손익	2	2	2	2
세전계속사업손익	361	393	440	488
계속사업법인세비용	92	101	113	125
계속사업이익	268	293	328	363
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	268	293	328	363
지배주주	270	294	329	365
비지배주주	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	249	296	328	363
지배주주	250	298	330	366
비지배주주	-2	-2	-2	-2
EBITDA	466	424	466	509
FCF	18	185	125	153
EBITDA마진율 (%)	16.4	13.6	13.5	13.2
영업이익률 (%)	12.8	11.9	11.9	11.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.5	9.4	9.5	9.5

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	268	412	383	422
당기순이익	268	393	440	494
비현금수익비용가감	204	89	75	78
유형자산감가상각비	102	51	56	60
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-20	0	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-126	48	-19	-24
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-16	-13	-22	-27
재고자산 감소(증가)	-41	5	-28	-35
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	22	56	29	36
법인세납부	-79	-81	-113	-126
투자활동으로 인한 현금흐름	-245	-180	-211	-210
유형자산처분(취득)	-223	-200	-200	-200
무형자산감소(증가)	-17	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	15	-48	-20	-25
기타투자활동	-20	67	10	15
재무활동으로 인한 현금흐름	-37	-45	-45	-45
장단기금융부채의 증가(감소)	8	0	2	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-45	-45	-45	-45
기타재무활동	1	0	-2	0
현금의증가	-17	187	128	167
기초현금	188	171	358	485
기말현금	171	358	485	653

자료: 아모레퍼시픽, KDB대우증권 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	804	1,033	1,231	1,484
현금 및 현금성자산	171	358	485	653
매출채권 및 기타채권	190	205	226	253
재고자산	267	263	291	325
기타유동자산	33	17	18	18
비유동자산	2,222	2,312	2,433	2,545
관계기업투자등	5	25	45	65
유형자산	1,767	1,869	1,964	2,049
무형자산	121	121	121	121
자산총계	3,026	3,345	3,663	4,029
유동부채	417	485	516	553
매입채무 및 기타채무	251	349	378	414
단기금융부채	23	23	23	23
기타유동부채	144	114	115	116
비유동부채	265	252	254	256
장기금융부채	56	43	43	43
기타비유동부채	162	209	212	214
부채총계	682	737	770	810
지배주주지분	2,334	2,592	2,876	3,201
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	721	721	721	721
이익잉여금	1,592	1,841	2,126	2,450
비지배주주지분	10	15	17	19
자본총계	2,344	2,608	2,893	3,220

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	31.1	20.9	18.7	16.8
P/CF (x)	22.6	17.8	16.0	14.4
P/B (x)	3.8	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA (x)	15.7	11.9	10.5	9.2
EPS (원)	39,066	42,578	47,661	52,858
CFPS (원)	53,793	49,985	55,736	61,600
BPS (원)	320,761	352,217	399,974	452,927
DPS (원)	6,500	6,500	6,500	6,500
배당성향 (%)	16.7	12.9	11.6	10.4
배당수익률 (%)	0.5	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	11.5	9.6	10.6	11.9
EBITDA증가율 (%)	2.5	-9.0	9.9	9.3
영업이익증가율 (%)	-2.3	2.3	10.1	9.4
EPS증가율 (%)	-17.6	9.0	11.9	10.9
매출채권 회전율 (회)	17.7	16.7	16.0	16.1
재고자산 회전율 (회)	11.6	11.8	12.5	12.5
매입채무 회전율 (회)	17.3	10.4	9.5	9.8
ROA (%)	9.2	9.2	9.4	9.5
ROE (%)	12.1	11.9	12.0	12.0
ROIC (%)	14.2	14.0	15.8	17.6
부채비율 (%)	29.1	28.3	26.6	25.1
유동비율 (%)	192.7	212.9	238.7	268.4
순차입금/자기자본 (%)	-10.0	-18.5	-21.8	-25.6
영업이익/금융비용 (x)	171.4	190.0	209.1	228.7

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☐))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10% 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

