

아모레퍼시픽 (090430)

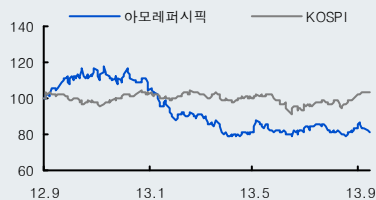
방문판매 채널의 퇴화

화장품

Earnings Preview
2013. 9. 25(Maintain) **Trading Buy**목표주가 (원, 12M) **1,020,000**현재주가(13/09/24, 원) **903,000**상승여력 **13%**

영업이익(13F, 십억원)	349
Consensus 영업이익(13F, 십억원)	371
EPS 성장률(13F, %)	-2.1
MKT EPS 성장률(13F, %)	21.7
P/E(13F, x)	23.6
MKT P/E(13F, x)	10.3
KOSPI	2,007.10
시가총액(십억원)	5,279
발행주식수(백만주)	7
유동주식비율(%)	50.5
외국인 보유비중(%)	29.5
베타(12M, 일간수익률)	0.52
52주 최저가(원)	860,000
52주 최고가(원)	1,334,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.4	-5.4	-23.6
상대주가	-6.0	-8.4	-23.8



화장품

김민아

02-768-4163

mina.kim@dwsec.com

투자의견 Trading Buy, 목표주가 1,020,000원 유지

아모레퍼시픽의 투자의견 Trading Buy를 유지하고 목표주가 1,020,000원을 유지한다. 부진했던 상반기 실적에 이어 하반기에도 실적이 예상보다 약세를 보일 것으로 판단되어, 2013년과 2014년 EPS 예상치를 각각 3.2%, 2.9% 하향 조정했다. 목표주가는 2014년 EPS를 기준으로 목표 PER 20배 (1년 평균 PER을 10% 할인)를 적용했다. 아모레퍼시픽의 이익 부진이 계속되면서 밸류에이션이 과거에 비해 낮아질 것으로 판단하기 때문이다.

3Q13 Preview: 방문 판매 제외한 다른 채널들은 고성성장

아모레퍼시픽은 3분기 연결 기준 매출액 8,033억원 (+9.6% YoY), 영업이익 837억원(-7.1% YoY)을 기록할 것으로 추정된다. 컨센서스 추정치는 매출액 7,892억원 (+7.6% YoY), 영업이익 903억원 (+0.2% YoY)이다.

방문판매 채널은 계속해서 역성장한 것으로 보인다. 특히 방문판매 매출액은 작년 3분기에 높은 기저 (+7.4% YoY, 작년 2분기에 방문판매원 충원하면서 3분기에 매출 고성장)로 인해, 올해 3분기에는 매출액 감소폭이 2분기 (-13% YoY)보다도 확대될 것으로 우려된다. 방문판매 채널은 저가 화장품으로의 하향구매, 백화점 및 온라인으로의 채널 이동 등으로 인해 구조적으로 고전을 겪고 있는 것으로 보인다.

반면, 백화점 내에서의 아모레퍼시픽 시장 점유율은 확대되면서 (18% vs. 작년 16%), 전반적인 백화점 화장품 판매 부진에도 불구하고 아모레퍼시픽의 매출액은 증가한 것으로 보인다. 이는 신제품 성공과 합리적 가격대의 제품 판매에 따른다.

방문 판매를 제외한 다른 채널들은 화장품 시장 대비 고성장률을 기록하고 있다. 특히 **중국 방문객 증가로 인해 면세점은 15% YoY 성장한 것으로 추정된다.** 면세점의 중국인 비중은 작년 53%에서 올해에는 55%로 증가했다. 일본인 관광객은 저가 화장품 (이니스프리, 에뛰드하우스 등)을 선호하는 반면, 중국인 관광객은 면세점에서 고가 화장품을 구입하는 비중이 높다. 중국 내에서의 설화수, 라네즈 제품 판매 가격은 한국 백화점 판매 가격에 비해 약 30% 정도 높다. 면세점이 백화점에 비해 약 20~30% 저렴한 가격에 판매하는 것을 고려해 보면, 중국 백화점 판매 가격과는 거의 두 배의 차이가 난다.

장기적으로는 해외 시장에서의 성장이 해답

국내 화장품 시장은 현재 두 가지 고민거리를 가지고 있는 듯하다. 먼저 **합리적 소비 패턴에 따른 고가 화장품 시장의 부진과 저가 화장품 시장의 과잉 경쟁으로 인한 수익성 하락**이다. 이는 모두 국내 소비 경기의 부진에 따른 결과이다. 장기적으로도 국내 소비는 큰 폭으로 성장하기는 어렵다고 볼 때, 결국 해외 시장에서의 성장률을 높이는 것이 향후 지속적인 성장을 이뤄갈 수 있는 해답이라고 판단된다.

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	3,863
영업이익(십억원)	365	373	364	349	385	431
영업이익률 (%)	16.0	14.6	12.8	11.2	11.1	11.2
순이익(십억원)	288	327	270	264	303	348
EPS (원)	41,693	47,384	39,066	38,242	43,940	50,480
ROE (%)	18.3	16.4	12.1	10.8	11.3	11.6
P/E (배)	27.3	22.2	31.1	23.6	20.6	18.1
P/B (배)	4.4	3.6	3.8	2.6	2.3	2.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 아모레퍼시픽, KDB대우증권 리서치센터

국내 화장품 시장의 고민거리: 고가 화장품 시장의 부진과 저가 화장품 시장의 과잉 경쟁

현재 국내 화장품 시장은 두 가지 고민거리를 가지고 있는 듯하다. 먼저 합리적 소비 패턴에 따른 고가 화장품 시장의 부진과 저가 화장품 시장의 과잉 경쟁으로 인한 수익성 하락이다. 고가 화장품은 방문 판매나 백화점 채널로 주로 판매되고 있는데, 방문 판매 채널은 소비자들의 채널 이동 (백화점이나 온라인으로 이동)으로 인해 고전을 면치 못하고 있다. 백화점은 방문판매보다는 나은 편이지만 시장점유율을 늘리면서 성장하고 있는 아모레퍼시픽, LG생활건강을 제외하고 수입 브랜드들은 약 10%의 매출액 하락세를 보이고 있다.

고가 화장품의 부진은 특히 소비 경기의 부진에 따른 결과이다. 단기적으로는 8월 이후 백화점 매출액이 상승세를 보이고 있으나, 장기적으로 큰 폭으로 성장하기는 어려울 것으로 보인다. 고가 화장품 채널 중 면세점 채널은 상대적으로 나은 편이다. 중국 관광객들의 유입으로 인해 15% 이상 성장세를 보이고 있으나, 면세점 채널은 아모레퍼시픽의 경우 매출액의 2%에 불과하다.

저가 화장품 시장 매출액은 20% YoY로 고성장을 보이고 있으나, 과잉 경쟁으로 인한 마케팅 비용과 가격 할인으로 인해 수익성이 저하되고 있다. 특히 내년부터는 프랜차이즈법이 적용되면서 브랜드숍 출점시 거리 제한, 프랜차이즈 업주와의 계약 사항 규제 등의 제약이 나올 가능성이 있다. 이미 포화 상태로 보이는 브랜드숍 시장에서 프랜차이즈법으로 인한 부정적 영향은 크지 않을 것으로 보이지만, 프랜차이즈 업주와의 계약 사항 등에서는 회사에 불리하게 작용하는 내용이 나올 가능성도 있다.

표 1. 아모레퍼시픽의 2013년 3분기 실적

(십억원, %)

	3Q12	2Q13	3Q13F		증감률	
			KDB대우	컨센서스	QoQ	YoY
매출액	733.3	799.0	803.3	789.2	0.5	9.6
영업이익	90.1	94.7	83.7	90.3	-11.6	-7.1
세전이익	91.9	101.7	87.1	91.4	-14.4	-5.2
순이익	69.6	77.2	65.2	69.4	-15.6	-6.3
영업이익률	12.3	11.8	10.4	11.4	-1.4%p	-1.9%p
세전이익률	12.5	12.7	10.8	11.6	-1.9%p	-1.7%p
순이익률	9.5	9.7	8.1	8.8	-1.5%p	-1.4%p

자료: 아모레퍼시픽, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 아모레퍼시픽의 분기별 수익예상

(십억원, %)

	2012				2013F				2012	2013F	2014F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	연간	연간	연간
매출액	741.5	726.8	733.3	647.9	803.8	799.0	803.3	715.5	2,849.5	3,121.6	3,453.1
영업이익	150.4	98.1	90.1	25.6	140.2	94.7	83.7	30.6	364.3	349.2	384.6
세전이익	155.6	87.5	91.9	25.6	128.6	101.7	87.1	33.0	360.6	350.4	402.6
순이익	114.0	59.1	69.6	25.8	90.7	77.2	65.2	29.7	268.4	262.8	301.9
영업이익률	20.3	13.5	12.3	4.0	17.4	11.8	10.4	4.3	12.8	11.2	11.1
세전이익률	21.0	12.0	12.5	3.9	16.0	12.7	10.8	4.6	12.7	11.2	11.7
순이익률	15.4	8.1	9.5	4.0	11.3	9.7	8.1	4.1	9.4	8.4	8.7

자료: 아모레퍼시픽, KDB대우증권 리서치센터

표 3. 아모레퍼시픽의 2013~2015년 수익예상 변경

(십억원, %)

구분	변경 전			변경 후			변경률			변경사유
	13F	14F	15F	13F	14F	15F	13F	14F	15F	
매출액	3,121.6	3,453.1	3,863.2	3,121.6	3,453.1	3,863.2	0.0	0.0	0.0	이익률 예상보다 부진
영업이익	360.7	398.1	445.1	349.2	384.6	431.0	-3.2	-3.4	-3.2	
세전이익	361.9	420.0	476.7	350.4	402.6	462.5	-3.2	-4.2	-3.0	
순이익	271.4	315.0	357.5	263.9	303.3	348.4	-2.8	-3.7	-2.6	
영업이익률	11.6	11.5	11.5	11.2	11.1	11.2				
세전이익률	11.6	12.2	12.3	11.2	11.7	12.0				
순이익률	8.7	9.1	9.3	8.5	8.8	9.0				

자료: 아모레퍼시픽, KDB대우증권 리서치센터

장기적으로는 해외 시장에서의 성장이 해답

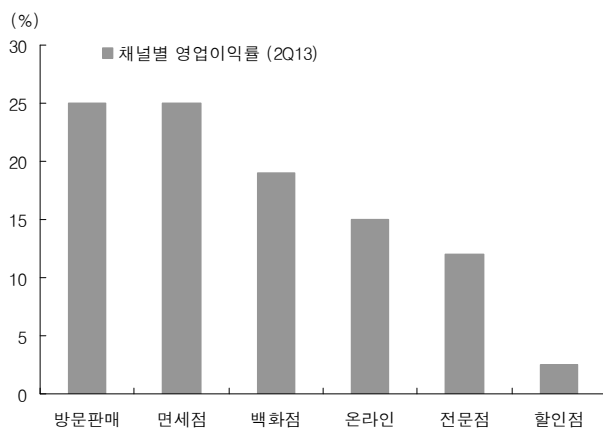
중국 화장품 시장은 지난 10년간 연평균 15% 이상 성장을 거듭해 왔다. 중국 화장품 시장 규모는 약 25조원으로 한국 시장의 약 2.5배 규모이다. 한국은 향후 3년간 연평균 6%의 성장률이 예상되는 반면, 중국은 여전히 높은 성장률 (연평균 12%)이 예상된다. 현재 중국 화장품 시장 내에서는 유럽, 미국 등의 글로벌 회사들이 상위권을 차지하고 있다. 1993년에 중국에 첫 진출한 아모레퍼시픽은 약 1%의 시장점유율을 차지하고 있다.

아모레퍼시픽은 2분기 기준으로 중국 내에서 4,147개의 카운터를 운영하고 있다. 그 중 마몽드 매장이 백화점, 전문점 등을 합쳐서 3,649개로 가장 많고, 라네즈 매장이 447개로 그 뒤를 따르고 있다. 설화수는 백화점 매장만 운영하는데, 27개의 매장이 있다. 이니스프리는 22개의 매장이 있다.

앞으로 중국에서의 중점 브랜드는 라네즈, 이니스프리가 될 것으로 보인다. 마몽드는 현재 중국 매출액의 55%를 차지, 가장 큰 기여를 하고 있으나, 매장 수에 비해 매출액이 적은 것은 인지도가 여전히 낮기 때문이다. 향후에는 중고가 부문의 라네즈, 저가 부문의 이니스프리를 중심으로 중국 시장을 공략할 것으로 보인다.

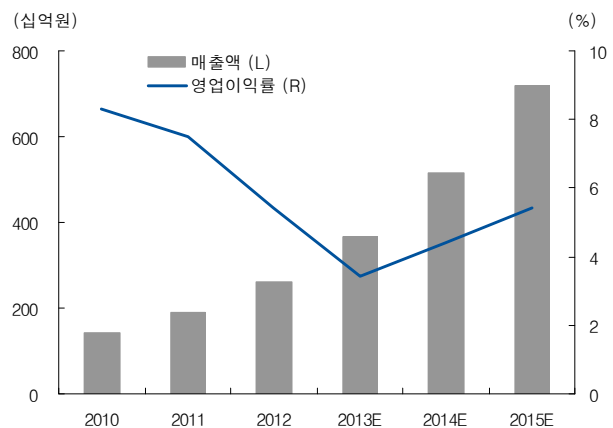
중국에서의 이익률은 현재 약 3~4%대를 기록하고 있다. 2010년 8%의 이익률을 기록하다가 이익률이 점점 낮아지고 있는데, 그 이유는 새로운 브랜드 런치 비용, 지속적인 브랜드 마케팅에 따른 비용 증가이다. 내년까지는 투자 기간으로, 이익률이 급격하게 상승하지는 않을 것으로 보이지만, 향후에는 이전의 이익률 수준을 회복할 것으로 기대된다.

그림 1. 가장 영업이익률이 높은 방문판매의 부진



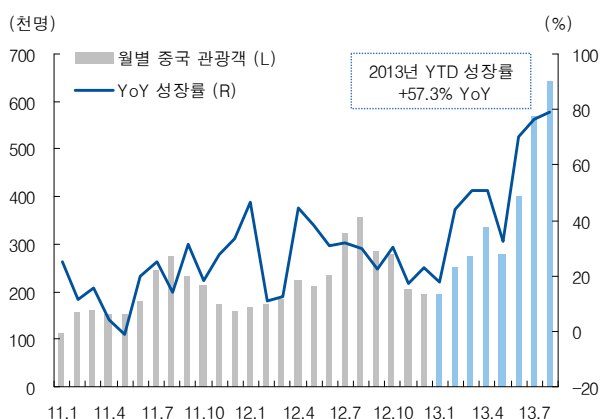
자료: 아모레퍼시픽, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 중국 사업의 영업이익률 회복 전망



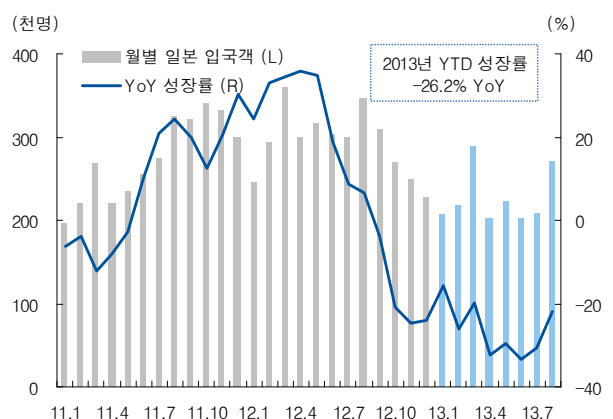
자료: 아모레퍼시픽, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 2013년 이후 지속적으로 서프라이즈 기록중인 중국 입국객



자료: KTO, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 2012년 하반기부터 역성장하는 일본 입국객



자료: KTO, KDB대우증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	2,850	3,122	3,453	3,863
매출원가	847	944	1,037	1,152
매출총이익	2,002	2,178	2,416	2,711
판매비와관리비	1,638	1,829	2,031	2,280
조정영업이익	364	349	385	426
영업이익	364	349	385	431
비영업손익	-4	1	18	32
순금융비용	-10	-15	-19	-32
관계기업등 투자손익	2	2	2	2
세전계속사업손익	361	350	403	463
계속사업법인세비용	92	88	101	116
계속사업이익	268	263	302	347
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	268	263	302	347
지배주주	270	264	303	348
비지배주주	-1	-1	-1	-2
총포괄이익	249	273	302	347
지배주주	250	275	304	348
비지배주주	-2	-2	-2	-2
EBITDA	466	400	440	487
FCF	18	176	108	140
EBITDA마진율 (%)	16.4	12.8	12.8	12.6
영업이익률 (%)	12.8	11.2	11.1	11.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.5	8.5	8.8	8.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	804	1,009	1,181	1,414
현금 및 현금성자산	171	334	436	583
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	3,321	3,614	3,959
유동부채	417	491	522	560
매입채무 및 기타채무	251	355	384	421
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	743	776	817
지배주주지분	2,334	2,562	2,821	3,124
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	721	721	721	721
이익잉여금	1,592	1,812	2,070	2,373
비지배주주지분	10	15	17	19
자본총계	2,344	2,577	2,837	3,143

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	268	408	366	410
당기순이익	268	350	403	463
비현금수익비용가감	204	136	83	87
유형자산감가상각비	102	51	56	60
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-20	0	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-126	54	-19	-23
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-16	-13	-22	-27
재고자산 감소(증가)	-41	5	-28	-35
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	22	62	30	37
법인세납부	-79	-72	-101	-116
투자활동으로 인한 현금흐름	-245	-200	-219	-219
유형자산처분(취득)	-223	-200	-200	-200
무형자산감소(증가)	-17	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	15	-48	-20	-25
기타투자활동	-20	48	1	6
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	163	102	147
기초현금	188	171	334	436
기말현금	171	334	436	583

자료: 아모레퍼시픽, KDB대우증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	31.1	23.6	20.6	18.1
P/CF (x)	22.6	19.8	17.4	15.4
P/B (x)	3.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA (x)	15.7	12.8	11.4	9.9
EPS (원)	39,066	38,242	43,940	50,480
CFPS (원)	53,793	45,649	52,014	58,823
BPS (원)	320,761	348,874	392,909	442,877
DPS (원)	6,500	6,500	6,500	6,500
배당성향 (%)	16.7	14.4	12.5	11.0
배당수익률 (%)	0.5	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	11.5	9.6	10.6	11.9
EBITDA증가율 (%)	2.5	-14.1	10.0	10.7
영업이익증가율 (%)	-2.3	-4.1	10.2	10.6
EPS증가율 (%)	-17.6	-2.1	14.9	13.5
매출채권 회전을 (회)	17.7	16.7	16.0	16.1
재고자산 회전을 (회)	11.6	11.8	12.5	12.5
매입채무 회전을 (회)	17.3	10.3	9.4	9.6
ROA (%)	9.2	8.3	8.7	9.1
ROE (%)	12.1	10.8	11.3	11.6
ROIC (%)	14.2	13.2	15.0	16.9
부채비율 (%)	29.1	28.8	27.4	26.0
유동비율 (%)	192.7	205.4	226.3	252.5
순차입금/자기자본 (%)	-10.0	-17.8	-20.5	-24.0
영업이익/금융비용 (x)	171.4	178.0	196.0	216.9

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.

