

아모레퍼시픽 (090430)

매수 (유지)

목표주가 3,600,000원
현재가 (2/24) 2,973,000원

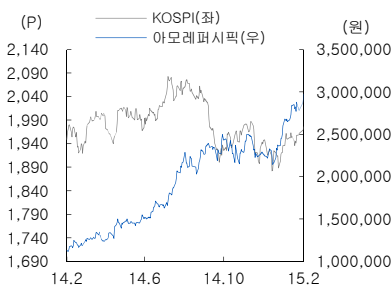
KOSPI (2/24)	1,976.12pt
시가총액	19,032십억원
발행주식수	6,902천주
액면가	5,000원
52주 최고가	2,973,000원
최저가	1,117,000원
60일 일평균거래대금	40십억원
외국인 지분율	28.9%
배당수익률 (2014F)	0.4%

주주구성	
아모레퍼시픽그룹 외 7 인	49.34%
국민연금	8.10%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	27%	53%	168%
절대기준	22%	62%	161%

	현재	직전	변동
투자이건	매수	매수	-
목표주가	3,600,000	3,000,000	▲
EPS(14)	54,950	55,771	▼
EPS(15)	71,867	71,326	▲

아모레퍼시픽 추가추이



안 지 영

02 6915 5675
jyahn@ibks.com

견고한 방향으로 경쟁 우위 굳건

내수 환경 고려할 때 15년에도 고성장 우위 충분

2014년 동사는 매출액 38,740억원(+25%), 영업이익 5,638억원(+53%)을 시현했으며 2015년 가이던스는 매출액 13%, 영업이익 15%를 제시하고 있다. 그러나 당사에서는 2015년 매출액 47,175억원(+22%), 영업이익 7,377억원(+31%)을 전망한다. 회사가 제시하는 가이던스 대비 당사 전망치가 매출액은 7.8%, 영업이익은 13.8%를 상회하는 이유는 2가지에 있다. 1) 면세점은 2014년 2분기 이후 전사 1위 매출규모(국내 화장품의 26.5%/전사의 18.5%)로 부상, 3분기 국내 화장품의 29.4%, 4분기 33.5%로 확대되며 2014년 27.3%를 시현했다. 2015년엔 연간 33% 비중이 충분할 전망이다. 전사에서 성장성을 시현하는 가운데 면세점의 비중확대는 사업구조의 확실한 레벨업을 가져올 것으로 판단된다. 2) 중국 법인의 본격적인 성장 모델에 있다. 중국 사업은 2003년 이후 10년 가까이 마몽드와 라네즈에 의존하는 매출구조를 보였다면 2014년을 기준을 이니스프리의 폭발적인 성장성과 설화수의 브랜드 파워가 외형과 수익성 측면에서 전환을 가져왔기 때문이다. 중국법인은 2015년 마몽드의 구조조정완료, 에뛰드의 출점 본격화, 아이오페 신규 진출을 바탕으로 성장성 확대는 충분할 전망이다.

2세대 요우커와 내륙의 요우커 공략, 2015년 해외 성장의 축

동사는 2015년에도 면세점과 중국사업 부문 고성장이 전망된다. 주요 소비축인 중국인은 국내에서는 관광객인 동시에 중국사업의 가능성이다. 즉 2015년에도 중국인 소비의 우위를 유지할 것으로 판단된다. 1) 2015년에도 면세점의 두 자리 수 고성장은 충분할 것이다. 내수 정책이 요우커 입국 600만명 시대에 호응하며, 면세점 강화를 뒷받침하고 있기 때문이다. 2) 방문판매의 턴어라운드도 긍정적이다. 방판이 과거 2년 이상 급격한 부진을 겪으며 전사 수익성 악화를 주도했다면 지난해 3분기 이후 브랜드 내 품목차별화에 성공하며 수익성 개선을 보이고 있기 때문이다. 3) 중국 법인 또한 2015년엔 이니스프리의 폭발적인 성장세와 마몽드 구조조정 완료, 에뛰드의 본격적인 출점 확대와 아이오페의 신규 출점을 바탕으로 30%이상의 성장성은 충분할 전망이다. 이니스프리는 2년 만의 강력한 포지셔닝으로 마몽드의 구조조정과 리뉴얼에 따른 우려를 불식시켰다. 향후 연평균 60~70개 출점의 속도와 점당 효율성(중국 점당 월평균 1억원 매출, 한국 2억원)향상을 고려할 때 이니스프리는 중국 고성장의 축을 유지하기에 충분할 것이다. 동사는 국내 면세점과 중국법인의 성장세를 배경, 2014년에 이어 2015년에도 업종 내 가장 높은 실적 가시성을 유지하며 밸류에이션 프리미엄을 충분히 유지할 전망이다. 목표주가는 기존 3,600,000원[표5, 참조]을 상향한다.

(단위: 십억원, 배)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	2,849	3,100	3,874	4,718	5,439
영업이익	365	370	564	738	917
세전이익	362	364	530	682	846
지배주주순이익	270	268	379	496	610
EPS(원)	39,183	38,828	54,950	71,867	88,400
증가율(%)	-17.3	-0.9	41.5	30.8	23.0
영업이익률(%)	12.8	11.9	14.5	15.6	16.9
순이익률(%)	9.4	8.6	9.9	10.6	11.4
ROE(%)	12.1	11.0	14.0	16.1	17.3
PER	31.0	25.8	40.4	41.4	33.6
PBR	3.6	2.7	5.3	6.3	5.4
EV/EBITDA	15.6	12.2	18.2	20.2	16.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

www.ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임을 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 최종 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

표 1. 2014년, 2015년 국내외 부문 별 매출 전망 및 비중

(단위: 억원, %)

	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4Q	2014P	YoY	2015F	YoY
매출액	9,318	9,667	9,967	9,788	11,881	11,740	11,624	11,930	38,740	25.0	47,175	21.8
국내	7,395	7,763	8,010	7,247	9,131	9,053	9,047	8,719	30,415	19.9	35,950	18.2
화장품	6,076	6,746	6,654	6,313	7,717	7,958	7,652	7,628	25,789	23.5	30,955	20.0
Mass&Sulloc	1,319	1,017	1,356	934	1,414	1,095	1,395	1,091	4,626	-1.1	4,995	8.0
해외	1,924	1,904	1,957	2,540	2,750	2,687	2,577	3,211	8,325	52.8	11,225	34.8
중국	1,120	1,072	1,086	1,395	1,704	1,647	1,499	1,808	4,673	37.9	6,658	42.5
프랑스	226	176	194	217	230	181	205	244	813	-10.1	860	5.8
미국	79	89	84	97	85	95	105	100	349	48.5	385	10.3
일본	116	125	107	108	110	131	115	115	456	-4.2	471	3.3
기타	481	561	573	802	621	633	653	944	2,417	206.3	2,851	18.0
영업이익	1,757	1,511	1,477	893	2,066	1,822	1,786	1,703	5,638	52.5	7,377	30.8
국내	1,614	1,400	1,328	678	1,806	1,580	1,571	1,368	5,020	33.7	6,325	26.0
화장품	1,446	1,314	1,188	751	1,635	1,491	1,420	1,329	4,699	39.2	5,875	25.0
Mass&Sulloc	168	86	140	-73	171	89	151	39	321	-13.7	450	40.2
해외	143	111	149	214	260	242	215	335	617	흑전	1,052	70.5
중국	135	108	110	169	188	145	135	263	522	406.8	731	40.0
프랑스	8	-38	18	1	15	21	21	-22	-11	-83.3	35	흑전
미국	6	5	5	3	11	9	9	6	19	-182.6	35	84.2
일본	-7	-8	-17	-7	-9	-11	-15	5	-39	-7.1	-30	-23.1
기타	31	60	45	61	55	78	65	83	197	-632.4	281	42.6
OPM	18.9	15.6	14.8	9.1	18.9	15.6	15.4	14.3	14.6	2.7	15.3	0.7
국내	21.8	18	16.6	9.4	21.8	18	17.4	15.7	16.5	1.7	18.4	1.9
화장품	23.8	19.5	17.9	11.9	23.8	19.5	18.6	17.4	18.2	2.0	19.6	1.4
Mass&Sulloc	12.7	8.5	10.3	-7.8	12.7	8.5	10.8	3.6	6.9	-1.1	10.9	4.0
해외	7.4	5.8	7.6	8.4	7.4	5.8	8.3	10.4	7.4	-	6.6	-0.8
중국	12.1	10.1	10.1	12.1	12.1	10.1	9.0	14.5	11.2	8.2	9.4	-1.8
프랑스	3.5	-	9.3	0.5	3.5	-	10.2	-9.0	-1.4	-	-	-
미국	7.6	5.6	6.0	3.1	7.6	5.6	8.6	6.0	5.4	-	9.1	3.7
일본	-	-	-15.9	-6.5	-	-	-13.0	4.3	-8.6	-	-	-
기타	6.4	10.7			6.4	10.7				-	12.5	12.5

자료: 아모레퍼시픽, IBK투자증권

표 2. 중국 법인내 브랜드별 매장수 현황- 15F 아이오펜산규 진입 총 6개 브랜드

단위: 개

52주	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q
설화수(백화점)	25	27	28	28	30	35	41	46
라네즈(백화점)	301	309	324	329	330	327	336	345
마몽드(백화점)	918	941	931	900	866	824	806	816
아니스프리(백화점)	2	2	2	2	2	2	2	4
라네즈(세포라)	138	139	160	154	154	156	159	173
마몽드(왓슨)	98	116	135	143	145	156	164	150
마몽드(전문점)	2,549	2,675	2,184	2,168	2,186	1,961	1,676	1,664
아니스프리(전문점)	8	20	31	43	53	67	86	104
에뛰드(전문점)				5	6	7	10	12

자료: 아모레퍼시픽

표 3. 아모레퍼시픽의 국내 채널 별 매출액 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

구분	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q	2013	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q	2014P	YoY
전문점	970	1,002	933	856	3,761	1,101	1,176	1,057	928	4,262	13.3
할인점	430	423	400	394	1,647	442	419	386	359	1,606	-2.5
방판	1,700	1,552	1,277	1,095	5,624	1,529	1,407	1,379	1,145	5,460	-2.9
백화점	768	795	691	683	2,937	793	812	721	672	2,998	2.1
면세점	659	793	978	1,048	3,478	1,164	1,791	1,959	2,115	7,029	102.1
디지털	742	793	708	695	2,938	920	1,011	1,021	1,005	3,957	34.7
Direct	88	84	72	51	295	71	77	74	66	288	-2.4
기타	52	50	52	46	200	55	54	57	23	189	-5.5
합계	5,409	5,492	5,111	4,867	20,879	6,075	6,746	6,654	6,313	25,789	23.5
비중	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q	2013	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q	2014P	YoY
전문점	17.9	18.2	18.3	17.6	18.0	18.1	17.4	15.9	14.7	16.5	-1.5
할인점	7.9	7.7	7.8	8.1	7.9	7.3	6.2	5.8	5.7	6.2	-1.7
방판	31.4	28.3	25.0	22.5	26.9	25.2	20.9	20.7	18.1	21.2	-5.8
백화점	14.2	14.5	13.5	14.0	14.1	13.1	12.0	10.8	10.6	11.6	-2.4
면세점	12.2	14.4	19.1	21.5	16.7	19.2	26.5	29.4	33.5	27.3	10.6
디지털	13.7	14.4	13.9	14.3	14.1	15.1	15.0	15.3	15.9	15.3	1.3
Direct	1.6	1.5	1.4	1.0	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0	1.1	-0.3
기타	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
합계	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	0.0

자료: 아모레퍼시픽, IBK투자증권

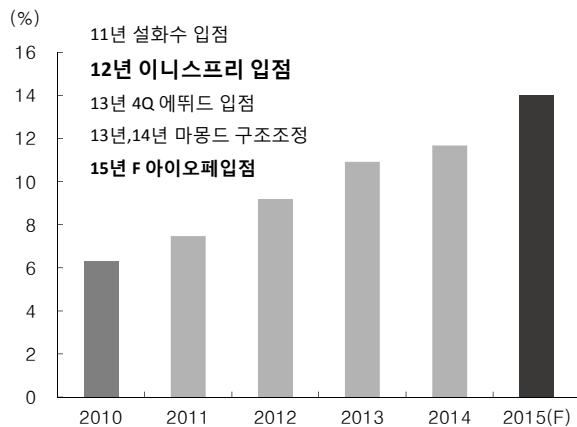
표 4. 국내 브랜드 별 점포수 현황

단위: 개명

52주	13.1Q	13.2Q	13.3Q	13.4Q	14.1Q	14.2Q	14.3Q	14.4Q
아리따움점포	1,261	1,275	1,288	1,275	1,296	1,303	1,304	1,307
할인점	374	376	380	382	382	382	383	387
백화점(설화수,헤라,AP 라네즈,리리코스,프리메라	183	180	172	167	168	166	164	165
방판판매원	37,400	37,700	36,600	35,400	35,300	36,200	36,200	36,000

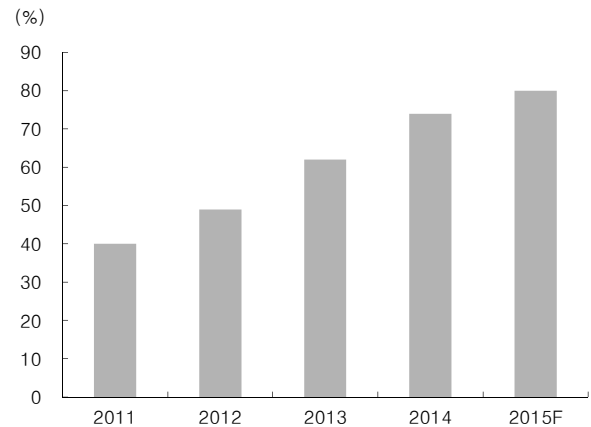
자료: 아모레퍼시픽

그림 1. 전사 매출액 중 중국법인 매출 비중 15F 14% 상회 전망



자료: 아모레퍼시픽, IBK투자증권

그림 2. 국내 면세점 매출액 중 중국인 매출 비중



자료: 아모레퍼시픽, IBK투자증권

표 5. 목표주가 3,000,000원에서 3,600,000원 상향, 매수유지

(단위: 원, 억원, 천주)

	기준→변경
2014(F) EPS/2015년(F) EPS	55,771 / 71,326 → 54,950 / 71,867
전사 기준 Trailing P/E	33배
전사 기준 Forward Target P/E 비교	12개월 Forward EPS 67,708 → 67,900 원에 35배 적용 기업가치 129,982 → 130,351
사업부문별 영업가치 적용	193,200 1) 국내 사업, 면세점 프리미엄 적용 14년 추정 영업순이익 4,500 억원 Target P/E 30배 적용(중국인 입국자 상대적 둔화 전망 → 15년 추정 영업순이익 5,440 억원 Target P/E 30배 적용(중국인 입국자 상대적 둔화 전망 2) 해외 추정 영업순이익 1,000억원 Target P/E 30배 적용, 화장품 업종 평균 P/E 수준 적용, 해외 사업 전략 부재로 평균 P/E 적용
순현금	4,000 → 3,500
총 기업가치	167,000 → 196,700
총 발행주식수	5,485
산출주가 및 투자익권	3,000,000 /매수유지 → 3,586,000 /매수유지

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
매출액	2,849	3,100	3,874	4,718	5,439
증가율(%)	11.5	8.8	25.0	21.8	15.3
매출원가	847	912	1,028	1,356	1,523
매출총이익	2,002	2,189	2,846	3,361	3,916
매출총이익률 (%)	70.3	70.6	73.5	71.3	72.0
판매비	1,637	1,819	2,283	2,623	3,024
판매비율(%)	57.4	58.7	58.9	55.6	55.6
영업이익	365	370	564	738	917
증가율(%)	-2.0	1.2	52.4	31.0	24.2
영업이익률(%)	12.8	11.9	14.5	15.6	16.9
순금융손익	10	9	9	9	4
이자손익	10	9	2	9	9
기타	0	0	8	0	-5
기타영업외손익	-15	-18	-43	-65	-75
종속/관계기업손익	2	3	0	0	0
세전이익	362	364	530	682	846
법인세	92	96	145	180	229
법인세율	25.6	26.5	27.4	26.3	27.0
계속사업이익	269	267	385	502	618
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	269	267	385	502	618
증가율(%)	-17.7	-0.7	43.9	30.6	23.0
당기순이익률 (%)	9.4	8.6	9.9	10.6	11.4
지배주주당기순이익	270	268	379	496	610
기타포괄이익	-21	-3	-7	0	0
총포괄이익	249	265	378	502	618
EBITDA	467	493	747	905	1,069
증가율(%)	2.8	5.7	51.4	21.1	18.1
EBITDA마진율(%)	16.4	15.9	19.3	19.2	19.6

투자지표

(12월 결산)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
주당지표(원)					
EPS	39,183	38,828	54,950	71,867	88,400
BPS	338,123	370,116	416,302	473,999	548,230
DPS	6,500	6,500	9,000	9,000	9,000
밸류에이션(배)					
PER	31.0	25.8	40.4	41.4	33.6
PBR	3.6	2.7	5.3	6.3	5.4
EV/EBITDA	15.6	12.2	18.2	20.2	16.9
성장성지표(%)					
매출증가율	11.5	8.8	25.0	21.8	15.3
EPS증가율	-17.3	-0.9	41.5	30.8	23.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.5	0.7	0.4	0.3	0.3
ROE	12.1	11.0	14.0	16.1	17.3
ROA	9.2	8.3	10.7	12.3	13.3
ROIC	14.3	13.0	17.3	20.4	22.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	29.1	32.5	30.8	33.3	27.9
순차입금 비율(%)	-10.0	-10.7	-19.2	-22.5	-26.3
이자보상배율(배)	171.9	149.2	0.0	0.0	673.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	17.7	16.9	17.9	18.0	17.5
재고자산회전율	11.6	11.3	14.3	13.0	10.8
총자산회전율	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
유동자산	804	968	1,365	1,835	2,257
현금및현금성자산	171	294	566	711	867
유가증권	142	140	131	160	272
매출채권	170	197	237	288	332
재고자산	267	283	259	465	544
비유동자산	2,222	2,434	2,418	2,559	2,624
유형자산	1,767	1,936	2,077	2,240	2,274
무형자산	121	133	166	179	189
투자자산	39	50	17	21	23
자산총계	3,026	3,402	3,783	4,394	4,881
유동부채	417	543	559	686	738
매입채무및기타채무	100	115	106	130	150
단기차입금	23	40	32	39	45
유동성장기부채	0	42	0	-20	0
비유동부채	265	291	331	412	326
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	43	69	110	110	90
부채총계	682	834	891	1,098	1,065
자배주주지분	2,334	2,554	2,873	3,271	3,784
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
자본조정등	-2	-2	-11	-11	-11
기타포괄이익누계액	-12	-14	-19	-19	-19
이익잉여금	1,592	1,815	2,148	2,547	3,059
비자배주주지분	10	14	19	25	33
자본총계	2,344	2,568	2,892	3,297	3,817
비이자부채	604	674	748	968	929
총차입금	78	160	143	130	135
순차입금	-235	-275	-554	-741	-1,003

현금흐름표

(십억원)	2012	2013	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	276	427	680	511	731
당기순이익	269	267	385	502	618
비현금성 비용 및 수익	203	249	371	223	197
유형자산감가상각비	102	124	184	167	152
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-126	-18	6	-224	-93
매출채권증감	-16	-28	4	-52	-44
재고자산감소	-41	-15	5	-206	-79
매입채무증가	22	15	-2	23	20
기타 영업현금흐름	-71	-71	-82	9	9
투자활동 현금흐름	-254	-349	-693	-375	-365
유형자산의 증가(CAPEX)	-232	-323	-429	-350	-200
유형자산의 감소	9	17	3	20	15
무형자산의 감소(증가)	-17	-18	-32	-13	-10
투자자산의 감소(증가)	3	-2	128	-3	-8
기타	-17	-22	-364	-28	-163
재무활동 현금흐름	-35	49	-74	9	-305
차입금의 증가(감소)	0	71	0	0	-20
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-35	-21	-74	9	-285
기타 및 조정	-3	-4	359	0	0
현금의 증가	-17	123	272	145	61
기초현금	188	171	294	566	711
기말현금	171	294	566	711	772

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)	적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)	비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

