

아모레퍼시픽 (090430.KS)

Company Comment | 2015. 11. 2

예상된 일시적 부진, 4분기 회복 전망

중국인 입국자수 감소에 따른 면세점 판매 부진, 온라인 채널 구조조정 때문에 화장품 사업 전반의 성장을 일시적으로 둔화. 인건비 부담도 발생해서 이익 성장도 부진. 하지만 중국 사업의 고성장 추세 유지되고, 면세 판매도 정상화되고 있어 내년 이익 성장률 20%로 회복 전망

국내 부진 vs 중국 고성장

- 아모레퍼시픽의 3분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 1조 1,411억원(+ 14.5%, y-y)과 1,634억원(+ 10.7%, y-y)으로 당사 예상치를 소폭 상회하였음
- 예상대로 국내 화장품이 2.1%(y-y) 성장하는데 그쳤는데, 1) 중국인 관광객 감소에 따른 성장 둔화(flat 성장 추정), 2) 홈쇼핑 채널 환경 악화와 온라인 채널 채고 조정에 따라 매출이 큰 폭 역신장했기 때문. 이들 고마진 채널의 성장 둔화로 이익 성장 또한 부진(-9.2%, y-y)
- 반면에 해외 성장 시장의 매출액은 예상만큼 큰 폭으로 증가. 중국이 전년동기 대비 60% 성장했고, 해외 사업 전체 영업이익률도 동기간 약 270bps 개선되었음

2016년 20% 이익 성장 예상

- 일시적인 성장 둔화를 경험했지만, 4분기 이후 이익 회복 전망. 1) 면세 채널 성장률이 정상화되는 과정이고, 2) 해외 사업의 커버리지 확대가 브랜드, 지역, 채널 전반에서 지속적으로 이뤄지고 있기 때문
- 핵심 성장 동인의 모멘텀 회복에 힘입어 2016년에는 약 20%의 영업이익 성장을 전망. 2014년~15년 영업이익 성장률이 각각 52%, 35%였던 데 비해서는 낮아지나 이익 규모가 커진 점 고려하면 매력적인 성장률

Peak valuation 넘어서기 위해선 추가 모멘텀 필요

- 아모레퍼시픽에 대한 Hold 투자 의견과 목표주가 433,000원을 유지함. 동사의 주가는 지난 5월 분할 상장 당시 수준, 그동안 박스권 등락 거듭하며 기간 조정 경험중
- 현주가의 2016년 기준 PER과 PBR이 각각 40배, 9배로 견조한 성장 전망을 반영, 추가적인 밸류에이션 확장보다는 이익 개선만큼의 점진적인 주가 상승 기대하는 것이 합리적이라 판단

아모레퍼시픽 3분기 실적 Review

(단위: 십억원, %)

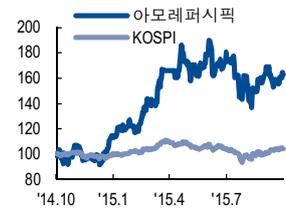
	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15P					4Q15E
					발표치	y-y	q-q	당사추정	컨센서스	
매출액	997	979	1,204	1,195	1,141	14.5	-4.5	1,075	1128	1,068
영업이익	148	89	278	208	164	10.7	-21.4	155	171	111
영업이익률	14.8	9.1	23.1	17.4	14.3			14.5	15.2	10.4
세전이익	143	78	281	213	177	23.7	-16.9	155	173	85
(지배)순이익	104	43	208	160	139	34.0	-12.9	109	125	34

주: IFRS 연결기준 자료: 아모레퍼시픽, FnGuide, NH투자증권 리서치센터 전망

Hold (유지)

목표주가	433,000원 (유지)
현재가 ('15/10/30)	377,500원
업종	화장품
KOSPI	2,029.47
KOSDAQ	683.63
시가총액(보통주)	22,068.1십억원
발행주식수(보통주)	58.5백만주
52주 최고가('15/07/02)	445,000원
최저가('15/01/07)	214,400원
평균거래대금(60일)	81.1십억원
배당수익률(2014)	0.41%
외국인지분율	30.3%

Price Trend



Analyst 한국희
02)768-7480, cookie@nhwm.com

RA 이효진
02)768-7684, hyojin.lee@nhwm.com

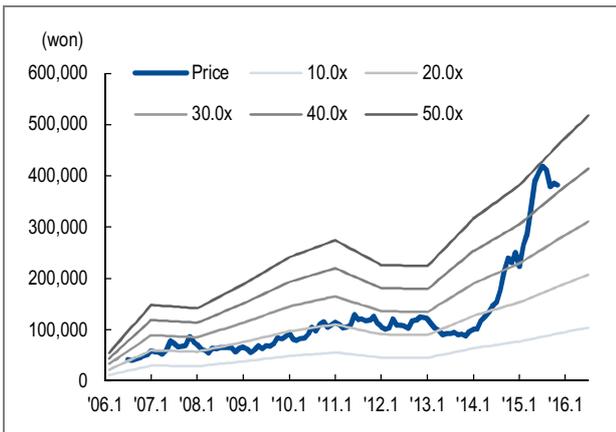
아모레퍼시픽 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2014	2015E	2016F	2017F
매출액	- 수정 후	3,874	4,609	5,327	6,015
	- 수정 전	-	4,591	5,310	5,985
	- 변동률	-	0.4	0.3	0.5
영업이익	- 수정 후	564	760	909	1,041
	- 수정 전	564	745	892	1,024
	- 변동률	-	2.0	1.9	1.7
영업이익률(수정 후)		-	16.5	17.1	17.3
EBITDA		700	937	1,107	1,225
(지배지분)순이익		379	541	650	751
EPS	- 수정 후	6,322	7,627	9,483	11,213
	- 수정 전	-	7,440	9,273	10,997
	- 변동률	-	2.5	2.3	2.0
PER		35.1	49.5	39.8	33.7
PBR		5.4	9.4	9.3	8.9
EV/EBITDA		19.5	25.5	21.7	19.3
ROE		14.0	19.2	23.3	26.1

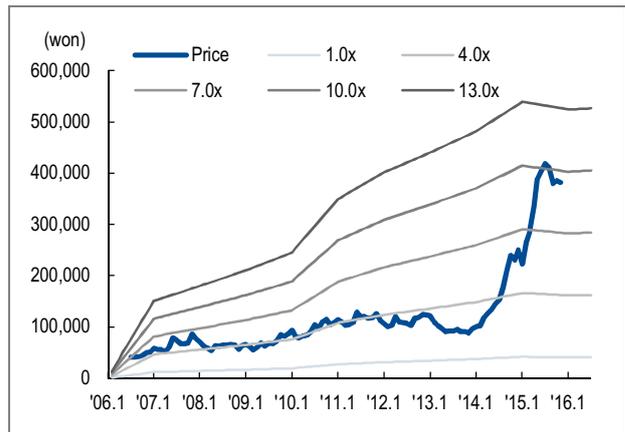
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

아모레퍼시픽 Forward PER Band



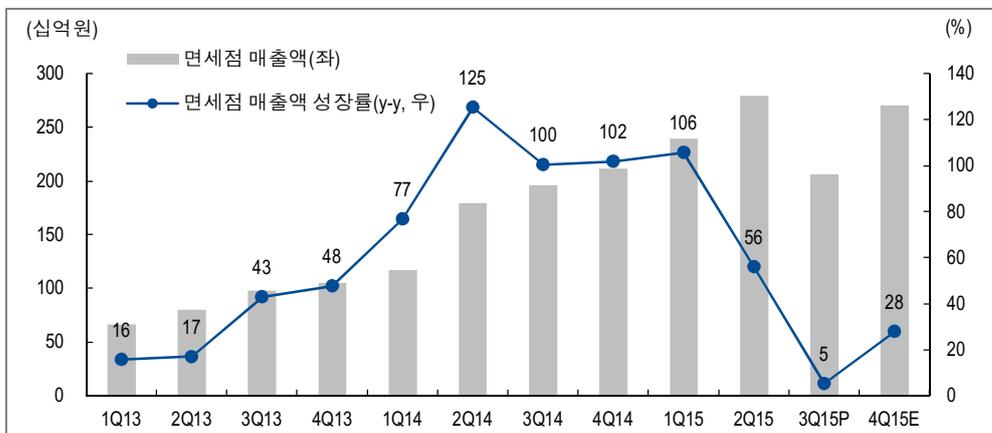
자료: Dataguide Pro

아모레퍼시픽 Trailing PBR Band



자료: Dataguide Pro

아모레퍼시픽의 면세점 매출액 추이 및 전망



자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치센터

	2013	2014	2015E	2016F	2017F	2018F
매출액(십억원)	3,100.4	3,874.0	4,608.8	5,326.7	6,014.9	6,679.1
한국	2,560.7	3,041.5	3,465.1	3,894.7	4,287.1	4,628.8
화장품	2,088.0	2,578.9	2,988.6	3,413.5	3,801.1	4,137.9
생활용품	472.7	462.6	476.5	481.2	486.1	490.9
해외	539.8	832.4	1,143.7	1,432.0	1,727.8	2,050.3
매출성장률(%)						
한국	6.4	18.8	13.9	12.4	10.1	8.0
화장품	6.0	23.5	15.9	14.2	11.4	8.9
생활용품	8.0	-2.1	3.0	1.0	1.0	1.0
해외	21.9	54.2	37.4	25.2	20.7	18.7
매출구성비(%)						
한국	82.6	78.5	75.2	73.1	71.3	69.3
화장품	67.3	66.6	64.8	64.1	63.2	62.0
생활용품	15.2	11.9	10.3	9.0	8.1	7.4
해외	17.4	21.5	24.8	26.9	28.7	30.7
영업이익						
한국	375.6	501.9	614.1	722.5	805.0	876.7
화장품	336.7	469.8	567.8	675.9	756.4	827.6
생활용품	38.9	32.1	46.2	46.7	48.6	49.1
해외	-5.1	61.7	146.4	186.9	236.1	292.1
영업이익률						
한국	14.7	16.5	17.7	18.6	18.8	18.9
화장품	16.1	18.2	19.0	19.8	19.9	20.0
생활용품	8.2	6.9	9.7	9.7	10.0	10.0
해외	-1.0	7.4	12.8	13.1	13.7	14.2

자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치센터 전망

구분	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15P	4Q15E	2014	2015E	2016F
매출액	931.8	966.7	996.7	978.8	1,204.4	1,195.4	1,141.2	1,067.9	3,874.0	4,608.8	5,326.7
증감률(y-y)	15.9	21.0	25.7	38.9	29.2	23.7	14.5	9.1	25.0	19.0	15.6
한국	739.5	776.3	801.0	724.7	935.1	917.7	828.1	784.1	3,041.5	3,465.1	3,894.7
화장품	607.6	674.6	665.4	631.3	796.2	806.1	679.1	707.3	2,578.9	2,988.6	3,413.5
전문점	110.1	117.6	105.7	92.8	119.6	122.9	106.3	94.7	426.2	443.5	456.8
할인점	44.2	41.9	38.6	35.9	42.9	41.8	41.1	33.2	160.6	159.0	160.6
온라인	92.0	101.1	102.1	100.5	129.2	109.7	84.4	100.1	395.7	423.4	474.2
백화점	79.3	81.2	72.1	67.2	81.8	82.2	73.6	67.6	299.8	305.2	309.5
면세점	116.4	179.1	195.9	211.5	239.4	279.1	206.1	270.2	703.0	994.8	1,293.3
방판	152.9	140.7	137.9	114.5	169.8	156.2	154.7	130.4	546.0	611.1	667.2
직판	7.1	7.7	7.4	6.6	7.5	8.3	8.5	7.4	28.8	31.7	32.0
기타	5.5	5.4	5.7	2.3	5.9	5.9	4.4	3.6	18.9	19.8	19.8
생활용품	131.9	101.7	135.6	93.4	138.9	111.8	149.0	76.8	462.6	476.5	481.2
해외	192.3	190.4	195.7	254.0	269.3	277.7	313.1	258.5	832.4	1,143.7	1,432.0
영업이익	175.7	151.1	147.7	89.3	278.0	208.1	163.5	110.9	563.8	760.4	909.4
증감률(y-y)	25.3	59.6	72.6	80.7	58.2	37.7	10.7	24.2	52.4	34.9	19.6
한국	161.4	140.1	132.8	67.8	223.5	182.6	131.2	76.8	501.9	614.1	722.5
화장품	144.6	131.5	118.8	75.1	202.1	172.7	107.8	85.2	469.8	567.8	675.9
생활용품	16.8	8.6	14.0	-7.3	21.4	9.9	23.4	-8.5	32.1	46.2	46.7
해외	14.3	11.1	14.9	21.4	54.5	25.5	32.3	34.1	-30.3	-29.3	-27.5
영업이익률	18.9	15.6	14.8	9.1	23.1	17.4	14.3	10.4	14.6	16.5	17.1

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

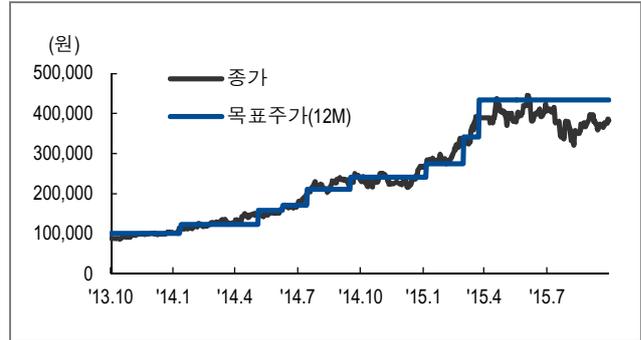
STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					VALUATION INDEX				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F		2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
매출액	3,874	4,609	5,327	6,015	PER (X)	35.1	49.5	39.8	33.7
증감률 (%)	25.0	19.0	15.6	12.9	PER (High,X)	42.0	59.7	48.0	40.6
매출원가	1,028	1,159	1,379	1,593	PER (Low,X)	15.1	27.1	21.8	18.5
매출총이익	2,846	3,450	3,948	4,422	PBR (X)	5.4	9.4	9.3	8.9
Gross 마진 (%)	73.5	74.9	74.1	73.5	PBR (High,X)	6.4	11.3	11.2	10.7
판매비와 일반관리비	2,282	2,690	3,039	3,381	PBR (Low,X)	2.3	5.1	5.1	4.9
영업이익 (GP-SG&A)	564	760	909	1,041	PCR (X)	18.5	23.8	20.0	18.0
증감률 (%)	52.4	34.8	19.6	14.5	PSR (X)	3.3	4.8	4.1	3.7
OP 마진 (%)	14.6	16.5	17.1	17.3	PEG (X)	1.7	2.6	2.6	2.7
EBITDA	700	937	1,107	1,225	PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	1.5	3.2	3.1	3.4
영업외손익	-34	-5	-3	4	PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	1.7	3.9	4.1	4.3
금융수익(비용)	11	5	2	4	EV/EBITDA (X)	19.5	25.5	21.7	19.3
기타영업외손익	-45	-10	-5	0	EV/EBIT (X)	24.2	31.5	26.4	22.8
중속 및 관계기업관련손익	0	0	0	0	Enterprise Value	13,649	23,926	23,976	23,695
세전계속사업이익	530	755	907	1,045	EPS CAGR (3년) (%)	21.0	18.9	15.3	12.5
법인세비용	145	205	247	282	EBITPS CAGR (3년) (%)	22.7	15.4	12.7	9.9
계속사업이익	385	550	660	763	EBITDAPS CAGR (3년) (%)	20.5	12.7	9.8	7.8
당기순이익	385	550	660	763	주당EBIT (W)	9,644	13,008	15,557	17,809
증감률 (%)	44.2	42.9	20.0	15.6	주당EBITDA (W)	11,971	16,037	18,930	20,948
Net 마진 (%)	9.9	11.9	12.4	12.7	EPS (W)	6,322	7,627	9,483	11,213
지배주주지분 순이익	379	541	650	751	BPS (W)	41,421	40,262	40,676	42,555
비지배주주지분 순이익	6	9	10	12	CFPS (W)	11,992	15,866	18,844	20,948
기타포괄이익	-12	0	0	0	SPS (W)	66,269	78,839	91,120	102,893
총포괄이익	373	550	660	763	DPS (W)	9,000	9,000	9,000	9,000

CASH FLOW STATEMENT					RIM & EVA				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F		2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
영업활동 현금흐름	586	233	937	1,043	RIM				
당기순이익	385	550	660	763	Spread (FROE-COE) (%)	-2.1	2.5	8.1	11.0
+ 유무형자산상각비	136	177	197	184	Residual Income	-55.6	327.1	437.6	532.7
+ 중속, 관계기업관련손실(이익)	0	0	0	0	12M RIM Target Price (W)	306,419			
+ 외화환산손실(이익)	-1	0	0	0	EVA				
+ 자산처분손실(이익)	15	0	0	0	투자자본	2,063.7	2,227.5	2,328.0	2,219.4
Gross Cash Flow	701	927	1,102	1,225	세후영업이익	390.6	585.6	703.2	811.3
- 운전자본의증가(감소)	0	-494	79	96	투자자본이익률 (%)	19.0	27.3	30.9	35.7
투자활동 현금흐름	-491	-414	-355	-129	투자자본이익률 - WACC (%)	6.3	14.8	20.1	25.0
+ 유형자산의감소	4	0	0	0	EVA	130.5	328.6	468.1	554.3
- 유형자산의증가(CAPEX)	-267	-350	-340	-110	DCF				
+ 투자자산의매각(취득)	7	-12	-15	-19	EBIT	563.8	760.4	909.4	1,041.1
Free Cash Flow	319	-117	597	933	+ 유무형자산상각비	136	177	197	184
Net Cash Flow	95	-181	582	914	- CAPEX	-267.2	-350.0	-340.0	-110.0
재무활동 현금흐름	-46	-50	-411	-608	- 운전자본증가(감소)	-102.3	19.0	22.3	25.1
자기자본 증가	0	0	0	0	Free Cash Flow for Firm	380.7	361.7	496.9	808.4
부채증감	-46	-50	-411	-608	WACC				
현금의증가	49	-231	171	306	타인자본비용 (COD)	2.6	1.7	1.9	2.1
기말현금 및 현금성자산	343	112	283	589	자기자본비용 (COE)	16.1	16.7	15.1	15.2
기말 순부채(순현금)	-488	-213	-174	-466	WACC(%)	12.7	12.5	10.8	10.7

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					PROFITABILITY & STABILITY				
(십억원)	2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F		2014/12A	2015/12E	2016/12F	2017/12F
현금및현금성자산	343	112	283	589	자기자본이익률 (ROE) (%)	14.0	19.2	23.3	26.1
매출채권	197	207	217	223	총자산이익률 (ROA) (%)	10.6	14.2	16.2	17.4
유동자산	1,427	1,230	1,430	1,762	투자자본이익률 (ROIC) (%)	19.0	27.3	30.9	35.7
유형자산	1,744	1,917	2,059	1,986	EBITDA/ 자기자본 (%)	24.3	33.4	38.9	41.0
투자자산	48	59	74	93	EBITDA/ 총자산 (%)	18.2	24.1	26.0	27.1
비유동자산	2,427	2,664	2,822	2,767	배당수익률 (%)	4.1	2.4	2.4	2.4
자산총계	3,855	3,894	4,252	4,528	배당성향 (%)	13.9	97.1	80.9	70.0
단기성부채	34	92	169	183	총현금배당금 (십억원)	62	621	621	621
매입채무	157	196	233	269	보통주 주당현금배당금(W)	9,000	9,000	9,000	9,000
유동부채	651	764	893	958	순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-17.0	-7.6	-6.1	-15.6
장기성부채	146	100	233	233	중부채/ 자기자본 (%)	33.9	38.7	49.4	51.6
장기충당부채	36	45	57	71	순이자비용/ 매출액 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
비유동부채	325	324	513	583	EBIT/ 순이자비용 (X)	217.5	258.2	254.8	211.9
부채총계	976	1,087	1,406	1,541	유동비율 (%)	219.2	161.1	160.1	183.8
자본금	35	35	35	35	당좌비율 (%)	172.4	119.2	123.2	148.4
자본잉여금	720	720	720	720	총발행주식수 (mn)	69	69	69	69
이익잉여금	2,136	2,056	2,085	2,215	액면가 (W)	5,000	500	500	500
비지배주주지분	20	28	39	50	주가 (W)	222,000	381,500	381,500	381,500
자본총계	2,878	2,807	2,846	2,987	시가총액 (십억원)	14,117	24,250	24,250	24,250

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가	
아모레퍼시픽	090430.KS	2015.05.11	Hold	433,000원 (12개월)	
		1/10 액면분할에 따라 목표주가 변경			
		2015.04.22	Hold	4,330,000원 (12개월)	
		2015.03.31	Hold	3,400,000원 (12개월)	
		2015.02.04	Hold	2,740,000원 (12개월)	
		2014.10.16	Hold	2,400,000원 (12개월)	
		2014.08.13	Hold	2,100,000원 (12개월)	



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자 의견 분포는 다음과 같습니다. (2015년 10월 30일 기준)

- 투자 의견 분포

Buy	Hold	Sell
70.3%	28.6%	1.1%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자 의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자 의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 "아모레퍼시픽"을 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.