글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

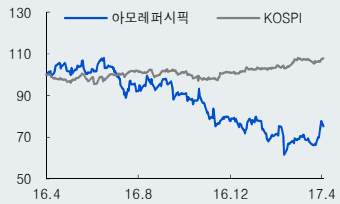
화장품

Company Report
2017.4.25

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	370,000
현재주가(17/04/24,원)	307,000
상승여력	21%

영업이익(17F,십억원)	897
Consensus 영업이익(17F,십억원)	926
EPS 성장률(17F,%)	1.8
MKT EPS 성장률(17F,%)	33.0
P/E(17F,x)	32.6
MKT P/E(17F,x)	9.4
KOSPI	2,173.74
시가총액(십억원)	17,947
발행주식수(백만주)	69
유동주식비율(%)	52.4
외국인 보유비중(%)	38.0
베타(12M) 일간수익률	1.58
52주 최저가(원)	251,500
52주 최고가(원)	441,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.6	-17.5	-24.8
상대주가	6.4	-22.3	-30.2



[화장품/생활용품/면세]

함승희
02-3774-1682
regina.hahm@miraeasset.com

김민경
02-3774-1732
minkyung.kim.a@miraeasset.com

아모레퍼시픽 (090430)

여전한 근원 경쟁력에 대한 신뢰

1Q17 Review: 연결 영업이익 3,168억원(-6.2% YoY), 컨센서스 하회

아모레퍼시픽의 1Q17 연결기준 잠정실적은 매출액 1조 5,690억원(+5.7% YoY), 영업이익 3,168억원(-6.2% YoY), 영업이익률 20.2%로 발표되었다. 매출액은 시장 기대치를 소폭 하회(-2.3%)했으나, 영업이익의 괴리율은 -7.9%로 다소 높았다. **3월 이후 중국인 인바운드 트래픽이 급감한 영향이 고마진 채널과 브랜드에 집중적인 영향을 미쳐 전반적인 브랜드 포트폴리오 효율성이 저하**되었던 것으로 파악된다. 또한 장기 인센티브 지급(14~16년 성과 분)과 해외 법인의 추가 인력 영입이 부가적인 단기 비용 부담 요인이 되었다.

해외 매출액은 4,770억원(+16.9% YoY)으로 다시 한 번 분기 사상 최대 규모를 경신한 수치였다. 아시아 지역은 +18.5% YoY 증가한 4,488억원의 매출을 기록했고, 일부 성숙 시장(홍콩, 싱가포르)의 성장성 약화에도 불구하고 중국과 신흥 시장의 고성장이 꾸준한 외형 확대를 견인했다. 미주 지역은 라네즈의 Target 채널 정리 영향으로 전분기에 이어 역성장을 이어갔다(-15.8% YoY).

여전한 Product innovation에 대한 신뢰, 그리고 Originality의 강점

현재 아모레퍼시픽의 실적 모멘텀을 훼손하는 요인은 크게 1) THAAD로 촉발된 외재 악재와 2) 카피캣의 역습으로 분석해볼 수 있다. 우선 정치적 노이즈로 인한 소매 시장에서의 인위적 제재 조치는 아직 회복 시기를 판가름하기 어렵지만 근원 경쟁력을 훼손하는 요인으로 볼 수 없다. 가장 민감한 중국 시장 내에서도 언론 보도가 집중된 3월 하순에 실적의 바닥을 확인할 수 있었다는 점은 현지 수요의 건전성을 입증한다.

최근 실적을 억누르는 핵심은 아이러니하게도 아모레퍼시픽의 역사적 발명품인 에어쿠션이다. 에어쿠션은 제형의 혁신을 통해 과거 장기간 외산 브랜드가 선점해온 페이스 메이크업 시장 내 돌풍을 일으켰을 뿐 아니라 글로벌 K-Beauty의 주역이 되어온 제품이다. **문제는 2015년부터 글로벌 브랜드들이 본격적으로 카피 제품을 출시하고 국내 저가 브랜드의 속출로 아모레퍼시픽의 핵심 브랜드와 다양한 채널에서 충돌**하고 있다는 점이다.

단기 우려 요인에도 근원적 강점에 대한 신뢰는 여전히 높다. **제품의 명확한 originality가 아모레퍼시픽에 귀속된다는 점, 그리고 과거 다양한 브랜드의 성장 정체기에 성공적으로 브랜드와 포트폴리오를 재정립해온 이력은 강력한 상대 경쟁력의 핵심을 형성**하기 때문이다.

매수 의견 유지, 변경된 실적전망 반영하여 목표주가 17.8% 하향

아모레퍼시픽에 대한 "매수" 투자의견을 유지하나 단기 외재 변수를 반영하여 실적 전망과 목표주가를 하향하여 제시한다. 변경된 목표주가는 37만원으로 기존 45만원 대비 17.8% 하향된 수치이며, 기존 RIM 모델 산출 방식을 유지하였다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	3,874	4,767	5,645	6,115	7,033	7,970
영업이익 (십억원)	564	773	848	897	1,054	1,230
영업이익률 (%)	14.6	16.2	15.0	14.7	15.0	15.4
순이익 (십억원)	379	578	639	651	781	922
EPS (원)	5,493	8,368	9,262	9,428	11,311	13,352
ROE (%)	14.0	18.6	17.7	15.7	16.4	16.8
P/E (배)	40.4	49.5	34.7	32.6	27.1	23.0
P/B (배)	5.4	8.5	5.7	4.8	4.2	3.6
배당수익률 (%)	4.1	0.3	0.5	0.6	0.7	0.7

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

1Q17 Review

표 1. 1Q17 Review (십억원, %)

	1Q16	4Q16	1Q17P			성장률	
			잠정치	미래에셋대우	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,485	1,316	1,569	1,618	1,606	5.7	19.2
영업이익	338	102	317	363	344	-6.2	209.9
영업이익률 (%)	22.7	7.8	20.2	22.5	21.4		
세전이익	346	118	295	368	344	-14.7	150.9
순이익	259	73	223	277	269	-13.9	203.9

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 실적변경표 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 이유
	17F	18F	17F	18F	17F	18F	
매출액	6,420	7,497	6,115	7,033	-4.8	-6.2	- 매출 전망 하향
영업이익	1,022	1,203	897	1,054	-12.2	-12.4	- 판매관리비, 원가율 조정
세전이익	1,035	1,219	880	1,048	-14.9	-14.0	
순이익	753	874	651	781	-13.5	-10.7	

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 연간 실적 전망 (십억원, %)

	12	13	14	15	16	17F	18F
매출액	2,849	3,100	3,874	4,767	5,645	6,115	7,033
%, YoY	11.5	8.8	25.0	23.0	18.4	8.3	15.0
국내	2,427	2,556	3,041	3,559	4,001	4,186	4,671
화장품	1,989	2,088	2,579	3,026	3,449	3,614	4,071
생활용품/녹차	438	468	463	533	552	572	600
해외	443	579	871	1,257	1,697	2,047	2,523
아시아	339	465	755	1,143	1,576	1,934	2,391
유럽	85	90	81	66	68	59	61
북미	18	24	35	49	53	54	71
%, YoY							
국내	9.0	5.3	19.0	17.0	12.4	4.6	11.6
화장품	9.0	5.0	23.5	17.3	14.0	4.8	12.6
생활용품/녹차	8.8	6.9	-1.1	15.2	3.6	3.6	5.0
해외	25.0	30.8	50.3	44.4	35.0	20.6	23.2
아시아	42.6	37.1	62.2	51.5	37.8	22.7	23.7
유럽	-14.9	5.9	-10.1	-19.4	4.0	-12.8	1.9
북미	13.9	30.6	48.5	39.3	9.7	1.2	31.1
%, 매출비중							
국내	85.2	82.4	78.5	74.7	70.9	68.5	66.4
해외	15.5	18.7	22.5	26.4	30.1	33.5	35.9
영업이익	365	370	564	773	848	898	1,054
%, 영업이익률	12.8	11.9	14.6	16.2	15.0	14.7	15.0
세전이익	362	364	530	778	857	880	1,048
%, 세전이익률	12.7	11.7	13.7	16.3	15.2	14.4	14.9
순이익	270	268	379	578	639	651	781
%, 순이익률	9.5	8.6	9.8	12.1	11.3	10.6	11.1

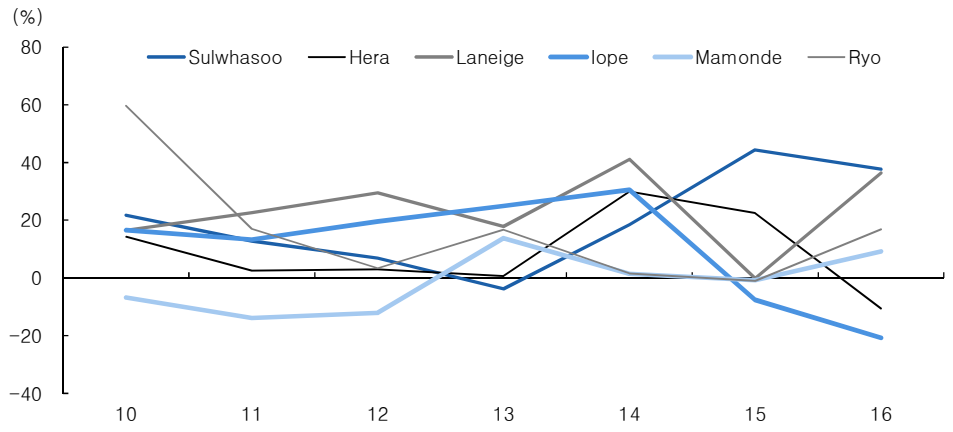
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. Valuation (십억원, %, 천주, 원, 배)

	17F	18F	19F	20F	21F	22F	23F	24F	25F	26F
당기순이익 (비지배 제외)	651	781	922	1,046	1,186	1,338	1,496	1,658	1,821	1,982
자본총계 (비지배 제외)	4,420	4,668	5,564	6,577	7,676	8,881	10,186	11,582	13,053	14,581
FROE(Forecasted ROE)	15.7%	16.4%	16.8%	16.6%	16.6%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%
ROE spread	6.8%	7.5%	8.4%	8.2%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%
Residual Income	299	381	492	550	617	693	771	850	929	1,006
Terminal Value	30,204									
NPV of FCFF	4,073									
PV of Terminal Value	12,847									
Current Book Value	3,879									
Mid-year abj Factor	1.03									
Equity Value	21,378									
추정주당가치 (원)	**370,000**									
현재주가 (원)	307,000									
Upside (%)	20.5%									
[Key assumptions]										
Cost of equity	8.9%									
Beta	1.0									
Market risk premium	7.5%									
Rf	1.8%									
RI 지속계수	4.8%									

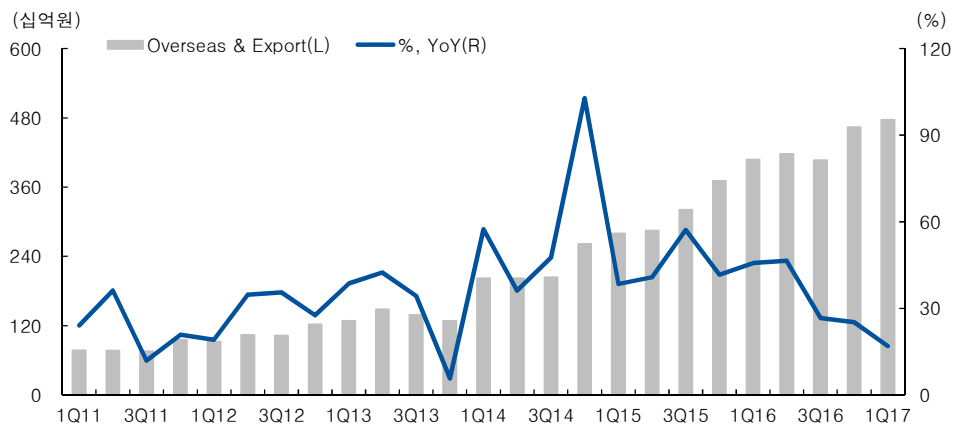
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 핵심 브랜드의 연간 매출 성장률 추이(국내 실적 기준)



자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 분기별 해외 매출액 및 성장률 추이



자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	**5,645**	**6,115**	**7,033**	**7,970**
매출원가	**1,425**	**1,583**	**1,817**	**2,059**
매출총이익	**4,220**	**4,532**	**5,216**	**5,911**
판매비와관리비	**3,373**	**3,635**	**4,162**	**4,681**
조정영업이익	**848**	**897**	**1,054**	**1,230**
영업이익	**848**	**897**	**1,054**	**1,230**
비영업손익	**9**	**-17**	**-6**	**-3**
금융손익	13	12	14	17
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	857	880	1,048	1,227
계속사업법인세비용	211	233	271	310
계속사업이익	646	647	777	917
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**646**	**647**	**777**	**917**
지배주주	639	651	781	922
비지배주주	6	-3	-4	-5
총포괄이익	**632**	**647**	**777**	**917**
지배주주	626	625	750	886
비지배주주	7	22	26	31
EBITDA	1,029	1,106	1,286	1,482
FCF	182	285	440	574
EBITDA 마진율 (%)	18.2	18.1	18.3	18.6
영업이익률 (%)	15.0	14.7	15.0	15.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.3	10.6	11.1	11.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	**2,116**	**2,442**	**2,939**	**3,590**
현금 및 현금성자산	624	687	887	1,197
매출채권 및 기타채권	340	417	475	540
재고자산	410	467	559	667
기타유동자산	742	871	1,018	1,186
비유동자산	**3,065**	**3,370**	**3,653**	**3,917**
관계기업투자등	3	3	4	4
유형자산	2,359	2,610	2,838	3,046
무형자산	228	273	318	363
자산총계	**5,182**	**5,812**	**6,592**	**7,508**
유동부채	**1,171**	**1,261**	**1,381**	**1,514**
매입채무 및 기타채무	166	169	194	222
단기금융부채	145	145	145	145
기타유동부채	860	947	1,042	1,147
비유동부채	**114**	**116**	**119**	**123**
장기금융부채	3	3	3	3
기타비유동부채	111	113	116	120
부채총계	**1,285**	**1,377**	**1,501**	**1,637**
지배주주지분	**3,879**	**4,420**	**5,081**	**5,865**
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720
이익잉여금	3,159	3,700	4,361	5,145
비지배주주지분	**18**	**15**	**11**	**6**
자본총계	**3,897**	**4,435**	**5,092**	**5,871**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	677	755	910	1,044
당기순이익	646	647	777	917
비현금수익비용가감	409	438	497	554
유형자산감가상각비	181	209	232	252
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	228	229	265	302
영업활동으로인한자산및부채의변동	-163	-98	-93	-116
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-11	-74	-55	-61
재고자산 감소(증가)	-86	-57	-92	-108
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	3	25	28
법인세납부	-227	-233	-271	-310
투자활동으로 인한 현금흐름	-610	-577	-585	-591
유형자산처분(취득)	-494	-460	-460	-460
무형자산감소(증가)	-40	-45	-45	-45
장단기금융자산의 감소(증가)	-224	-80	-90	-100
기타투자활동	148	8	10	14
재무활동으로 인한 현금흐름	-133	-114	-125	-143
장단기금융부채의 증가(감소)	-22	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-95	-109	-120	-138
기타재무활동	-16	-5	-5	-5
현금의 증가	-63	64	200	310
기초현금	687	624	687	887
기말현금	624	687	887	1,197

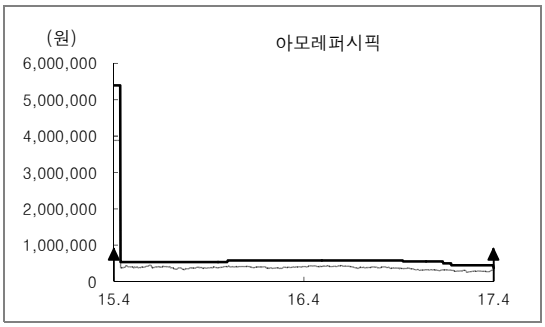
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	34.7	32.6	27.1	23.0
P/CF (x)	21.0	19.5	16.6	14.4
P/B (x)	5.7	4.8	4.2	3.6
EV/EBITDA (x)	19.5	17.1	14.5	12.3
EPS (원)	9,262	9,428	11,311	13,352
CFPS (원)	15,277	15,729	18,461	21,305
BPS (원)	56,222	64,069	73,643	84,996
DPS (원)	1,580	1,738	1,999	2,299
배당성향 (%)	14.3	15.7	15.0	14.6
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	18.4	8.3	15.0	13.3
EBITDA증가율 (%)	11.8	7.5	16.3	15.2
조정영업이익증가율 (%)	9.7	5.8	17.5	16.7
EPS증가율 (%)	10.7	1.8	20.0	18.0
매출채권 회전율 (회)	19.7	18.4	17.7	17.5
재고자산 회전율 (회)	15.4	13.9	13.7	13.0
매입채무 회전율 (회)	8.8	9.5	10.0	9.9
ROA (%)	13.4	11.8	12.5	13.0
ROE (%)	17.7	15.7	16.4	16.8
ROIC (%)	25.0	22.4	23.5	24.8
부채비율 (%)	33.0	31.0	29.5	27.9
유동비율 (%)	180.7	193.7	212.8	237.1
순차입금/자기자본 (%)	-24.1	-24.3	-26.6	-29.9
조정영업이익/금융비용 (x)	217.5	196.2	230.3	268.8

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
아모레퍼시픽(090430)	2017.04.24	매수	370,000원
	2017.02.02	매수	450,000원
	2017.01.17	매수	500,000원
	2016.11.01	매수	550,000원
	2015.11.30	매수	580,000원
	2015.05.08	매수	540,000원
	2015.04.20	매수	5,400,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
72.86%	15.58%	11.56%	0.00%

* 2017년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.