



## Outperform(Maintain)

목표주가: 370,000원

주가(10/30): 326,500원

시가총액: 21조452억원

의류/생활용품

Analyst 이희재

02) 3787-4704

Heejae0403@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (10/30)	2,501.93pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	380,000원
등락률	-14.08%
수익률	절대 상대
1M	25.8%
6M	11.8%
1Y	-9.3%
	-20.4%
	-1.4%
	-26.8%

## Company Data

발행주식수	69,016천주
일평균 거래량(3M)	233천주
외국인 지분율	41.38%
배당수익률(17E)	0.55%
BPS(17E)	61,921원
주요 주주	아모레퍼시픽그룹 외 4인
	49.3%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	56,454	53,212	58,739	65,372
보고영업이익	8,481	6,499	7,850	8,990
EBITDA	10,293	8,182	9,633	10,868
세전이익	8,566	6,710	8,192	9,414
순이익	6,457	5,058	6,175	7,096
지배주주지분순이익	6,393	5,033	6,144	7,061
EPS(원)	10,935	8,609	10,510	12,078
증감률(%YoY)	-4.6	-21.3	22.1	14.9
PER(배)	29.4	37.9	31.1	27.0
PBR(배)	5.7	5.2	4.7	4.2
EV/EBITDA(배)	19.7	24.3	20.2	17.4
보고영업이익률(%)	15.0	12.2	13.4	13.8
ROE(%)	17.8	12.4	13.6	14.0
순부채비율(%)	-24.1	-28.1	-33.3	-40.6

## Price Trend

 실적 Review

## 아모레퍼시픽 (090430)

## 국내 부진 지속이나 아시아 성장세 기대



아모레퍼시픽의 3분기 영업이익은 40% 감소로 부진했으나 최근 시장 추정치 대비 상회함. 중국 사드 영향으로 인한 면세점 채널 급감 했고 기타 내수 채널의 경쟁에서도 부진했음. 다만 최근 주가는 한중 관계 개선 기대감에 따라 급격하게 상승해 밸류애이션의 부담감 확대됐음. 하지만 동사는 중국 익스포저가 38%로 추정됨에 따라 관계 개선 시 회복 모멘텀이 경쟁사 대비 클 것으로 판단함.

## &gt;&gt;&gt; 3Q17 매출액 YoY -14%, 영업이익 -40% 기록

아모레퍼시픽의 분기 IFRS 연결실적은 매출액 1조2,099억원(YoY -13.6%)과 영업이익 1,011억원(YoY -39.7% / OPM 8.4%, YoY -3.6%), 순이익 798억원(YoY -31.9% / NPM 6.6%)을 기록함. 영업이익은 시장 기대치보다 4.6% 상회했음. 매출 감소로 인해 고정비 부담이 확대됐음.

## &gt;&gt;&gt; 면세 및 기타 국내 부진했으나 돋보이는 해외 성장세

\* 국내 화장품 매출액 6,389억원 (YoY -22%), 영업이익 563억원 (YoY -62%, OPM 8.8%): 면세점 매출은 지정학적 불확실성에 따른 중국인 입국객 급감(-63%) 및 구매 개수 제한(9월 시행)으로 인해 35% 감소했음. 그 외 순수 내수 채널은 17% 감소(아리따움 -25%, 백화점 -10%, 디지털 -17%, 방판 -7% 추정)했는데, 중국인 중심 상권 부진, 쿠션 이후 히트 상품 부재, H&B 스토어와의 경쟁 심화 등 복합적으로 작용했던 것으로 판단함.

\* 국내 생활용품 매출액 1,513억원 (YoY -6%), 영업이익 106억원(YoY 흑자 전환, OPM 7.0%). 작년 치약 리콜 사태로 인해 기저효과로 흑자전환.

\* 해외 화장품 매출액 4,273억원 (YoY +5%), 영업이익 454억원 (YoY -4%, OPM 10.6%). 아시아 매출 +8%, 프랑스 -53%, 미국 -12%.

: 중국 매출 성장율(위안화)은 +12% 수준 지속, 설화수/이니스프리/에뛰드는 +30%(매장수 +30% 수준)로 성장세 회복 중이나 증가 가격대의 마몽드 40% 감소. 마케팅 활동을 아직 정상화하지 못하고 있는 상황은 한중 외교 관계 개선 이전에는 지속될 것으로 예상. 다만 수익성은 방어한 것은 고무적임.

: 아세안(원화)은 20%대 성장. 태국, 말레이시아, 인도네시아, 베트남은 +50% 고성장 지속하지만 홍콩 매출 감소. 아시아 전체 이익은 519억원(+15.1%, OPM 12.8%)으로 개선.

: 유럽(매출 -53%, 영업적자 55억원)은 '롤리타 램피카' 라이선스 종료에 따라 매출 및 이익 감소. 미국(매출 -12%, 영업적자 9억원)은 라네즈 세포라 입점, 이니스프리 1호점 오픈 등 투자 비용 발생. 향후 성장 기대

## &gt;&gt;&gt; 주가 급등은 부담이나 한중 관계 개선 시 회복 모멘텀 클 것

최근 사드 관련 리스크 해소 기대감으로 인해 화장품 업종 주가 저점대비 +40% 수준 상승했음. 아직 편더맨탈 변화가 뚜렷히 보이지 않는 상황에서 급격한 주가 상승은 부담임. 하지만 동사는 전체 매출 중 중국 관련 비중이

38%('16년 면세점 전체 27% 중 70%→)19%, 중국 현지 19%)로 추정되므로. 한중 관계가 개선된다면 1) 중국인 입국객수 회복으로 인한 고마진의 면세채널 실적 턴어라운드, 2) 중국 현지 마켓팅 정상화로 인해 성장 모멘텀 강화 가능할 것으로 기대함. 현재 중국 시장의 소비 상향 트렌드는 동사의 가격대별 다양한 브랜드 포트폴리오 보유 및 브랜드력으로 대응 가능할 것으로 예상. 투자의견 Outperform과 목표주가 37만원 제시함. '18년 EPS에 35배(글로벌 피어들의 평균, 최근 시세이도 밸류애이션 급등) 적용했음.

### 아모레퍼시픽 분기별 손익 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1485.1</b>	<b>1443.4</b>	<b>1400.9</b>	<b>1316.0</b>	<b>1569.0</b>	<b>1205.0</b>	<b>1209.9</b>	<b>1294.4</b>	<b>5645.4</b>	<b>5321.2</b>	<b>5873.9</b>	<b>6537.2</b>
국내	1085.4	1038.8	1007.0	869.3	1104.4	805.6	790.2	779.3	4000.5	3501.4	3737.3	4004.3
화장품	926.7	908.5	845.9	767.6	941.3	694.7	638.9	672.1	3448.7	2968.9	3194.2	3450.3
생활용품	158.7	130.3	161.1	101.7	163.1	110.9	151.3	107.2	551.8	532.5	543.1	554.0
해외	408.0	417.3	407.0	464.5	477.0	408.5	427.3	536.1	1696.8	1819.9	2136.6	2532.9
아시아	378.7	387.9	376.2	432.7	448.8	391.9	406.4	528.1	1575.5	1775.2	2073.0	2446.4
유럽	15.4	16.6	15.3	20.8	16.4	5.4	7.2	11.9	68.1	40.9	40.9	42.1
북미	13.9	12.8	15.5	11.1	11.7	11.3	13.7	17.1	53.3	53.8	72.7	94.5
<b>[%YoY]</b>	<b>23.3%</b>	<b>20.0%</b>	<b>21.9%</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.7%</b>	<b>-16.5%</b>	<b>-13.6%</b>	<b>-1.7%</b>	<b>17.5%</b>	<b>-5.7%</b>	<b>10.4%</b>	<b>11.3%</b>
국내	16.1%	13.2%	21.6%	-1.0%	1.8%	-22.4%	-21.5%	-10.4%	12.4%	-12.5%	6.7%	7.1%
화장품	17.9%	13.8%	26.6%	-0.8%	1.6%	-23.5%	-24.5%	-12.4%	14.0%	-13.9%	7.6%	8.0%
생활용품	6.2%	9.3%	0.8%	-2.5%	2.8%	-14.9%	-6.1%	5.4%	3.6%	-3.5%	2.0%	2.0%
해외	45.7%	46.4%	26.7%	25.2%	16.9%	-2.1%	5.0%	15.4%	34.9%	7.3%	17.4%	18.6%
아시아	50.0%	49.3%	29.1%	27.4%	18.5%	1.0%	8.0%	22.0%	37.8%	12.7%	16.8%	18.0%
유럽	-6.7%	10.7%	-7.3%	18.9%	6.5%	-67.5%	-52.9%	-43.0%	4.0%	-40.0%	0.0%	3.0%
북미	24.1%	25.5%	16.5%	-20.1%	-15.8%	-11.7%	-11.6%	54.4%	9.7%	1.0%	35.0%	30.0%
<b>영업이익</b>	<b>337.8</b>	<b>240.6</b>	<b>167.5</b>	<b>102.2</b>	<b>316.8</b>	<b>101.6</b>	<b>101.1</b>	<b>130.4</b>	<b>848.1</b>	<b>649.9</b>	<b>785.0</b>	<b>899.0</b>
국내	268.2	199.5	136.6	73.3	234.0	82.6	66.9	88.5	677.6	472.0	536.7	614.1
해외	79.4	49.0	47.2	34.8	88.1	19.8	45.4	64.6	210.4	217.9	288.2	324.9
<b>[%YoY]</b>	<b>21.5%</b>	<b>15.6%</b>	<b>2.5%</b>	<b>-17.2%</b>	<b>-6.2%</b>	<b>-57.8%</b>	<b>-39.6%</b>	<b>27.6%</b>	<b>9.7%</b>	<b>-23.4%</b>	<b>20.8%</b>	<b>14.5%</b>
국내	20.0%	9.3%	4.1%	-29.4%	-12.8%	-58.6%	-51.0%	20.8%	5.7%	-30.3%	13.7%	14.4%
해외	36.7%	59.6%	23.6%	7.4%	11.0%	-59.6%	-3.8%	85.6%	59.4%	3.6%	32.3%	12.7%
<b>[OPM]</b>	<b>22.7%</b>	<b>16.7%</b>	<b>12.0%</b>	<b>7.8%</b>	<b>20.2%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.4%</b>	<b>10.1%</b>	<b>15.0%</b>	<b>12.2%</b>	<b>13.4%</b>	<b>13.8%</b>
국내	24.7%	19.2%	13.6%	8.4%	21.2%	10.3%	8.5%	11.4%	16.9%	13.5%	14.4%	15.3%
해외	19.5%	11.7%	11.6%	7.5%	18.5%	4.8%	10.6%	12.0%	12.4%	12.0%	13.5%	12.8%

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권, 리서치센터, 주: IFRS 연결 기준

## 아모레퍼시픽 국내 브랜드별 매출 (단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	2015	2016
<b>럭셔리 브랜드</b>	580	560	508	471	581	433	407	1779	2116
설화수	380	356	336	324	402	271	256	1014	1396
헤라	138	136	99	100	118	99	82	530	472
VB	27	30	42	18	30	31	43	110	116
기타 럭셔리	35	37	31	29	31	33	25	125	132
<b>프리미엄 브랜드</b>	297	302	286	247	305	213	191	1068	1132
라네즈	123	151	148	134	152	95	100	409	556
아이오페	100	86	79	63	81	64	44	413	328
마몽드	20	20	19	17	23	18	16	68	76
기타 프리미엄	55	47	40	33	49	37	31	178	176
<b>매스 브랜드</b>	145	116	147	90	151	99	138	477	500
려	36	29	31	27	43	23	30	107	124
미쟝센	38	34	35	33	44	32	36	135	140
해피바스	20	25	27	18	22	24	24	89	88
기타 매스	52	28	54	12	42	19	47	146	148
<b>오설록</b>	13	14	14	11	12	12	13	57	52
<b>기타</b>	50	47	52	50	55	48	40	181	200
<b>전체</b>	1086	1039	1007	869	1104	806	790	3559	4001
<b>브랜드별 매출 증가율</b>									
<b>Luxury Brands</b>	31%	21%	29%	-1%	0%	-23%	-20%		19%
설화수	53%	44%	54%	7%	6%	-24%	-24%		38%
헤라	-3%	-13%	-5%	-21%	-14%	-27%	-17%		-11%
VB	21%	9%	-5%	9%	10%	2%	3%		5%
기타 럭셔리	13%	13%	8%	-9%	-11%	-12%	-19%		6%
<b>Premium Brands</b>	-2%	8%	20%	0%	2%	-30%	-33%		6%
라네즈	18%	40%	72%	22%	24%	-37%	-32%		36%
아이오페	-25%	-22%	-14%	-21%	-19%	-26%	-44%		-21%
마몽드	10%	8%	22%	-1%	19%	-10%	-17%		12%
기타 프리미엄	14%	6%	-8%	-18%	-12%	-21%	-23%		-1%
<b>Mass Brands</b>	10%	12%	0%	-3%	4%	-15%	-6%		5%
려	37%	27%	8%	-1%	20%	-20%	-4%		16%
미쟝센	4%	1%	6%	7%	16%	-6%	3%		4%
해피바스	0%	9%	6%	-6%	13%	-3%	-10%		-1%
기타 매스	5%	22%	-9%	-18%	-19%	-31%	-13%		1%
<b>오설록</b>	-23%	-13%	14%	-1%	-7%	-11%	-10%		-9%
<b>기타</b>	24%	-14%	47%	-3%	11%	3%	-23%		10%
<b>전체</b>	16%	13%	22%	-1%	2%	-22%	-22%		12%

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	47,666	56,454	53,212	58,739	65,372
매출원가	11,694	14,248	13,429	14,824	16,498
매출총이익	35,972	42,207	39,783	43,915	48,874
판매비및일반관리비	28,243	33,726	33,284	36,066	39,884
영업이익(보고)	7,729	8,481	6,499	7,850	8,990
영업이익(핵심)	7,729	8,481	6,499	7,850	8,990
영업외손익	54	85	211	342	424
이자수익	156	170	160	177	197
배당금수익	0	0	0	0	1
외환이익	125	322	0	0	0
이자비용	31	39	39	39	39
외환손실	172	348	0	0	0
관계기업지분법손익	0	1	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-65	45	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	99	-14	0	0	0
기타	-58	-53	89	204	265
법인세차감전이익	7,783	8,566	6,710	8,192	9,414
법인세비용	1,935	2,108	1,652	2,017	2,318
유효법인세율 (%)	24.9%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%
당기순이익	5,848	6,457	5,058	6,175	7,096
지배주주지분순이익(억원)	5,775	6,393	5,033	6,144	7,061
EBITDA	9,198	10,293	8,182	9,633	10,868
현금순이익(Cash Earnings)	7,317	8,269	6,741	7,959	8,974
수정당기순이익	5,822	6,434	5,058	6,175	7,096
증감율(% YoY)					
매출액	23.0	18.4	-5.7	10.4	11.3
영업이익(보고)	37.1	9.7	-23.4	20.8	14.5
영업이익(핵심)	37.1	9.7	-23.4	20.8	14.5
EBITDA	31.4	11.9	-20.5	17.7	12.8
지배주주지분 당기순이익	52.3	10.7	-21.3	22.1	14.9
EPS	52.3	-4.6	-21.3	22.1	14.9
수정순이익	46.8	10.5	-21.4	22.1	14.9

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	6,275	6,770	7,154	8,664	11,057
당기순이익	5,848	6,457	5,058	6,175	7,096
감가상각비	1,469	1,812	1,683	1,784	1,878
무형자산상각비	0	0	0	0	0
외환손익	86	-43	0	0	0
자산처분손익	121	27	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-1,673	-1,633	413	705	2,084
기타	426	150	0	0	0
투자활동현금흐름	-2,169	-6,096	-3,097	-4,101	-4,534
투자자산의 처분	503	-2,154	298	-508	-610
유형자산의 처분	17	12	0	0	0
유형자산의 취득	-2,153	-4,948	-3,100	-3,100	-3,100
무형자산의 처분	-607	-401	0	0	0
기타	70	1,395	-295	-493	-825
재무활동현금흐름	-694	-1,330	-1,156	-1,117	-1,223
단기차입금의 증가	-68	-45	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-627	-946	-1,090	-1,218	-1,345
기타	0	-339	-66	101	123
현금및현금성자산의 순증가	3,446	-635	2,901	3,446	5,300
기초현금및현금성자산	3,426	6,872	6,237	9,138	12,583
기말현금및현금성자산	6,872	6,237	9,138	12,583	17,884
Gross Cash Flow	7,948	8,403	6,741	7,958	8,974
Op Free Cash Flow	2,842	1,223	3,895	5,306	7,638

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	18,332	21,163	23,207	28,114	35,168
현금및현금성자산	6,872	6,237	9,138	12,583	17,884
유동금융자산	2,453	4,650	4,383	4,839	5,385
매출채권및유동채권	3,752	4,159	3,920	4,327	4,816
재고자산	3,239	4,099	3,863	4,265	4,746
기타유동비금융자산	2,015	2,018	1,902	2,100	2,337
비유동자산	26,099	30,652	32,252	34,255	36,534
장기매출채권및기타비유동채권	1,336	1,436	1,354	1,494	1,663
투자자산	3,678	2,910	2,879	2,932	2,996
유형자산	18,706	23,586	25,004	26,320	27,542
무형자산	2,116	2,281	2,281	2,281	2,281
기타비유동자산	263	439	734	1,228	2,052
자산총계	44,431	51,816	55,459	62,369	71,702
유동부채	8,719	11,712	11,458	13,301	16,750
매입채무및기타유동채무	5,564	8,033	7,572	8,358	9,302
단기차입금	247	548	548	548	548
유동성장자차입금	755	899	899	899	899
기타유동부채	2,153	2,232	2,440	3,496	6,001
비유동부채	1,989	1,137	1,066	1,177	1,310
장기매입채무및비유동채무	94	94	89	98	109
사채및장기차입금	514	30	30	30	30
기타비유동부채	1,381	1,013	947	1,049	1,171
부채총계	10,708	12,849	12,524	14,477	18,060
자본금	345	345	345	345	345
주식발행초과금	7,127	7,127	7,127	7,127	7,127
이익잉여금	26,231	31,587	35,534	40,466	46,188
기타자본	-247	-270	-270	-270	-270
지배주주지분자본총계	33,456	38,788	42,736	47,668	53,390
비지배주주지분자본총계	267	178	198	224	253
자본총계	33,723	38,966	42,934	47,891	53,643
순차입금	-7,809	-9,410	-12,044	-15,945	-21,792
총차입금	1,516	1,477	1,477	1,477	1,477

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	9,879	10,935	8,609	10,510	12,078
BPS	114,985	142,927	174,376	208,694	246,109
주당EBITDA	45,782	57,266	59,746	66,294	72,729
CFPS	33,719	40,238	46,092	51,680	57,239
DPS	5,500	7,500	9,500	11,500	13,500
주가배수(배)					
PER	42.0	29.4	37.9	31.1	27.0
PBR	9.1	6.0	4.9	4.1	3.5
EV/EBITDA	22.9	15.1	14.1	12.3	10.7
PCFR	31.1	21.3	18.6	16.6	15.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.8	14.5	14.9	15.4	15.9
영업이익률(핵심)	12.8	14.5	14.9	15.4	15.9
EBITDA margin	15.2	16.6	16.9	17.5	17.9
순이익률	8.8	9.5	11.1	11.6	12.1
자기자본이익률(ROE)	24.6	24.5	23.8	22.2	20.9
투하자본이익률(ROIC)	24.0	29.7	28.5	29.8	31.3
안정성(%)					
부채비율	99.2	71.8	59.2	50.9	45.1
순차입금비율	29.9	16.3	1.3	-12.0	-22.8
이자보상배율(배)	20.8	44.3	48.2	55.7	61.3
활동성(배)					
매출채권회전율	11.8	12.4	11.8	12.1	12.1
재고자산회전율	12.5	12.5	11.5	11.8	11.8
매입채무회전율	8.9	9.3	9.1	9.3	9.3

## Compliance Notice

- 당사는 10월 30일 현재 '아모레퍼시픽' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	괴리율(%)		
					평균 주가대비	최고 주가대비	최저 주가대비
<b>아모레퍼시픽</b>							
(090430) 2014/08/13		BUY(Maintain)	245,000원	6개월			
담당자변경 2015/12/03		BUY(Maintain)	580,000원	6개월	-30.26	-28.10	
2016/02/02		BUY(Maintain)	580,000원	6개월	-32.02	-28.10	
2016/05/03		BUY(Maintain)	580,000원	6개월	-31.25	-25.69	
2016/08/01		BUY(Maintain)	520,000원	6개월	-26.82	-21.92	
2016/11/02		BUY(Maintain)	450,000원	6개월	-27.60	-15.56	
2017/02/03		BUY(Maintain)	380,000원	6개월	-20.48	-5.00	
2017/07/27		Outperform (Downgrade)	320,000원	6개월	-15.15	-7.66	
2017/10/31		Outperform BUY(Maintain)	370,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중 확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중 축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2016/10/01~2017/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	152	93.25%
중립	10	6.13%
매도	1	0.61%