

# 아모레퍼시픽

**BUY(유지)**

090430 기업분석 | 화장품

목표주가(하향)

360,000원

현재주가(07/03)

309,500원

Up/Downside

+16.3%

2018. 07. 04

## 실적 기대치 하향, 여유가 필요해

### Comment

**2Q18 실적 기대치 하향:** 업황 회복 기대감 대비 실제로 면세점을 비롯한 국내 오프라인 실적 개선 폭이 크지 않은 것으로 판단되어 분기 실적 기대치를 다시 낮출 필요가 있어 보인다. 2Q18 연결매출 12,789억원(+6.1%YOY), 영업이익 1,669억원(+64.3%YOY)으로 시장 컨센서스 영업이익(1,796억원)을 하회할 것으로 전망된다. 전문점 채널을 비롯해 마트, 백화점 매출이 여전히 감소하고 있는 것으로 추정되며, 면세점 매출은 YOY 증가하고 있으나 중국인 인바운드 증가 속도에는 못미치는 것으로 보인다. 전문점 채널은 판매 부진에 따라 매장수가 자연적으로 감소하고 있고, 방판에서는 바이탈 뷰티 부문 성장이 높아 믹스 개선이 이뤄지고 있는 것으로 보인다. 홈쇼핑 방송 축소에 따른 디지털 채널 매출 성장도 부자해 전반적으로 브랜드 경쟁력 회복이 뒷받침 되어야 할 것으로 보인다.

**여유 갖고 하반기 기다리기:** 다행인 것은 면세점에서 인당 구매제한을 해제하고 있어 3Q18 면세점 실적 회복에 조금이나마 보탬이 될 것으로 보인다. 구매제한 해제가 일시적인 프로모션이라고는 하지만 구매갯수 제한을 유지할 유인이 적어 보여 구매제한이 다시 강화될 가능성은 높지 않다고 판단한다. 하반기 중국에서 마케팅비가 증가해 마진 개선은 제한적일 것으로 판단하며, 미국에서도 이니스프리 매장 추가 출점이 예정되어 있어 영업적자가 커질 전망이다. 국내외로 온라인 채널의 중요성은 충분히 인지하고 있는 듯 보이며, 멀티브랜드 매장으로의 수요 분산에 대응할 필요성을 통감하고 있는 것으로 판단되어 향후 어떤 식으로 성장 방안을 모색해 나갈지에 대해 관심을 두자.

### Action

**주가 조정시 매수 대응 선호:** 실적 전망치 하향 조정폭(-10%)만큼 목표주가도 하향 제시한다. 주가가 방향성을 잡기까지 시간이 지연될 것으로 보이지만 하반기 실적 회복 기대감은 유지해도 좋으며, 수요 개선이 본격화되면 이익 증가 속도는 업종 내 가장 빠를 수 있다. 실적 기대치 하향에 따른 주가 조정이 있다면 저점 매수 기회로 삼길 추천한다.

### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

### Stock Data

FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	239,500/351,500원
<b>매출액</b>	5,645	5,124	5,447	5,946	6,508	KOSDAQ /KOSPI	790/2,272pt
(증가율)	18.4	-9.2	6.3	9.2	9.5	시가총액	183,852억원
영업이익	848	596	704	859	1,026	60일-평균거래량	156,817
(증가율)	9.7	-29.7	18.0	22.1	19.4	외국인자본율	34.7%
자배주주순이익	639	394	500	635	764	60일-외국인자본율변동추이	+1.1%p
EPS	10,649	6,508	8,299	10,528	12,726	주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 3 인 47.6%
PER (H/L)	41.6/28.4	56.4/36.3	37.9	29.9	24.7	(천원)	아모레퍼시픽(주)
PBR (H/L)	7.9/5.4	6.1/3.9	4.8	4.3	3.8		KOSPI지수대비(우)
EV/EBITDA (H/L)	26.7/18.5	27.9/18.4	18.0	16.0	13.7		
영업이익률	15.0	11.6	12.9	14.4	15.8	주가상승률	1M 3M 12M
ROE	17.7	9.8	11.5	13.2	14.2	절대기준	-6.5 -5.6 3.5
						상대기준	0.4 1.6 8.9



도표 1. 아모레퍼시픽 실적 추정치 조정

(단위: 억원, %)

	18년E			19년E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	54,471	56,610	-3.8	59,457	63,094	-5.8
영업이익	7,036	7,844	-10.3	8,591	9,709	-11.5
순이익	6,360	6,879	-7.5	7,844	9,115	-13.9
지배주주순이익	4,999	5,751	-13.1	6,354	7,211	-11.9

자료: DB 금융투자

도표 2. 아모레퍼시픽 국내법인 유통채널별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	17	18E	19E
국내매출	11,044	8,056	7,902	6,473	9,409	8,279	8,599	7,729	33,474	34,015	35,904
%YoY	1.8%	-22.4%	-21.5%	-25.5%	-14.8%	2.8%	8.8%	19.4%	-16.3%	1.6%	5.5%
<By Channel>											
Cosmetics	9,413	6,947	6,389	5,553	7,807	7,154	7,055	6,789	28,302	28,805	30,552
Specialty	1,043	938	748	622	829	800	688	572	3,351	2,889	2,779
Discount	367	289	217	177	345	277	215	175	1,050	1,012	1,007
Digital	1,122	998	837	765	1,006	988	896	857	3,722	3,746	4,172
Department	803	742	667	593	674	696	657	602	2,805	2,629	2,667
Dutyfree	4,190	2,358	2,370	2,116	3,202	2,830	3,057	3,280	11,034	12,369	13,607
D2D	1,701	1,420	1,314	1,005	1,547	1,350	1,293	1,017	5,440	5,207	5,324
Others	107	117	168	209	113	122	175	217	600	627	646
MB&S	1,631	1,109	1,513	919	1,602	1,126	1,543	940	5,172	5,211	5,352
%YoY	1.6%	-23.5%	-24.5%	-27.7%	-17.1%	3.0%	10.4%	22.3%	-17.9%	1.8%	6.1%
Cosmetics	-18.5%	-25.3%	-30.5%	-25.0%	-20.4%	-14.7%	-8.1%	-8.1%	-24.5%	-13.8%	-3.8%
Specialty	-7.1%	-18.9%	-37.3%	-36.8%	-6.0%	-4.0%	-1.1%	-1.1%	-23.8%	-3.6%	-0.5%
Discount	-2.4%	-6.0%	-22.9%	-17.2%	-10.3%	-1.0%	7.0%	12.0%	-11.8%	0.7%	11.4%
Digital	-5.1%	-13.8%	-11.2%	-12.1%	-16.0%	-6.2%	-1.4%	1.4%	-10.5%	-6.3%	1.4%
Department	11.1%	-39.6%	-34.8%	-42.6%	-23.6%	20.0%	29.0%	55.0%	-26.4%	12.1%	10.0%
Dutyfree	-6.7%	-13.9%	-15.5%	-15.7%	-9.1%	-4.9%	-1.6%	1.3%	-12.5%	-4.3%	2.2%
Others	10.0%	9.0%	8.1%	6.1%	5.5%	4.9%	4.4%	4.0%	7.9%	4.6%	3.0%
MB&S	2.8%	-14.9%	-6.1%	-9.6%	-1.8%	1.5%	2.0%	2.3%	-6.3%	0.8%	2.7%

자료: DB 금융투자

도표 3. 아모레퍼시픽 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	17	18E	19E
<b>연결매출</b>	15,690	12,050	12,099	11,400	14,316	12,789	13,689	13,677	51,238	54,471	59,457
국내	11,044	8,056	7,902	6,473	9,408	8,279	8,599	7,729	33,474	34,015	35,904
화장품	9,413	6,947	6,389	5,553	7,807	7,154	7,055	6,789	28,302	28,804	30,552
비화장품	1,631	1,109	1,513	919	1,602	1,126	1,543	940	5,172	5,211	5,352
해외	4,646	3,994	4,197	4,927	4,908	4,510	5,091	5,948	17,764	20,456	23,553
아시아	4,488	3,918	4,064	4,848	4,780	4,353	4,880	5,785	17,318	19,798	22,568
유럽	164	54	72	67	76	62	76	72	357	286	300
북미	117	113	137	162	153	186	212	242	529	794	1,111
<b>%YoY</b>	<b>5.7</b>	<b>-16.5</b>	<b>-13.6</b>	<b>-13.4</b>	<b>-8.8</b>	<b>6.1</b>	<b>13.1</b>	<b>20.0</b>	<b>-9.2</b>	<b>6.3</b>	<b>9.2</b>
국내	1.8	-22.4	-21.5	-25.5	-14.8	2.8	8.8	19.4	-16.3	1.6	5.6
화장품	1.6	-23.5	-24.5	-27.7	-17.1	3.0	10.4	22.3	-17.9	1.8	6.1
비화장품	2.8	-14.9	-6.1	-9.6	-1.8	1.5	2.0	2.3	-6.3	0.8	2.7
해외	16.3	-1.3	6.6	10.3	5.6	12.9	21.3	20.7	8.0	15.2	15.1
아시아	18.5	1.0	8.0	12.0	6.5	11.1	20.1	19.3	9.9	14.3	14.0
유럽	6.5	-67.5	-52.9	-67.8	-53.7	15.0	5.0	7.3	-47.6	-20.0	5.0
북미	-15.8	-11.7	-11.6	45.9	30.8	65.0	55.0	49.2	-0.8	50.0	40.0
<b>영업이익</b>	<b>3,168</b>	<b>1,016</b>	<b>1,011</b>	<b>769</b>	<b>2,359</b>	<b>1,669</b>	<b>1,566</b>	<b>1,442</b>	<b>5,964</b>	<b>7,035</b>	<b>8,591</b>
국내	2,340	826	669	342	1,575	1,214	1,111	717	4,177	4,616	5,525
화장품	2,145	846	563	478	1,405	1,180	988	679	4,032	4,252	5,093
비화장품	195	-20	106	-136	169	34	123	38	145	364	431
해외	881	198	454	409	814	463	567	707	1,942	2,551	3,198
아시아	876	323	518	460	849	482	599	745	2,177	2,675	3,251
유럽	12	-91	-55	-38	-19	-1	0	22	-172	3	3
북미	-7	-34	-9	-13	-16	-19	-32	-60	-63	-127	-56
<b>영업이익률</b>	<b>20.2</b>	<b>8.4</b>	<b>8.4</b>	<b>6.7</b>	<b>16.5</b>	<b>13.0</b>	<b>11.4</b>	<b>10.5</b>	<b>11.6</b>	<b>12.9</b>	<b>14.4</b>
국내	21.2	10.3	8.5	5.3	16.7	14.7	12.9	9.3	12.5	13.6	15.4
화장품	22.8	12.2	8.8	8.6	18.0	16.5	14.0	10.0	14.2	14.8	16.7
비화장품	12.0	-1.8	7.0	-14.8	10.5	3.0	8.0	4.0	2.8	7.0	8.1
해외	19.0	5.0	10.8	8.3	16.6	10.3	11.1	11.9	10.9	12.5	13.6
아시아	19.5	8.2	12.7	9.5	17.8	11.1	12.3	12.9	12.6	13.5	14.4
유럽	7.3	-168.5	-76.4	-56.7	-25.0	-1.0	0.0	31.3	-48.2	1.0	1.0
북미	-6.0	-30.1	-6.6	-8.0	-10.5	-10.0	-15.0	-25.0	-11.9	-16.0	-5.0
<b>%YoY</b>	<b>-6.2</b>	<b>-57.8</b>	<b>-39.7</b>	<b>-24.7</b>	<b>-25.6</b>	<b>64.3</b>	<b>55.0</b>	<b>87.5</b>	<b>-29.7</b>	<b>18.0</b>	<b>22.1</b>
국내	-12.8	-58.6	-51.0	-53.3	-32.7	47.0	66.1	109.5	-38.3	10.5	19.7
해외	11.0	-59.7	-3.8	17.2	-7.7	133.8	25.0	73.0	-7.8	31.4	25.4

자료: DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>2,116</b>	<b>1,677</b>	<b>2,088</b>	<b>2,604</b>	<b>3,156</b>	<b>매출액</b>	<b>5,645</b>	<b>5,124</b>	<b>5,447</b>	<b>5,946</b>	<b>6,508</b>
현금및현금성자산	624	604	1,042	1,476	1,956	매출원가	1,425	1,380	1,105	1,149	1,198
매출채권및기타채권	356	382	349	386	426	매출총이익	4,221	3,744	4,342	4,796	5,310
재고자산	410	375	375	415	466	판관비	3,373	3,148	3,638	3,937	4,284
<b>비유동자산</b>	<b>3,065</b>	<b>3,698</b>	<b>3,802</b>	<b>3,902</b>	<b>4,088</b>	영업이익	848	596	704	859	1,026
유형자산	2,359	2,613	2,717	2,817	3,003	EBITDA	1,029	820	1,055	1,162	1,322
무형자산	228	240	240	240	240	영업외손익	9	-29	-30	-3	3
투자자산	56	62	62	62	62	금융순익	12	11	11	18	25
<b>자산총계</b>	<b>5,182</b>	<b>5,376</b>	<b>5,890</b>	<b>6,507</b>	<b>7,244</b>	투자순익	0	0	1	1	0
<b>유동부채</b>	<b>1,171</b>	<b>1,046</b>	<b>1,149</b>	<b>1,248</b>	<b>1,341</b>	기타영업외손익	-3	-40	-42	-22	-22
매입채무및기타채무	614	597	705	804	897	세전이익	857	567	673	856	1,029
단기차입금및기사채	96	85	82	82	82	증단사업이익	0	0	0	0	0
유동성장기부채	48	0	0	0	0	당기순이익	646	398	505	642	772
<b>비유동부채</b>	<b>114</b>	<b>154</b>	<b>155</b>	<b>158</b>	<b>158</b>	자비주주지분순이익	639	394	500	635	764
사채및장기차입금	0	43	48	51	51	비자비주주지분순이익	6	4	5	6	8
<b>부채총계</b>	<b>1,285</b>	<b>1,200</b>	<b>1,304</b>	<b>1,406</b>	<b>1,499</b>	총포괄이익	632	386	505	642	772
자본금	35	35	35	35	35	증감률(%YoY)					
자본잉여금	720	720	720	720	720	매출액	18.4	-9.2	6.3	9.2	9.5
이익잉여금	3,159	3,457	3,863	4,371	5,007	영업이익	9.7	-29.7	18.0	22.1	19.4
비자비주자지분	18	22	27	33	41	EPS	10.5	-38.9	27.5	26.9	20.9
<b>자본총계</b>	<b>3,897</b>	<b>4,175</b>	<b>4,587</b>	<b>5,101</b>	<b>5,745</b>	주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영수익/비용 항목은 제외됨					

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>677</b>	<b>513</b>	<b>977</b>	<b>910</b>	<b>1,045</b>	<b>주당지표(원)</b>					
당기순이익	646	398	505	642	772	EPS	10,649	6,508	8,299	10,528	12,726
현금유동이없는비유동수익	409	451	508	499	528	BPS	56,202	60,186	66,072	73,431	82,653
유형및무형자산상각비	181	224	352	303	296	DPS	1,580	1,280	1,350	1,840	1,840
영업관련자산부채변동	-163	-93	132	-16	3	<b>Multiple(배)</b>					
매출채권및기타채권의감소	-11	-37	32	-37	-40	P/E	30.2	46.8	37.9	29.9	24.7
재고자산의감소	-86	35	0	-40	-51	P/B	5.7	5.1	4.8	4.3	3.8
매입채권및기타채무의증가	6	-32	108	99	93	EV/EBITDA	19.5	23.2	18.0	16.0	13.7
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-610</b>	<b>-401</b>	<b>-443</b>	<b>-383</b>	<b>-436</b>	수익성(%)					
CAPEX	-495	-769	-456	-403	-481	영업이익률	15.0	11.6	12.9	14.4	15.8
투자자산의순증	-5	-6	1	0	0	EBITDA마진	18.2	16.0	19.4	19.5	20.3
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-133</b>	<b>-111</b>	<b>-96</b>	<b>-93</b>	<b>-130</b>	순이익률	11.4	7.8	9.3	10.8	11.9
사채및법인의증가	-22	-18	-5	3	0	ROE	17.7	9.8	11.5	13.2	14.2
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0	ROA	13.4	7.5	9.0	10.4	11.2
배당금지급	-95	-109	-88	-94	-127	ROIC	25.1	14.4	17.2	20.8	23.9
기타현금흐름	2	-20	0	0	0	인정성 및 기타					
<b>현금의증가</b>	<b>-63</b>	<b>-20</b>	<b>438</b>	<b>434</b>	<b>479</b>	부채비율(%)	33.0	28.7	28.4	27.6	26.1
기초현금	687	624	604	1,042	1,476	이자보상배율(배)	217.5	193.6	249.1	306.3	361.6
기말현금	624	604	1,042	1,476	1,956	배당성향(배)	14.3	18.8	15.6	16.7	13.9

자료: 아모레퍼시픽, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본과 100% 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주기와 권리율은 수정주기를 기준으로 산출되었습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2018-03~31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 아모레퍼시픽 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)		
			평균				평균		
			최고/최저				최고/최저		
16/01/13	Buy	480,000	-16.5	-8.1	17/10/31	Hold	310,000	1.3	8.7
16/07/11	Buy	520,000	-20.5	-18.1	18/01/11	Buy	380,000	-18.2	-7.5
16/08/01	Buy	490,000	-22.2	-17.1	18/05/10	Buy	400,000	-19.0	-14.5
16/11/02	Buy	430,000	-19.2	-11.6	18/07/04	Buy	360,000	-	-
16/11/30	Hold	360,000	-16.3	-9.6					
17/03/27	Hold	320,000	-2.6	12.8					
17/07/13	Hold	280,000	-0.4	16.6					