

## 아모레퍼시픽

HOLD(유지)

090430 기업분석 | 화장품

목표주가(하향)	170,000원	현재주가(10/29)	160,000원	Up/Downside	+6.3%
----------	----------	-------------	----------	-------------	-------

2018. 10. 30

## 기본으로 돌아가야 할 시간

## Comment

**어닝쇼크, 국내외 실적 부진 지속:** 3Q18 연결매출 12,784억원(+5.7%YoY), 영업이익 765억원(-24.3%YoY)으로 당사 추정영업이익(1,250억원)과 컨센서스 영업이익(1,406억원)을 하회했다. 국내는 면세점이 전년동기대비 40% 성장해 이전 분기보다 성장폭을 높였으나 백화점과 전문점 방판, 디지털 채널까지 대부분 매출이 감소했다. 또한 중국법인 성장 둔화로 아시아 매출이 4%YoY 증가하는데 그쳤고, 마케팅비 증가로 아시아 영업이익률은 5.6%pt 감소한 7.1%를 기록했다. 인건비와 마일리지 관련 일회성 비용 227억원을 감안하면 영업이익은 2%YoY 감소한 것으로 국내외로 Top-line 성장 둔화에 따른 고정비 부담이 지속되고 있는 것으로 보여 다소 아쉽다.

**브랜드 경쟁력 강화 위한 투자 증가 불가피:** 국내 뿐만 아니라 해외에서도 메스-프리미엄 브랜드들의 실적 부진이 커지고 있는 듯 보인다. 중국법인 매출이 한자리수 성장에 그쳐 예상보다 볼륨 성장세가 빠르게 둔화되고 있는데 중국 현지에서의 로컬 브랜드와 경쟁 심화, 이슈 아이템의 부재, 디지털 채널 대응 미흡으로 인한 소비자와의 소통 부족 등을 이유로 꼽는다. 이는 곧 이후 분기 실적에 대한 시장 기대치를 낮추는 주요인이 될 것으로 판단한다. 해외 매출의 상당수를 차지하는 이니스프리의 기존점 성장이 부재한 것으로 추정되며, 마몽도도 매장수 축소에 따른 매출 감소가 지속되어 전반적으로 브랜드 경쟁력을 높이기 위한 광고 마케팅비 증가가 불가피해 보인다.

**4Q18 면세점 호조 예상, 이익 추정치는 대폭 하향 필요:** 면세 구매 갯수 제한을 완화하면서 연말로 갈수록 면세점 성장세가 높아질 것으로 전망된다. 자체적으로 최종 수요처가 불분명하다고 판단되는 대규모 타이공 물량을 통제해왔기 때문에 타사대비 타이공 비중이 높지 않을 것으로 추정되어 내년 1월부로 강화되는 타이공 규제의 영향은 상대적으로 제한적일 수 있다. 다만 킬러아이템의 부재로 내국인 수요가 부진하며, 브랜드 경쟁력 약화로 해외 실적 성장세가 당분간 약할 전망이다.

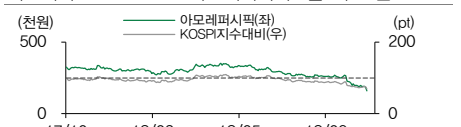
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	5,645	5,124	5,318	5,666	6,131
(증가율)	18.4	-9.2	3.8	6.5	8.2
영업이익	848	596	528	614	740
(증가율)	9.7	-29.7	-11.5	16.4	20.5
지배주주순이익	639	394	349	427	518
EPS	10,649	6,508	5,713	6,987	8,556
PER (H/L)	41.6/28.4	56.4/36.3	28.0	22.9	18.7
PBR (H/L)	7.9/5.4	6.1/3.9	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA (H/L)	26.7/18.5	27.9/18.4	10.8	10.0	8.6
영업이익률	15.0	11.6	9.9	10.8	12.1
ROE	17.7	9.8	8.1	9.3	10.6

## Stock Data

52주 최저/최고	160,000/351,500원
KOSDAQ /KOSPI	630/1,996pt
시가총액	93,534억원
60일-평균거래량	205,035
외국인지분율	34.8%
60일-외국인지분율변동추이	+0.2%p
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 3인 47.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-38.7	-39.4	-49.2
상대기준	-28.0	-30.3	-36.5

## Action

**목표주가 추가하향, 관망 필요:** 아시아 매출 성장이 둔화되고 있지만 출점 지속으로 인한 비용 증가와 브랜드 경쟁력 강화를 위한 투자 증가로 성장기 사이클 시기에 보여줬던 영업이익률을 유지하지 못할 가능성이 높아졌다. 이익 추정치의 하향이 불가피하며, 글로벌 유사 기업과 비교할 때 성장성이 우위에 있지 못하다면 적정 밸류에이션 수준도 조정이 필요하다고 판단한다. 따라서 FW12개월 기준 Target P/E 25배를 적용해 목표주가 17만원을 제시한다.

도표 1. 아모레퍼시픽 3Q18 Review

(단위: 억원, %)

	3Q18P	3Q17	%YoY	2Q18	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	12,784	12,099	5.7	13,437	-4.9	13,747	-7.0	13,736	-6.9
영업이익	765	1,011	-24.3	1,458	-47.5	1,250	-38.8	1,406	-45.6
순이익	481	798	-39.7	1,096	-56.1	785	-38.7	1,150	-58.2

자료: DB금융투자

도표 2. 아모레퍼시픽 실적 추정치 조정

(단위: 억원, %)

	18년E			19년E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	53,184	54,989	-3.3	56,664	59,880	-5.4
영업이익	5,276	6,178	-14.6	6,142	7,427	-17.3
순이익	3,523	4,175	-15.6	4,310	5,225	-17.5
지배주주순익	3,488	4,124	-15.4	4,267	5,178	-17.6

자료: DB 금융투자

도표 3. 아모레퍼시픽 국내법인 유통채널별 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	17	18E	19E
<b>국내매출</b>	<b>11,044</b>	<b>8,056</b>	<b>7,902</b>	<b>6,473</b>	<b>9,408</b>	<b>8,777</b>	<b>8,397</b>	<b>7,453</b>	<b>33,474</b>	<b>34,037</b>	<b>35,346</b>
%YoY	1.8%	-22.4%	-21.5%	-25.5%	-14.8%	8.9%	6.3%	15.1%	-16.3%	1.7%	3.8%
<By Channel>											
<b>Cosmetics</b>	<b>9,413</b>	<b>6,947</b>	<b>6,389</b>	<b>5,553</b>	<b>7,807</b>	<b>7,608</b>	<b>6,971</b>	<b>6,507</b>	<b>28,302</b>	<b>28,893</b>	<b>30,062</b>
Specialty	1,040	938	746	623	810	867	646	546	3,347	2,869	2,656
Discount	367	289	217	177	342	282	195	157	1,050	977	938
Digital	1,122	998	837	765	1,006	1,001	805	750	3,722	3,561	3,768
Department	803	742	667	593	677	719	607	537	2,805	2,540	2,538
Dutyfree	4,190	2,358	2,370	2,116	3,202	3,048	3,320	3,386	11,034	12,956	14,255
D2D	1,701	1,420	1,314	1,005	1,566	1,478	1,149	863	5,440	5,054	4,970
<b>MB&amp;S</b>	<b>1,631</b>	<b>1,109</b>	<b>1,513</b>	<b>919</b>	<b>1,602</b>	<b>1,169</b>	<b>1,427</b>	<b>947</b>	<b>5,172</b>	<b>5,144</b>	<b>5,284</b>
%YoY											
<b>Cosmetics</b>	<b>1.6%</b>	<b>-23.5%</b>	<b>-24.5%</b>	<b>-27.7%</b>	<b>-17.1%</b>	<b>9.5%</b>	<b>9.1%</b>	<b>17.2%</b>	<b>-17.9%</b>	<b>2.1%</b>	<b>4.0%</b>
Specialty	-18.7%	-25.3%	-30.7%	-24.9%	-22.2%	-7.5%	-13.4%	-12.4%	-24.6%	-14.3%	-7.4%
Discount	-7.1%	-18.9%	-37.3%	-36.8%	-6.7%	-2.2%	-10.3%	-11.0%	-23.8%	-6.9%	-4.0%
Digital	-2.4%	-6.0%	-22.9%	-17.2%	-10.3%	0.3%	-3.9%	-2.0%	-11.8%	-4.3%	5.8%
Department	-5.1%	-13.8%	-11.2%	-12.1%	-15.6%	-3.1%	-9.0%	-9.5%	-10.5%	-9.4%	-0.1%
Dutyfree	11.1%	-39.6%	-34.8%	-42.6%	-23.6%	29.3%	40.1%	60.0%	-26.4%	17.4%	10.0%
D2D	-6.7%	-13.9%	-15.5%	-15.7%	-8.0%	4.0%	-12.6%	-14.1%	-12.5%	-7.1%	-1.7%
<b>MB&amp;S</b>	<b>2.8%</b>	<b>-14.9%</b>	<b>-6.1%</b>	<b>-9.6%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>5.4%</b>	<b>-5.7%</b>	<b>3.0%</b>	<b>-6.3%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>2.7%</b>

자료: DB 금융투자

도표 4. 아모레퍼시픽 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	17	18E	19E
<b>연결매출</b>	15,690	12,050	12,099	11,400	14,316	13,437	12,784	12,648	51,238	53,184	56,664
국내	11,044	8,056	7,902	6,473	9,408	8,777	8,397	7,453	33,474	34,035	35,346
화장품	9,413	6,947	6,389	5,553	7,807	7,608	6,971	6,507	28,302	28,891	30,062
비화장품	1,631	1,109	1,513	919	1,602	1,169	1,427	947	5,172	5,144	5,284
해외	4,646	3,994	4,197	4,927	4,908	4,659	4,388	5,194	17,764	19,149	21,319
아시아	4,488	3,918	4,064	4,848	4,780	4,562	4,223	5,059	17,318	18,624	20,529
유럽	164	54	72	67	76	63	64	65	357	268	254
북미	117	113	137	162	153	142	186	223	529	704	985
<b>%YoY</b>	5.7	-16.5	-13.6	-13.4	-8.8	11.5	5.7	10.9	-9.2	3.8	6.5
국내	1.8	-22.4	-21.5	-25.5	-14.8	8.9	6.3	15.1	-16.3	1.7	3.9
화장품	1.6	-23.5	-24.5	-27.7	-17.1	9.5	9.1	17.2	-17.9	2.1	4.1
비화장품	2.8	-14.9	-6.1	-9.6	-1.8	5.4	-5.7	3.0	-6.3	-0.5	2.7
해외	16.3	-1.3	6.6	10.3	5.6	16.7	4.5	5.4	8.0	7.8	11.3
아시아	18.5	1.0	8.0	12.0	6.5	16.4	3.9	4.3	9.9	7.5	10.2
유럽	6.5	-67.5	-52.9	-67.8	-53.7	16.7	-11.1	-3.4	-47.6	-25.0	-5.0
북미	-15.8	-11.7	-11.6	45.9	30.8	25.7	35.8	37.4	-0.8	33.0	40.0
<b>영업이익</b>	3,168	1,016	1,011	769	2,359	1,458	765	694	5,964	5,275	6,142
국내	2,340	826	669	342	1,575	926	491	324	4,177	3,315	3,946
화장품	2,145	846	563	478	1,405	944	462	390	4,032	3,201	3,639
비화장품	195	-20	106	-136	169	-18	29	-66	145	114	306
해외	881	198	454	409	814	454	262	352	1,942	1,882	2,118
아시아	876	323	518	460	849	536	301	457	2,177	2,143	2,294
유럽	12	-91	-55	-38	-19	-35	-33	-33	-172	-120	-97
북미	-7	-34	-9	-13	-16	-47	-6	-72	-63	-141	-79
<b>영업이익률</b>	20.2	8.4	8.4	6.7	16.5	10.9	6.0	5.5	11.6	9.9	10.8
국내	21.2	10.3	8.5	5.3	16.7	10.6	5.8	4.3	12.5	9.7	11.2
화장품	22.8	12.2	8.8	8.6	18.0	12.4	6.6	6.0	14.2	11.1	12.1
비화장품	12.0	-1.8	7.0	-14.8	10.5	-1.5	2.0	-7.0	2.8	2.2	5.8
해외	19.0	5.0	10.8	8.3	16.6	9.8	6.0	6.8	10.9	9.8	9.9
아시아	19.5	8.2	12.7	9.5	17.8	11.8	7.1	9.0	12.6	11.5	11.2
유럽	7.3	-168.5	-76.4	-56.7	-25.0	-55.6	-51.6	-51.7	-48.2	-45.0	-38.0
북미	-6.0	-30.1	-6.6	-8.0	-10.5	-33.1	-3.2	-32.2	-11.9	-20.0	-8.0
<b>%YoY</b>	-6.2	-57.8	-39.7	-24.7	-25.6	43.6	-24.3	-9.8	-29.7	-11.5	16.4
국내	-12.8	-58.6	-51.0	-53.3	-32.7	12.1	-26.6	-5.2	-38.3	-20.6	19.0
해외	11.0	-59.7	-3.8	17.2	-7.7	129.7	-42.3	-14.0	-7.8	-3.1	12.6

자료: DB금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,116	1,677	1,933	2,312	2,694
현금및현금성자산	624	604	904	1,218	1,542
매출채권및기타채권	356	382	343	371	405
재고자산	410	375	366	395	439
비유동자산	3,065	3,698	3,802	3,841	3,934
유형자산	2,359	2,613	2,717	2,756	2,849
무형자산	228	240	240	240	240
투자자산	56	62	62	62	62
자산총계	5,182	5,376	5,736	6,153	6,629
유동부채	1,171	1,046	1,147	1,246	1,332
매입채무및기타채무	614	597	701	796	887
단기차입금및단기차대	96	85	82	87	83
유동상장기부채	48	0	0	0	0
비유동부채	114	154	155	158	158
사채및장기차입금	0	43	48	51	51
부채총계	1,285	1,200	1,302	1,404	1,490
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
이익잉여금	3,159	3,457	3,712	4,022	4,406
비배주주지분	18	22	25	29	35
자본총계	3,897	4,175	4,434	4,749	5,138

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	677	513	837	727	793
당기순이익	646	398	352	431	524
현금유출이없는비용및수익	409	451	485	463	487
유형및무형자산상각비	181	224	352	301	293
영업관련자산부채변동	-163	-93	144	10	-4
매출채권및기타채권의감소	-11	-37	39	-28	-34
재고자산의감소	-86	35	9	-30	-43
매입채무및기타채무의증가	6	-32	104	95	91
투자활동현금흐름	-610	-401	-444	-324	-346
CAPEX	-495	-769	-456	-340	-386
투자자산의순증	-5	-6	1	0	0
재무활동현금흐름	-133	-111	-94	-89	-124
사채및차입금의 증가	-22	-18	-3	8	-5
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-95	-109	-88	-94	-116
기타현금흐름	2	-20	0	0	0
현금의증가	-63	-20	299	315	323
기초현금	687	624	604	904	1,218
기말현금	624	604	904	1,218	1,542

자료: 아모레퍼시픽 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,645	5,124	5,318	5,666	6,131
매출원가	1,425	1,380	1,104	1,136	1,181
매출총이익	4,221	3,744	4,214	4,530	4,950
판매비	3,373	3,148	3,687	3,916	4,210
영업이익	848	596	528	614	740
EBITDA	1,029	820	879	916	1,033
영업외손익	9	-29	-31	-7	-2
금융손익	12	11	10	14	19
투자손익	0	0	1	1	1
기타영업외손익	-3	-40	-42	-22	-22
세전이익	857	567	496	607	738
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	646	398	352	431	524
자배주주지분순이익	639	394	349	427	518
비배주주지분순이익	6	4	4	4	5
총포괄이익	632	386	352	431	524
증감률(%YoY)					
매출액	18.4	-9.2	3.8	6.5	8.2
영업이익	9.7	-29.7	-11.5	16.4	20.5
EPS	10.5	-38.9	-12.2	22.3	22.4

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당주요지표(원)					
EPS	10,649	6,508	5,713	6,987	8,556
BPS	56,202	60,186	63,882	68,378	73,949
DPS	1,580	1,280	1,350	1,680	1,980
Multiple(배)					
P/E	30.2	46.8	28.0	22.9	18.7
P/B	5.7	5.1	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA	19.5	23.2	10.8	10.0	8.6
수익성(%)					
영업이익률	15.0	11.6	9.9	10.8	12.1
EBITDA마진	18.2	16.0	16.5	16.2	16.8
순이익률	11.4	7.8	6.6	7.6	8.5
ROE	17.7	9.8	8.1	9.3	10.6
ROA	13.4	7.5	6.3	7.3	8.2
ROIC	25.1	14.4	12.2	14.3	17.0
안정성및기타					
부채비율(%)	33.0	28.7	29.4	29.6	29.0
이자보상배율(배)	217.5	193.6	185.5	212.1	252.7
배당성향(배)	14.3	18.8	22.4	22.8	22.1

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

## 1년간 투자자의견 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

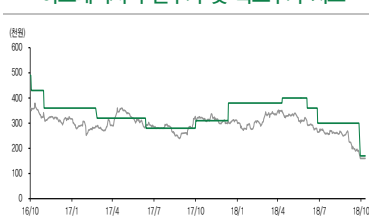
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

## 아모레퍼시픽 현주와 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저
16/08/01	Buy	490,000	-22.2	-17.1		18/05/10	Buy	400,000	-19.1	-14.5	
16/11/02	Buy	430,000	-19.2	-11.6		18/07/04	Buy	360,000	-20.7	-17.6	
16/11/30	Hold	360,000	-16.3	-9.6		18/07/27	Hold	300,000	-17.9	-7.7	
17/03/27	Hold	320,000	-2.6	12.8		18/10/30	Hold	170,000	-	-	
17/07/13	Hold	280,000	-0.4	16.6							
17/10/31	Hold	310,000	1.3	8.7							
18/01/11	Buy	380,000	-18.2	-7.5							