



Marketperform(Downgrade)

목표주가: 220,000원
주가(04/09): 207,000원

시가총액: 12조 1,009억원

화장품/의류

Analyst **조경진**

02) 3787-4776, kjcho@kiwoom.com



Stock Data

KOSPI (04/09)		2,213.56pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	351,500원	150,000원
등락률	-41.1%	38.0%
수익률	절대	상대
1M	4.8%	1.2%
6M	-7.2%	-5.5%
1Y	-38.7%	-32.3%

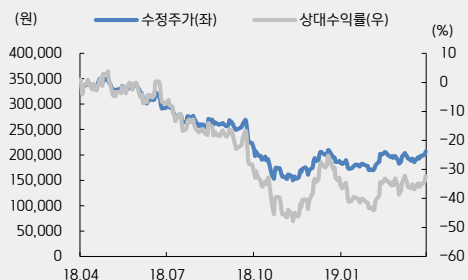
Company Data

발행주식수	58,458천주
일평균 거래량(3M)	239천주
외국인 지분율	33.8%
배당수익률(2019E)	0.6%
BPS(2019E)	68,038원
주요 주주	아모레G 외 4 인 47.6%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	5,123.8	5,277.8	5,634.1	6,239.4
영업이익	596.4	482.0	552.5	708.9
EBITDA	820.1	748.1	833.8	977.3
세전이익	567.3	453.0	557.5	715.2
순이익	398.0	334.8	407.0	522.1
지배주주지분순이익	394.0	332.2	403.6	516.3
EPS(원)	5,709	4,813	5,848	7,481
증감률(% YoY)	-38.4	-15.7	21.5	27.9
PER(배)	53.3	43.5	34.3	26.8
PBR(배)	5.06	3.27	2.90	2.65
EV/EBITDA(배)	23.2	17.0	14.4	11.9
영업이익률(%)	11.6	9.1	9.8	11.4
ROE(%)	9.8	7.7	8.8	10.3
순차입금비율(%)	-12.9	-14.3	-19.7	-25.2

Price Trend



아모레퍼시픽(090430)

1Q19 Preview: 재정비 기간 채널 양극화 심화 지속



1Q19 매출액은 1조 4,808억원(+3.4%, YoY), 영업이익 1,856억원(-21.3%, YoY)으로 전망합니다. 주요 판매 채널인 면세점 매출은 시장 성장률을 하회할 것으로 전망하고, 국내외 채널 정비 기간으로 고정비 부담 및 매출 성장이 제한적일 것으로 판단함에 따라 1Q19 연결기준 영업이익 기준, 시장 컨센서스를 하회할 것으로 예상합니다. 투자의견은 기존 BUY에서 Marketperform으로 변경. 목표주가는 220,000원을 유지합니다.

>>> 1Q19 매출액 1조 4,808억원(+3.4%, YoY), 영업이익 1,856억원(-21.3%, YoY) 으로 추정

화장품 사업부의 주요 판매채널인 면세점의 매출액 비중은 약 42.7%로 매출액 3,546억원(+10.8%, YoY)으로 추정하며 2월 누적 면세점 시장 성장률인 24% 보다 낮은 성장률을 기록할 것으로 전망. 순수 국내 채널(백화점-6.7%, 방문판매-10.1%, 아리따움-15.8%, 할인점-14.3% 등)은 지난 4분기에 이어 역성장을 지속할 것(할인점 및 백화점 채널은 지난 2년간 역성장 지속)으로 추정한다.

향후 채널별 재정비 계획은 1)백화점은 효율이 낮은 카운터 정리, 2)방문판매는 매출 트렌드에 영향을 미치는 카운셀러 수 증가와 화장품 외 건기식(바이탈뷰티) 제품 판매 확대, 3)아리따움은 식품을 제외한 화장품 멀티 브랜드 샵으로 직영점 및 가맹점 포함하여 연간 약 300개 전환을 목표로 하고 있음. 아리따움 라이브 매장으로 전환함에 따른 리뉴얼 비용과 고정비 부담 존재. 4)중국을 올해 3-4선 도시 위주로 약 100개 매장 확대를 계획하고 있으며, 오프라인 매장 오픈 시 주변 지역의 이커머스 매출도 동반 상승하는 경향이 있어 이니스프리 브랜드의 판매 거점 및 마케팅 확대 전략을 꾀하고 있다. 이니스프리 브랜드가 중국 내 인지도 및 선호도가 높은 브랜드 중 하나지만 로컬 브랜드와의 경쟁 심화와 노후화로 신규 고객 유치에 힘을 실어야 하는 상황이다.

대표 럭셔리 카테고리인 '설화수'의 향후 판매 전략은 안티에이징 위주의 럭셔리 스킨케어 강화이며, 젊은 고객을 타깃으로 하는 안티에이징 라인도 적극적으로 출시하고 있다. '헤라'는 기존 백화점 채널 위주의 판매에서 시코르, 아리따움 라이브등 채널을 다변화할 계획. '아이오페'는 쿠션 판매 비중을 감소시키고, 바이오 스킨케어 중심의 제품에 집중할 계획이다.

>>> 투자의견 Marketperform으로 변경, 목표주가 22만 원으로 유지

국내외 채널 구조조정에 따른 고정비 부담 및 비용 투입이 지속될 것으로 전망한다. 채널 재정비 기간 동안 중국인 단체관광객 회복과 같은 호재성 뉴스에 따른 주가 상승이 예상되나, 실적 측면에서의 모멘텀 부재, 밸류에이션 부담이 높아졌다. 투자의견은 Marketperform으로 변경, 목표주가는 12개월 FWD EPS를 적용함에 따라 22만원을 유지한다.

아모레퍼시픽 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E
매출	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.3	1,480.8	1,395.2	1,385.3	1,372.8	5,278.0	5,634.1
국내	940.8	877.7	839.7	689.0	962.0	889.5	905.2	779.1	3,347.2	3,535.8
화장품	780.7	760.8	697.1	595.9	797.6	769.5	758.8	683.6	2,834.5	3,009.5
Mass & Sulloc	160.2	116.9	142.7	93.1	164.4	119.9	146.4	95.5	512.9	526.2
해외 합계	500.8	476.7	447.3	545.6	532.3	518.4	492.7	606.2	1,970.4	2,149.6
아시아	478.0	456.2	422.3	517.4	503.8	492.6	461.8	571.9	1,873.9	2,030.1
유럽	7.6	6.3	6.4	8.7	7.6	6.5	6.5	9.0	29.0	29.6
북미	15.3	14.2	18.6	19.5	20.9	19.3	24.3	25.4	67.6	89.9
YoY (%)	-8.8	11.5	5.7	7.4	3.4	3.8	8.4	12.1	3.0	6.7
국내	-14.8	9.0	6.3	6.4	2.2	1.3	7.8	13.1	-0.0	5.6
화장품	-17.1	9.5	9.1	7.3	2.2	1.1	8.9	14.7	0.2	6.2
Mass & Sulloc	-1.8	5.4	-5.7	1.3	2.6	2.6	2.6	2.6	-0.8	2.6
해외 합계	5.0	16.7	4.7	7.5	6.3	8.7	10.1	11.1	8.2	9.1
아시아	6.5	16.4	3.9	6.7	5.4	8.0	9.4	10.5	8.2	8.3
유럽	-53.7	16.7	-11.1	29.9	0.6	3.0	1.6	3.0	-18.8	2.1
북미	30.8	25.7	35.8	20.4	36.7	35.9	30.7	30.0	27.8	32.9
비중(%)										
국내	65.7	65.3	65.7	56.3	65.0	63.8	65.3	56.8	63.4	62.8
화장품	54.5	56.6	54.5	48.7	53.9	55.2	54.8	49.8	53.7	53.4
Mass & Sulloc	11.2	8.7	11.2	7.6	11.1	8.6	10.6	7.0	9.7	9.3
해외 합계	35.0	35.5	35.0	44.6	35.9	37.2	35.6	44.2	37.3	38.2
아시아	33.4	34.0	33.0	42.3	34.0	35.3	33.3	41.7	35.5	36.0
유럽	0.5	0.5	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5	0.7	0.5	0.5
북미	1.1	1.1	1.5	1.6	1.4	1.4	1.8	1.8	1.3	1.6
영업이익	235.9	145.8	76.5	23.8	185.6	150.8	126.0	90.1	482.0	552.5
YoY (%)	-25.5	43.5	-24.3	-69.1	-21.3	3.5	64.7	278.8	-19.2	14.6
영업이익률 (%)	16.5	10.8	6.0	1.9	12.5	10.8	9.1	6.6	9.1	9.8
국내	157.5	92.6	49.1	-15.3	127.7	101.0	88.4	57.7	283.9	374.8
화장품	140.5	94.4	46.2	3.1	119.5	103.4	85.4	67.2	284.2	375.6
Mass & Sulloc	16.9	-1.8	2.9	-18.4	8.2	-2.4	2.9	-9.6	-0.4	-0.8
해외	81.5	45.4	26.2	53.5	61.6	52.9	40.2	34.3	206.6	189.0
아시아	85.0	53.6	30.1	55.5	65.4	56.8	43.4	37.7	224.2	203.4
유럽	-1.9	-3.5	-3.3	-2.9	-2.3	-1.6	-1.3	-1.4	-11.6	-6.7
북미	-1.6	-4.7	-0.6	1.0	-1.5	-2.3	-1.9	-2.0	-5.9	-7.8
지배주주순이익	173.3	108.5	48.9	0.5	135.2	110.1	92.1	66.2	331.1	403.6
YoY (%)	-21.3	38.1	-37.6	-97.3	-22.0	1.4	88.4	14,255.3	-16.0	21.9

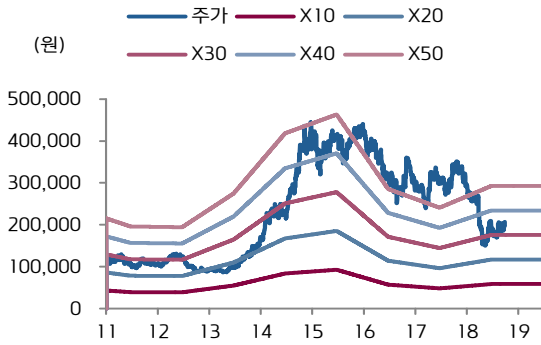
자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽 실적 추정 변경 내역

구분	변경 전			변경 후			차이		
	1Q19E	2019E	2020E	1Q19E	2019E	2020E	1Q19E	2019E	2020E
매출액	1,525.9	5,734.0	6,328.1	1,480.8	5,634.1		-3.0%	-1.7%	-1.4%
영업이익	254.8	637.1	772.5	185.6	552.5	708.0	-27.2%	-13.3%	-8.3%
OPM(%)	16.7	11.1	12.2	12.5	9.8	11.3	-4.2%p	-1.3%p	-0.9%p
지배주주순이익	185.2	464.7	562.2	135.2	403.6	516.4	-27.0%	-13.1%	-8.1%

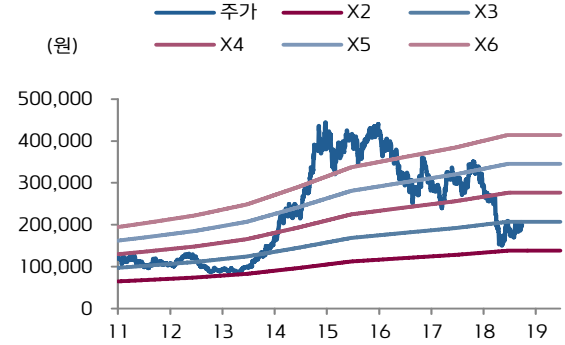
자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽 12개월 FWD PER 밴드추이



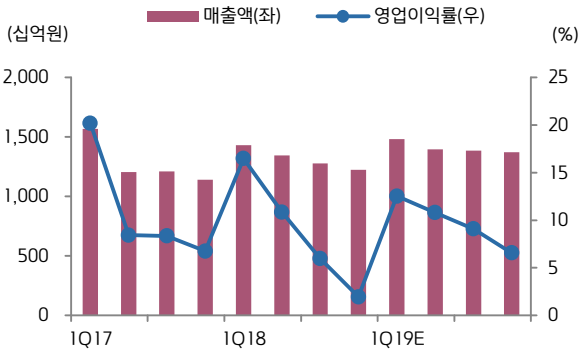
자료: Dataguide, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽 12개월 FWD PBR 밴드추이



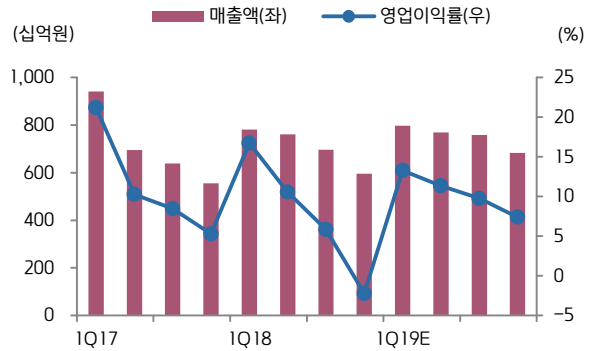
자료: Dataguide, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽 연결기준 전사 실적추이 및 전망



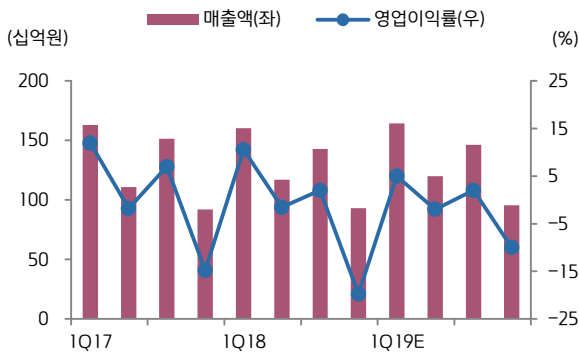
자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽 화장품 부문 실적추이 및 전망



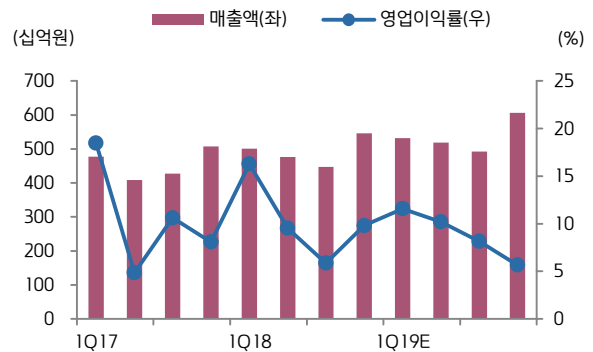
자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽 Mass & Sulloc 사업부 실적추이 및 전망



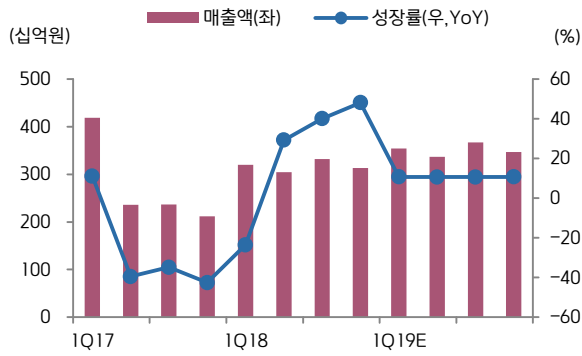
자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽 해외 사업부 실적추이 및 전망



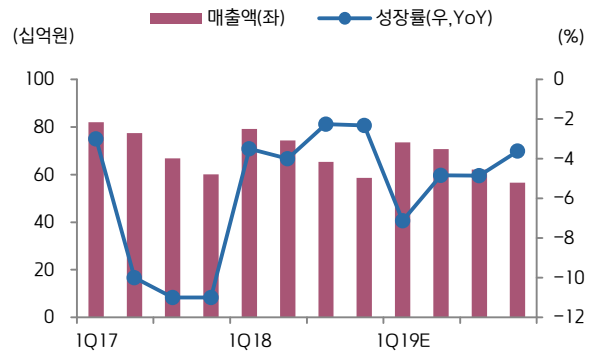
자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽의 면세점 매출액 추이 및 전망



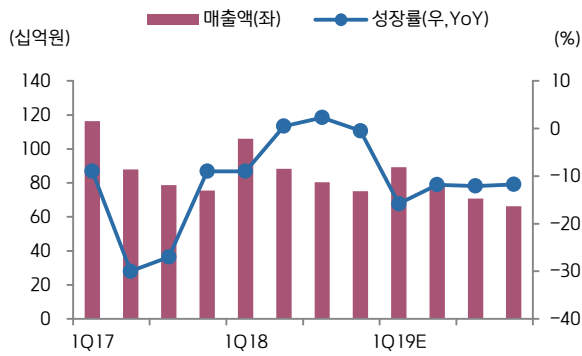
자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽의 백화점 매출액 추이 및 전망



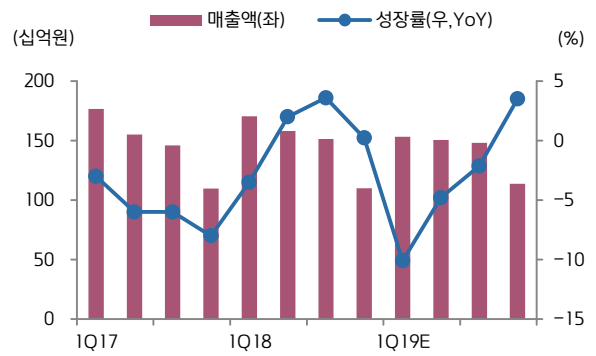
자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽의 아리따움 매출액 추이 및 전망



자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽의 방문판매 매출액 추이 및 전망



자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	5,123.8	5,277.8	5,634.1	6,239.4	6,909.8
매출원가	1,379.7	1,434.9	1,531.7	1,696.3	1,878.5
매출총이익	3,744.1	3,843.0	4,102.4	4,543.1	5,031.2
판매비	3,147.7	3,361.0	3,549.9	3,834.3	4,217.6
영업이익	596.4	482.0	552.5	708.9	813.7
EBITDA	820.1	748.1	833.8	977.3	1,071.3
영업외손익	-29.1	-29.0	5.0	6.3	19.5
이자수익	13.8	12.6	18.6	25.9	34.1
이자비용	3.1	2.3	3.3	4.3	5.4
외환관련이익	19.8	21.1	18.0	18.0	18.0
외환관련손실	41.0	18.4	15.0	15.0	15.0
종속 및 관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-18.7	-42.0	-13.3	-18.3	-12.2
법인세차감전이익	567.3	453.0	557.5	715.2	833.2
법인세비용	169.3	118.1	150.5	193.1	225.0
계속사업손익	398.0	334.8	407.0	522.1	608.2
당기순이익	398.0	334.8	407.0	522.1	608.2
지배주주순이익	394.0	332.2	403.6	516.3	601.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-9.2	3.0	6.8	10.7	10.7
영업이익 증감율	-29.7	-19.2	14.6	28.3	14.8
EBITDA 증감율	-20.3	-8.8	11.5	17.2	9.6
지배주주순이익 증감율	-38.4	-15.7	21.5	27.9	16.5
EPS 증감율	-38.4	-15.7	21.5	27.9	16.5
매출총이익율(%)	73.1	72.8	72.8	72.8	72.8
영업이익률(%)	11.6	9.1	9.8	11.4	11.8
EBITDA Margin(%)	16.0	14.2	14.8	15.7	15.5
지배주주순이익률(%)	7.7	6.3	7.2	8.3	8.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	512.6	646.7	687.7	771.8	829.6
당기순이익	398.0	334.8	407.0	522.1	608.2
비현금항목의 가감	481.5	484.3	517.0	540.5	554.3
유형자산감가상각비	223.7	266.1	281.3	268.4	257.6
무형자산감가상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법평가손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	257.9	218.2	235.7	272.1	296.7
영업활동자산부채증감	-123.8	-28.1	-101.0	-119.2	-136.7
매출채권및기타채권의감소	-36.5	36.8	-21.5	-36.5	-40.5
재고자산의감소	4.3	-76.6	-41.8	-47.8	-53.0
매입채무및기타채무의증가	-31.6	-20.0	-19.0	-12.1	-9.2
기타	-60.0	31.7	-18.7	-22.8	-34.0
기타현금흐름	-243.1	-144.3	-135.3	-171.6	-196.2
투자활동 현금흐름	-400.8	-413.9	-266.3	-291.1	-336.4
유형자산의 취득	-768.6	-405.5	-230.0	-230.0	-230.0
유형자산의 처분	1.3	1.7	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-42.2	-50.2	-1.0	-1.0	-1.0
투자자산의감소(증가)	-6.0	7.9	9.7	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	403.0	46.9	-30.2	-45.3	-90.6
기타	11.7	-14.7	-14.8	-14.8	-14.8
재무활동 현금흐름	-110.9	-103.4	-31.4	-31.3	-31.3
차입금의 증가(감소)	-3.2	-15.1	50.0	50.0	50.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-109.0	-88.3	-81.4	-81.3	-81.3
기타	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-3.2	1.7	42.6	42.6	42.6
현금 및 현금성자산의 순증가	47.3	10.4	494.5	594.1	678.3
기초현금 및 현금성자산	338.9	386.2	396.6	891.2	1,485.2
기말현금 및 현금성자산	386.2	396.6	891.2	1,485.2	2,163.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,677.5	1,567.2	2,007.6	2,547.3	3,165.3
현금 및 현금성자산	604.2	735.5	1,063.4	1,450.7	1,850.5
단기금융자산	62.0	15.1	45.3	90.6	181.2
매출채권 및 기타채권	381.7	318.5	340.0	376.6	417.0
재고자산	374.8	403.3	445.1	492.9	545.9
기타유동자산	316.8	109.9	159.1	227.1	351.9
비유동자산	3,698.2	3,803.9	3,743.9	3,706.4	3,679.8
투자자산	62.3	54.4	44.7	44.7	44.7
유형자산	2,613.2	2,713.1	2,661.8	2,623.4	2,595.8
무형자산	239.7	254.1	255.1	256.1	257.1
기타비유동자산	783.0	782.3	782.3	782.2	782.2
자산총계	5,375.7	5,371.1	5,751.5	6,253.8	6,845.1
유동부채	1,046.4	763.2	794.3	832.2	873.0
매입채무 및 기타채무	596.9	548.4	529.4	517.4	508.2
단기금융부채	86.6	71.5	121.5	171.5	221.5
기타유동부채	362.9	143.3	143.4	143.3	143.3
비유동부채	153.9	161.5	161.5	161.5	161.5
장기금융부채	42.9	44.7	44.7	44.7	44.7
기타비유동부채	111.0	116.8	116.8	116.8	116.8
부채총계	1,200.3	924.7	955.8	993.7	1,034.5
지배지분	4,153.8	4,422.0	4,767.9	5,226.5	5,770.4
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	720.5	720.5	720.5	720.5
기타자본	-17.6	-17.6	-17.6	-17.6	-17.6
기타포괄손익누계액	-40.1	-41.3	-17.8	5.8	29.4
이익잉여금	3,456.5	3,726.0	4,048.3	4,483.4	5,003.6
비지배지분	21.6	24.4	27.8	33.5	40.2
자본총계	4,175.4	4,446.4	4,795.7	5,260.1	5,810.6

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,709	4,813	5,848	7,481	8,716
BPS	60,186	64,072	69,084	75,729	83,609
CFPS	12,744	11,869	13,389	15,396	16,844
DPS	1,280	1,180	1,180	1,180	1,180
주가배수(배)					
PER	53.3	43.5	34.3	26.8	23.0
PER(최고)	64.3	74.0	36.1		
PER(최저)	41.4	30.2	28.9		
PBR	5.06	3.27	2.90	2.65	2.40
PBR(최고)	6.10	5.56	3.05		
PBR(최저)	3.93	2.27	2.45		
PSR	4.10	2.74	2.46	2.22	2.00
PCFR	23.9	17.7	15.0	13.0	11.9
EV/EBITDA	23.2	17.0	14.4	11.9	10.4
주요비율(%)					
배당성향(%(보통주, 현금))	18.8	20.6	16.9	13.2	11.3
배당수익률(%(보통주, 현금))	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
ROA	7.5	6.2	7.3	8.7	9.3
ROE	9.8	7.7	8.8	10.3	10.9
ROIC	14.1	10.5	12.1	15.2	17.0
매출채권회전율	13.9	15.1	17.1	17.4	17.4
재고자산회전율	11.3	11.6	11.7	11.5	11.4
부채비율	55.1	46.8	40.5	35.4	31.4
순차입금비율	7.3	2.6	-9.6	-20.0	-28.6
이자보상배율	66.6	102.5	124.9	138.4	154.3
총차입금	627.7	507.7	494.7	481.7	468.7
순차입금	224.6	94.1	-414.3	-1,022.2	-1,714.5
NOPLAT	1,076.4	1,196.7	1,433.5	1,547.6	1,679.2
FCF	397.6	403.6	672.7	778.7	863.3

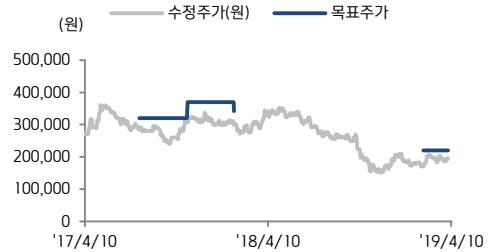
Compliance Notice

- 당사는 4월 9일 현재 '아모레퍼시픽' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주기대비	최고 주기대비
아모레퍼시픽 (090430)	2017/07/27	Outperform (Downgrade)	320,000원	6개월	-5.31	12.81
	2017/10/31	Outperform (Maintain)	370,000원	6개월	-26.25	-20.14
	2018/02/01	Outperform (Maintain)	342,000원	6개월	-8.79	-1.46
담당자 변경	2019/02/13	Buy (Reinitiate)	220,000원	6개월	42.11	59.77
	2019/04/10	Marketperform (Downgrade)	220,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

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 (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%