



Marketperform(Maintain)

목표주가: 220,000원

주가(04/29): 221,000원

시가총액: 12조 9,193억원

화장품/의류

Analyst 조경진

02) 3787-4776, kjcho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/29)		531.49pt
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%

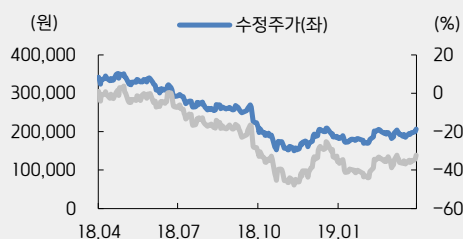
Company Data

발행주식수	58,458천주
일평균 거래량(3M)	239천주
외국인 지분율	33.8%
배당수익률(12E)	0.6%
BPS(12E)	68,830원
주요 주주	아모레퍼시픽그룹 외
	47.6%

투자지표

(억원, IFRS **)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	5,123.8	5,277.8	5,568.7	6,156.5
영업이익	596.4	482.0	548.9	704.9
EBITDA	820.1	748.1	830.2	973.3
세전이익	567.3	453.0	554.9	711.4
순이익	398.0	334.8	398.4	516.5
지배주주지분순이익	394.0	332.2	386.1	513.9
EPS(원)	5,709	4,813	5,594	7,446
증감률(% YoY)	-38.4	-15.7	16.2	33.1
PER(배)	53.3	43.5	35.8	26.9
PBR(배)	5.06	3.27	2.91	2.66
EV/EBITDA(배)	23.2	17.0	14.5	12.0
영업이익률(%)	11.6	9.1	9.9	11.4
ROE(%)	9.8	7.7	8.4	10.3
순차입금비용(%)	-12.9	-14.3	-19.7	-25.2

Price Trend



아모레퍼시픽 (090430)

중장기 성장에 무게중심. 회복 속도가 관건



아모레퍼시픽의 1Q19 연결기준 매출액은 1조 4316억원(+1.4%, YoY), 영업이익은 1,866억원(-20.9%, YoY)을 기록하며 영업이익 기준 당사 추정치 1856억원에 부합. 컨센서스 2,089억원(4월29일기준)을 하회하는 실적을 기록했습니다. 향후 주가의 방향성은 비용 투입에 따른 브랜드력 강화와 부진 채널의 실적 개선과 여부가 될 것으로 전망하고, 투자의견 Marketperform과 목표주가 22만원을 유지합니다.

>>> 채널별 역성장 지속

매출액 1조 4,316억원(+1.4%, yoy), 영업이익 1,866억원(-20.9%, yoy) 기록함
 1) 국내: 매출액 9,407억원(-0.01%, yoy), 영업이익 1,295억원(-17.8%, yoy)
 - 화장품: 매출액 7,894억원 (+1.1%, yoy), 영업이익 1,176억원(+1.1%, yoy)
 - 오설록: 매출액 1,513억원(-5.6%, yoy), 영업이익 118억원(-30.2%)
 2) 해외: 매출액 5,218(+4.2%, yoy), 영업이익 459억원(-43.7%, yoy)
 국내외 **영업이익 하락 요인**은 국내는 순수 국내 채널의 매출 감소 및 채널 구조조정에 따른 고정비 증가와 해외 사업부(중국)의 매출 감소와 마케팅 비용 증가에 기인함. **채널별**로는 전년동기대비 국내 면세 +20% 내외 성장, 해외 면세 -20~30% 감소, 이커머스는 한 자릿수 성장한 것으로 추정됨. 그 외 국내 전통 채널의 경우 방문판매 -10%, 백화점 -3~4%, 아리따움 -20% 이상 감소한 것으로 파악됨. 특히, 아리따움은 매장 수 축소 및 라이브 재정비가 매출액 감소에 기인함. 주요 거점의 아리따움 라이브 전환 매장 성장률은 약 20%대로 기존점 대비 높은 성장률이 나오고 있는 것으로 파악됨

>>> 국내외 채널 및 브랜드 전략 방향성 유지

중장기적 사업 전략 방향성은 글로벌 성장 가속화와 국내 사업의 질적 성장임. 중국에서는 Masstige 브랜드인 이니스프리의 3-4선 도시 매장 확대 및 디지털 부분의 투자 가속화. 국내는 기존 아리따움 매장 중 직영점 50% 이상 감소 시키고, 아리따움 라이브 매장으로 전환(약 300개) 하는 것에 대한 방향성은 변함없음. 브랜드력 강화를 위해 공방 광고 확대, 타깃 연령층 하향 조정, 용량 차별화 등의 전략을 가져가는 등 신제품 출시 및 브랜드 리뉴얼을 지속하고 있음

>>> 투자의견 Marketperform, 목표주가 22만원 유지

동사에 대한 투자의견 Marketperform과 목표주가 22만 원을 유지한다. 채널 구조조정 및 마케팅 강화에 따른 비용 증가로 수익성 하락에 대한 우려는 주가에 반영됨. **향후 주가의 방향성은 비용 투입에 따른 브랜드력 강화와 부진 채널의 실적 개선과 여부가 될 것으로 판단함.** 이에 따라 향후 관전 포인트는 1) 국내 채널 재편 효과 가시화, 2) 중국 매출 비중이 높은 이니스프리와 설화수의 브랜드력 강화, 3) 면세점 내 설화수를 포함한 주요 럭셔리 브랜드의 성장폭이 될 것으로 전망함

아모레퍼시픽 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E
매출	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.3	1,451.2	1,378.4	1,375.6	1,363.5	5,278.0	5,568.7
국내	940.8	877.7	839.7	689.0	940.7	872.5	895.4	769.7	3,347.2	3,478.4
화장품	780.7	760.8	697.1	595.9	789.4	752.6	749.0	674.2	2,834.5	2,965.2
Mass & Sulloc	160.2	116.9	142.7	93.1	151.3	119.9	146.4	95.5	512.9	513.2
해외	500.8	476.7	447.3	545.6	521.8	518.4	492.7	606.2	1,970.4	2,139.0
아시아	478.0	456.2	422.3	517.4	497.8	492.6	461.8	571.9	1,873.9	2,024.1
유럽	7.6	6.3	6.4	8.7	5.8	6.5	6.5	9.0	29.0	27.7
북미	15.3	14.2	18.6	19.5	18.2	19.3	24.3	25.4	67.6	87.2
YoY (%)	-8.8	11.5	5.7	7.4	1.4	2.6	7.6	11.4	3.0	5.5
국내	-14.8	9.0	6.3	6.4	-0.0	-0.6	6.6	11.7	-0.0	3.9
화장품	-17.1	9.5	9.1	7.3	1.1	-1.1	7.5	13.1	0.2	4.6
Mass & Sulloc	-1.8	5.4	-5.7	1.3	-5.6	2.6	2.6	2.6	-0.8	0.1
해외	5.0	16.7	4.7	7.5	4.2	8.7	10.1	11.1	8.2	8.6
아시아	6.5	16.4	3.9	6.7	4.1	8.0	9.4	10.5	8.2	8.0
유럽	-53.7	16.7	-11.1	29.9	-23.7	3.0	1.6	3.0	-18.8	-4.3
북미	30.8	25.7	35.8	20.4	19.0	35.9	30.7	30.0	27.8	28.9
비중(%)										
국내	65.7	65.3	65.7	56.3	64.8	63.3	65.1	56.5	63.4	62.5
화장품	54.5	56.6	54.5	48.7	54.4	54.6	54.5	49.4	53.7	53.2
Mass & Sulloc	11.2	8.7	11.2	7.6	10.4	8.7	10.6	7.0	9.7	9.2
해외	35.0	35.5	35.0	44.6	36.0	37.6	35.8	44.5	37.3	38.4
아시아	33.4	34.0	33.0	42.3	34.3	35.7	33.6	41.9	35.5	36.3
유럽	0.5	0.5	0.5	0.7	0.4	0.5	0.5	0.7	0.5	0.5
북미	1.1	1.1	1.5	1.6	1.3	1.4	1.8	1.9	1.3	1.6
영업이익	235.9	145.8	76.5	23.8	186.6	150.4	124.2	87.8	482.0	548.9
YoY (%)	-25.5	43.5	-24.3	-69.1	-20.9	3.1	62.3	268.8	-19.2	13.9
영업이익률 (%)	16.5	10.8	6.0	1.9	12.9	10.9	9.0	6.4	9.1	9.9
국내	157.5	92.6	49.1	-15.3	129.4	102.5	89.2	58.5	283.9	379.6
화장품	140.5	94.4	46.2	3.1	117.6	104.9	86.3	68.1	284.2	376.9
Mass & Sulloc	16.9	-1.8	2.9	-18.4	11.8	-2.4	2.9	-9.6	-0.4	2.8
해외	81.5	45.4	26.2	53.5	45.9	50.9	37.5	31.1	206.6	165.4
아시아	85.0	53.6	30.1	55.5	53.9	55.4	41.3	35.3	224.2	186.0
유럽	-1.9	-3.5	-3.3	-2.9	-3.0	-2.2	-1.9	-2.2	-11.6	-9.3
북미	-1.6	-4.7	-0.6	1.0	-5.0	-2.3	-1.9	-2.0	-5.9	-11.3
지배주주순이익	173.3	108.5	48.9	0.5	121.0	109.7	90.8	64.5	331.1	386.0
YoY (%)	-21.3	38.1	-37.6	-97.3	-30.2	1.1	85.8	13,884.0	-16.0	16.6

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

아모레퍼시픽 실적 추정 변경 내역

구분	변경 전			변경 후			차이		
	1Q19E	2019E	2020E	1Q19	2019E	2020E	1Q19	2019E	2020E
매출액	1,480.8	5,634.1	6,239.4	1,451.2	5,568.7	6,156.5	-2.0%	-1.2%	-1.3%
영업이익	185.6	552.5	708.0	186.6	548.9	704.9	0.4%p	0.1%p	0.1%p
OPM(%)	12.5	9.8	11.3	12.9	9.9	11.4	-10.5%	-4.4%	-0.4%
지배주주순이익	135.2	403.6	516.4	121.0	386.0	514.1	-2.0%	-1.2%	-1.3%

자료: 아모레퍼시픽, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	5,123.8	5,277.8	5,568.7	6,156.5	6,806.5
매출원가	1,379.7	1,434.9	1,513.9	1,673.8	1,850.5
매출총이익	3,744.1	3,843.0	4,054.7	4,482.8	4,956.0
판관비	3,147.7	3,361.0	3,505.8	3,777.9	4,148.4
영업이익	596.4	482.0	548.9	704.9	807.6
EBITDA	820.1	748.1	830.2	973.3	1,065.2
영업외손익	-29.1	-29.0	6.0	6.5	19.3
이자수익	13.8	12.6	18.6	25.8	33.9
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	-12.3	-18.0	-12.2
법인세차감전이익	567.3	453.0	554.9	711.4	826.9
법인세비용	169.3	118.1	156.5	194.9	226.6
계속사업순이익	398.0	334.8	398.4	516.5	600.3
당기순이익	398.0	334.8	398.4	516.5	600.3
지배주주순이익	394.0	332.2	386.1	513.9	597.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-9.2	3.0	5.5	10.6	10.6
영업이익 증감율	-29.7	-19.2	13.9	28.4	14.6
EBITDA 증감율	-20.3	-8.8	11.0	17.2	9.4
지배주주순이익 증감율	-38.4	-15.7	16.2	33.1	16.2
EPS 증감율	-38.4	-15.7	16.2	33.1	16.2
매출총이익율(%)	73.1	72.8	72.8	72.8	72.8
영업이익률(%)	11.6	9.1	9.9	11.4	11.9
EBITDA Margin(%)	16.0	14.2	14.9	15.8	15.6
지배주주순이익률(%)	7.7	6.3	6.9	8.3	8.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	512.6	646.7	686.9	768.3	824.1
당기순이익	398.0	334.8	398.4	516.5	600.3
비현금항목의 가감	481.5	484.3	523.0	542.4	556.1
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	241.7	274.0	298.5
영업활동자산부채증감	-123.8	-28.1	-93.3	-117.1	-134.3
매출채권및기타채권의감소	-36.5	36.8	-17.6	-35.5	-39.2
재고자산의감소	4.3	-76.6	-36.6	-46.4	-51.3
매입채무및기타채무의증가	-31.6	-20.0	-20.3	-12.4	-9.6
기타	-60.0	31.7	-18.8	-22.8	-34.2
기타현금흐름	-243.1	-144.3	-141.2	-173.5	-198.0
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	-20.4	2.0	-62.1	-62.1	-62.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-19.5	131.3	327.1	383.8	394.3
기초현금 및 현금성자산	623.7	604.2	735.5	1,062.6	1,446.4
기말현금 및 현금성자산	604.2	735.5	1,062.6	1,446.4	1,840.7

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,677.5	1,567.2	1,997.6	2,531.3	3,141.0
현금 및 현금성자산	604.2	735.5	1,062.6	1,446.3	1,840.6
단기금융자산	62.0	15.1	45.3	90.6	181.2
매출채권 및 기타채권	381.7	318.5	336.1	371.6	410.8
재고자산	374.8	403.3	439.9	486.4	537.7
기타유동자산	316.8	109.9	159.0	227.0	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	5,741.5	6,237.8	6,820.8
유동부채	1,046.4	763.2	792.9	830.4	870.8
매입채무 및 기타채무	596.9	548.4	528.1	515.6	506.0
단기금융부채	86.6	71.5	121.5	171.5	221.5
기타유동부채	362.9	143.3	143.3	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	954.4	991.9	1,032.3
지배지분	4,153.8	4,422.0	4,750.4	5,206.6	5,746.2
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	4,030.8	4,463.4	4,979.5
비지배지분	21.6	24.4	36.7	39.3	42.3
자본총계	4,175.4	4,446.4	4,787.1	5,245.9	5,788.5

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,709	4,813	5,594	7,446	8,655
BPS	60,186	64,072	68,830	75,440	83,259
CFPS	12,744	11,869	13,351	15,342	16,756
DPS	1,280	1,180	1,180	1,180	1,180
주가배수(배)					
PER	53.3	43.5	35.8	26.9	23.2
PER(최고)	64.3	74.0	37.7		
PER(최저)	41.4	30.2	30.2		
PBR	5.06	3.27	2.91	2.66	2.41
PBR(최고)	6.10	5.56	3.07		
PBR(최저)	3.93	2.27	2.46		
PSR	4.10	2.74	2.48	2.25	2.03
PCFR	23.9	17.7	15.0	13.1	12.0
EV/EBITDA	23.2	17.0	14.5	12.0	10.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	18.8	20.6	17.3	13.3	11.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
ROA	7.5	6.2	7.2	8.6	9.2
ROE	9.8	7.7	8.4	10.3	10.9
ROIC	14.1	10.5	11.8	15.1	16.8
매출채권회전율	13.9	15.1	17.0	17.4	17.4
재고자산회전율	13.1	13.6	13.2	13.3	13.3
부채비율	28.7	20.8	19.9	18.9	17.8
순차입금비율	-12.9	-14.3	-19.7	-25.2	-30.3
이자보상배율	193.6	206.4	164.3	162.2	150.9
총차입금	129.5	116.1	166.1	216.1	266.1
순차입금	-536.7	-634.5	-941.7	-1,320.8	-1,755.7
NOPLAT	820.1	748.1	830.2	973.3	1,065.2
FCF	-299.7	120.6	351.1	432.1	478.6

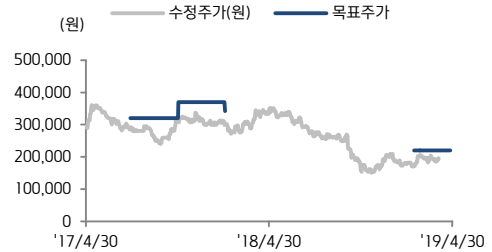
Compliance Notice

- 당사는 4월 29일 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
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	-2.59	27.05
	2019/04/30	Marketperform (Maintain)	220,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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%