

# 아모레퍼시픽(090430)

## – 1Q17 Review: 매출 성장세 부진에 따른 수익성 악화

### ▶ 1Q17 Review: 매출 성장세 부진에 따른 수익성 악화

– 1Q17 실적은 매출액 1조 5,690억원(+5.7%, yoy), 영업이익 3,168억원(-6.2%, yoy), 영업이익률 20.2%(-2.5%p, yoy)로 시장 컨센션스(매출액 1조 5,839억원, 영업이익 3,367억원)를 하회하였다. 국내 화장품 매출은 유통 채널별 성장세 악화로 yoy +1.6% 성장에 그쳤다. 특히, 3월 해외 관광객 유입 감소로 동사의 주요 채널인 면세 매출의 성장세가 작년 동기(+57.5%, yoy) 대비 크게 둔화(+11.1%, yoy) 되었고 고마진 스킨케어보다 페이스 및 립 메이크업 판매 호조에 따른 제품 믹스 변화, 일회성 인건비 발생 등으로 영업이익은 2,145억원으로 yoy -12.2% 감소하였다. 해외는 중국 및 주요 아세안 시장에서 비교적 견고한 성장세를 이어갔으나 브랜드 투자 확대, 신시장 진출 준비에 따른 인력 증가 등에 따른 인건비 증가로 영업이익률은 yoy -1.0%p 하락하였다.

### ▶ 해외 사업 확장을 위한 투자는 긍정적

– 정치적 이슈에 따른 어려운 상황임에도 동사는 해외 시장 확대를 위한 투자를 지속적으로 진행하고 있다. 아시아 지역에서는 브랜드 투자를 확대하며 중국 내 신규 매장 출점과 모바일 플랫폼 입점 등으로 고객 접점을 다변화하고 있으며 이니스프리의 인도네시아 시장 진출 등 신시장 진출을 통한 중국 외 지역에서의 사업을 확장하고 있다. 미국과 유럽에서는 사업 포트폴리오 재정비에 따라 올해 각각 100억 내외의 적자가 발생할 것으로 예상된다. 미국은 라네즈 브랜드를 타겟에서 철수시키고 하반기 세포라에 런칭할 계획이며 이니스프리 프리스탠딩 스토어도 뉴욕에 오픈할 예정이다. 또한 유럽은 폴리카 렘피카 브랜드 라이선스가 종료되었으며 아닉 구매편 브랜드 투자를 확대하고 있어 1분기는 외내형 성장을 보였으나 2분기부터는 성장이 부진할 전망이다. 국내 시장 성장 둔화와 높은 중국 의존도에 대한 해결책으로 해외 사업을 위한 투자는 긍정적으로 판단되며 향후 해외 시장을 통한 외내형 성장은 동사 실적 개선에 크게 기여할 것으로 기대된다.

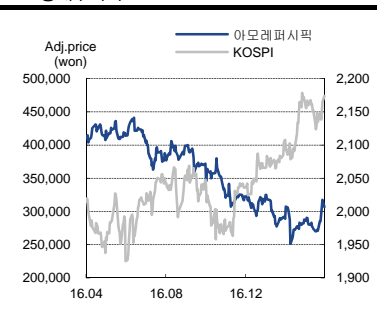
### ▶ 목표주가 32만원, 투자의견 중립으로 하향

– 국내 시장 성장세 둔화와 정치적 이슈에 따른 불확실성으로 실적 추정치 및 밸류에이션을 조정하여 목표주가를 기존 38만원에서 32만원으로, 투자의견을 중립으로 하향한다. 목표주가는 2017년과 2018년 EPS 추정치 평균(12,164원)에 target PER 26.0배를 적용해 산정했다. 해외 시장 확대를 위한 투자로 장기적인 성장은 전망되나 단기적으로 실적 성장세 회복은 어려워보여 적용 멀티플을 낮출 필요가 있다고 판단된다.

Rating	중립(하향)
Target Price	320,000원
Previous	380,000원

주가지표	
KOSPI(04/24)	2,174P
KOSDAQ(04/24)	627P
현재주가(04/24)	307,000원
시가총액	199,527억원
총발행주식수	5,845만주
120일 평균거래대금	5,722억원
52주 최고주가	441,000원
최저주가	251,500원
유동주식비율	52.4%
외국인지분율(%)	38.05%
주요주주	아모레퍼시픽외(47.6%) The Capital Group Companies, INC. 외(23인(7.4%))

상대주가차트



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2014A	38,740	5,638	3,851	3,791	6,485	34.2	5.3	19.5	14.6%	14.1%	17.7%
2015A	47,666	7,729	5,848	5,775	9,879	42.0	8.5	28.2	16.2%	18.7%	24.4%
2016A	56,454	8,481	6,457	6,393	10,935	29.4	5.7	19.5	15.0%	17.8%	24.0%
2017F	59,954	8,830	6,685	6,618	11,320	27.1	4.8	17.1	14.7%	16.0%	24.5%
2018F	67,329	10,136	7,681	7,604	13,008	23.6	4.2	14.7	15.1%	16.1%	28.6%

자료: 아모레퍼시픽, 한양증권 리서치센터 추정

## 〈도표1〉 1Q17 Review

(단위: 억원)

연결 손익	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	컨센서스	차이
매출액	14,851	14,434	14,009	13,160	15,690	15,839	-149
yoy(%)	23.3%	20.7%	22.8%	7.4%	5.7%	6.7%	-1.0%p
영업이익	3,378	2,406	1,675	1,022	3,168	3,367	-540
yoy(%)	21.5%	15.6%	2.5%	-17.2%	-6.2%	18.1%	-24.3%p
OPM(%)	22.7%	16.7%	12.0%	7.8%	20.2%	21.3%	-1.1%p
당기순이익	2,630	1,926	1,171	730	2,235	2,663	-428

자료: 아모레퍼시픽, 한양증권 리서치센터

## 〈도표2〉 실적 추정치 변경 내역

(단위: 억원)

	'16	'17E			'18E
		기존	변경	변동률	
매출액	56,454	63,008	59,954	-4.8%	67,329
영업이익	8,481	9,559	8,830	-7.6%	10,136
OPM(%)	15.0%	15.2%	14.7%	-0.5%p	15.1%
당기순이익	6,457	7,326	6,685	-8.7%	7,681

자료: 아모레퍼시픽, 한양증권 리서치센터 추정

## 〈도표3〉 브랜드별 국내 매출 비중

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
<b>Luxury Brands</b>	<b>47.4%</b>	<b>50.6%</b>	<b>47.7%</b>	<b>54.2%</b>	<b>53.4%</b>	<b>53.9%</b>	<b>50.4%</b>	<b>54.2%</b>	<b>52.6%</b>
Sulwhasoo	26.5%	26.9%	26.3%	34.4%	35.0%	34.3%	33.4%	37.3%	36.4%
Hera	15.2%	17.1%	12.5%	14.4%	12.7%	13.1%	9.8%	11.5%	10.7%
Vitalbeautie	2.4%	3.0%	5.4%	1.9%	2.5%	2.9%	4.2%	2.1%	2.7%
Others-Luxury	3.3%	3.6%	3.5%	3.6%	3.2%	3.6%	3.1%	3.3%	2.8%
<b>Premium Brands</b>	<b>32.4%</b>	<b>30.5%</b>	<b>28.7%</b>	<b>28.1%</b>	<b>27.4%</b>	<b>29.1%</b>	<b>28.4%</b>	<b>28.4%</b>	<b>27.6%</b>
Laneige	11.1%	11.7%	10.4%	12.5%	11.3%	14.5%	14.7%	15.4%	13.8%
lope	14.2%	12.0%	11.0%	9.0%	9.2%	8.3%	7.8%	7.2%	7.3%
Mamonde	1.9%	2.0%	1.9%	2.0%	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%	2.1%
Others-Premium	5.2%	4.8%	5.3%	4.6%	5.1%	4.5%	4.0%	3.8%	4.4%
<b>Mass Brands</b>	<b>14.2%</b>	<b>11.3%</b>	<b>17.8%</b>	<b>10.6%</b>	<b>13.4%</b>	<b>11.2%</b>	<b>14.6%</b>	<b>10.4%</b>	<b>13.7%</b>
RYO	2.8%	2.5%	3.5%	3.1%	3.3%	2.8%	3.1%	3.1%	3.9%
Mise-en-scene	3.9%	3.7%	4.0%	3.5%	3.5%	3.3%	3.5%	3.8%	4.0%
Happy Bath	2.1%	2.5%	3.1%	2.2%	1.8%	2.4%	2.7%	2.1%	2.4%
Others-Mass	5.3%	2.5%	7.2%	1.7%	4.8%	2.7%	5.4%	1.4%	3.8%
<b>OSULLOC</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.1%</b>
Others	4.3%	5.9%	4.3%	5.8%	4.6%	4.5%	5.2%	5.7%	5.0%

자료: 아모레퍼시픽, 한양증권 리서치센터

## 〈도표4〉 실적 추정

(단위: 억원 %)

연결 손익	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17P	2Q17E	3Q17E	4Q17E	'16	'17E	'18E
<b>매출액</b>	<b>14,851</b>	<b>14,434</b>	<b>14,009</b>	<b>13,160</b>	<b>15,690</b>	<b>14,656</b>	<b>14,832</b>	<b>14,776</b>	<b>56,454</b>	<b>59,954</b>	<b>67,329</b>
yoy	23.3%	20.7%	22.8%	7.4%	5.7%	1.5%	5.9%	12.3%	18.4%	6.2%	12.3%
국내	10,855	10,388	10,070	8,692	11,044	9,765	9,914	9,088	40,005	39,810	42,621
yoy	16.1%	13.2%	21.6%	-1.0%	1.7%	-6.0%	-1.5%	4.6%	12.4%	-0.5%	7.1%
화장품	9,267	9,085	8,459	7,676	9,413	8,547	8,601	8,010	34,486	34,571	37,019
yoy	17.9%	13.8%	26.6%	-0.8%	1.6%	-5.9%	1.7%	4.4%	14.0%	0.2%	7.1%
Mass&OSulloc	1,587	1,303	1,611	1,017	1,631	1,218	1,313	1,078	5,518	5,239	5,602
yoy	6.2%	9.3%	0.8%	-2.5%	2.7%	-6.5%	-18.5%	5.9%	3.6%	-5.1%	6.9%
해외	4,080	4,173	4,070	4,645	4,769	5,036	5,063	5,755	16,968	20,623	25,362
yoy	45.7%	46.4%	26.7%	25.2%	16.9%	20.7%	24.4%	23.9%	35.0%	21.5%	23.0%
Asia	3,787	3,879	3,762	4,327	4,488	4,801	4,782	5,426	15,754	19,497	24,001
yoy	50.0%	49.3%	29.1%	27.4%	18.5%	23.8%	27.1%	25.4%	37.8%	23.8%	23.1%
Europe	154	166	153	208	164	135	122	169	681	590	710
yoy	-6.7%	10.7%	-7.3%	18.9%	6.5%	-18.7%	-20.3%	-18.8%	4.0%	-13.4%	20.3%
North America	139	128	155	111	117	100	159	160	533	536	651
yoy	24.1%	25.5%	16.5%	-20.1%	-15.5%	-21.9%	2.6%	43.8%	9.9%	0.6%	21.5%
<b>영업이익</b>	<b>3,378</b>	<b>2,406</b>	<b>1,675</b>	<b>1,022</b>	<b>3,168</b>	<b>2,297</b>	<b>1,971</b>	<b>1,394</b>	<b>8,481</b>	<b>8,830</b>	<b>10,136</b>
yoy	21.5%	15.6%	2.5%	-17.2%	-6.2%	-4.5%	17.7%	36.4%	9.7%	4.1%	14.8%
OPM	22.7%	16.7%	12.0%	7.8%	20.2%	15.7%	13.3%	9.4%	15.0%	14.7%	15.1%
국내	2,682	1,995	1,366	733	2,340	1,697	1,519	1,147	6,776	6,703	7,247
yoy	20.0%	9.3%	4.1%	-29.4%	-12.8%	-14.9%	11.2%	56.5%	5.7%	-1.1%	8.1%
OPM	24.7%	19.2%	13.6%	8.4%	21.2%	17.4%	15.3%	12.6%	16.9%	16.8%	17.0%
화장품	2,443	1,916	1,475	843	2,145	1,647	1,478	1,213	6,678	6,483	7,017
yoy	22.0%	10.8%	38.1%	-25.7%	-12.2%	-14.0%	0.2%	43.9%	12.5%	-2.9%	8.2%
OPM	26.4%	21.1%	17.4%	11.0%	22.8%	19.3%	17.2%	15.1%	19.4%	18.8%	19.0%
Mass&OSulloc	239	79	(109)	(111)	195	50	41	(66)	98	220	230
yoy	2.6%	-17.7%	적전	적지	-18.4%	-36.7%	흑전	적지	-79.4%	124.5%	4.5%
OPM	15.1%	6.1%	-6.8%	-10.9%	12.0%	4.1%	3.1%	-6.1%	1.8%	4.2%	4.1%
해외	794	490	472	348	881	700	562	434	2,105	2,577	3,429
yoy	36.7%	59.6%	23.6%	7.4%	10.9%	42.9%	19.1%	24.7%	32.0%	22.4%	33.1%
OPM	19.5%	11.7%	11.6%	7.5%	18.5%	13.9%	11.1%	7.5%	12.4%	12.5%	13.5%
Asia	776	497	451	370	876	751	621	492	2,094	2,740	3,416
yoy	42.1%	58.3%	17.8%	-2.6%	12.9%	51.1%	37.7%	33.0%	29.0%	30.9%	24.7%
OPM	20.5%	12.8%	12.0%	8.6%	19.5%	15.6%	13.0%	9.1%	13.3%	14.1%	14.2%
Europe	2	12	-16	5	11.6	-31	-43	-16.6	3	-79	11
yoy	-85.7%	흑전	적지	흑전	480.0%	적전	적지	적전	흑전	적전	흑전
OPM	1.3%	7.2%	-10.5%	2.4%	7.1%	-23.0%	-35.2%	-9.8%	0.4%	-13.4%	1.5%
North America	16	-18	37	-27	-6.6	-20	-16	-41.4	7	-84	2
yoy	-27.3%	적지	825.0%	적지	적전	적지	적전	적지	흑전	적전	흑전
OPM	11.5%	-14.1%	23.9%	-24.3%	-5.6%	-20.0%	-10.1%	-25.9%	1.3%	-15.7%	0.3%

자료: 아모레퍼시픽, 한양증권 리서치센터 추정

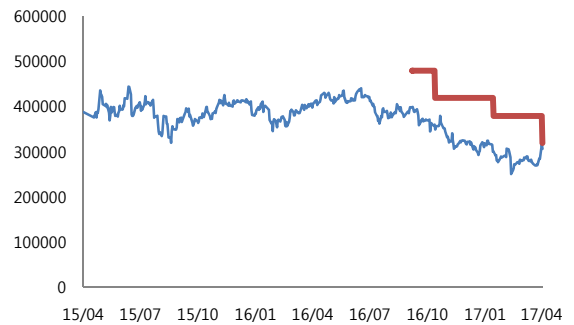
〈도표5〉 유통 채널별 매장 수 추이

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17
<b>국내</b>									
ARITAUM Stores	1,316	1,326	1,330	1,350	1,350	1,353	1,350	1,347	1,342
Discount store	387	392	392	394	401	404	402	397	392
Department store	239	220	231	222	222	232	234	234	234
Door to Door(counselors)	36,600	37,400	6,600	6,000	36,000	37,000	36,300	35,200	35,000
<b>중국</b>									
Department store/Roadshop_Sulwhasoo	50	59	64	71	83	92	102	110	116
Department store/Roadshop_Laneige	349	353	359	366	369	370	374	380	382
Department store_Mamonde	810	804	805	793	800	797	805	817	824
Department store/Roadshop_IOPE		2	5	7	10	15	21	26	28
Department store/Roadshop_Hera							5	7	10
Free Standing Store_Innisfree	120	142	172	203	226	265	304	334	363
Free Standing Store_Etude	13	15	18	29	37	41	46	57	59

자료: 아모레퍼시픽, 한양증권 리서치센터

\*국내 Department store: Sulwhasoo, Hera, AMOREPACIFIC, Primera, Annick Goutal

## TP Trend



## Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료 발간일 현재 당사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관 또는 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 최서연)
- 기업 투자 의견
 

매수	향후 6개월간 15% 이상 상승 예상
중립	향후 6개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
매도	향후 6개월간 15% 이상 하락 예상

당사의 투자 의견은 2004년 10월 1일부터 매수, 중립, 매도의 3단계로 변경되었습니다.
- 산업 투자 의견
 

비중 확대	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장주식률 대비 초과 상승 예상
중립	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장주식률과 유사한 수준 예상
비중 축소	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장주식률 대비 하회 예상
- 투자 의견 비율공시(기준: 2017.03.31)

구분	매수	중립	매도
비율	89%	11%	0%

- 투자이건 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
아모레퍼시픽	090430	2016.09.26	매수(신규)	480,000원
		2016.11.02	매수(유지)	420,000원
		2016.12.12	매수(유지)	420,000원
		2017.02.03	매수(유지)	380,000원
		2017.04.25	중립(하향)	320,000원

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.