

아모레퍼시픽 (090430)

중립 (유지)

목표주가

현재가 (5/8) 898,000원

KOSPI (5/8) 1,956.45pt

시가총액 5,573십억원

발행주식수 6,902천주

액면가 5,000원

52주 최고가 1,315,000원

최저가 875,000원

60일 일평균거래대금 14십억원

외국인 지분율 34.3%

배당수익률 (12.12월) 0.5%

주주구성

아모레퍼시픽그룹 외 11인 49.51%

First State Investment Management (UK) Limited 7.80%

주가상승률 1M 6M 12M

상대기준 1% -30% -18%

절대기준 -1% -31% -17%

현재 직전 변동

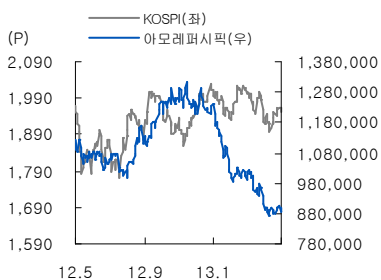
투자의견 중립 중립 -

목표주가 - - -

EPS(13) 41,163 45,270 ▼

EPS(14) 50,893 50,931 ▼

아모레퍼시픽 추가추이



안지영, 박찬은

02 6915 5675, 5670

jyahn@ibks.com

www.ibks.com

각오한 상황, 조금은 나아지는 2분기

1분기 연결 매출액 8.4%(YoY) 증가로 불황 속 선전

1분기 결과 매출액 8,038억원(8.4% YoY), 영업이익 1,402억원(-6.9% YoY), 순이익 907억원(-20.6% YoY)에 그쳤다. 금년 1분기에도 대형 유통채널 규제로 고가화장품 환경 개선은 제한적이었다. 당사는 시장 환경에 대응하기 위해 채널 별, 브랜드 SKU 효율화에 주력했지만 고가 채널의 부진은 불가피했다. 2분기 고가 채널의 부진 정도는 완화될 것으로 판단되는데, 이는 1분기 중 시작된 채널 별, 브랜드 SKU 효율화 작업이 구체화되며 기저효과도 존재하기 때문이다. 한편 MC&S 부문 역시 헤어부문 신제품 라인업과 바디케어 관련 특수 카테고리 출시를 통해 1분기 선전을 이어갈 전망이다.

영업이익 6.9%(YoY) 감소, 국내 고가채널 부진 및 해외 확장 가속

백화점과 방문판매 부진이 예상된 수준이었다면, 할인점의 자유휴일제 영향이 가중되고 있어 면세점과 온라인 의존도는 높아질 전망이다. 따라서 2013년에도 판매비 부담은 지속될 전망이다. 구체적으로 1분기 영업이익은 국내 중심 채널의 고정비 증가에 이어 해외 확장 가속화로 변동비도 가중되며 역신장을 보였다. 다만 2분기는 1분기 대비 마케팅 비용 반영 시점 변화 및 영업외 일회성 자산폐기손 등의 영향으로 전년대비 순이익 단의 회복은 가능할 전망이다. 당사는 국내 경기 악화와 고성장하는 중국 및 동남아 시장에 대응하기 위해 전략 수정을 감행하며 과거 대비 유연한 모습을 보이고 있다. 이로 인해 전체적인 방향성 전환까지는 어려워도 비효율적인 운영에 따른 추가적인 수익성 악화는 줄어들 것으로 보인다.

중장기 중립 유지하지만, 추가적인 조정 시 단기 Trading 관점

대형 유통채널의 환경과 고가 채널에 대한 소비 개선은 여전히 구체적이지 않아 당사 투자의견은 중립을 유지한다. 그러나 2013년 전망치 기준 동사의 Valuation은 화장품 평균 대비 30% 가까이 할인된 것으로 판단된다. 또한 최근 중소형 화장품 업종 Valuation 부담과 동사의 Historically Valuation 추이와 중국에서의 고성장성 유지에 근거할 때 추가 하락시 단기 트레이딩 관점은 유효한 것으로 판단된다.

(단위: 십억원, 배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	2,555	2,849	3,111	3,468	3,948
영업이익	373	364	381	437	487
세전이익	430	361	377	470	518
지배주주순이익	327	268	285	352	388
EPS(원)	47,384	39,066	41,163	50,893	56,091
증가율(%)	15.0	-17.6	5.4	23.6	10.2
영업이익률(%)	14.6	12.8	12.2	12.6	12.3
순이익률(%)	12.8	9.4	9.2	10.2	9.8
ROE(%)	17.8	12.1	11.6	13.0	12.9
PER	22.2	31.1	21.8	17.6	16.0
PBR	3.6	3.8	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	14.0	15.9	11.4	10.1	9.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임을 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

1분기 연결 매출액 8.4%(YoY) 증가로 불황 속 선전

매출액 +8.4%(YoY)
-국내 화장품 +3.6%(YoY)
백화점 -2%, 면세점 +16%
방판 -7%, 할인점 -6%
전문점 13%, 온라인 34%
-해외 전체 +36.8%(YoY)
중국 +37%, 프랑스 -7%
미국 +30%, 동남아 +58%

1분기 결과 매출액 8,038억원(8.4% YoY), 영업이익 1,402억원(-6.9% YoY), 순이익 907억원(-20.6% YoY)에 그쳤다. 금년 1분기에도 대형 유통채널 규제로 고가화장품 환경 개선은 제한적이었다. 동사는 시장 환경에 대응하기 위해 채널 별, 브랜드 SKU 효율화에 주력했지만 고가 채널의 부진은 불가피했다. 전년 대비 채널 별 매출액은 방문판매 7%, 백화점 2%가 감소했기 때문이다.

한편 해외 매출액은 전년 대비 37% 증가하며 고성장 추세를 유지했는데 중국(매출액 +37% YoY)을 포함한 동남아 지역에서의 신규 확장이 집중되었다. 2분기 고가 채널의 부진 정도는 완화될 것으로 판단되는데 1분기 중 시작된 채널 별, 브랜드 SKU 효율화 작업이 구체화되며 기저효과도 존재하기 때문이다.

MC&S 부문 또한 헤어부문 신제품 라인업과 바디케어 관련 특수 카테고리 출시를 통해 1분기 선전을 이어갈 전망이다.

표 1. 2013년 1분기 연결 기준 실적 요약

(단위: 억원, %)

	12.1Q	12.4Q	13.1Q	QoQ	YoY	IBK	차이	컨센서스	차이
매출액	7,415	6,479	8,038	24.1	8.4	8,104	-0.8	8,051	-0.2
매출총이익	5,288	4,484	5,693	27.0	7.7	5,510	3.3	5,716	-0.4
영업이익	1,506	259	1,402	441.3	-6.9	1,543	-9.1	1,523	-7.9
세전이익	1,559	258	1,286	397.6	-17.5	1,560	-17.6	1,504	-14.5
순이익	1,142	260	907	248.8	-20.6	1,193	-24.0	1,130	-19.7
GPM	71.3	69.2	70.8	1.6p	-0.5p	68.0	2.8p	71.0	-0.2p
OPM	20.3	4.0	17.4	13.4p	-2.9p	19.0	-1.6p	18.9	-1.5p
NPM	15.4	4.0	11.3	7.3p	-4.1p	14.7	-3.4p	14.0	-2.8p

자료: 아모레퍼시픽, Fnguide, IBK투자증권

영업이익 6.9%(YoY) 감소, 국내 고가채널 부진 및 해외 확장 가속

경기 대응 노력 강화에도
중심 채널 부진 영향 수반 및
해외 전략 강화에 따른
변동비 부담도 일조

백화점과 방문판매 부진이 예상된 수준이었다면 할인점의 자유휴일제 영향이 가중되고 있어 면세점과 온라인 의존도는 높아질 전망이다. 따라서 2013년에도 판매비 부담은 지속될 전망이다. 구체적으로 1분기 영업이익은 국내 중심 채널의 고정비 증가에 이어 해외 확장 가속화로 변동비도 가중되며 역신장을 보였다.

방문 판매 상품믹스 변화 및
카운셀러 연령 50대→40대
12.1Q 37,700명,
12.4Q 37,800명
13.1Q 37,400명

다만 2분기는 1분기 대비 마케팅 비용 반영 시점 변화 및 영업의 일회성 자산폐기손 등의 영향으로 전년 대비 순이익 단의 회복은 가능할 전망이다. 동사는 2년 연속되는 국내 경기 악화와 고성장하는 중국 및 동남아 시장에 대응하기 위해 전략 수정을 감행하며 과거 대비 유연한 모습을 보이고 있다. 이로 인해 전체적인 방향성 전환까지는 어려워도 비효율적인 운영에 따른 추가적인 수익성 악화는 줄어들 것으로 보인다.

표 2. 2013년 분기 손익 전망

(단위: 억원, %)

	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	13.1Q(P)	13.2Q(F)	13.3Q(F)	13.4Q(F)	2012	YoY	2013F	YoY
매출액	7,415	7,268	7,333	6,479	8,038	7,983	7,949	7,138	28,495	11.5	31,108	9.2
영업이익	1,506	981	901	259	1,402	1,118	968	324	3,647	-2.2	3,812	4.5
순이익	1,142	591	696	260	907	660	689	600	2,689	-17.9	2,856	6.2
OPM	20.3	13.5	12.3	4.0	17.4	14.0	12.2	4.5	12.8	-1.8p	12.3	-0.5p
NPM	15.4	8.1	9.5	4.0	11.3	8.3	8.7	8.4	9.4	-3.4p	9.2	-0.3p

자료: 아모레퍼시픽, IBK투자증권

표 3. 지역별 매출액 및 영업이익

(단위: 억원)

구분	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	2012	13.1Q(P)
매출액	7,415	7,268	7,333	6,479	28,495	8,038
한국	6,487	6,224	6,301	5,257	24,269	6,769
Cosmetics	5,221	5,260	4,901	4,508	19,890	5,409
Mass & Sulloc	1,266	964	1,400	749	4,379	1,359
중국	614	672	615	723	2,624	840
해외 기타	314	372	416	499	1,602	430
영업이익	1,506	981	901	256	3,643	1,402
한국	1,454	942	965	380	3,738	1,394
Cosmetics	1,238	866	710	535	3,347	1,185
Mass & Sulloc	215	76	255	-155	391	209
중국	83	31	31	-3	142	72
해외 기타	-30	8	-96	-121	-237	-63
OPM	20.3	13.5	12.3	4.0	12.8	17.4
한국	22.4	15.1	15.3	7.2	15.4	20.6
Cosmetics	23.7	16.5	14.5	11.9	16.8	21.9
Mass & Sulloc	17.0	7.9	18.2	-20.7	8.9	15.4
중국	13.5	4.6	5.0	-0.4	5.4	8.6
해외 기타	-9.6	2.2	-23.1	-24.2	-14.8	-14.7

자료: 아모레퍼시픽, IBK투자증권

표 4. 국내 화장품 채널 별 매출액 및 비중

(단위: 억원, %)

구분	12.1Q	12.2Q	12.3Q	12.4Q	2012	13.1Q(P)	YoY
전문점	861	865	799	813	3,339	970	12.7
할인점	501	440	376	397	1,713	471	-6.0
방판	1,829	1,784	1,685	1,194	6,493	1,700	-7.1
백화점	787	773	658	680	2,897	768	-2.4
면세점	570	680	685	710	2,645	659	15.6
디지털	523	563	554	581	2,221	701	34.0
Direct	97	107	98	77	380	88	-9.3
기타	52	50	45	55	202	52	0.0
합계	5,221	5,260	4,901	4,508	19,890	5,409	3.6
전문점	16.5	16.4	16.3	18.0	16.8	17.9	1.4p
할인점	9.6	8.4	7.7	8.8	8.6	8.7	-0.9p
방판	35.0	33.9	34.4	26.5	32.6	31.4	-3.6p
백화점	15.1	14.7	13.4	15.1	14.6	14.2	-0.9p
면세점	10.9	12.9	14.0	15.7	13.3	12.2	1.3p
디지털	10.0	10.7	11.3	12.9	11.2	13.0	2.9p
Direct	1.9	2.0	2.0	1.7	1.9	1.6	-0.2p
기타	1.0	1.0	0.9	1.2	1.0	1.0	0.0p
합계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	0.0p

자료: 아모레퍼시픽, IBK투자증권

사업부 전반으로
판관비 부담 증가
영업이익률 전년대비
2.9%p 하락

상대적 저마진의
면세점, 디지털(온라인) 채널
비중 확대

중장기 중립 유지하지만, 추가적인 조정 시 단기 Trading 관점

낮아진 눈높이 고려
추가 하락시
Valuation 모멘텀 부각

대형 유통채널의 환경과 고가 채널에 대한 소비 개선은 여전히 구체적이지 않아 동사 투자 의견은 중립을 유지한다. 그러나 2013년 전망치 기준 동사의 Valuation은 화장품 평균 대비 30% 가까이 할인된 것으로 판단된다. 또한 최근 중소형 화장품 업종 Valuation 부담과 동사의 Historically Valuation 추이와 중국에서의 고성장성 유지에 근거할 때 추가 하락시 단기 트레이딩 관점은 유효한 것으로 판단된다.

중장기 방향성 전환을 위해서는 국내 Premium 채널의 턴어라운드가 구체적이어야 할 것으로 판단된다. 방문판매 채널의 경우는 매크로 회복과 단순한 기저효과에 앞서 수익모델 자체에 점검이 요구되는 시점에 있기 때문이다. 또한 경쟁사 대비 신제품 라인업도 필수적으로 판단된다. 한편 연간 120억원의 임대료 및 1분기 본사 유형자산 폐기손실 147억원 반영으로 하반기 부담은 축소될 것으로 보인다.

포괄손익계산서

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	2,555	2,849	3,111	3,468	3,948
증가율(%)	13.4	11.5	9.2	11.5	13.8
매출원가	775	847	969	1,051	1,196
매출총이익	1,780	2,002	2,142	2,417	2,752
매출총이익률(%)	69.7	70.3	68.9	69.7	69.7
판매비	1,407	1,638	1,769	1,994	2,270
판매비율(%)	55.1	57.5	56.9	57.5	57.5
영업이익	373	364	381	437	487
증가율(%)	4.8	-2.3	4.5	14.7	11.6
영업이익률(%)	14.6	12.8	12.2	12.6	12.3
순금융손익	9	10	14	5	6
이자손익	9	10	14	5	6
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	47	-15	-20	29	25
종속/관계기업손익	1	2	2	0	0
세전이익	430	361	377	470	518
법인세	102	92	92	118	130
법인세율	23.8	25.6	24.4	25.2	25.2
계속사업이익	327	268	285	352	388
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	327	268	285	352	388
증가율(%)	15.0	-18.0	6.1	23.7	10.2
당기순이익률(%)	12.8	9.4	9.2	10.2	9.8
지배주주당기순이익	327	270	284	351	387
기타포괄이익	-10	-20	0	0	0
총포괄이익	317	249	285	352	388
EBITDA	454	466	449	499	544
증가율(%)	3.1	2.5	-3.7	11.2	9.1
EBITDA마진율(%)	17.8	16.4	14.4	14.4	13.8

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	47,384	39,066	41,163	50,893	56,091
BPS	291,651	320,561	355,220	394,061	438,099
DPS	6,500	6,500	6,500	6,500	6,500
밸류에이션(배)					
PER	22.2	31.1	21.8	17.6	16.0
PBR	3.6	3.8	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	14.0	15.9	11.4	10.1	9.1
성장성지표(%)					
매출증가율	13.4	11.5	9.2	11.5	13.8
EPS증가율	15.0	-17.6	5.4	23.6	10.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
ROE	17.8	12.1	11.6	13.0	12.9
ROA	13.5	9.2	9.0	10.2	10.2
ROIC	21.5	14.3	14.1	16.5	17.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	31.7	29.1	26.8	28.0	26.4
순차입금 비율(%)	-5.2	-3.9	-16.8	-19.4	-20.2
이자보상배율(배)	193.9	171.4	79.1	125.0	127.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	17.4	17.7	17.4	17.3	17.3
재고자산회전율	11.9	11.6	11.1	11.3	11.1
총자산회전율	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0

* 주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
유동자산	754	804	1,213	1,414	1,658
현금및현금성자산	188	171	515	637	746
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	152	170	188	214	243
재고자산	226	267	295	317	395
비유동자산	2,062	2,222	2,064	2,237	2,332
유형자산	1,655	1,767	1,799	1,986	2,064
무형자산	115	121	121	121	121
투자자산	37	39	43	48	54
자산총계	2,815	3,026	3,277	3,651	3,990
유동부채	426	417	443	521	611
매입채무및기타채무	78	100	111	126	144
단기차입금	16	23	25	28	32
유동성장기부채	0	0	0	0	40
비유동부채	251	265	251	278	222
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	46	43	43	43	23
부채총계	677	682	693	799	833
자배주주지분	2,128	2,334	2,573	2,841	3,145
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	-2	-12	-12	-12	-12
이익잉여금	1,377	1,592	1,832	2,100	2,404
비자배주주지분	10	10	11	12	13
자본총계	2,138	2,344	2,584	2,852	3,157
비이자부채	600	604	613	715	725
총차입금	77	78	81	84	108
순차입금	-110	-92	-435	-553	-638

현금흐름표

(십억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	403	276	334	346	334
당기순이익	327	268	285	352	388
비현금성 비용 및 수익	146	204	64	15	21
유형자산감가상각비	82	102	68	62	57
무형자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본변동	-18	-126	-30	-26	-81
매출채권등의감소	-10	-16	-17	-26	-30
재고자산의감소	-13	-41	-27	-23	-78
매입채무등의증가	-3	22	10	15	17
기타 영업현금흐름	-52	-71	14	5	6
투자활동 현금흐름	-374	-254	68	-266	-180
유형자산의 증개(CAPEX)	317	232	100	250	135
유형자산의 감소	10	9	0	0	0
무형자산의 감쇠(증가)	-33	-17	0	0	0
투자자산의 감쇠(증가)	2	15	200	-5	-6
기타	-670	-493	-231	-511	-309
재무활동 현금흐름	4	-35	-57	41	40
차입금의증개(감소)	46	0	0	0	-20
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-42	-35	-57	41	60
기타 및 조정	-4	-3	0	0	0
현금의 증가	29	-17	345	122	194
기초현금	159	188	171	515	637
기말현금	188	171	515	637	831

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

투자익전 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자익전 (절대수익률 기준)	적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	비중축소 ~ -15%
업종 투자익전 (상대수익률 기준)	비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

