



▲ 유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12 개월)	200,000 원
현재주가 (1.31)	181,500 원
상승여력	10.2%
KOSPI	2,204.85pt
시가총액	106,102억원
발행주식수	5,846만주
유동주식비율	52.38%
외국인비중	33.16%
52주 최고/최저가	351,500원/150,000원
평균거래대금	660.7억원
주요주주(%)	
아모레퍼시픽그룹 외 3 인	47.56
국민연금	6.05
GIC Private Limited	6.04
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-13.4 -32.1 -39.4
상대주가	-19.8 -29.4 -29.5

주가그래프



아모레퍼시픽 090430

해외 성장률 회복 vs. 국내 수익성 부진

- ✓ 4Q 해외 현지법인 회복에도 국내 부진으로 시장 컨센서스 대폭 하회
- ✓ 중국 온라인 침투율 확대와 함께 럭셔리 브랜드들의 현지 성장률 강화 긍정적
- ✓ SKU 효율화 작업으로 재고자산폐기증당금 증가, 마케팅 및 R&D 비용 확대
- ✓ 바닥을 지나고 있다. 2019년 하반기 실적 턴어라운드 전망
- ✓ 투자의견 Trading Buy와 적정주가 200,000원 유지

4Q 해외 현지법인 회복에도 국내 부진으로 시장 컨센서스 대폭 하회

아모레퍼시픽의 4분기 실적은 매출액 1조 2,240억원 (+7.4% YoY)과 영업이익 237억원 (-69.2% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1조 2,509억원, 영업이익 624억원) 대비 크게 하회할 전망이다. 면세점 성장률은 +48.2% YoY를 달성하였으나 국내 방판 및 아리따움 채널 부진으로 국내법인 매출액은 +6.4% YoY에 불과했다. 특히 SKU 효율화 작업이 진행되면서 재고자산폐기증당금이 증가했고 브랜드 리빌딩을 위한 마케팅과 R&D 비용이 확대되면서 영업이익이 예상치를 대폭 하회했다. 한편 해외법인은 매출액 +7.4% YoY, 영업이익 +30.5% YoY 증가하여 양호한 실적을 달성했다. 중국법인에서 에뛰드하우스를 제외한 대부분의 브랜드가 성장세로 전환되었으며 특히 중국 온라인 침투율 확대와 함께 럭셔리 브랜드인 설화수 (+40%대 YoY) 및 해라 성장률 (+30%대 YoY)이 강화된 점이 긍정적이다.

바닥을 지나고 있다, 2019년 하반기 실적 턴어라운드 전망

아모레퍼시픽은 2013년 R&D 조직 개편을 통해 디자인 역량과 브랜드 가치를 끌어올리는 데 중점을 주고 2014년 설화수 브랜드 리뉴얼과 혁신 제품 (쿠션 파운데이션 등) 창출을 성공적으로 이끈 경험이 있다. 아모레퍼시픽은 2018년 하반기부터 온라인 중심의 화장품 채널 환경 변화에 따라 다시 한 번 조직 개편을 통해 브랜드 리빌딩 작업을 진행하고 있다. 아모레퍼시픽에 대해 **2019년 중국 현지법인을 중심으로 실적 턴어라운드 가능성을 감안하여 투자의견 Trading Buy와 적정주가 200,000원을 유지한다.** 적정주가는 2020년 예상 EPS에 목표 PER 27배 (글로벌 화장품 평균)를 적용, 유지했다. 국내법인의 비용 효율화에 따른 수익성 개선 속도에 따라 하반기에 접어들수록 밸류에이션 부담은 점차 완화될 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	5,123.8	596.4	394.0	6,508	-38.9	60,186	46.8	5.1	23.2	9.8	28.7
2018P	5,277.8	482.0	332.2	5,470	-16.2	63,820	38.3	3.3	17.4	7.8	28.0
2019E	5,622.6	540.8	396.0	6,541	19.6	68,261	27.7	2.7	13.6	8.7	27.4
2020E	6,117.3	593.2	440.3	7,274	11.2	73,213	25.0	2.5	12.3	9.0	27.3
2021E	6,588.4	652.3	492.1	8,133	11.8	78,772	22.3	2.3	11.1	9.4	26.9

표1 아모레퍼시픽 4Q18 Earnings Review

(십억원)	4Q18P	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,224.1	1,140.0	7.4	1,278.4	-4.3	1,240.2	-1.3	1,250.9	-2.1
영업이익	23.8	76.9	-69.2	76.5	-69.0	53.1	-55.3	62.4	-62.0
지배주주순이익	1.5	16.9	-90.8	48.9	-96.8	37.9	-95.9	42.3	-96.3
영업이익률 (%)	1.9			6.0		4.3		5.0	-3.0%p
지배주주순이익률 (%)	0.1			3.8		3.1		3.4	-3.3%p

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018P	2019E	2018P	2019E	2018P	2019E
매출액	5,293.8	5,857.3	5,277.8	5,622.6	-0.3	-4.0
영업이익	511.4	548.0	481.9	540.8	-5.8	-1.3
지배주주순이익	368.6	400.9	332.2	396.0	-9.9	-1.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 아모레퍼시픽 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	5,123.9	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	5,277.8	1,493.9	1,409.8	1,366.4	1,352.6	5,622.6
증가율 (% YoY)	-9.2	-8.8	11.5	5.7	7.4	3.0	4.3	4.9	6.9	10.5	6.5
매출원가	1,379.7	382.4	358.9	347.3	346.3	1,434.9	388.4	366.5	367.6	372.0	1,494.5
증가율 (% YoY)	-3.2	-0.9	11.2	-2.0	9.4	4.0	1.6	2.1	5.8	7.4	4.2
매출원가율 (%)	26.9	26.7	26.7	27.2	28.3	27.2	26.0	26.0	26.9	27.5	26.6
매출총이익	3,744.0	1,049.2	984.8	931.1	877.9	3,843.0	1,105.5	1,043.2	998.9	980.6	4,128.2
증가율 (% YoY)	-11.3	-11.3	11.6	8.8	6.6	2.6	5.4	5.9	7.3	11.7	7.4
매출총이익률 (%)	73.1	73.3	73.3	72.8	71.7	72.8	74.0	74.0	73.1	72.5	73.4
판관비	3,147.7	813.3	839.0	854.6	854.1	3,361.0	879.7	907.0	900.4	900.3	3,587.4
증가율 (% YoY)	-6.7	-6.1	7.5	13.3	14.4	6.8	8.2	8.1	5.4	5.4	6.7
판관비중 (%)	61.4	56.8	62.4	66.8	69.8	63.7	58.9	64.3	65.9	66.6	63.8
Personnel (인건비)	454.8	115.5	134.1	146.0	97.2	492.8	121.3	140.8	153.3	102.1	517.4
증가율 (% YoY)	4.2	-6.0	19.7	14.0	5.9	8.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출대비 (%)	8.9	8.1	10.0	11.4	7.9	9.3	8.1	10.0	11.2	7.5	9.2
A&P (광고판촉비)	540.4	134.6	139.6	150.9	172.1	597.2	154.8	160.5	166.0	189.3	670.6
증가율 (% YoY)	-3.1	6.5	-4.0	22.0	18.8	10.5	15.0	15.0	10.0	10.0	12.3
매출대비 (%)	10.5	9.4	10.4	11.8	14.1	11.3	10.4	11.4	12.1	14.0	11.9
Commission (수수료)	1,269.0	336.3	334.3	332.9	330.7	1,334.2	369.9	367.7	349.5	347.2	1,434.4
증가율 (% YoY)	-13.6	-15.2	9.7	15.5	18.4	5.1	10.0	10.0	5.0	5.0	7.5
매출대비 (%)	24.8	23.5	24.9	26.0	27.0	25.3	24.8	26.1	25.6	25.7	25.5
기타	883.5	226.9	231.0	224.8	254.1	936.8	233.7	237.9	231.5	261.7	964.9
증가율 (% YoY)	-2.9	3.0	5.8	4.9	10.3	6.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
영업이익	596.3	235.9	145.8	76.5	23.8	482.0	225.8	136.2	98.5	80.3	540.8
증가율 (% YoY)	-29.7	-25.5	43.6	-24.3	-69.1	-19.2	-4.3	-6.6	28.7	237.3	12.2
영업이익률 (%)	11.6	16.5	10.9	6.0	1.9	9.1	15.1	9.7	7.2	5.9	9.6

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표4 아모레퍼시픽 채널별 및 지역별 세부 실적 현황

	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	5,123.9	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	5,277.8	1,493.9	1,409.8	1,366.4	1,352.6	5,622.6
증가율 (% YoY)	-9.2	-8.8	11.5	5.7	7.4	3.0	4.3	4.9	6.9	10.5	6.5
국내 Total											
매출액	3,347.4	940.8	877.7	839.7	689.0	3,347.2	949.1	892.8	870.4	732.2	3,444.5
증가율(% YoY)	-16.3	-14.8	9.0	6.3	6.4	0.0	0.9	1.7	3.7	6.3	2.9
영업이익	402.0	157.5	92.6	49.1	-15.3	275.4	138.6	87.2	68.9	18.7	313.4
증가율(% YoY)	-40.7	-32.7	12.1	-26.6	적전	-31.5	-12.0	-5.8	40.3	흑전	13.8
영업이익률(%)	12.0	16.7	10.6	5.8	-2.2	8.2	14.6	9.8	7.9	2.6	9.1
Cosmetics											
매출액	2,830.2	780.7	760.8	697.1	595.9	2,834.5	784.1	772.4	723.4	636.3	2,916.2
증가율(% YoY)	-17.9	-17.1	9.5	9.1	7.3	0.2	0.4	1.5	3.8	6.8	2.9
Travel Retail	1,103.4	320.2	304.8	332.0	313.5	1,270.5	345.8	338.3	368.5	360.5	1,413.2
증가율(% YoY)	-26.4	-23.6	29.3	40.1	48.2	15.1	8.0	11.0	11.0	15.0	11.2
Digital	372.2	100.6	100.1	80.5	74.6	355.8	103.6	103.1	84.5	78.3	369.6
증가율(% YoY)	-11.8	-10.3	0.3	-3.8	-2.5	-4.4	3.0	3.0	5.0	5.0	3.9
기타	1,354.6	359.9	355.9	284.6	207.8	1,208.2	334.7	331.0	270.4	197.4	1,133.5
증가율(% YoY)	-11.3	-12.2	-0.9	-10.6	-22.2	-10.8	-7.0	-7.0	-5.0	-5.0	-6.2
영업이익	403.2	140.5	94.4	46.2	3.1	284.2	133.3	85.0	57.9	19.1	295.2
증가율(% YoY)	-39.6	-34.5	11.6	-17.9	-93.5	-29.5	-5.1	-10.0	25.3	515.7	3.9
영업이익률 (%)	14.2	18.0	12.4	6.6	0.5	10.0	17.0	11.0	8.0	3.0	26.0
Daily Beauty & OSULLOC											
매출액	517.2	160.2	116.9	142.7	93.1	512.9	165.0	120.4	147.0	95.9	528.3
증가율(% YoY)	-6.3	-1.8	5.4	-5.7	1.3	-0.8	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
영업이익	14.5	16.9	-1.8	2.9	-0.4	17.6	5.2	2.2	11.0	-0.3	18.2
증가율(% YoY)	48.0	-13.3	적지	-72.6	-적지	21.4	-68.9	흑전	279.7	적지	3.2
영업이익률 (%)	2.8	10.5	-1.5	2.0	-0.4	3.4	17.0	12.0	8.0	5.0	3.4
해외 Total											
매출액	1,820.5	500.8	476.7	447.2	545.5	1,970.2	544.7	517.0	496.0	620.4	2,178.1
증가율(% YoY)	7.3	5.0	16.7	4.7	7.4	8.2	8.8	8.4	10.9	13.7	10.6
영업이익	194.3	81.5	45.4	26.2	53.5	206.6	87.2	49.0	29.6	61.5	227.4
증가율(% YoY)	-7.7	-7.5	129.3	-42.3	30.5	6.3	7.0	8.0	13.0	15.0	10.1
영업이익률(%)	10.7	16.3	9.5	5.9	9.8	10.5	16.0	9.5	6.0	9.9	10.4
아시아	1,731.9	478.0	456.2	422.3	517.4	1,873.9	525.8	501.8	473.0	595.0	2,095.6
증가율(% YoY)	9.9	6.5	16.4	3.9	6.7	8.2	10.0	10.0	12.0	15.0	11.8
유럽	35.7	7.6	6.3	6.4	8.7	29.0	9.9	8.2	8.3	11.3	37.7
증가율(% YoY)	-47.6	-53.7	16.7	-11.1	29.9	-18.8	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
미국	52.9	15.3	14.2	18.6	19.5	67.6	19.1	17.8	23.3	24.4	84.5
증가율(% YoY)	-0.8	30.8	25.7	35.8	20.4	27.8	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	5,123.8	5,277.8	5,622.6	6,117.3	6,588.4
매출액증가율 (%)	-9.2	3.0	6.5	8.8	7.7
매출원가	1,379.7	1,434.8	1,494.5	1,621.1	1,732.7
매출총이익	3,744.1	3,842.9	4,128.1	4,496.2	4,855.6
판매관리비	3,147.7	3,360.9	3,587.4	3,903.0	4,203.4
영업이익	596.4	482.0	540.8	593.2	652.3
영업이익률	11.6	9.1	9.6	9.7	9.9
금융손익	10.7	8.7	12.0	16.9	22.9
종속/관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-39.9	-37.6	-7.0	3.0	3.0
세전계속사업이익	567.3	453.0	545.8	613.1	678.2
법인세비용	169.3	118.2	146.6	169.2	182.1
당기순이익	398.0	334.8	399.2	443.9	496.1
지배주주지분 순이익	394.0	332.2	396.0	440.3	492.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	512.6	603.9	646.0	695.6	739.9
당기순이익(손실)	398.0	334.8	399.2	443.9	496.1
유형자산상각비	223.7	245.6	249.9	253.6	246.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-93.0	23.6	-3.1	-1.9	-3.1
투자활동 현금흐름	-400.8	-394.3	-299.1	-293.9	-213.2
유형자산의증가(CAPEX)	-768.6	-380.0	-280.0	-280.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-6.0	-1.9	-4.2	-6.0	-5.7
재무활동 현금흐름	-110.9	-98.3	-96.3	-104.4	-113.4
차입금의 증감	-18.2	-10.0	-14.9	-14.9	-14.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.5	111.3	250.6	297.4	413.3
기초현금	623.7	604.2	715.5	966.1	1,263.5
기말현금	604.2	715.5	966.1	1,263.5	1,676.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,677.5	1,834.1	2,167.8	2,570.9	3,084.9
현금및현금성자산	604.2	715.5	966.1	1,263.5	1,676.8
매출채권	324.7	318.9	339.7	369.6	398.0
재고자산	374.8	404.1	430.5	468.4	504.5
비유동자산	3,698.2	3,834.5	3,868.9	3,901.3	3,860.1
유형자산	2,613.2	2,747.6	2,777.8	2,804.1	2,757.2
무형자산	239.7	239.7	239.7	239.7	239.7
투자자산	62.4	64.2	68.4	74.4	80.2
자산총계	5,375.7	5,668.7	6,036.7	6,472.2	6,945.0
유동부채	1,046.5	1,087.7	1,143.6	1,228.0	1,308.0
매입채무	132.1	153.5	163.5	177.9	191.6
단기차입금	85.1	75.1	65.1	55.1	45.1
유동성장기부채	0.0	5.0	5.0	5.0	5.0
비유동부채	153.9	152.2	154.7	160.4	165.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	42.9	37.9	32.9	27.9	22.9
부채총계	1,200.3	1,239.9	1,298.2	1,388.4	1,473.6
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	720.5	720.5	720.5	720.5
기타포괄이익누계액	-40.1	-40.1	-40.1	-40.1	-40.1
이익잉여금	3,456.5	3,707.3	4,013.8	4,355.6	4,739.3
비지배주주지분	21.6	24.1	27.3	30.9	34.9
자본총계	4,175.4	4,428.7	4,738.4	5,083.8	5,471.4

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
SPS	87,649	90,281	96,180	104,644	112,702
EPS(지배주주)	6,508	5,470	6,541	7,274	8,133
CFPS	14,518	11,801	13,404	14,537	15,433
EBITDAPS	14,028	12,444	13,524	14,486	15,381
BPS	60,186	63,820	68,261	73,213	78,772
DPS	1,280	1,180	1,298	1,428	1,571
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.7	0.8	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	46.8	38.3	27.7	25.0	22.3
PCR	21.0	17.8	13.5	12.5	11.8
PSR	3.5	2.3	1.9	1.7	1.6
PBR	5.1	3.3	2.7	2.5	2.3
EBITDA	820.1	727.5	790.6	846.8	899.2
EV/EBITDA	23.2	17.4	13.6	12.3	11.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.8	7.8	8.7	9.0	9.4
EBITDA 이익률	16.0	13.8	14.1	13.8	13.6
부채비율	28.7	28.0	27.4	27.3	26.9
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	193.6	174.2	217.1	274.5	356.3
매출채권회전율(X)	16.6	16.4	17.1	17.2	17.2
재고자산회전율(X)	13.1	13.6	13.5	13.6	13.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 1일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.03.23	기업브리프	Trading Buy	320,000	양지혜	-11.1	-0.8	
2017.04.25	기업브리프	Hold	320,000	양지혜	-3.9	12.8	
2017.05.29	산업분석	Hold	360,000	양지혜	-10.1	-3.2	
2017.06.29	기업브리프	Hold	340,000	양지혜	-13.4	-8.4	
2017.07.27	기업브리프	Hold	300,000	양지혜	-7.7	8.8	
2017.10.31	기업브리프	Hold	340,000	양지혜	-6.7	-4.3	
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	340,000	양지혜	-7.4	-0.9	
2018.01.08	산업브리프	Trading Buy	340,000	양지혜	-8.1	-0.9	
2018.02.01	기업브리프	Trading Buy	330,000	양지혜	-12.8	-8.5	
2018.02.27	산업브리프	Trading Buy	330,000	양지혜	-5.6	6.5	
2018.05.10	기업브리프	Trading Buy	370,000	양지혜	-10.4	-7.4	
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	370,000	양지혜	-12.9	-7.4	
2018.07.06	산업브리프	Trading Buy	340,000	양지혜	-16.2	-12.8	
2018.07.27	기업브리프	Trading Buy	320,000	양지혜	-17.3	-13.4	
2018.09.10	산업분석	Trading Buy	320,000	양지혜	-20.3	-13.4	
2018.10.17	기업브리프	Trading Buy	275,000	양지혜	-31.7	-28.0	
2018.10.30	기업브리프	Trading Buy	180,000	양지혜	-9.9	-2.8	
2018.11.19	산업분석	Trading Buy	180,000	양지혜	-2.1	16.4	
2019.01.21	산업브리프	Trading Buy	200,000	양지혜	-10.9	-9.3	
2019.02.01	기업브리프	Trading Buy	200,000	양지혜	-	-	