

2019.04.15

# 아모레퍼시픽 (090430)

## 실적 회복 어려운 상반기

### 1Q19 Preview 실적 부진 지속

1Q19 실적은 매출액 1조 4,911억원(+4.2%, yoy), 영업이익 1,907억원(-19.2%, yoy), 영업이익률 12.8%(-3.7%p, yoy)가 전망된다. 국내 매출에서 주요 판매 채널인 면세점 매출은 yoy +10.1% 성장한 3,527억원을 기록하겠으나 기타 내수 채널은 역성장이 지속될 것으로 예상된다. 면세점도 타사 대비 구매 수량 제한 강화로 2월 누적 면세점 매출 성장률인 yoy +24%보다 낮은 성장률을 기록할 것으로 추정한다. 중국에서는 설화수, 헤라 두 브랜드가 yoy +30% 이상 고성장하고 이니스프리, 라네즈, 마몽드는 소폭 성장한 것으로 파악된다. 영업이익은 국내에서의 인건비 및 채널 재정비 등에 따른 고정비 부담과 중국에서의 마케팅비 확대 등으로 yoy 하락할 전망이다.

### 아리따움 라이브 매장 전환과 해외 투자 확대

올해 동사는 아리따움 직영점을 중심으로 300여개를 라이브 매장으로 전환할 계획이다. 상반기에 보다 많은 매장 전환을 목표로 하고 있으며 이에 따라 아리따움 채널은 큰 폭의 역성장이 지속될 전망이다. 한편, 해외 시장에서는 마케팅 강화, 신규 브랜드 런칭 등 투자가 확대될 예정이다. 중국은 4월부터 이니스프리 브랜드 리뉴얼 행사를 통해 브랜드 이미지를 변화시키고 3,4선 도시를 중심으로 이니스프리 매장 100개를 오픈할 계획이다. 이에 중국에서의 성장을 주도해왔던 이니스프리는 중국 로컬 브랜드와의 경쟁이 심화되고 있는 1,2선 도시보다는 3,4선 도시에서의 성장이 기대된다. 설화수는 현지 광고 모델 기용으로 마케팅을 강화할 계획이며 지난 3월 설린라인, 하반기에는 자음에센스 런칭 등으로 제품을 확대해 고성장 지속이 예상된다. 미국은 라네즈 브랜드 세포라 전 매장 입점 및 이니스프리 매장 5개 추가 출점을 목표로 하고 있다.

### 투자 의견 중립 유지

2019년 상반기는 실적 회복을 기대하기는 어려울 것으로 예상된다. 국내외 채널 재정비와 해외 매출 확대를 위한 매장 확대 및 마케팅 비용 증가 등에 대한 투자가 지속될 것으로 수익성 회복이 힘들어 보이기 때문이다. 당사는 공격적인 투자가 의미 있는 실적 개선으로 이어질 수 있는지를 확인할 필요가 있다고 판단되며 펀더멘털 측면에서 현재 주가는 2019E PER 38.5배로 높은 밸류에이션에 대한 부담이 존재해 투자 의견 중립을 유지한다.

# 중립

[유지]

목표주가(12M) -

### 최서연 Analyst

janice84@hygood.co.kr

02-3770-5323

### 주가지표

KOSPI(04/12)	2,233P
KOSDAQ(04/12)	768P
현재주가(04/12)	218,000원
시가총액	140,214억원
총발행주식수	6,902만주
120일 평균거래대금	5,800억원
52주 최고가	351,500원
52주 최저가	150,000원
유동주식비율	52.1%
외국인지분율(%)	33.9%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 4인 (47.6%) 국민연금 (6.1%)

### 상대주가차트



	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액 (억원)	56,454	51,238	52,778	56,111	60,229
영업이익	8,481	5,964	4,820	5,239	6,075
지배순이익	6,393	3,940	3,322	3,904	4,535
EPS(원)	9,262	5,709	4,813	5,656	6,570
PER(배)	34.7	53.3	43.5	38.5	33.2
PBR	5.7	5.1	3.3	3.2	2.9
EV/EBITDA	19.5	23.2	17.0	15.9	14.5
ROE(%)	17.7	9.8	7.7	8.5	9.1

자료: 아모레퍼시픽, 한양증권 리서치센터 추정

### [도표1] 유통 채널별 매장 수 추이

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
<b>국내</b>								
ARITAUM Stores	1,342	1,348	1,340	1,329	1,329	1,312	1,289	1,268
Discount store	392	390	388	386	381	374	369	366
Department store	234	237	236	235	235	232	231	227
Door to Door(counselors)	35,000	35,000	33,700	32,600	32,800	33,100	32,200	30,500
<b>중국</b>								
Department store/Roadshop_Sulwhasoo	116	123	132	143	149	160	161	170
Department store/Roadshop_Laneige	382	382	378	382	379	381	391	407
Department store_Mamonde	824	824	816	794	772	735	719	705
Department store/Roadshop_IOPE	28	29	32	31	31	31	31	30
Department store/Roadshop_Hera	10	11	17	19	19	19	22	21
Free Standing Store_Innisfree	363	392	420	445	462	467	490	512
Free Standing Store_Etude	59	59	61	66	69	68	68	67

출처: 아모레퍼시픽, 한양증권 리서치센터

### [도표2] 브랜드별 국내 매출 비중

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
<b>Luxury Brands</b>	<b>52.6%</b>	<b>53.8%</b>	<b>51.5%</b>	<b>53.1%</b>	<b>53.5%</b>	<b>55.3%</b>	<b>54.1%</b>	<b>56.0%</b>
Sulwhasoo	36.4%	33.7%	32.4%	34.5%	34.9%	36.3%	36.0%	38.9%
Hera	10.7%	12.3%	10.4%	12.0%	11.5%	10.3%	9.2%	10.3%
Vitalbeautie	2.7%	3.8%	5.5%	2.8%	3.9%	4.8%	5.4%	2.6%
Others-Luxury	2.8%	4.1%	3.2%	3.8%	3.2%	3.9%	3.6%	4.2%
<b>Premium Brands</b>	<b>27.6%</b>	<b>26.4%</b>	<b>24.2%</b>	<b>27.3%</b>	<b>24.1%</b>	<b>23.4%</b>	<b>22.6%</b>	<b>23.8%</b>
Laneige	13.8%	11.8%	12.7%	14.9%	13.1%	13.0%	13.7%	14.1%
iope	7.3%	7.9%	5.6%	5.8%	5.4%	5.1%	4.2%	4.7%
Mamonde	2.1%	2.2%	2.0%	2.2%	1.9%	2.1%	1.7%	1.8%
Others-Premium	4.4%	4.6%	3.9%	4.3%	3.8%	3.2%	3.0%	3.2%
<b>Mass Brands</b>	<b>13.7%</b>	<b>12.3%</b>	<b>17.5%</b>	<b>12.4%</b>	<b>15.7%</b>	<b>11.8%</b>	<b>15.4%</b>	<b>11.6%</b>
RYO	3.9%	2.9%	3.8%	3.3%	4.3%	3.1%	4.2%	3.3%
Mise-en-scene	4.0%	4.0%	4.6%	5.0%	4.8%	3.7%	4.1%	4.0%
Happy Bath	2.4%	3.0%	3.1%	2.4%	2.2%	2.5%	2.4%	2.1%
Others-Mass	3.8%	2.4%	6.0%	1.8%	4.4%	2.5%	4.6%	2.3%
<b>OSULLOC</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.8%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.9%</b>
<b>Others</b>	<b>5.0%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.1%</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.3%</b>	<b>8.0%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.7%</b>

출처: 아모레퍼시픽, 한양증권 리서치센터

[도표3] 분기별 실적 추정

(단위:억원)

연결 손익	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q18E	4Q19E	'18	'19E	'20E
매출액	14,316	13,437	12,784	12,241	14,911	14,125	13,608	13,467	52,778	56,111	60,229
yoy	-8.8%	11.5%	5.7%	7.4%	4.2%	5.1%	6.4%	10.0%	3.0%	6.3%	7.3%
국내	9,408	8,777	8,397	6,890	9,434	8,998	8,868	7,238	33,472	34,538	35,842
yoy	-14.8%	9.0%	6.3%	6.5%	0.3%	2.5%	5.6%	5.1%	0.0%	3.2%	3.8%
화장품	7,807	7,608	6,971	5,959	7,893	7,812	7,409	6,262	28,345	29,376	30,624
yoy	-17.1%	9.5%	9.1%	7.3%	1.1%	2.7%	6.3%	5.1%	0.2%	3.6%	4.2%
Mass&OSulloc	1,602	1,169	1,427	931	1,541	1,186	1,459	976	5,129	5,162	5,218
yoy	-1.7%	5.4%	-5.7%	1.3%	-3.8%	1.5%	2.2%	4.8%	-0.8%	0.6%	1.1%
해외	5,008	4,767	4,472	5,455	5,578	5,235	4,835	6,372	19,704	22,020	24,883
yoy	5.0%	16.7%	4.7%	7.4%	11.4%	9.8%	8.1%	16.8%	8.2%	11.8%	13.0%
Asia	4,780	4,562	4,223	5,174	5,301	4,986	4,539	6,052	18,739	20,878	23,592
yoy	6.5%	16.4%	3.9%	6.7%	10.9%	9.3%	7.5%	17.0%	8.2%	11.4%	13.0%
Europe	76	63	64	87	91	67	77	94	290	329	354
yoy	-53.7%	16.7%	-11.1%	29.1%	19.7%	6.3%	20.3%	8.7%	-18.9%	13.6%	7.6%
North America	153	142	186	195	186	182	219	226	676	813	937
yoy	30.3%	25.7%	35.8%	20.1%	21.6%	28.2%	17.7%	16.2%	27.6%	20.4%	15.3%
영업이익	2,359	1,458	765	238	1,907	1,354	1,065	913	4,820	5,239	6,075
yoy	-25.5%	43.6%	-24.3%	-69.1%	-19.2%	-7.1%	39.2%	284.1%	-19.2%	8.7%	16.0%
OPM	16.5%	10.9%	6.0%	1.9%	12.8%	9.6%	7.8%	6.8%	9.1%	9.3%	10.1%
국내	1,575	926	491	(153)	1,077	869	773	391	2,838	3,110	3,323
yoy	-32.7%	12.1%	-26.6%	-144.9%	-31.6%	-6.2%	57.4%	흑전	-32.1%	9.6%	6.8%
OPM	16.7%	10.6%	5.8%	-2.2%	11.4%	9.7%	8.7%	5.4%	8.5%	9.0%	9.3%
화장품	1,405	944	462	31	956	883	721	458	2,842	3,018	3,197
yoy	-34.5%	11.6%	-17.9%	-93.5%	-32.0%	-6.5%	56.1%	1377.4%	-29.5%	6.2%	5.9%
OPM	18.0%	12.4%	6.6%	0.5%	12.1%	11.3%	9.7%	7.3%	10.0%	10.3%	10.4%
Mass&OSulloc	169	(18)	29	(184)	121	(14)	52	(67)	(4)	92	126
yoy	-13.3%	적지	-72.6%	적지	-28.4%	적지	79.3%	적지	-103.0%	흑전	37.0%
OPM	10.5%	-1.5%	2.0%	-19.8%	7.9%	-1.2%	3.6%	-6.9%	-0.1%	1.8%	2.4%
해외	815	454	262	536	862	503	309	543	2,067	2,217	2,844
yoy	-7.5%	129.3%	-42.4%	30.9%	5.8%	10.8%	17.9%	1.4%	6.4%	7.3%	28.3%
OPM	16.3%	9.5%	5.9%	9.8%	15.5%	9.6%	6.4%	8.5%	10.5%	10.1%	11.4%
Asia	850	536	301	555	901	546	363	565	2,242	2,375	2,967
yoy	-3.0%	66.5%	-42.0%	20.7%	6.0%	1.9%	20.6%	1.8%	3.0%	5.9%	24.9%
OPM	17.8%	11.7%	7.1%	10.7%	17.0%	11.0%	8.0%	9.3%	12.0%	11.4%	12.6%
Europe	(19)	(35)	(33)	(29)	(25)	(31)	(30)	(14)	(116)	(100)	(74)
yoy	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
OPM	-25.0%	-55.6%	-51.6%	-33.5%	-27.5%	-46.3%	-39.0%	-14.9%	-40.1%	-30.4%	-20.9%
North America	(16)	(47)	(6)	10	(14)	(12)	(24)	(8)	(60)	(58)	(49)
yoy	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지
OPM	-10.5%	-33.1%	-3.2%	4.9%	-7.5%	-6.6%	-11.0%	-3.5%	-8.8%	-7.1%	-5.2%

출처: 아모레퍼시픽, 한양증권 리서치센터 추정

