

# 아모레퍼시픽

# HOLD(유지)

090430 기업분석 | 화장품

목표주가(상향)	200,000원	현재주가(04/15)	234,500원	Up/Downside	-14.7%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 04. 16

## 회복 기대감 앞에 일시적인 고밸류 시기

### Comment

**방한 중국인 수요(객수) 증가에 따른 일부 채널 실적 호조:** 1Q19에도 이전 분기와 유사한 흐름으로 방한 중국인 수요 회복세에 따른 면세점이나 관광상권 위주의 오프라인 매장 영업실적은 중국인 객수 증가만큼의 성장세를 보였을 것으로 예상된다. 설화수 브랜드를 중심으로 중국인 수요가 강했음으로 추정하며, 다만 중국인 수요가 적은 유통채널은 여전히 내국인 수요 부재에 따른 매출 감소세가 지속되었을 것으로 보여 국내 화장품 매출 성장세는 4%YoY 성장에 그쳤을 것으로 예상된다.

**해외법인 비용 증가 예상되어 1Q19 OP 부진했을 전망:** 해외 법인은 중국을 비롯해 아세안 국가들의 출점 효과에 힘입어 한자리 중후반 매출 성장세를 보였을 것으로 전망된다. 다만 헤라 브랜드 등의 판촉 마케팅 증가 및 매장 확산에 의한 영업비용 증가가 아시아 영업이익률을 낮추는 요인이 되었을 수 있어 1Q19 영업이익은 기존 추정치 대비 200억원 낮춰 2,069억원(-12.3%YoY)을 전망한다. 하반기로 갈수록 비효율 매장의 감소와 SKU 조정으로 영업 효율이 개선되는 그림을 예상하지만 여전히 마케팅 효과 등을 체크해볼 필요는 있다고 판단된다.

### Action

**트레이딩 관점에서의 접근 필요:** 단기 어닝모멘텀 회복은 어렵지만 중국 수요와 관련한 호재성 뉴스 플로우와 더불어 하반기 실적 개선의 기대감이 주가 변동성을 상당히 키우고 있다. 주가의 추세 회복을 예단하기 아직은 일러 보이지만 더 내 빠질 요인도 없어 보여 업사이클로 가기 직전의 고밸류가 타당해 보이는 애매한 시점일 수 있다. 2020년 EPS에 Target P/E 멀티플은 peer 평균 수준인 28배를 적용해 목표주가 20만원으로 상향 제시한다. 적어도 외부 변수에 영향이 최소화되는 시기로 2020년을 밸류에이션 기점으로 잡았으며, 다만 하반기 실적 회복 가시성이 확인되기 전까지 목표주가 20만원을 기준점으로 박스권 트레이딩 관점에서의 접근을 선호한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data	
	(단위: 십억원 원 배 %)						
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고	150,000/351,500원
매출액	5,124	5,278	5,588	6,002	6,328	KOSDAQ /KOSPI	767/2,243pt
(증가율)	-9.2	3.0	5.9	7.4	5.4	시가총액	137,085억원
영업이익	596	482	504	595	633	60일-평균거래량	250,336
(증가율)	-29.7	-19.2	4.7	17.9	6.5	외국인지분율	34.2%
지배주주순이익	394	332	352	414	451	60일-외국인지분율변동추이	+1.0%p
EPS	6,508	5,469	5,801	6,862	7,500	주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 4인 47.6%
PER (H/L)	56.4/36.3	65.1/26.6	37.6	31.8	29.1	(천원)	
PBR (H/L)	6.1/3.9	5.6/2.3	3.2	3.0	2.8	500	
EV/EBITDA (H/L)	27.9/18.4	29.2/12.1	16.8	15.5	14.6	0	
영업이익률	11.6	9.1	9.0	9.9	10.0	18/04	
ROE	9.8	7.7	7.7	8.5	8.7	18/07	

주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	19.6	23.7	-30.0
상대기준	16.1	15.7	-23.4



도표 1. 아모레퍼시픽 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	18	19E	20E
<b>연결매출</b>	<b>14,316</b>	<b>13,437</b>	<b>12,784</b>	<b>12,240</b>	<b>15,059</b>	<b>14,127</b>	<b>13,637</b>	<b>13,055</b>	<b>52,778</b>	<b>55,878</b>	<b>60,018</b>
국내	9,408	8,777	8,397	6,890	9,780	9,084	8,814	7,298	33,471	34,976	36,896
cosmetics	7,807	7,608	6,971	5,959	8,138	7,897	7,359	6,349	28,343	29,743	31,565
mass&osulloc	1,602	1,169	1,427	931	1,642	1,187	1,455	950	5,129	5,233	5,331
해외	5,009	4,767	4,473	5,456	5,381	5,152	4,909	5,861	19,705	20,902	23,123
아시아	4,780	4,562	4,223	5,174	5,069	4,887	4,586	5,680	18,739	20,222	21,996
유럽	76	63	64	87	80	60	68	-120	290	87	91
북미	153	142	186	195	233	205	255	302	676	994	1,441
<b>%YoY</b>	<b>-8.8</b>	<b>11.5</b>	<b>5.7</b>	<b>7.4</b>	<b>5.2</b>	<b>5.1</b>	<b>6.7</b>	<b>6.7</b>	<b>3.0</b>	<b>5.9</b>	<b>7.4</b>
국내	-14.8	8.9	6.3	6.4	4.0	3.5	5.0	5.9	-0.0	4.5	5.5
cosmetics	-17.1	9.5	9.1	7.3	4.2	3.8	5.6	6.5	0.1	4.9	6.1
mass&osulloc	-1.8	5.4	-5.7	1.3	2.5	1.5	2.0	2.0	-0.8	2.0	1.9
해외	5.0	16.7	4.7	7.5	7.4	8.1	9.8	7.4	8.2	6.1	10.6
아시아	6.5	16.4	3.9	6.7	6.0	7.1	8.6	9.8	8.2	7.9	8.8
유럽	-53.7	16.7	-11.1	29.9	5.0	-5.0	6.0	-238.5	-18.8	-70.0	5.0
북미	30.8	25.7	35.8	20.4	52.0	44.2	37.0	54.7	27.8	47.0	45.0
<b>영업이익</b>	<b>2,359</b>	<b>1,458</b>	<b>765</b>	<b>238</b>	<b>2,069</b>	<b>1,509</b>	<b>878</b>	<b>588</b>	<b>4,820</b>	<b>5,045</b>	<b>5,947</b>
국내	1,575	926	491	-153	1,352	936	559	-34	2,838	2,812	3,240
cosmetics	1,405	944	462	31	1,221	948	515	127	2,842	2,810	3,164
mass&osulloc	169	-18	29	-184	131	-12	44	-161	-4	2	76
해외	814	454	262	535	747	496	308	766	2,065	2,317	2,791
아시아	849	536	301	554	787	539	364	709	2,240	2,399	2,848
유럽	-19	-35	-33	-29	-24	-27	-31	68	-116	-13	-14
북미	-16	-47	-6	10	-16	-16	-25	-11	-59	-70	-43
<b>영업이익률</b>	<b>16.5</b>	<b>10.9</b>	<b>6.0</b>	<b>1.9</b>	<b>13.7</b>	<b>10.7</b>	<b>6.4</b>	<b>4.5</b>	<b>9.1</b>	<b>9.0</b>	<b>9.9</b>
국내	16.7	10.6	5.8	-2.2	13.8	10.3	6.3	-0.5	8.5	8.0	8.8
cosmetics	18.0	12.4	6.6	0.5	15.0	12.0	7.0	2.0	10.0	9.4	10.0
mass&osulloc	10.5	-1.5	2.0	-19.8	8.0	-1.0	3.0	-17.0	-0.1	0.0	1.4
해외	16.2	9.5	5.9	9.8	13.9	9.6	6.3	13.1	10.5	11.1	12.1
아시아	17.8	11.8	7.1	10.7	15.5	11.0	7.9	12.5	12.0	11.9	12.9
유럽	-25.0	-55.6	-51.6	-33.3	-30.0	-45.0	-45.0	-56.7	-40.0	-15.0	-15.0
북미	-10.5	-33.1	-3.2	5.1	-7.0	-8.0	-10.0	-3.8	-8.7	-7.0	-3.0
<b>%YoY</b>	<b>-25.6</b>	<b>43.6</b>	<b>-24.3</b>	<b>-69.0</b>	<b>-12.3</b>	<b>3.5</b>	<b>14.8</b>	<b>146.9</b>	<b>-19.2</b>	<b>4.7</b>	<b>17.9</b>
국내	-32.7	12.1	-26.6	적전	-14.2	1.1	13.8	-77.5	-32.1	-0.9	15.2
해외	-7.7	129.7	-42.3	30.8	-8.2	9.0	17.4	43.2	6.4	12.2	20.5
아시아	-3.1	66.1	-41.9	20.5	-7.2	0.4	20.8	28.0	-4.9	-0.8	9.1
유럽	적전	적지	적지	적지	26.0	-23.1	-7.5	-335.7	흑전	적지	적지
북미	적지	적지	적지	흑전	1.7	-65.1	324.7	-214.2	적지	적지	적지

자료: DB금융투자

도표 2. 글로벌 생활용품/화장품 기업 실적 컨센서스 및 밸류에이션

(단위: ML\$, %, 배)

	P&G	LOREAL	UNILEVER	ESTEE LAUDER	Beiersdorf	KAO	SHISEIDO	아모레퍼사픽	LG생활건강	아모레G
시가총액	264,492	151,134	164,820	60,350	26,561	36,786	29,119	12,076	19,812	5,949
18 매출액	66,832	31,816	60,216	13,683	8,543	13,661	9,918	4,798	6,135	5,526
19E	67,207	32,530	58,789	14,561	8,513	14,145	10,590	5,018	6,431	5,699
20E	69,477	34,229	61,158	15,533	8,867	14,633	11,481	5,438	6,885	6,061
18 영업이익	13,711	5,689	14,863	2,052	1,299	1,882	982	438	945	500
19E	14,394	6,034	11,031	2,478	1,286	2,023	1,114	495	1,044	578
20E	15,360	6,451	12,038	2,733	1,359	2,172	1,369	584	1,138	719
18 순이익	9,750	4,601	11,090	1,108	860	1,392	556	302	621	129
19E	11,610	4,846	7,438	1,864	857	1,453	720	356	712	168
20E	12,245	5,169	8,083	2,045	913	1,561	889	418	784	209
18 EBITDA	16,545	7,000	16,927	2,583	1,494	2,431	1,379	680	1,088	777
19E	17,150	7,395	12,853	3,041	1,431	2,596	1,619	724	1,186	874
20E	18,224	7,862	13,886	3,333	1,511	2,768	1,947	812	1,295	966
18 EPS 성장률	-1.1	1.9	62.0	-11.5	8.4	5.3	170.0	-15.7	12.6	-29.8
19E	5.3	3.3	2.2	12.1	0.7	5.2	28.1	9.0	8.9	24.7
20E	6.9	7.0	10.2	11.0	6.6	8.3	22.1	17.2	10.4	20.2
18 P/E	19.0	27.1	21.5	26.0	33.1	25.5	95.6	53.3	32.9	58.0
19E	23.8	31.2	20.0	33.1	28.0	25.3	40.8	36.7	29.4	36.8
20E	22.2	29.2	18.1	29.8	26.2	23.4	33.4	31.4	26.6	30.6
18 P/B	3.9	4.2	9.3	8.1	4.4	4.7	5.1	4.3	5.8	3.6
19E	4.3	4.7	11.3	14.5	3.4	4.5	6.4	3.2	6.0	2.1
20E	4.2	4.3	10.9	12.8	3.2	4.1	5.6	3.0	5.1	2.0
18 ROE	18.3	14.5	40.4	31.4	13.8	19.8	5.6	8.3	19.3	6.4
19E	21.4	15.3	56.2	40.4	12.7	18.6	17.1	8.8	21.0	7.1
20E	22.2	15.3	56.9	47.1	12.3	18.3	18.6	9.5	19.7	8.0

자료: DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
유동자산	1,677	1,567	1,669	1,822	1,888
현금및현금성자산	604	736	841	948	1,010
매출채권및기타채권	382	319	342	371	380
재고자산	375	403	399	443	462
비유동자산	3,698	3,804	4,053	4,241	4,550
유형자산	2,613	2,713	2,972	3,160	3,469
무형자산	240	254	254	254	254
투자자산	62	54	45	45	45
자산총계	5,376	5,371	5,722	6,062	6,438
유동부채	1,046	763	838	847	858
매입채무및기타채무	597	548	619	632	645
단기차입금및단기차채	85	71	76	72	70
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	154	162	165	165	165
사채및장기차입금	43	45	48	48	48
부채총계	1,200	925	1,002	1,011	1,022
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
이익잉여금	3,457	3,726	3,996	4,325	4,686
비지배주주지분	22	24	27	30	34
자본총계	4,175	4,446	4,720	5,051	5,416

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
매출액	5,124	5,278	5,588	6,002	6,328
매출원가	1,380	1,435	1,127	1,170	1,234
매출총이익	3,744	3,843	4,461	4,832	5,094
판관비	3,148	3,361	3,956	4,237	4,460
영업이익	596	482	504	595	633
EBITDA	820	748	794	854	901
영업외손익	-29	-29	-20	-18	-12
금융손익	11	10	11	13	15
투자손익	0	0	1	1	0
기타영업외손익	-40	-39	-32	-32	-27
세전이익	567	453	485	577	622
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	398	335	355	417	455
지배주주지분순이익	394	332	352	414	451
비지배주주지분순이익	4	3	3	3	4
총포괄이익	386	358	355	417	455
총감률(%YoY)					
매출액	-9.2	3.0	5.9	7.4	5.4
영업이익	-29.7	-19.2	4.7	17.9	6.5
EPS	-38.9	-16.0	6.1	18.3	9.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	513	647	702	620	709
당기순이익	398	335	355	417	455
현금유출이없는비용및수익	482	484	408	404	419
유형및무형자산상각비	224	266	290	259	268
영업관련자산부채변동	-124	-28	69	-43	1
매출채권및기타채권의감소	-37	37	-23	-29	-9
재고자산의감소	4	-77	4	-44	-19
매입채무및기타채무의증가	-32	-20	70	13	13
투자활동현금흐름	-401	-414	-521	-424	-557
CAPEX	-769	-405	-548	-447	-577
투자자산의순증	-6	8	10	0	0
재무활동현금흐름	-111	-103	-76	-89	-90
사채및차입금의 증가	-18	-13	8	-5	-2
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-109	-88	-81	-82	-86
기타현금흐름	-20	2	0	0	0
현금의증가	-20	131	105	108	62
기초현금	624	604	736	841	948
기말현금	604	736	841	948	1,010

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당자료(원)					
EPS	6.508	5.469	5.801	6.862	7.500
BPS	60,186	64,072	67,990	72,747	77,976
DPS	1,280	1,180	1,180	1,250	1,330
Multiple(배)					
P/E	46.8	38.3	37.6	31.8	29.1
P/B	5.1	3.3	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	23.2	17.0	16.8	15.5	14.6
수익성(%)					
영업이익률	11.6	9.1	9.0	9.9	10.0
EBITDA마진	16.0	14.2	14.2	14.2	14.2
순이익률	7.8	6.3	6.4	7.0	7.2
ROE	9.8	7.7	7.7	8.5	8.7
ROA	7.5	6.2	6.4	7.1	7.3
ROC	14.4	11.1	10.8	11.9	11.9
안정성및기타					
부채비율(%)	28.7	20.8	21.2	20.0	18.9
이자보상배율(배)	193.6	206.4	221.3	257.5	281.8
배당성향(배)	18.8	20.6	19.4	17.4	17.0

자료: 아모레퍼시픽 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시, 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

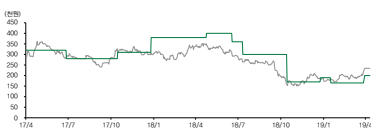
■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

아모레퍼시픽 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/03/27	Hold	320,000	-2.6	12.8	18/10/30	Hold	170,000	3.4	23.2
17/07/13	Hold	280,000	-0.4	16.6	19/01/10	Hold	190,000	-5.6	-0.3
17/10/31	Hold	310,000	1.3	8.7	19/02/01	Hold	165,000	16.8	32.1
18/01/11	Buy	380,000	-18.2	-7.5	19/04/16	Hold	200,000	-	-
18/05/10	Buy	400,000	-19.1	-14.5					
18/07/04	Buy	360,000	-20.7	-17.6					
18/07/27	Hold	300,000	-18.4	-7.7					

주: \*표는 담당자 변경