

2019. 8. 1



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6454-4873

jihye.yang@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 170,000 원

현재주가 (7.31) 140,000 원

상승여력 21.4%

KOSPI 2,024.55pt

시가총액 81,842억원

발행주식수 5,846만주

유동주식비율 51.57%

외국인비중 32.90%

52주 최고/최저가 277,000원/140,000원

평균거래대금 331.3억원

주요주주(%)

아모레퍼시픽그룹 외 5인 47.56

국민연금공단 6.05

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -14.9 -22.9 -47.7

상대주가 -10.4 -16.0 -40.7

주가그래프



아모레퍼시픽 090430

역대급 마케팅 투자로 예상치 대폭 하회

- ✓ 2Q 브랜드 리빌딩을 위한 마케팅 비용 증가로 시장 컨센서스 대폭 하회
- ✓ 면세점과 미국법인 성장률 강화, 중국 럭셔리 고성장에도 이니스프리 역신장 타격
- ✓ 투자 대비 성장률 회복이 더디게 나타나면서 턴어라운드 기대감도 낮아질 전망
- ✓ 국내 아리따움과 중국 이니스프리 오프라인 부진 마무리 여부 관련
- ✓ 투자 의견 Trading Buy 유지, 적정주가 170,000원으로 하향

2Q 시장 컨센서스 크게 하회

아모레퍼시픽의 2분기 실적은 매출액 1조 3,931억원 (+3.7% YoY)와 영업이익 878억원 (-39.8% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1조 3,949억원, 영업이익 1,255억원) 대비 크게 하회했다. 신제품 출시와 신규 럭셔리 브랜드 리빌딩을 위한 마케팅 비용이 +35.7% YoY 증가하면서 영업이익이 예상치를 대폭 하회했다. 면세점 매출액은 2분기 +17% YoY 증가하였고, 미국법인 또한 +52.8% YoY의 높은 성장률을 달성했다. 아시아법인 성장률은 +6.4% YoY를 기록했으며 중국 현지에서 설화수, 헤라 브랜드의 높은 성장 (각각 +30%, +80% YoY)에도 중국 내 45%의 비중을 차지하는 이니스프리가 -6% YoY 정도 감소했다. 오프라인 고정비 부담과 함께 마케팅 투자 확대에 해외법인의 이익 감소폭 (-55.7% YoY)이 크게 나타났다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 170,000원으로 하향

아모레퍼시픽에 대해 투자의견 Trading Buy를 유지하고 2분기 실적 부진에 따른 실적 추정치 조정을 반영하여 적정주가를 200,000원에서 170,000원으로 하향한다. 적정주가는 2019년 예상 EPS에 목표 PER 32배 (아시아 소비재 평균)를 적용, 유지했다. 공격적인 마케팅 투자 대비 외형 성장률 회복이 더디게 나타나면서 하반기 실적 턴어라운드에 대한 기대감도 낮아질 전망이다. 다만 하반기에는 상반기 대비 효율적인 마케팅 비용 집행에 집중하면서 지난해 낮은 기저와 함께 이익의 감소폭은 둔화될 가능성이 높다. 한편 미국 및 동남아와 일부 럭셔리 및 신규 브랜드에서의 좋은 성과에도 불구하고 국내 아리따움과 중국 이니스프리 오프라인의 부진 마무리 여부의 확인이 필요하겠다.

(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
2018	5,277.8	482.0	332.2	5,469	-16.2	64,073	38.3	3.3	17.0	7.7	20.8
2019E	5,505.2	398.4	325.3	5,331	-9.3	67,597	26.3	2.1	12.7	7.2	25.4
2020E	5,865.0	428.9	341.8	5,588	7.2	71,241	25.1	2.0	11.8	7.1	25.0
2021E	6,216.9	478.7	388.2	6,355	13.7	75,425	22.0	1.9	10.7	7.7	24.4

표1 아모레퍼시픽 2Q19 Earnings Review

(십억원)	2Q19P	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,393.1	1,343.7	3.7	1,451.3	-4.0	1,383.5	0.7	1,394.9	-0.1
영업이익	87.8	145.8	-39.8	186.6	-52.9	120.1	-26.9	125.5	-30.0
지배주주순이익	60.7	108.5	-44.1	123.5	-50.9	96.5	-37.1	91.0	-33.3
영업이익률 (%)	6.3			12.9		8.7		9.0	-2.7%p
지배주주순이익률 (%)	4.4			8.5		7.0		6.5	-2.2%p

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	5,495.1	5,944.2	5,505.2	5,865.0	0.2	-1.3
영업이익	448.1	497.9	398.4	428.9	-11.1	-13.9
지배주주순이익	347.9	384.3	325.3	341.8	-6.5	-11.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 아모레퍼시픽 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	5,123.9	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	5,277.8	1,451.3	1,393.1	1,345.2	1,315.6	5,505.2
증가율 (% YoY)	-9.2	-8.8	11.5	5.7	7.4	3.0	1.4	3.7	5.2	7.5	4.3
매출원가	1,379.7	382.4	358.9	347.3	346.3	1,434.9	395.1	373.4	363.2	368.4	1,500.1
증가율 (% YoY)	-3.2	-0.9	11.2	-2.0	9.4	4.0	3.3	4.0	4.6	6.4	4.5
매출원가율 (%)	26.9	26.7	26.7	27.2	28.3	27.2	27.2	26.8	27.0	28.0	27.2
매출총이익	3,744.0	1,049.2	984.8	931.1	877.9	3,843.0	1,056.2	1,019.7	982.0	947.2	4,005.1
증가율 (% YoY)	-11.3	-11.3	11.6	8.8	6.6	2.6	0.7	3.5	5.5	7.9	4.2
매출총이익률 (%)	73.1	73.3	73.3	72.8	71.7	72.8	72.8	73.2	73.0	72.0	72.8
판매비	3,147.7	813.3	839.0	854.6	854.1	3,361.0	869.6	931.9	904.9	900.3	3,606.7
증가율 (% YoY)	-6.7	-6.1	7.5	13.3	14.4	6.8	6.9	11.1	5.9	5.4	7.3
판매비중 (%)	61.4	56.8	62.4	66.8	69.8	63.7	59.9	66.9	67.3	68.4	65.5
Personnel (인건비)	454.8	115.5	134.1	146.0	97.2	492.8	124.9	134.2	153.3	102.1	514.5
증가율 (% YoY)	4.2	-6.0	19.7	14.0	5.9	8.4	8.1	0.1	5.0	5.0	4.4
매출대비 (%)	8.9	8.1	10.0	11.4	7.9	9.3	8.6	9.6	11.4	7.8	9.3
A&P (광고판촉비)	540.4	134.6	139.6	150.9	172.1	597.2	153.7	189.5	166.0	189.3	698.5
증가율 (% YoY)	-3.1	6.5	-4.0	22.0	18.8	10.5	14.2	35.7	10.0	10.0	17.0
매출대비 (%)	10.5	9.4	10.4	11.8	14.1	11.3	10.6	13.6	12.3	14.4	12.7
Commission (수수료)	1,269.0	336.3	334.3	332.9	330.7	1,334.2	349.7	352.9	349.5	347.2	1,399.4
증가율 (% YoY)	-13.6	-15.2	9.7	15.5	18.4	5.1	4.0	5.6	5.0	5.0	4.9
매출대비 (%)	24.8	23.5	24.9	26.0	27.0	25.3	24.1	25.3	26.0	26.4	25.4
기타	883.5	226.9	231.0	224.8	254.1	936.8	241.3	255.3	236.0	261.7	994.4
증가율 (% YoY)	-2.9	3.0	5.8	4.9	10.3	6.0	6.4	10.5	5.0	3.0	6.1
영업이익	596.3	235.9	145.8	76.5	23.8	482.0	186.6	87.8	77.1	46.9	398.4
증가율 (% YoY)	-29.7	-25.5	43.6	-24.3	-69.1	-19.2	-20.9	-39.8	0.8	97.1	-17.3
영업이익률 (%)	11.6	16.5	10.9	6.0	1.9	9.1	12.9	6.3	5.7	3.6	7.2

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 아모레퍼시픽 채널별 및 지역별 세부 실적 현황

	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	5,123.9	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	5,277.8	1,451.3	1,393.1	1,345.2	1,315.6	5,505.2
증가율 (% YoY)	-9.2	-8.8	11.5	5.7	7.4	3.0	1.4	3.7	5.2	7.5	4.3
국내 Total											
매출액	3,347.4	940.8	877.7	839.7	689.0	3,347.2	940.7	891.9	868.8	730.7	3,432.1
증가율(% YoY)	-16.3	-14.8	9.0	6.3	6.4	0.0	0.0	1.6	3.5	6.0	2.5
영업이익	402.0	157.5	92.6	49.1	-15.3	275.4	129.5	73.6	56.2	4.1	268.7
증가율(% YoY)	-40.7	-32.7	12.1	-26.6	적전	-31.5	-17.8	-20.5	14.4	흑전	-2.5
영업이익률(%)	12.0	16.7	10.6	5.8	-2.2	8.2	13.8	8.3	6.5	0.6	7.8
Cosmetics											
매출액	2,830.2	780.7	760.8	697.1	595.9	2,834.5	789.4	771.7	721.8	634.8	2,917.7
증가율(% YoY)	-17.9	-17.1	9.5	9.1	7.3	0.2	1.1	1.4	3.5	6.5	2.9
Travel Retail	1,103.4	320.2	304.8	332.0	313.5	1,270.5	366.9	356.8	368.5	360.5	1,452.7
증가율(% YoY)	-26.4	-23.6	29.3	40.1	48.2	15.1	14.6	17.0	11.0	15.0	14.3
Digital	372.2	100.6	100.1	80.5	74.6	355.8	98.6	102.1	82.9	76.8	360.4
증가율(% YoY)	-11.8	-10.3	0.3	-3.8	-2.5	-4.4	-2.0	2.0	3.0	3.0	1.3
기타	1,354.6	359.9	355.9	284.6	207.8	1,208.2	323.9	312.8	270.4	197.4	1,104.6
증가율(% YoY)	-11.3	-12.2	-0.9	-10.6	-22.2	-10.8	-10.0	-12.1	-5.0	-5.0	-8.6
영업이익	403.2	140.5	94.4	46.2	3.1	284.2	117.6	76.0	57.7	3.2	254.5
증가율(% YoY)	-39.6	-34.5	11.6	-17.9	-93.5	-29.5	-16.3	-19.5	25.0	2.4	-10.4
영업이익률 (%)	14.2	18.0	12.4	6.6	0.5	10.0	14.9	9.8	8.0	0.5	8.7
Daily Beauty & OSULLOC											
매출액	517.2	160.2	116.9	142.7	93.1	512.9	151.3	120.2	147.0	95.9	514.4
증가율(% YoY)	-6.3	-1.8	5.4	-5.7	1.3	-0.8	-5.6	2.8	3.0	3.0	0.3
영업이익	14.5	16.9	-1.8	2.9	-0.4	-0.4	11.8	-2.4	-1.6	0.9	8.7
증가율(% YoY)	48.0	-13.3	적지	-72.6	-적지	-102.8	-30.2	적지	적전	흑전	흑전
영업이익률 (%)	2.8	10.5	-1.5	2.0	-0.4	-0.1	7.8	-2.0	-1.1	1.0	1.7
해외 Total											
매출액	1,820.5	500.8	476.7	447.2	545.5	1,970.2	521.8	512.1	476.4	584.9	2,095.2
증가율(% YoY)	7.3	5.0	16.7	4.7	7.4	8.2	4.2	7.4	6.5	7.2	6.3
영업이익	194.3	81.5	45.4	26.2	53.5	206.6	45.9	20.1	21.0	42.8	129.8
증가율(% YoY)	-7.7	-7.5	129.3	-42.3	30.5	6.3	-43.7	-55.7	-20.0	-20.0	-37.2
영업이익률(%)	10.7	16.3	9.5	5.9	9.8	10.5	8.8	3.9	4.4	7.3	6.2
아시아	1,731.9	478.0	456.2	422.3	517.4	1,873.9	497.8	485.5	451.9	558.8	1,994.0
증가율(% YoY)	9.9	6.5	16.4	3.9	6.7	8.2	4.1	6.4	7.0	8.0	6.4
유럽	35.7	7.6	6.3	6.4	8.7	29.0	5.8	4.8	6.1	9.1	25.8
증가율(% YoY)	-47.6	-53.7	16.7	-11.1	29.9	-18.8	-23.7	-23.8	-5.0	5.0	-11.0
미국	52.9	15.3	14.2	18.6	19.5	67.6	18.2	21.7	27.0	27.3	94.2
증가율(% YoY)	-0.8	30.8	25.7	35.8	20.4	27.8	19.0	52.8	45.0	40.0	39.3

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,123.8	5,277.8	5,505.2	5,865.0	6,216.9
매출액증가율 (%)	-9.2	3.0	4.3	6.5	6.0
매출원가	1,379.7	1,434.9	1,500.1	1,586.1	1,666.1
매출총이익	3,744.1	3,843.0	4,005.2	4,278.9	4,550.8
판매관리비	3,147.7	3,361.0	3,606.7	3,850.0	4,072.1
영업이익	596.4	482.0	398.4	428.9	478.7
영업이익률	11.6	9.1	7.2	7.3	7.7
금융손익	10.7	10.0	11.3	12.1	17.8
종속/관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-39.9	-39.0	-7.0	7.0	5.0
세전계속사업이익	567.3	453.0	402.7	448.0	501.5
법인세비용	169.3	118.1	96.6	119.4	128.3
당기순이익	398.0	334.8	306.0	328.6	373.2
지배주주지분 순이익	394.0	332.2	325.3	341.8	388.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	512.6	646.7	585.5	595.6	629.3
당기순이익(손실)	398.0	334.8	306.0	328.6	373.2
유형자산상각비	223.7	266.1	274.7	275.4	265.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-123.8	-28.1	4.7	-8.4	-9.3
투자활동 현금흐름	-400.8	-413.9	-649.0	-284.1	-204.0
유형자산의증가(CAPEX)	-768.6	-405.5	-280.0	-280.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-6.0	7.9	7.8	-3.1	-3.0
재무활동 현금흐름	-110.9	-103.4	132.6	-97.0	-105.3
차입금의 증감	-18.2	-13.4	214.0	-15.0	-15.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.5	131.3	69.0	214.5	320.0
기초현금	623.7	604.2	735.5	804.5	1,019.0
기말현금	604.2	735.5	804.5	1,019.0	1,339.0

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,677.5	1,567.2	1,677.6	1,949.1	2,324.9
현금및현금성자산	604.2	735.5	804.5	1,019.0	1,339.0
매출채권	324.7	286.7	318.9	339.7	360.1
재고자산	374.8	403.3	405.8	432.3	458.3
비유동자산	3,698.2	3,803.9	4,177.0	4,184.6	4,122.2
유형자산	2,613.2	2,713.1	2,718.4	2,723.0	2,657.6
무형자산	239.7	254.1	254.1	254.1	254.1
투자자산	62.4	54.4	46.6	49.7	52.7
자산총계	5,375.7	5,371.1	5,854.5	6,133.6	6,447.1
유동부채	1,046.5	763.2	798.6	836.4	873.2
매입채무	132.1	111.8	127.2	135.5	143.7
단기차입금	85.1	71.5	61.5	51.5	41.5
유동성장기부채	0.0	0.0	5.0	5.0	5.0
비유동부채	153.9	161.5	385.5	388.5	391.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	42.9	44.7	39.7	34.7	29.7
부채총계	1,200.3	924.7	1,184.1	1,224.9	1,264.5
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	-41.3	-41.3	-41.3	-41.3
이익잉여금	3,456.5	3,726.0	3,969.3	4,220.7	4,509.5
비지배주주지분	21.6	24.4	5.1	-8.1	-23.0
자본총계	4,175.4	4,446.4	4,670.4	4,908.7	5,182.5

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	87,649	90,284	94,174	100,327	106,347
EPS(지배주주)	6,508	5,469	5,331	5,588	6,355
CFPS	15,045	14,013	11,395	12,167	12,814
EBITDAPS	14,028	12,797	11,515	12,048	12,728
BPS	60,186	64,073	67,597	71,241	75,425
DPS	1,280	1,180	1,180	1,298	1,428
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.8	0.9	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	46.8	38.3	26.3	25.1	22.0
PCR	20.2	15.0	12.3	11.5	10.9
PSR	3.5	2.3	1.5	1.4	1.3
PBR	5.1	3.3	2.1	2.0	1.9
EBITDA	820.1	748.1	673.2	704.3	744.1
EV/EBITDA	23.2	17.0	12.7	11.8	10.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.8	7.7	7.2	7.1	7.7
EBITDA 이익률	16.0	14.2	12.2	12.0	12.0
부채비율	28.7	20.8	25.4	25.0	24.4
금융비용부담률	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	193.6	206.4	89.3	66.5	77.8
매출채권회전율(x)	16.6	17.3	18.2	17.8	17.8
재고자산회전율(x)	13.1	13.6	13.6	14.0	14.0

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생 할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 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	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 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)	
2017.10.31	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	-6.0	3.0	
2019.04.02	기업브리프	Trading Buy	220,000	양지혜	-6.8	7.0	
2019.06.04	산업분석	Trading Buy	200,000	양지혜	-17.8	-10.0	
2019.08.01	기업브리프	Trading Buy	170,000	양지혜	-	-	