

2019. 11. 29



▲ 유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr

아모레퍼시픽 090430

면세점과 온라인이 복적이다

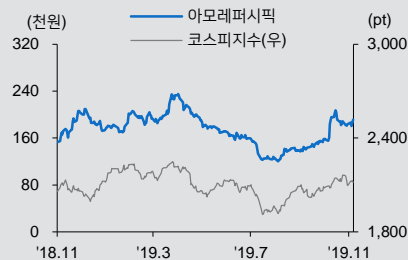
- ✓ 10월 대비 11월 면세점 성장률 회복 전망, 중국 광군제 매출 전년대비 60%대 성장
- ✓ 국내 방판 및 아리따움, 중국 현지 이니스프리 등 오프라인 역신장 폭 확대 예상
- ✓ 럭셔리 브랜드 고가 포지셔닝 및 마케팅 투자 효율성 강화 긍정적
- ✓ 2020년 실적 턴어라운드 기조가 지속될 것을 감안할 때 적극적인 매수 관점 유지
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 240,000원으로 상향

Buy

적정주가 (12개월)	240,000 원
현재주가 (11.28)	191,500 원
상승여력	25.3%
KOSPI	2,118.60pt
시가총액	111,948억원
발행주식수	5,846만주
유통주식비율	51.57%
외국인비중	31.84%
52주 최고/최저가	235,500원/120,500원
평균거래대금	541.5억원
주요주주(%)	
아모레퍼시픽그룹 외 5인	47.56
국민연금공단	6.05

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	23.2	5.5	13.0
상대주가	21.7	2.0	12.4

주가그래프



4Q 면세점 및 온라인 고성장 지속 vs. 오프라인 부진 심화 전망

4분기 아모레퍼시픽의 국내 면세점 및 온라인, 멀티브랜드샵의 높은 성장이 지속될 전망이다. 특히 면세점 성장률이 10월 대비 11월 회복된 것으로 추산되며 20%대 성장이 무난할 것으로 판단한다. 온라인과 멀티브랜드샵 또한 50%대 고성장이 지속되겠지만 방판 및 아리따움의 역신장 폭이 3분기 대비 4분기 심화되면서 마케팅 및 판촉비용 축소에도 이익 레버리지 효과가 약화될 가능성이 잠재한다. 중국 현지에서는 설화수가 9월 런칭한 자음생에센스 판매 호조와 더불어 30~40%대 높은 성장을 지속할 것으로 예상된다. 아모레퍼시픽은 11월 광군제에서 전년대비 60%대 성장하였으며 설화수가 100%, 라네즈 등이 50%, 이니스프리가 10%대 증가한 것으로 추정한다. 럭셔리와 온라인 중심의 고성장에도 이니스프리 오프라인 매출 감소가 3분기 대비 4분기 심화되고 홍콩 부진 영향이 불가피할 전망이다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 240,000원으로 상향

아모레퍼시픽에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 2020년 핵심 채널인 면세점 성장률을 +14.7% YoY에서 +20% YoY로 조정 반영하여 적정주가를 215,000원에서 240,000원으로 상향한다. 적정주가는 2020년 예상 EPS에 적정 PER 32배 (글로벌 화장품 평균)를 적용 유지하여 산출하였다. 설화수는 윤조 에센스 중심에서 고가 라인인 자음생 에센스와 진설라인 등으로 제품 라인업을 확대하면서 성공적으로 가격 포지셔닝이 상향되고 있다. 향후 디지털화에 따른 효율적인 마케팅 비용 집행과 오프라인 매장 수 감소로 고정비 부담이 보다 완화된다면 럭셔리 브랜드 매출 회복과 함께 이익 레버리지가 확대될 가능성이 높다. 2020년 실적 턴어라운드 기조가 지속될 것을 감안할 때 적극적인 매수 관점을 유지한다.

(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	5,563.9	440.4	342.5	5,624	0.3	67,846	34.0	2.8	16.2	7.5	25.4
2020E	6,041.3	552.5	447.4	7,377	28.0	72,905	26.0	2.6	13.6	9.2	24.9
2021E	6,403.8	614.8	495.7	8,177	10.8	78,523	23.4	2.4	12.3	9.5	23.9

표1 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	5,578.0	5,974.0	5,563.9	6,041.3	-0.3	1.1
영업이익	438.3	500.5	440.4	552.5	0.5	10.4
지배주주순이익	340.9	406.6	342.5	447.4	0.5	10.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 아모레퍼시픽 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
매출액	5,277.8	1,451.3	1,393.1	1,402.0	1,317.5	5,563.9	1,562.4	1,519.9	1,514.2	1,444.8	6,041.3
증가율 (% YoY)	3.0	1.4	3.7	9.7	7.6	5.4	7.7	9.1	8.0	9.7	8.6
매출원가	1,434.9	395.1	373.4	376.9	366.3	1,511.7	418.7	399.7	401.3	400.2	1,619.9
증가율 (% YoY)	4.0	3.3	4.0	8.5	5.8	5.4	6.0	7.1	6.5	9.3	7.2
매출원가율 (%)	27.2	27.2	26.8	26.9	27.8	27.2	26.8	26.3	26.5	27.7	26.8
매출총이익	3,843.0	1,056.2	1,019.7	1,025.1	951.2	4,052.2	1,143.6	1,120.2	1,113.0	1,044.6	4,421.3
증가율 (% YoY)	2.6	0.7	3.5	10.1	8.4	5.4	8.3	9.9	8.6	9.8	9.1
매출총이익률 (%)	72.8	72.8	73.2	73.1	72.2	72.8	73.2	73.7	73.5	72.3	73.2
판매비	3,361.0	869.6	931.9	917.6	892.7	3,611.8	925.7	1,001.2	977.8	964.1	3,868.9
증가율 (% YoY)	6.8	6.9	11.1	7.4	4.5	7.5	6.5	7.4	6.6	8.0	7.1
판매비중 (%)	63.7	59.9	66.9	65.4	67.8	64.9	59.3	65.9	64.6	66.7	64.0
Personnel (인건비)	492.8	124.9	134.2	134.3	100.1	493.5	131.1	140.9	141.0	105.1	518.2
증가율 (% YoY)	8.4	8.1	0.1	-8.0	3.0	0.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출대비 (%)	9.3	8.6	9.6	9.6	7.6	8.9	8.4	9.3	9.3	7.3	8.6
A&P (광고판매촉비)	597.2	153.7	189.5	145.4	177.3	665.9	161.4	199.0	155.6	189.7	705.6
증가율 (% YoY)	10.5	14.2	35.7	-3.6	3.0	11.5	5.0	5.0	7.0	7.0	6.0
매출대비 (%)	11.3	10.6	13.6	10.4	13.5	12.0	10.3	13.1	10.3	13.1	11.7
Commission (수수료)	1,334.2	349.7	352.9	380.3	363.8	1,446.7	384.7	388.2	410.7	400.1	1,583.7
증가율 (% YoY)	5.1	4.0	5.6	14.2	10.0	8.4	10.0	10.0	8.0	10.0	9.5
매출대비 (%)	25.3	24.1	25.3	27.1	27.6	26.0	24.6	25.5	27.1	27.7	26.2
기타	936.8	241.3	255.3	257.6	251.6	1,005.8	248.5	273.2	270.5	269.2	1,061.4
증가율 (% YoY)	6.0	6.4	10.5	14.6	-1.0	7.4	3.0	7.0	5.0	7.0	5.5
영업이익	482.0	186.6	87.8	107.5	58.5	440.4	217.9	118.9	135.2	80.5	552.5
증가율 (% YoY)	-19.2	-20.9	-39.8	40.5	145.8	-8.6	16.8	35.4	25.7	37.5	25.4
영업이익률 (%)	9.1	12.9	6.3	7.7	4.4	7.9	13.9	7.8	8.9	5.6	9.1

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 아모레퍼시픽 채널별 및 지역별 세부 실적 현황

(십억원)	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
매출액	5,277.8	1,451.3	1,393.1	1,402.0	1,317.5	5,563.9	1,562.4	1,519.9	1,514.2	1,444.8	6,041.3
증가율 (% YoY)	3.0	1.4	3.7	9.7	7.6	5.4	7.7	9.1	8.0	9.7	8.6
국내 Total											
매출액	3,347.2	940.7	891.9	930.6	737.4	3,500.6	1,005.4	972.1	996.3	810.1	3,783.9
증가율(% YoY)	0.0	0.0	1.6	10.8	7.0	4.6	6.9	9.0	7.1	9.9	8.1
영업이익	275.4	129.5	73.6	72.7	15.7	296.8	167.4	95.8	96.9	31.2	391.3
증가율(% YoY)	-31.5	-17.8	-20.5	48.1	흑전	7.8	29.3	30.2	33.3	98.8	31.9
영업이익률(%)	8.2	13.8	8.3	7.8	2.1	8.5	16.7	9.9	9.7	3.9	10.3
Cosmetics											
매출액	2,834.5	789.4	771.7	779.9	641.6	2,982.6	849.5	848.3	841.0	711.4	3,250.2
증가율(% YoY)	0.2	1.1	1.4	11.9	7.7	5.2	7.6	9.9	7.8	10.9	9.0
Travel Retail	1,270.5	366.9	356.8	437.4	376.2	1,537.2	440.2	446.0	507.4	451.4	1,845.0
증가율(% YoY)	15.1	14.6	17.0	31.7	20.0	21.0	20.0	25.0	16.0	20.0	20.0
Digital	355.8	98.6	102.1	82.9	78.3	361.9	101.5	105.2	87.1	82.2	376.0
증가율(% YoY)	-4.4	-2.0	2.0	3.0	5.0	1.7	3.0	3.0	5.0	5.0	3.9
기타	1,208.2	323.9	312.8	259.6	187.0	1,083.4	307.7	297.2	246.6	177.7	1,029.2
증가율(% YoY)	-10.8	-10.0	-12.1	-8.8	-10.0	-10.3	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
영업이익	284.2	117.6	76.0	73.9	22.5	290.0	144.4	101.8	75.7	21.3	343.3
증가율(% YoY)	-29.5	-16.3	-19.5	60.0	624.3	2.0	22.8	33.9	2.4	-5.0	18.4
영업이익률(%)	10.0	14.9	9.8	9.5	3.5	9.7	17.0	12.0	9.0	3.0	10.6
Daily Beauty & OSULLOC											
매출액	512.9	151.3	120.2	150.7	95.9	518.1	155.8	123.8	155.2	98.8	533.6
증가율(% YoY)	-0.8	-5.6	2.8	5.6	3.0	1.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
영업이익	-0.4	11.8	-2.4	9.0	-6.7	11.7	23.0	-2.0	21.2	9.9	52.1
증가율(% YoY)	적전	-30.2	적지	210.3	적지	흑전	94.9	-16.7	135.5	흑전	628.6
영업이익률(%)	-0.1	7.8	-2.0	6.0	-7.0	2.2	14.8	-1.6	13.7	10.0	9.8
해외 Total											
매출액	1,970.2	521.8	512.1	486.5	580.0	2,100.4	557.0	547.8	518.0	634.6	2,257.4
증가율(% YoY)	8.2	4.2	7.4	8.8	6.3	6.6	6.7	7.0	6.5	9.4	7.5
영업이익	206.6	45.9	20.1	34.8	42.8	143.6	50.5	23.1	38.3	49.2	161.1
증가율(% YoY)	6.3	-43.7	-55.7	32.8	-20.0	-30.5	10.0	15.0	10.0	15.0	12.2
영업이익률(%)	10.5	8.8	3.9	7.2	7.4	6.8	9.1	4.2	7.4	7.8	7.1
아시아	1,873.9	497.8	485.5	452.1	553.6	1,989.0	537.6	524.3	488.3	597.9	2,148.1
증가율(% YoY)	8.2	4.1	6.4	7.1	7.0	6.1	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
유럽	29.0	5.8	4.8	5.9	8.4	24.9	6.1	5.0	6.2	8.9	26.2
증가율(% YoY)	-18.8	-23.7	-23.8	-7.8	-3.0	-14.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
미국	67.6	18.2	21.7	28.6	28.3	96.8	24.6	29.3	38.6	38.2	130.6
증가율(% YoY)	27.8	19.0	52.8	53.8	45.0	43.2	35.0	35.0	35.0	35.0	35.0

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,123.8	5,277.8	5,563.9	6,041.3	6,403.8
매출액증가율 (%)	-9.2	3.0	5.4	8.6	6.0
매출원가	1,379.7	1,434.9	1,511.7	1,619.9	1,690.6
매출총이익	3,744.1	3,843.0	4,052.3	4,421.4	4,713.2
판매관리비	3,147.7	3,361.0	3,611.8	3,868.9	4,098.4
영업이익	596.4	482.0	440.4	552.5	614.8
영업이익률	11.6	9.1	7.9	9.1	9.6
금융손익	10.7	10.0	12.1	14.1	21.7
종속/관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-39.9	-39.0	3.0	7.0	5.0
세전계속사업이익	567.3	453.0	455.5	573.6	641.5
법인세비용	169.3	118.1	118.4	143.4	164.8
당기순이익	398.0	334.8	337.1	430.2	476.7
지배주주지분 손이익	394.0	332.2	342.5	447.4	495.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	512.6	646.7	618.1	691.9	734.1
당기순이익(손실)	398.0	334.8	337.1	430.2	476.7
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	6.3	-13.7	-7.9
투자활동 현금흐름	-400.8	-413.9	-659.2	-285.4	-204.1
유형자산의증가(CAPEX)	-768.6	-405.5	-280.0	-280.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-6.0	7.9	-2.4	-4.0	-3.1
재무활동 현금흐름	-110.9	-103.4	132.6	-97.0	-113.2
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	91.4	309.4	416.8
기초현금	623.7	604.2	735.5	826.9	1,136.4
기말현금	604.2	735.5	826.9	1,136.4	1,553.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,677.5	1,567.2	1,707.5	2,089.9	2,562.1
현금및현금성자산	604.2	735.5	826.9	1,136.4	1,553.2
매출채권	324.7	286.7	322.3	349.9	370.9
재고자산	374.8	403.3	410.1	445.3	472.0
비유동자산	3,698.2	3,803.9	4,187.2	4,195.8	4,133.5
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	56.9	60.9	64.0
자산총계	5,375.7	5,371.1	5,894.7	6,285.7	6,695.6
유동부채	1,046.5	763.2	806.4	859.9	898.1
매입채무	132.1	111.8	128.6	139.6	148.0
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	386.8	392.4	395.4
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	1,193.2	1,252.3	1,293.5
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	3,986.4	4,335.6	4,723.3
비지배주주지분	21.6	24.4	19.0	1.8	-17.3
자본총계	4,175.4	4,446.4	4,701.4	5,033.4	5,402.1

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	87,649	90,284	95,177	103,344	109,544
EPS(지배주주)	6,508	5,469	5,624	7,377	8,177
CFPS	15,045	14,013	12,285	14,282	15,141
EBITDAPS	14,028	12,797	12,233	14,162	15,056
BPS	60,186	64,073	67,846	72,905	78,523
DPS	1,280	1,180	1,180	1,416	1,558
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	46.8	38.3	34.0	26.0	23.4
PCR	20.2	15.0	15.6	13.4	12.6
PSR	3.5	2.3	2.0	1.9	1.7
PBR	5.1	3.3	2.8	2.6	2.4
EBITDA	820.1	748.1	715.1	827.9	880.1
EV/EBITDA	23.2	17.0	16.2	13.6	12.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본 이익률(ROE)	9.8	7.7	7.5	9.2	9.5
EBITDA 이익률	16.0	14.2	12.9	13.7	13.7
부채비율	28.7	20.8	25.4	24.9	23.9
금융비용부담률	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	193.6	206.4	98.7	85.6	99.9
매출채권회전율(x)	16.6	17.3	18.3	18.0	17.8
재고자산회전율(x)	13.1	13.6	13.7	14.1	14.0

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.02.01	기업브리프	Trading Buy	330,000	양지혜	-5.6	6.5	
2018.05.10	기업브리프	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	-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	-2.1	16.4	
2019.01.21	산업브리프	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	-20.6	-10.3	
2019.10.16	산업분석	Buy	190,000	양지혜	-16.3	-3.2	
2019.10.31	기업브리프	Buy	215,000	양지혜	-11.8	-3.5	
2019.11.29	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	-	-	