

# 아모레퍼시픽

# BUY(유지)

090430 기업분석 | 화장품

목표주가(유지)	230,000원	현재주가(12/13)	195,500원	Up/Downside	+17.6%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2019. 12. 16

## 탐방노트: 완벽하지 않지만 의미있는 변곡점

### Comment

**4Q19 면세, 온라인 강제 지속:** 4Q19 면세 채널 매출은 QoQ 감소하겠으나 YoY로는 30% 이상 성장해 회복추세를 유지하고 있을 것으로 예상된다. 왕홍 집중 마케팅 등으로 9월까지 면세 수요가 쏠렸고, 이후 수요가 주춤하다가 11월 들어서면서 면세 수요가 시장 평균을 다시 웃돈 것으로 파악된다. 온라인 채널 성장은 역직구물이 견인하고 있으며, 특히 광군제 매출 신장이 높아 전분기 성장률을 상회했을 수도 있다고 판단한다. 대체적으로 설화수가 성장을 이끄는 추세는 변함없다. 물론 전통 오프라인 채널 매출 성장은 부진하다. 다만 매출 감소폭이 전분기 수준을 적어도 유지하거나 둔화될 것으로 보여 고정비 부담이 다소 누그러질 것으로 판단한다.

**해외 성장보단 국내 마진 개선이 의미:** 아시아 성장률은 한자리 후반 성장하는데 그쳐 시장 평균에 부합했을 것으로 예상된다. 시장 평균을 하회했던 이전 분기와 비교한다면 소폭이나마 회복되는 셈이다. 다만 설화수를 제외한 대부분의 브랜드가 중국에서 고전하고 있어 고정비 부담으로 중국쪽 이익률 개선은 당분간 쉽지 않을 것으로 판단한다. 해외에서의 불황 성장 혹은 마진 개선을 기대하기보다 국내에서의 점포 효율화 및 비효율적인 비용 구조 개선을 통한 국내 마진 개선이 의미 있을 것으로 판단한다. 4분기 영업이익 798억원(컨센서스 720억원) 달성은 무리가 없으며, 2020년에도 비용 효율화에 대한 전사 마진 개선이 가능할 것으로 기대해본다.

### Action

**비중 확대 추천:** 완벽하진 않아도 점차 기존 채널의 효율을 높임에 따른 마진 개선 추세는 지속될 전망이다. 당장은 어려워 보여도 효율화 작업에 따른 이익 추정치의 상향 가능성이 높다고 판단하며 주가는 지속해서 바닥을 확인하고 있어 저점 매수 관점에서의 접근이 가능한 시점이라 보여진다.

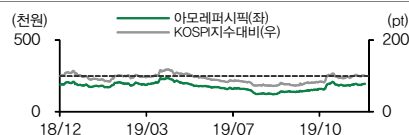
#### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	5,124	5,278	5,600	6,068	6,421
(증가율)	-9.2	3.0	6.1	8.4	5.8
영업이익	596	482	462	573	659
(증가율)	-29.7	-19.2	-4.2	24.2	14.9
지배주주순이익	394	332	320	397	468
EPS	6,508	5,469	5,276	6,588	7,800
PER (H/L)	56.4/36.3	65.1/26.6	36.9	29.5	24.9
PBR (H/L)	6.1/3.9	5.6/2.3	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA (H/L)	27.9/18.4	29.1/12.1	15.6	14.0	12.5
영업이익률	11.6	9.1	8.2	9.4	10.3
ROE	9.8	7.7	7.0	8.2	9.0

#### Stock Data

52주 최저/최고	120,500/235,500원
KOSDAQ /KOSPI	637/2,137pt
시가총액	113,702억원
60일-평균거래량	297,499
외국인지분율	31.7%
60일-외국인지분율변동추이	+0.3%p
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 5인 47.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	2.9	37.0	3.2
상대기준	3.1	31.3	0.5

도표 1. 아모레퍼시픽 분기, 연간 실적

(단위: 억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	18	19E	20E
연결매출	14,513	13,931	14,020	13,534	15,399	15,087	15,057	15,135	52,775	55,998	60,678
국내	9,407	8,919	9,306	7,830	9,936	9,589	9,884	8,572	33,471	35,463	37,980
cosmetics	7,894	7,717	7,799	6,885	8,403	8,363	8,348	7,617	28,343	30,296	32,731
mass&오설록	1,513	1,202	1,507	945	1,533	1,226	1,536	954	5,129	5,167	5,249
해외	5,218	5,121	4,865	5,808	5,577	5,608	5,326	6,668	19,703	20,535	22,698
아시아	4,978	4,856	4,520	5,431	5,253	5,232	4,818	6,134	18,737	19,786	21,438
유럽	58	48	59	82	60	50	65	84	290	247	259
북미	182	217	286	295	264	326	443	450	676	980	1,483
%YoY	1.4	3.7	9.7	10.6	6.1	8.3	7.4	11.8	3.0	6.1	8.4
국내	-0.0	1.6	10.8	13.6	5.6	7.5	6.2	9.5	-0.0	6.0	7.1
cosmetics	1.1	1.4	11.9	15.5	6.5	8.4	7.0	10.6	0.1	6.9	8.0
mass&오설록	-5.6	2.8	5.6	1.5	1.3	2.0	1.9	1.0	-0.8	0.7	1.6
해외	4.2	7.4	8.8	6.5	6.9	9.5	9.5	14.8	8.2	4.2	10.5
아시아	4.2	6.4	7.0	5.0	5.5	7.7	6.6	12.9	8.2	5.6	8.3
유럽	-23.7	-23.8	-7.8	-6.3	3.0	5.0	10.0	2.8	-18.8	-15.0	5.0
북미	19.0	52.8	53.8	51.4	45.0	50.0	55.0	52.6	27.8	45.0	51.3
영업이익	1,866	878	1,075	798	2,083	1,316	1,176	1,159	4,821	4,616	5,734
국내	1,294	736	829	387	1,475	908	930	457	2,838	3,246	3,769
cosmetics	1,176	760	739	482	1,345	920	835	533	2,842	3,157	3,632
mass&오설록	118	-24	90	-94	130	-12	95	-76	-4	90	137
해외	460	201	348	554	496	468	348	846	2,066	1,563	2,158
아시아	540	241	345	543	523	498	375	712	2,241	1,669	2,107
유럽	-30	-35	-10	-11	-1	-1	-1	-37	-116	-86	-39
북미	-50	-5	13	22	-26	-29	-27	171	-59	-20	89
영업이익률	12.9	6.3	7.7	5.9	13.5	8.7	7.8	7.7	9.1	8.2	9.4
국내	13.8	8.3	8.9	4.9	14.8	9.5	9.4	5.3	8.5	9.2	9.9
cosmetics	14.9	9.8	9.5	7.0	16.0	11.0	10.0	7.0	10.0	10.4	11.1
mass&오설록	7.8	-2.0	6.0	-10.0	8.5	-1.0	6.2	-8.0	-0.1	1.7	2.6
해외	8.8	3.9	7.1	9.5	8.9	8.3	6.5	12.7	10.5	7.6	9.5
아시아	10.8	5.0	7.6	10.0	10.0	9.5	7.8	11.6	12.0	8.4	9.8
유럽	-51.7	-72.9	-16.9	-13.8	-1.0	-1.0	-1.0	-44.2	-40.0	-35.0	-15.0
북미	-27.5	-2.3	4.5	7.6	-10.0	-9.0	-6.0	38.0	-8.7	-2.0	6.0
%YoY	-20.9	-39.8	40.5	234.5	11.6	50.0	9.4	45.3	-19.2	-4.2	24.2
국내	-17.8	-20.5	68.8	흑전	14.0	23.3	12.2	17.9	-32.1	14.4	16.1
해외	-43.5	-55.8	32.8	3.5	7.9	133.0	-0.1	52.6	6.4	-24.3	38.1
아시아	-36.4	-55.1	14.6	-2.1	-3.1	106.7	8.7	31.1	-4.9	-29.5	16.6
유럽	57.9	0.0	-69.7	-61.1	-98.0	-98.6	-93.5	228.8	적지	적지	적지
북미	212.5	-89.4	-316.7	124.0	-47.2	485.9	-304.6	664.7	적지	적지	흑전

자료: DB금융투자

**대차대조표**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	1,677	1,567	1,570	1,738	1,838
현금및현금성자산	604	736	710	782	872
매출채권및기타채권	382	319	342	375	385
재고자산	375	403	400	448	469
비유동자산	3,698	3,804	4,062	4,230	4,527
유형자산	2,613	2,713	2,972	3,139	3,436
무형자산	240	254	254	254	254
투자자산	62	54	54	54	54
자산총계	5,376	5,371	5,697	6,032	6,429
유동부채	1,046	763	838	848	860
매입채무및기타채무	597	548	619	634	647
단기차입금및단기차채	85	71	76	72	70
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	154	162	165	170	170
사채및차입금	43	45	48	53	53
부채총계	1,200	925	1,003	1,018	1,029
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
이익잉여금	3,457	3,726	3,972	4,288	4,670
비차입부채	22	24	27	30	34
자본총계	4,175	4,446	4,695	5,014	5,400

**손익계산서**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	5,124	5,278	5,600	6,068	6,421
매출원가	1,380	1,435	1,509	1,553	1,605
매출총이익	3,744	3,843	4,091	4,514	4,816
판매비	3,148	3,361	3,629	3,941	4,157
영업이익	596	482	462	573	659
EBITDA	820	748	752	832	926
영업외손익	-29	-29	-20	-20	-14
금융손익	11	10	11	11	13
투자손익	0	0	1	1	0
기타영업외손익	-40	-39	-32	-32	-27
세전이익	567	453	441	553	645
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	398	335	323	400	472
자배주주지분순이익	394	332	320	397	468
비자배주주지분순이익	4	3	3	3	4
총포괄이익	396	358	323	400	472
증감률(%YoY)					
매출액	-9.2	3.0	6.1	8.4	5.8
영업이익	-29.7	-19.2	-4.2	24.2	14.9
EPS	-38.9	-16.0	-3.5	24.9	18.4

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

**현금흐름표**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	513	647	677	554	722
당기순이익	398	335	323	400	472
현금유출이없는비용및수익	482	484	397	400	428
유형및무형자산상각비	224	266	290	259	267
영업관련자산부채변동	-124	-28	75	-94	-5
매출채권및기타채권의감소	-37	37	-24	-32	-10
재고자산의감소	4	-77	3	-48	-21
매입채무및기타채무의증가	-32	-20	70	15	14
투자활동현금흐름	-401	-414	-531	-405	-547
CAPEX	-769	-405	-548	-426	-565
투자자산의손중	-6	8	0	0	0
재무활동현금흐름	-111	-103	-76	-76	-85
사채및차입금의 증가	-18	-13	8	1	-2
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-109	-88	-81	-75	-81
기타현금흐름	-20	2	-95	0	0
현금의증가	-20	131	-25	72	89
기초현금	624	604	736	710	782
기말현금	604	736	710	782	872

**주요 투자지표**

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	6,508	5,469	5,276	6,588	7,800
BPS	60,186	64,072	67,635	72,216	77,748
DPS	1,280	1,180	1,080	1,190	1,280
Multiple(배)					
P/E	46.8	38.3	36.9	29.5	24.9
P/B	5.1	3.3	2.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	23.2	17.0	15.6	14.0	12.5
수익성(%)					
영업이익률	11.6	9.1	8.2	9.4	10.3
EBITDA마진	16.0	14.2	13.4	13.7	14.4
순이익률	7.8	6.3	5.8	6.6	7.3
ROE	9.8	7.7	7.0	8.2	9.0
ROA	7.5	6.2	5.8	6.8	7.6
ROC	14.4	11.1	9.9	11.4	12.3
안정성및기타					
부채비율(%)	28.7	20.8	21.4	20.3	19.1
이자보상배율(배)	193.6	206.4	202.5	243.3	281.2
배당성향(배)	18.8	20.6	19.4	17.2	15.7

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 언급된 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 기재된 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 것이나, 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 투자이견 비율 (2019-10-02 기준) - 매수(83.8%) 중립(16.2%) 매도(0.0%)**

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- 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 투자이견 및 목표주가 변경**

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/10/31	Hold	310,000	1.3	8.7	19/02/01	Hold	165,000	17.3	42.1
18/01/11	Buy	380,000	-18.2	-7.5	19/04/16	Hold	200,000	-5.3	17.8
18/05/10	Buy	400,000	-19.1	-14.5	19/07/09	Hold	180,000	-20.5	2.2
18/07/04	Buy	360,000	-20.7	-17.6	19/10/31	Buy	230,000	-	-
18/07/27	Hold	300,000	-18.4	-7.7					
18/10/30	Hold	170,000	3.4	23.2					
19/01/10	Hold	190,000	-5.6	-0.3					

주: \*표는 담당자 변경