

아모레퍼시픽

BUY(유지)

090430 기업분석 | 화장품

목표주가(하향)

250,000원

현재주가(02/05)

182,000원

Up/Downside

+37.4%

2020. 02. 06

아쉬움이 남지만 회복의 과정

News

아쉬움이 남는 19년 마무리: 4Q19 연결매출 13,337억원(+9%YoY), 영업이익 459억원(+93%YoY)으로 매출은 예상 수준에 부합했으나 영업이익이 기대치를 40% 이상 하회했고, 영업외에서 해외법인 손상차손 500억원, 외환관련손실 100억원을 반영하면서 순이익은 713억원 적자를 기록했다. 국내 외 신체널 확장을 위한 인력 충원으로 인건비가 증가했고, 인센티브 지급이 판관비율을 크게 늘렸다. 18년 4분기 인센티브 환입을 감안하면 영업이익 성장률은 300%YoY 이상이었던 것으로 추정된다. 국내에서는 면세 매출이 20%YoY 중반 성장했고, 디지털 채널 매출 성장세가 지속적으로 강했다. 반면 아시아 영업이익률이 마케팅비 증가 및 재고 폐기, 홍콩 시위 영향 등으로 상당히 부진했다. 전반적으로 국내 매출이 회복된 점은 긍정적이지만, 비용 지출과 관련해선 아쉬움이 크다.

Comment

감염병 확산으로 20년 실적 기대치 조정 불가피: 1Q20에는 코로나바이러스 유행으로 국내와 중국 오프라인 매장의 정상적인 영업이 불가능한 상태이고, 관광객 감소로 면세 성장이 저조할 것으로 보인다. 역직구도 중국 내 물류, 배송의 어려움으로 수요 대응이 어려운 것으로 판단된다. 한국에서의 원부자재 조달 등으로 수요 대응할 것으로 보이지만 단기 실적에 대해 불확실성이 커져 실적 추정치를 일시 조정해야 할 필요가 높아졌다. 다만 디지털 채널에서 성장을 지속할 것으로 보이며, 비효율 영업요인의 제거 노력으로 2분기부터는 다시 이익 성장세가 우상향을 보일 것으로 예상한다.

Action

주가는 불확실성 상당히 반영 중: 이익이 점차 턴어라운드 기조를 보이고 있지만, 여전히 악재도 흔재된 만큼 당분간 박스권 트레이딩 전략이 선호된다. 1Q20 추정치를 하향하면서 목표주가도 하향 조정했다. 하지만 이미 주가는 불확실성을 상당부분 반영하고 있는 것으로 보여 BUY를 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)		Stock Data		
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E		52주 최저/최고	120,500/236,500원	
매출액	5,124	5,278	5,580	5,926	6,221		KOSDAQ /KOSPI	661/2,166pt	
(증가율)	-9.2	3.0	5.7	6.2	5.0		시가총액	106,394억원	
영업이익	596	482	428	485	633		60일-평균거래량	317,345	
(증가율)	-29.7	-19.2	-11.2	13.5	30.4		외국인지분율	31.2%	
자배주주순이익	394	332	209	308	403		60일-외국인지분율변동주이	-1.0%	
EPS	6,508	5,469	3,377	5,068	6,706		주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 5 인 48.7%	
PER (H/L)	56.4/36.3	65.1/26.6	59.2	35.9	27.1		(천원)		
PBR (H/L)	6.1/3.9	5.6/2.3	3.0	2.6	2.5		아모레퍼시픽(주)		
EV/EBITDA (H/L)	27.9/18.4	29.1/12.1	16.9	14.8	12.2		KOSPI지수대비(우)		
영업이익률	11.6	9.1	7.7	8.2	10.2		(pt)		
ROE	9.8	7.7	4.7	6.6	8.2				

주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-11.9	-9.9	-0.3
상대기준	-11.4	-10.9	1.5

Analyst 박현진

02 369 3477

hjpark@db-fi.com

도표 1. 아모레퍼시픽 4Q19 Review

(단위: 억원 %)

	4Q19P	4Q18	%YoY	3Q19	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
연결매출	13,337	12,241	9.0	14,020	-4.9	13,534	-1.5	13,397	-0.4
영업이익	459	238	92.9	1,075	-57.3	798	-42.5	704	-34.8
영업이익률	3.4	1.9	1.5	7.7	-4.2	5.9	-2.5	5.3	-1.8
순이익	-713	5	적전	1,023	적전	458	-	586	-

자료: DB 금융투자

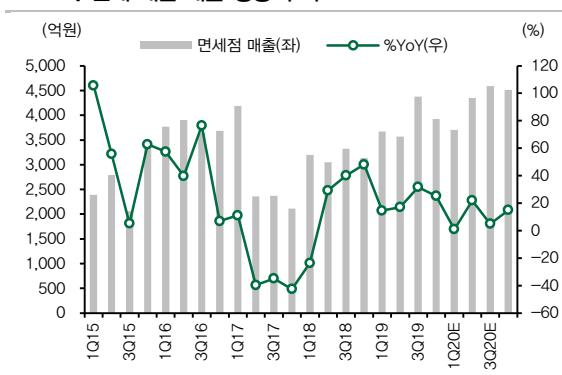
도표 2. 아모레퍼시픽 연간 추정치 조정

(단위: 억원 %)

	19P			20E		
	점정치	추정치	%차이	수정후	수정전	%차이
연결매출	55,801	55,998	-0.4	59,258	60,676	-2.3
영업이익	4,278	4,616	-7.3	4,855	5,734	-15.3
순이익	2,105	3,230	-34.8	3,101	4,010	-22.7

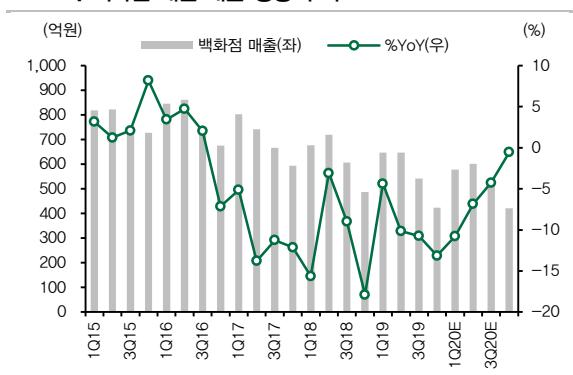
자료: DB 금융투자

도표 3. 면세 채널 매출 성장 추이



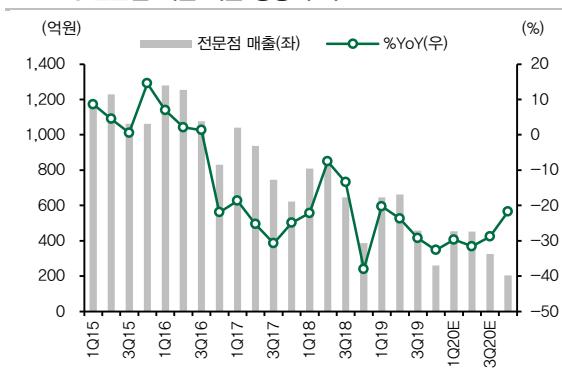
자료: DB 금융투자

도표 4. 백화점 채널 매출 성장 추이



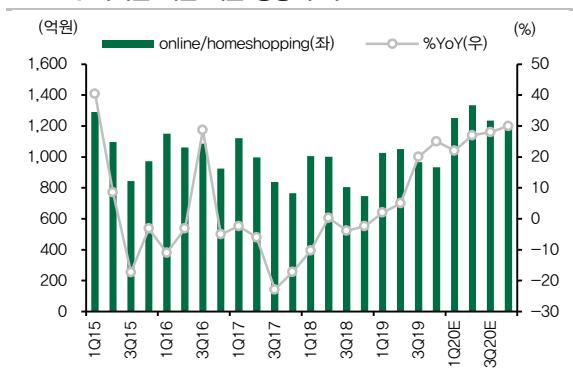
자료: DB 금융투자

도표 5. 전문점 채널 매출 성장 추이



자료: DB 금융투자

도표 6. 디지털 채널 매출 성장 추이



자료: DB 금융투자

도표 7. 아모레퍼시픽 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	18	19P	20E
연결매출	14,513	13,931	14,020	13,337	14,383	15,217	14,950	14,707	52,775	55,801	59,258
국내	9,407	8,919	9,306	7,548	9,230	9,662	9,634	8,362	33,471	35,181	36,887
화장품	7,894	7,717	7,799	6,562	7,634	8,396	8,051	7,326	28,343	29,973	31,408
비화장품	1,513	1,202	1,507	985	1,596	1,266	1,582	1,036	5,129	5,207	5,480
해외	5,218	5,121	4,865	5,579	5,267	5,666	5,469	6,133	19,703	20,783	22,370
아시아	4,978	4,856	4,520	5,281	4,943	5,290	4,972	5,756	18,737	19,635	20,962
유럽	58	48	59	53	60	50	65	50	290	218	225
북미	182	217	286	245	264	326	432	327	676	930	1,349
%YoY	1.4	3.7	9.7	9.0	-0.9	9.2	6.6	10.3	3.0	5.7	6.2
국내	-0.0	1.6	10.8	9.5	-1.9	8.3	3.5	10.8	-0.0	5.1	4.9
화장품	1.1	1.4	11.9	10.1	-3.3	8.8	3.2	11.6	0.1	5.8	4.8
비화장품	-5.6	2.8	5.6	5.8	5.5	5.3	5.0	5.1	-0.8	1.5	5.2
해외	4.2	7.4	8.8	2.3	0.9	10.6	12.4	9.9	8.2	5.5	7.6
아시아	4.2	6.4	7.0	2.1	-0.7	8.9	10.0	9.0	8.2	4.8	6.8
유럽	-23.7	-23.8	-7.8	-39.1	3.0	5.0	10.0	-6.6	-18.8	-24.8	3.0
북미	19.0	52.8	53.8	25.6	45.0	50.0	51.0	33.6	27.8	37.6	45.0
영업이익	1,866	878	1,075	459	1,809	1,183	1,151	712	4,821	4,278	4,855
국내	1,294	736	829	336	1,243	869	924	431	2,838	3,195	3,466
화장품	1,176	760	739	487	1,107	882	805	586	2,842	3,162	3,380
비화장품	118	-24	90	-151	136	-13	119	-155	-4	33	86
해외	460	201	348	32	454	374	329	189	2,066	1,041	1,346
아시아	540	241	345	75	487	413	383	194	2,241	1,201	1,478
유럽	-30	-35	-10	-15	-12	-10	-19	-49	-116	-90	-91
북미	-50	-5	13	-28	-21	-29	-35	45	-59	-70	-40
영업이익률	12.9	6.3	7.7	3.4	12.6	7.8	7.7	4.8	9.1	7.7	8.2
국내	13.8	8.3	8.9	4.5	13.5	9.0	9.6	5.2	8.5	9.1	9.4
화장품	14.9	9.8	9.5	7.4	14.5	10.5	10.0	8.0	10.0	10.5	10.8
비화장품	7.8	-2.0	6.0	-15.3	8.5	-1.0	7.5	-15.0	-0.1	0.6	1.6
해외	8.8	3.9	7.1	0.6	8.6	6.6	6.0	3.1	10.5	5.0	6.0
아시아	10.8	5.0	7.6	1.4	9.9	7.8	7.7	3.4	12.0	6.1	7.0
유럽	-51.7	-72.9	-16.9	-28.3	-20.0	-20.0	-30.0	-99.9	-40.0	-41.3	-40.5
북미	-27.5	-2.3	4.5	-11.4	-8.0	-9.0	-8.0	13.6	-8.7	-7.5	-3.0
%YoY	-20.9	-39.8	40.5	92.7	-3.1	34.8	7.1	54.9	-19.2	-11.3	13.5
국내	-17.8	-20.5	68.8	흑전	-4.0	18.1	11.4	28.2	-32.1	12.6	8.5
해외	-43.5	-55.8	32.8	-94.0	-1.3	86.1	-5.4	493.9	6.4	-49.6	29.4

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(상여원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,677	1,567	1,461	1,538	1,606
현금및현금성자산	604	736	603	645	712
매출채권및기타채권	382	319	341	367	374
재고자산	375	403	398	438	454
비유동자산	3,698	3,804	4,062	4,213	4,457
유형자산	2,613	2,713	2,972	3,122	3,366
무형자산	240	254	254	254	254
투자자산	62	54	54	54	54
자산총계	5,376	5,371	5,588	5,816	6,127
유동부채	1,046	763	838	845	855
매입채무및기타채무	597	548	618	630	642
단기应付및단기차채	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	1,009	1,020
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
이익잉여금	3,457	3,726	3,864	4,082	4,380
비자본주자분	22	24	26	28	32
자본총계	4,175	4,446	4,586	4,806	5,108

손익계산서

12월 결산(상여원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,124	5,278	5,580	5,926	6,221
매출원가	1,380	1,435	1,497	1,510	1,574
매출총이익	3,744	3,843	4,083	4,416	4,647
판관비	3,148	3,361	3,655	3,930	4,014
영업이익	596	482	428	485	633
영업외손익	-29	-29	-58	-22	-17
금융손익	11	10	10	9	10
투자손익	0	0	-36	1	0
기타영업외손익	-40	-39	-32	-32	-27
세전이익	567	453	370	463	617
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	398	335	210	310	407
자비주주지분순이익	394	332	209	308	403
비자비주주지분순이익	4	3	2	2	3
총포괄이익	386	358	210	310	407
증감률(%YoY)					
매출액	-9.2	3.0	5.7	6.2	5.0
영업이익	-29.7	-19.2	-11.2	13.5	30.4
EPS	-38.9	-16.0	-38.2	50.0	32.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(%상여원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	6,508	5,469	3,377	5,068	6,706
BPS	60,186	64,072	66,068	69,227	73,547
DPS	1,280	1,180	1,030	1,350	1,620
Multiple(배)					
P/E	46.8	38.3	59.2	35.9	27.1
P/B	5.1	3.3	3.0	2.6	2.5
EV/EBITDA	23.2	17.0	16.9	14.8	12.2
수익성(%)					
영업이익률	11.6	9.1	7.7	8.2	10.2
EBITDA마진	16.0	14.2	12.9	12.6	14.5
순이익률	7.8	6.3	3.8	5.2	6.5
ROE	9.8	7.7	4.7	6.6	8.2
ROA	7.5	6.2	3.8	5.4	6.8
ROI	14.4	11.1	7.1	9.1	11.0
안정성및기타					
부채비율(%)	28.7	20.8	21.9	21.0	20.0
이자보상배율(배)	193.6	206.4	187.6	210.2	281.7
배당성향(배)	18.8	20.6	28.4	25.2	23.1

자료: 아모레퍼시픽, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 별행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가를 기준으로 산출되었습니다.

1년간 투자의견 비율 (2020-01-02 기준) - 매수(83.7%) 중립(16.3%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

아모레퍼시픽 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
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	-15.9 / -3.3
18/07/27	Hold	300,000	-18.4 / -7.7	20/01/08	Buy	270,000	-20.4 / -12.4
18/10/30	Hold	170,000	3.4 / 23.2	20/02/06	Buy	250,000	- / -
19/01/10	Hold	190,000	-5.6 / -0.3				
19/02/01	Hold	165,000	17.3 / 42.1				

주: *표는 담당자 변경