

## 아모레퍼시픽

BUY(유지)

090430 기업분석 | 화장품

목표주가(유지)	220,000원	현재주가(04/28)	176,000원	Up/Downside	+25.0%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 04. 29

## 늦어도 빨라도 결국은 1Q20이 바닥

## News

**예상보다 컼던 코로나19 영향:** 1Q20 연결매출 11,309억원(-22.1%YoY), 영업이익 609억원(-67.3%YoY)으로 당사 추정이익(1,126억원)과 컨센서스(810억원)을 하회했다. 코로나19 영향으로 국내에서 매출비중이 가장 높은 면세 매출이 29.5%YoY 감소한 2,586억원에 그쳤고, 방판을 비롯해 백화점 전문점 채널 매출이 대부분 40%YoY 이상 급감했다. 반면 국내 온라인 채널 매출은 90%YoY 이상 성장했는데 역직구 수요가 120%YoY 이상 성장한 것으로 추정되어 중국발 수요 회복세가 돋보인다. 국내보다 해외 실적이 예상보다 부진했는데 특히 아시아가 영업적자(-299억원)를 기록했고, 주로 홍콩과 중국에서 매장 휴점에 따른 고정비 부담이 상당히 컼던 것으로 보인다. 설화수 브랜드의 성장세가 견조하고, 이니스프리를 포함한 럭셔리 이하 브랜드들의 성장이 대체적으로 부진하다.

## Comment

**결과야 어쨌든 이익 방향성은 우상향:** 빠르면 2Q20, 늦어도 3Q20부터는 국내와 중국발 수요의 점진적 회복이 예상된다. 3월 하순부터 국내와 중국의 코로나19의 확산속도가 유럽과 북미에 비교해 양호한 편이며, 이에 따른 오프라인 채널의 실적 회복세가 기대되기 때문이다. 동남아 국가들의 점포 휴점율이 여전히 높긴 하지만 중국에서의 매출 회복이 아시아 영업이익을 개선시키는 주효할 것으로 보인다. 국내외로 비효율 오프라인 점포의 폐점으로 영업 효율을 높이고자 하는 시도는 유지될 것으로 보여 지금 당장 채널 믹스 변화에 따른 마진 개선 속도가 더디긴 해도 중장기적으로 이익 사이클은 우상향을 그릴 것으로 보인다. 앞으로도 설화수 위주의 성장세가 예상된다.

## Action

**트레이딩 바이 전략 선호:** 코로나19 관련한 불확실성이 남아 있지만, 적어도 1Q20보다 상황이 더 나빠질 것으로 보진 않아 이익 추세는 하반기로 갈수록 상승세를 전망해 목표주가와 투자의견을 유지했다. 당분간 목표주가 22만원을 상단으로 보고 트레이딩 전략을 무난할 것으로 판단한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)		Stock Data		
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	120,500/236,500원		
매출액	5,278	5,580	5,152	5,694	5,984	KOSDAQ /KOSPI	645/1,934pt		
(증가율)	3.0	5.7	-7.7	10.5	5.1	시가총액	102,887억원		
영업이익	482	428	324	499	604	60일-평균거래량	409,997		
(증가율)	-19.2	-11.2	-24.4	54.2	21.0	외국인지분율	29.6%		
자배주주순이익	332	239	183	315	389	60일-외국인지분율변동추이	-1.9%		
EPS	5,469	3,904	2,946	5,215	6,467	주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 5 인 49.3%		
PER (H/L)	65.1/26.6	61.6/30.2	58.2	32.9	26.5	(천원)	500		
PBR (H/L)	5.6/2.3	3.7/1.8	2.6	2.4	2.3	아모레퍼시픽(주)	(pt)		
EV/EBITDA (H/L)	29.1/12.1	16.2/8.2	11.6	9.9	9.0	KOSPI지수대비(우)	200		
영업이익률	9.1	7.7	6.3	8.8	10.1	주가상승률	1M 3M 12M		
ROE	7.7	5.4	4.0	6.6	7.7	절대기준	2.3 -9.5 -22.3		
						상대기준	-9.1 1.8 -12.4		



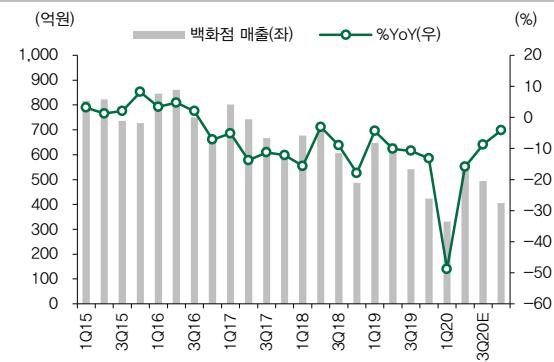
도표 1. 아모레퍼시픽 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	19	20E	21E
<b>연결매출</b>	<b>14,513</b>	<b>13,931</b>	<b>14,020</b>	<b>13,337</b>	<b>11,309</b>	<b>12,176</b>	<b>13,322</b>	<b>14,715</b>	<b>55,801</b>	<b>51,522</b>	<b>56,940</b>
국내	9,407	8,919	9,306	7,548	7,608	8,136	8,558	8,428	35,181	32,729	36,531
cosmetics	7,894	7,717	7,799	6,562	6,186	6,892	6,975	7,393	29,973	27,446	30,950
Daily Beauty	1,513	1,202	1,507	985	1,421	1,244	1,582	1,036	5,207	5,283	5,580
해외	5,218	5,121	4,865	5,579	3,739	4,151	4,917	6,074	20,783	18,881	20,500
아시아	4,978	4,856	4,520	5,281	3,455	3,930	4,502	5,723	19,635	17,612	18,990
유럽	58	48	59	53	54	36	57	48	218	195	198
북미	182	217	286	245	230	184	358	302	930	1,074	1,312
<b>%YoY</b>	<b>1.4</b>	<b>3.7</b>	<b>9.7</b>	<b>9.0</b>	<b>-22.1</b>	<b>-12.6</b>	<b>-5.0</b>	<b>10.3</b>	<b>5.7</b>	<b>-7.7</b>	<b>10.5</b>
국내	-0.0	1.6	10.8	9.5	-19.1	-8.8	-8.0	11.7	5.1	-7.0	11.6
cosmetics	1.1	1.4	11.9	10.1	-21.6	-10.7	-10.6	12.7	5.8	-8.4	12.8
Daily Beauty	-5.6	2.8	5.6	5.8	-6.1	3.5	5.0	5.1	1.5	1.5	5.6
해외	4.2	7.4	8.8	2.3	-28.3	-19.0	1.1	8.9	5.5	-9.2	8.6
아시아	4.2	6.4	7.0	2.1	-30.6	-19.1	-0.4	8.4	4.8	-10.3	7.8
유럽	-23.7	-23.8	-7.8	-39.1	-6.9	-25.5	-3.0	-9.2	-24.8	-10.5	1.5
북미	19.0	52.8	53.8	25.6	26.4	-15.0	25.0	23.3	37.6	15.5	22.1
<b>영업이익</b>	<b>1,866</b>	<b>878</b>	<b>1,075</b>	<b>459</b>	<b>609</b>	<b>729</b>	<b>1,048</b>	<b>851</b>	<b>4,278</b>	<b>3,236</b>	<b>4,991</b>
국내	1,294	736	829	336	866	740	941	473	3,195	3,021	3,918
cosmetics	1,176	760	739	487	724	703	802	628	3,162	2,857	3,692
Daily Beauty	118	-24	90	-151	142	37	139	-155	33	163	227
해외	460	201	348	32	-325	47	208	286	1,041	217	1,074
아시아	540	241	345	75	-300	100	254	336	1,201	391	1,163
유럽	-30	-35	-10	-15	-8	-16	-17	-47	-90	-88	-50
북미	-50	-5	13	-28	-17	-37	-29	-3	-70	-86	-39
<b>영업이익률</b>	<b>12.9</b>	<b>6.3</b>	<b>7.7</b>	<b>3.4</b>	<b>5.4</b>	<b>6.0</b>	<b>7.9</b>	<b>5.8</b>	<b>7.7</b>	<b>6.3</b>	<b>8.8</b>
국내	13.8	8.3	8.9	4.5	11.4	9.1	11.0	5.6	9.1	9.2	10.7
cosmetics	14.9	9.8	9.5	7.4	11.7	10.2	11.5	8.5	10.5	10.4	11.9
Daily Beauty	7.8	-2.0	6.0	-15.3	10.0	3.0	8.8	-15.0	0.6	3.1	4.1
해외	8.8	3.9	7.1	0.6	-8.7	1.1	4.2	4.7	5.0	1.1	5.2
아시아	10.8	5.0	7.6	1.4	-8.7	2.6	5.6	5.9	6.1	2.2	6.1
유럽	-51.7	-72.9	-16.9	-28.3	-14.8	-45.0	-30.0	-96.7	-41.3	-45.0	-25.0
북미	-27.5	-2.3	4.5	-11.4	-7.4	-20.0	-8.0	-1.1	-7.5	-8.0	-3.0
<b>%YoY</b>	<b>-20.9</b>	<b>-39.8</b>	<b>40.5</b>	<b>92.7</b>	<b>-67.3</b>	<b>-17.0</b>	<b>-2.5</b>	<b>85.1</b>	<b>-11.3</b>	<b>-24.4</b>	<b>54.2</b>
국내	-17.8	-20.5	68.8	흑전	-33.1	0.6	13.6	40.8	12.6	-5.5	29.7
해외	-43.5	-55.8	32.8	-94.0	-170.5	-76.5	-40.1	796.6	-49.6	-79.1	394.7

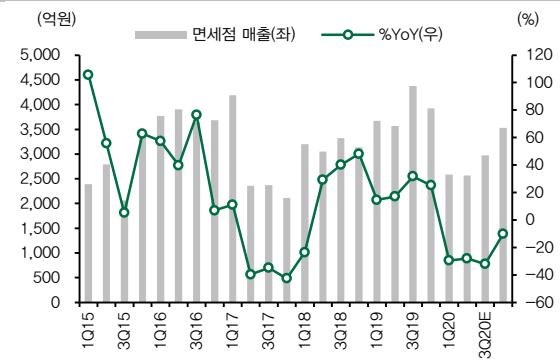
자료: DB금융투자

도표 2. 백화점 1Q20 매출 감소, 2Q20 회복 예상



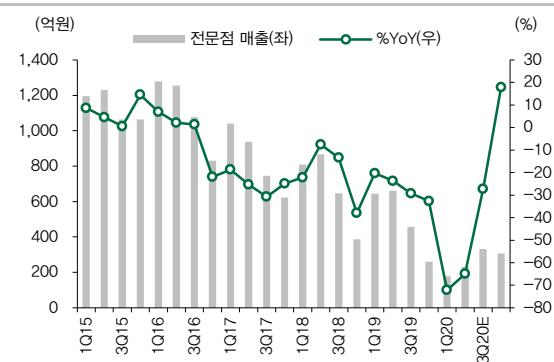
자료: 아모레퍼시픽, DB금융투자 주: 19년부터는 당사 추정 기반

도표 3. 면세점 1Q20 29.5%YoY 감소, 2Q20 유시할 전망



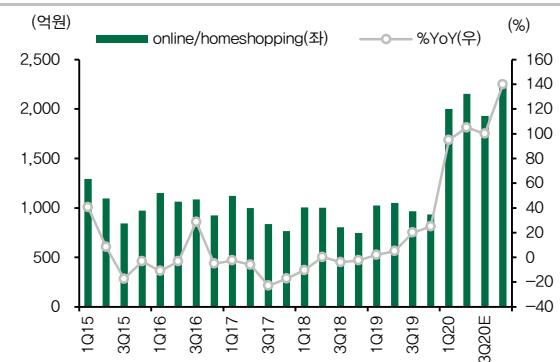
자료: 아모레퍼시픽, DB금융투자 주: 19년부터는 당사 추정 기반

도표 4. 전문점 채널 매장 폐쇄 등으로 실적 부진 지속



자료: 아모레퍼시픽, DB금융투자 주: 19년부터는 당사 추정 기반

도표 5. 2Q20 온라인 채널 성장을 90% 이상



자료: 아모레퍼시픽, DB금융투자 주: 19년부터는 당사 추정 기반

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>1,567</b>	<b>1,803</b>	<b>2,058</b>	<b>2,359</b>	<b>2,729</b>
현금및현금성자산	736	674	874	1,062	1,392
매출채권및기타채권	319	396	328	352	367
재고자산	403	453	390	429	454
<b>비유동자산</b>	<b>3,804</b>	<b>4,186</b>	<b>3,939</b>	<b>3,874</b>	<b>3,803</b>
유형자산	2,713	2,662	2,415	2,350	2,279
무형자산	254	227	227	227	227
투자자산	54	48	48	48	48
<b>자산총계</b>	<b>5,371</b>	<b>5,989</b>	<b>6,067</b>	<b>6,302</b>	<b>6,601</b>
<b>유동부채</b>	<b>763</b>	<b>1,067</b>	<b>1,024</b>	<b>1,033</b>	<b>1,053</b>
매입채무및기타채무	548	622	585	595	616
단기임금단기차채	71	99	95	93	93
유동성장기부채	0	198	198	198	198
<b>비유동부채</b>	<b>162</b>	<b>424</b>	<b>424</b>	<b>424</b>	<b>424</b>
사채및장기차입금	45	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	<b>925</b>	<b>1,490</b>	<b>1,448</b>	<b>1,456</b>	<b>1,477</b>
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	724	724	724	724
이익잉여금	3,726	3,874	4,005	4,252	4,555
비자본주자분	24	9	-2	-22	-47
<b>자본총계</b>	<b>4,446</b>	<b>4,499</b>	<b>4,619</b>	<b>4,846</b>	<b>5,124</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>647</b>	<b>718</b>	<b>813</b>	<b>703</b>	<b>804</b>
당기순이익	335	224	171	296	364
현금유동이없는비용및수익	484	795	648	656	656
유형및무형자산상각비	266	485	550	499	453
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>-28</b>	<b>-161</b>	<b>74</b>	<b>-107</b>	<b>-23</b>
매출채권및기타채권의감소	37	-83	68	-24	-15
재고자산의감소	-77	-94	63	-39	-25
마이너리티및기타채무의증가	-20	62	-38	10	21
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-414</b>	<b>-403</b>	<b>-299</b>	<b>-428</b>	<b>-374</b>
CAPEX	-405	-247	-303	-434	-382
투자자산의순증	8	6	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-103</b>	<b>-387</b>	<b>-106</b>	<b>-86</b>	<b>-101</b>
사채및자본의증가	-13	449	-5	-2	0
자본금및자본잉여금의증가	0	3	0	0	0
배당금지급	-88	-81	-69	-51	-69
기타현금흐름	2	10	-208	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>131</b>	<b>-62</b>	<b>201</b>	<b>188</b>	<b>329</b>
기초현금	604	736	674	874	1,062
기말현금	736	674	874	1,062	1,392

자료: 아모레퍼시픽, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>5,278</b>	<b>5,580</b>	<b>5,152</b>	<b>5,694</b>	<b>5,984</b>
매출원가	1,435	1,501	1,331	1,400	1,436
<b>매출총이익</b>	<b>3,843</b>	<b>4,080</b>	<b>3,821</b>	<b>4,295</b>	<b>4,548</b>
판관비	3,361	3,652	3,497	3,795	3,944
<b>영업이익</b>	<b>482</b>	<b>428</b>	<b>324</b>	<b>499</b>	<b>604</b>
EBITDA	748	913	874	998	1,057
<b>영업외손익</b>	<b>-29</b>	<b>-57</b>	<b>-71</b>	<b>-61</b>	<b>-47</b>
금융순익	10	-5	-18	-14	-10
투자순익	0	0	1	0	0
기타영업외손익	-39	-52	-54	-47	-37
<b>세전이익</b>	<b>453</b>	<b>371</b>	<b>251</b>	<b>438</b>	<b>557</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>335</b>	<b>224</b>	<b>171</b>	<b>296</b>	<b>364</b>
자비주주지분순이익	332	239	183	315	389
비자비주주지분순이익	3	-15	-12	-20	-24
<b>총포괄이익</b>	<b>358</b>	<b>231</b>	<b>171</b>	<b>296</b>	<b>364</b>
증감률(%YoY)					
매출액	3.0	5.7	-7.7	10.5	5.1
영업이익	-19.2	-11.2	-24.4	54.2	21.0
EPS	-16.0	-28.6	-24.5	77.0	24.0

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

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	5,469	3,904	2,946	5,215	6,467
BPS	64,072	65,050	66,958	70,535	74,922
DPS	1,180	1,000	700	1,000	1,300
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	38.3	51.2	58.2	32.9	26.5
P/B	3.3	3.1	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	17.0	13.5	11.6	9.9	9.0
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	9.1	7.7	6.3	8.8	10.1
EBITDA마진	14.2	16.4	17.0	17.5	17.7
순이익률	6.3	4.0	3.3	5.2	6.1
ROE	7.7	5.4	4.0	6.6	7.7
ROA	6.2	3.9	2.8	4.8	5.6
ROIC	11.1	7.2	6.0	9.4	11.1
<b>안정성및기타</b>					
부채비율(%)	20.8	33.1	31.3	30.1	28.8
이자보상배율(배)	206.4	21.4	9.8	15.2	18.4
배당성향(배)	20.6	25.9	23.7	19.6	20.7

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 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 경우에는 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허위이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 권리율은 수정주가 기준으로 산출되었습니다.

## 1년간 투자의견 비율 (2020-04-02 기준) - 매수(87.3%) 중립(12.7%) 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

## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
			평균				평균
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	19/07/09	Hold	180,000
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	20/01/08	Buy	270,000
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	20/04/07	Buy	220,000
19/02/01	Hold	165,000	17.3	42.1			-

주: \*표는 담당자 변경