

Analyst 김혜미 · 02)6923-7337 · consumer@capefn.com

아모레퍼시픽 (090430KS | Buy 유지 | TP 230,000원 상향)**3Q19 Review: 오랜만에 흐뭇한 실적**

아모레퍼시픽의 3Q19 실적은 당사가 기존 Preview 자료를 통해 제시한 바와 같이 이익률 높은 면세점과 온라인 채널의 성장, 일회성 비용과 관련한 기저 효과 발생, 이니스프리 하락세 둔화 및 럭셔리 브랜드 고성장 등에 힘입어 시장 기대치를 상회하였습니다. 이러한 추세는 4Q19에도 이어질 것으로 보여 업종 내 Top-pick을 유지하며, 목표주가를 23만원으로 상향합니다.

3Q19P 매출액 yoy +9.7%, 영업이익 yoy +40.6% 시현

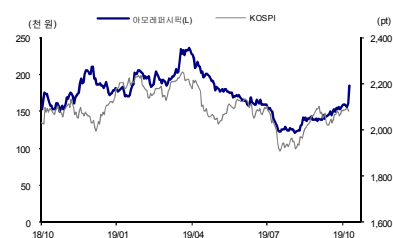
- 3Q19 연결 매출액 1조 4,020억원, 영업이익 1,075억원으로 컨센서스를 크게 상회하는 어닝 서프라이즈 기록
- 국내 화장품 매출액 yoy +11.9%, 영업이익 yoy +59.9%. 채널별: 순수 내수 전통채널 대체로 하락했으나 면세점 yoy +32%, 이커머스 yoy +50% 이상 성장. 세그먼트별: 럭셔리 yoy +17.2%, 프리미엄 yoy +1.0%
- 생활용품 및 오설록 매출액 yoy +5.6%, 영업이익 yoy +210.3%. 생활용품: 온라인 고성장 지속, 헤어 및 바디 카테고리 주요 브랜드(러/미쟈센/일리운 등) 성장. 오설록: 여름철 맞춤 제품, 추석 선물세트 판매, 발효차 매출 증가
- 해외 매출액 yoy +8.8%, 영업이익 +32.7%. 지역별: 중국 매출 yoy +5%, 아시아(ex-중국, 일본) yoy +13% 추정. 중국 브랜드별: 설화수/헤라/러 yoy +30% 이상 고성장, 라네즈, 아이오페 견조한 성장 흐름, 이니스프리 한자리 역성장

더욱 편안한 4Q19 기저효과, 그리고 브랜드 부활의 전조

- 3Q19 이익 개선의 주 요인인 전년도 일회성 비용 제거와 브랜드 투자비용(마케팅비)의 효율적 집행은 4Q에도 지속될 전망. 특히, 4Q18 국내 채고자산 평가 및 폐기 관련 손실 대폭 증가했으며 일회성 인건비로 역대급 기저 형성
- 타사대비 약점으로 지적되던 럭셔리 브랜드의 매출 비중이 설화수 호조에 힘입어 지속 증가 중. 중국 내 포지셔닝 약화로 지지부진하던 라네즈/아이오페의 매출 호조가 턴어라운드 분위기에 기여하는 점도 주목할만함. 이밖에 이니스프리도 하락세가 둔화된 가운데 온라인 채널의 성장 지속 중이며 향후 LSP와의 협업 확대 전략 긍정적

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 230,000원 상향

- 투자 의견 Buy 유지하나, 변경된 추정치 반영해 목표주가 23만원으로 15% 상향 제시
- 핵심 브랜드 및 채널 집중으로 외형 성장 지속하는 가운데 2020년에는 비용 절감 프로젝트의 본격적 성과가 기대

Stock Data

주가(10/30)	184,000원		
액면가	500원		
시가총액	11,696십억원		
52주 최고/최저가	235,500원/ 120,500원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	31.0	23.5	-11.5
상대주가(%)	29.9	21.0	-6.3

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	5,124	5,278	5,609	6,163	6,719
영업이익	(십억원)	596	482	464	603	728
영업이익률	(%)	11.6	9.1	8.3	9.8	10.8
지배주주순이익	(십억원)	394	332	358	418	510
EPS	(원)	5,709	4,813	5,188	6,062	7,395
증감률	(%)	-38.4	-15.7	7.8	16.8	22.0
PER	(배)	53.3	43.5	35.5	30.4	24.9
PBR	(배)	5.1	3.3	2.7	2.5	2.4
ROE	(%)	9.9	7.8	7.8	8.8	10.0
EV/EBITDA	(배)	23.2	17.0	13.7	11.4	9.8
순차입금	(십억원)	-537	-664	-762	-1,061	-1,455
부채비율	(%)	28.7	20.8	20.9	21.1	20.9

아모레퍼시픽 | 3Q19 Review: 오랜만에 흐뭇한 실적

표1. 아모레퍼시픽 목표주가 산출내역

방식	내용	금액	비고
①PER	12M fwd EPS (원)	6,041	
	Target PER (배)	33	: 글로벌 메이저 L'oreal, Estee Lauder, Shiseido, Shanghai Jahwa 의 2020 년 예상 평균 valuation
	주당가치 (원)	199,353	
②SOTP	12M fwd EBITDA (십억원)	916	(a)
	Target EV/EBITDA (배)	15	(b) 중국 모멘텀 이전(2010-2013 년) 평균 값으로 산출
	영업가치 (십억원)	13,740	(c)=(a)*(b)
	투자자산가치 (십억원)	498	(d) 투자부동산, 2Q19 말 기준
	순현금 (십억원)	670	(e) 2019 년 말 예상 기준
	우선주 가치 (십억원)	940	(f) 2019 년 10 월 30 일 종가 기준
	총발행주식수	58,458,490	(g) 보통주 기준
	자기주식수	509,086	(h)
	수정 발행주식수	57,949,404	(i)=(g)-(h)
③PBR	2020F BPS (원)	72,562	
	Target PBR (배)	4	2020F ROE 개선폭 고려해 적용
	주당가치 (원)	261,223	
적정주가 (원)		233,874	
목표주가 (원)		230,000	
현재가 (원)		184,000	
Upside Potential		25.0%	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

표2. 아모레퍼시픽 3Q19P 실적 요약

(단위:십억원,%)

	3Q18A	4Q18A	1Q19A	2Q19A	3Q19A(a)	y-y	q-q	컨센서스	당사추정(b)	차이(a/b)
매출액	1,278	1,224	1,451	1,393	1,402	9.7	0.6	1,361	1,356	3.4
영업이익	76	24	187	88	107	40.5	22.5	87	101	6.4
순이익	48	0	122	57	102	112.9	79.1	67	69	47.8
영업이익률	1.9	12.9	6.3	7.7	7.7			6.4	7.4	0.3%p
순이률	0.0	8.4	4.1	7.3	7.3			4.9	5.1	2.2%p

자료: 아모레퍼시픽, 케이프투자증권 리서치본부

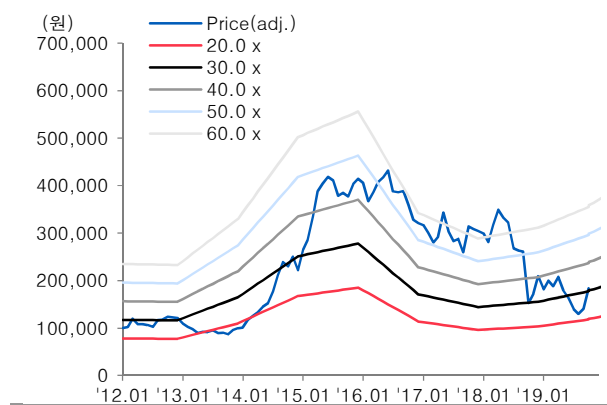
주: 당기순이익률 차이는 1) 영업외손익에서의 외환관련 이익 발생, 2) 법인세 경정청구로 인한 환급분 반영

표3. 아모레퍼시픽 실적 전망치 변경 내용

(십억원, 원)	변경 후		변경 전		차이(%)	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	5,609	6,163	5,535	6,089	1.4	1.2
영업이익	464	603	439	575	5.7	5.0
당기순이익	352	422	303	406	16.3	3.8
EPS(지배주주)	5,188	6,062	4,649	5,841	11.6	3.8
영업이익률 (%)	8.3	9.8	7.9	9.4	0.3%p	0.4%p
당기순이익률 (%)	6.3	6.8	5.5	6.7	0.8%p	0.2%p

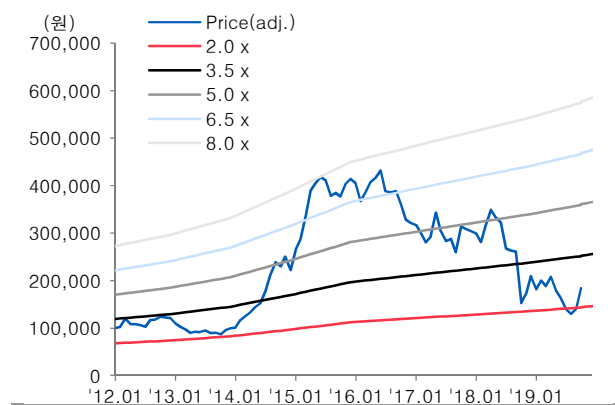
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 아모레퍼시픽 12M fwd PER Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 아모레퍼시픽 12M fwd PBR Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

아모레퍼시픽 | 3Q19 Review: 오랜만에 흐뭇한 실적

표 4. 아모레퍼시픽 실적 전망 Table

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액(억원)	TOTAL	14,316	13,437	12,784	12,242	14,513	13,931	14,020	13,631	52,779	56,094	61,630
	Korea	9,408	8,777	8,397	6,890	9,407	8,919	9,306	7,681	33,472	35,314	37,740
	Cosmetics	7,807	7,608	6,971	5,959	7,894	7,717	7,799	6,728	28,344	30,138	32,365
	M&O	1,602	1,169	1,427	931	1,513	1,202	1,507	954	5,128	5,176	5,375
	Overseas	5,008	4,767	4,472	5,455	5,218	5,121	4,865	6,013	19,704	21,217	24,369
	Asia	4,779	4,562	4,223	5,173	4,978	4,856	4,520	5,715	18,737	20,069	22,962
	Europe	76	63	64	87	58	48	59	82	290	247	254
	North America	153	142	186	195	182	217	286	216	676	901	1,154
yoy %	TOTAL	(8.8)	11.5	5.7	7.4	1.4	3.7	9.7	11.3	3.0	6.3	9.9
	Korea	(14.8)	9.0	6.3	6.4	(0.0)	1.6	10.8	11.5	(0.0)	5.5	6.9
	Cosmetics	(17.1)	9.5	9.1	7.3	1.1	1.4	11.9	12.9	0.1	6.3	7.4
	M&O	(1.8)	5.5	(5.7)	1.3	(5.5)	2.8	5.6	2.4	(0.8)	0.9	3.8
	Overseas	5.0	16.7	4.7	7.5	4.2	7.4	8.8	10.2	8.2	7.7	14.9
	Asia	6.5	16.4	3.8	6.7	4.2	6.4	7.0	10.5	8.2	7.1	14.4
	Europe	(53.7)	16.7	(11.1)	29.9	(23.7)	(23.8)	(7.8)	(6.3)	(18.8)	(15.0)	3.0
	North America	30.8	25.7	35.8	20.4	19.0	52.8	53.8	11.0	27.8	33.3	28.0
Sales portion %	Korea	65.7	65.3	65.7	56.3	64.8	64.0	66.4	56.4	63.4	63.0	61.2
	Cosmetics	54.5	56.6	54.5	48.7	54.4	55.4	55.6	49.4	53.7	53.7	52.5
	M&O	11.2	8.7	11.2	7.6	10.4	8.6	10.7	7.0	9.7	9.2	8.7
	Overseas	35.0	35.5	35.0	44.6	36.0	36.8	34.7	44.1	37.3	37.8	39.5
	Asia	33.4	34.0	33.0	42.3	34.3	34.9	32.2	41.9	35.5	35.8	37.3
	Europe	0.5	0.5	0.5	0.7	0.4	0.3	0.4	0.6	0.5	0.4	0.4
	North America	1.1	1.1	1.5	1.6	1.3	1.6	2.0	1.6	1.3	1.6	1.9
영업이익 (억원)	TOTAL	2,359	1,458	765	238	1,866	878	1,075	818	4,819	4,637	6,033
	Korea	1,574	926	491	(153)	1,294	736	829	360	2,837	3,220	4,113
	Cosmetics	1,405	944	462	31	1,176	760	739	465	2,841	3,140	4,002
	M&O	169	(18)	29	(184)	118	(24)	90	(105)	(4)	79	110
	Overseas	815	454	262	535	459	201	348	502	2,066	1,509	2,018
	Asia	850	536	301	554	539	241	345	562	2,241	1,686	2,128
	Europe	(19)	(35)	(33)	(29)	(30)	(35)	(10)	(48)	(116)	(123)	(76)
	North America	(16)	(47)	(6)	10	(50)	(5)	13	(12)	(59)	(54)	(35)
yoy %	TOTAL	(25.5)	43.5	(24.3)	(69.1)	(20.9)	(39.8)	40.5	243.5	(19.2)	(3.8)	30.1
	Korea	(32.7)	12.1	(26.5)	적전	(17.7)	(20.5)	68.8	흑전	(32.1)	13.5	27.7
	Cosmetics	(34.5)	11.6	(17.9)	(93.5)	(16.2)	(19.4)	59.9	1,390.9	(29.5)	10.5	27.4
	M&O	(13.3)	적지	(72.6)	적지	(30.1)	적지	210.3	적지	적전	흑전	39.1
	Overseas	(7.5)	129.3	(42.3)	30.5	(43.7)	(55.8)	32.7	(6.2)	6.3	(27.0)	33.7
	Asia	(3.0)	66.6	(42.1)	20.4	(36.6)	(55.1)	14.7	1.4	2.9	(24.7)	26.2
	Europe	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
	North America	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적지
OP portion %	Korea	66.7	63.5	64.2	(64.2)	69.4	83.9	77.1	44.0	58.9	69.4	68.2
	Cosmetics	59.6	64.7	60.4	13.1	63.1	86.6	68.8	56.8	59.0	67.7	66.3
	M&O	7.2	(1.2)	3.8	(77.3)	6.3	(2.7)	8.4	(12.8)	(0.1)	1.7	1.8
	Overseas	34.6	31.1	34.2	224.6	24.6	22.9	32.4	61.3	42.9	32.5	33.4
	Asia	36.1	36.8	39.3	232.7	28.9	27.4	32.1	68.7	46.5	36.4	35.3
	Europe	(0.8)	(2.4)	(4.3)	(12.2)	(1.6)	(4.0)	(0.9)	(5.9)	(2.4)	(2.7)	(1.3)
	North America	(0.7)	(3.2)	(0.8)	4.2	(2.7)	(0.6)	1.2	(1.5)	(1.2)	(1.2)	(0.6)
OPM (%)	TOTAL	16.5	10.8	6.0	1.9	12.9	6.3	7.7	6.0	9.1	8.3	9.8
	Korea	16.7	10.5	5.8	(2.2)	13.8	8.3	8.9	4.7	8.5	9.1	10.9
	Cosmetics	18.0	12.4	6.6	0.5	14.9	9.9	9.5	6.9	10.0	10.4	12.4
	M&O	10.6	(1.5)	2.0	(19.8)	7.8	(2.0)	6.0	(11.0)	(0.1)	1.5	2.1
	Overseas	16.3	9.5	5.9	9.8	8.8	3.9	7.1	8.3	10.5	7.1	8.3
	Asia	17.8	11.7	7.1	10.7	10.8	5.0	7.6	9.8	12.0	8.4	9.3
	Europe	(25.0)	(55.6)	(51.6)	(33.3)	(51.7)	(72.9)	(16.9)	(59.2)	(40.0)	(50.0)	(30.0)
	North America	(10.5)	(33.1)	(3.2)	5.1	(27.5)	(2.3)	4.5	(5.6)	(8.7)	(6.0)	(3.0)
yoy %p	TOTAL	(3.7)	2.4	(2.4)	(4.8)	(3.6)	(4.5)	1.7	4.1	(2.5)	(0.9)	1.5
	Korea	(4.5)	0.3	(2.6)	(7.5)	(3.0)	(2.3)	3.1	6.9	(4.0)	0.6	1.8
	Cosmetics	(4.8)	0.2	(2.2)	(8.1)	(3.1)	(2.6)	2.8	6.4	(4.2)	0.4	1.9
	M&O	(1.4)	0.3	(5.0)	(4.9)	(2.7)	(0.5)	3.9	8.8	(2.9)	1.6	0.5
	Overseas	(2.2)	4.7	(4.8)	1.7	(7.5)	(5.6)	1.3	(1.5)	(0.2)	(3.4)	1.2
	Asia	(1.7)	3.5	(5.6)	1.2	(7.0)	(6.8)	0.5	(0.9)	(0.6)	(3.6)	0.9
	Europe	(32.3)	112.0	25.5	22.6	(26.7)	(17.4)	34.6	(25.9)	8.0	(10.0)	20.0
	North America	(4.5)	(3.5)	3.7	12.8	(17.0)	30.8	7.8	(10.7)	3.1	2.7	3.0

자료: 아모레퍼시픽, 케이프투자증권 리서치본부

아모레퍼시픽 | 3Q19 Review: 오랜만에 흐뭇한 실적

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,567	1,704	2,075	2,540	매출액	5,278	5,609	6,163	6,719
현금및현금성자산	736	822	1,109	1,489	증가율(%)	3.0	6.3	9.9	9.0
매출채권 및 기타채권	319	339	372	406	매출원가	1,435	1,528	1,580	1,640
재고자산	403	429	471	513	매출총이익	38,430	40,816	45,834	50,790
비유동자산	3,804	3,871	3,893	3,899	매출총이익률(%)	7.3	7.3	7.4	7.6
투자자산	54	57	58	60	판매비와 관리비	3,361	3,618	3,980	4,351
유형자산	2,713	2,778	2,798	2,803	영업이익	482	464	603	728
무형자산	254	254	254	254	영업이익률(%)	0.9	0.8	1.0	1.1
자산총계	5,371	5,575	5,968	6,439	EBITDA	7,481	7,992	9,331	10,529
유동부채	763	797	858	919	EBITDA M%	1.4	1.4	1.5	1.6
매입채무 및 기타채무	548	583	640	698	영업외손익	-29	32	-9	-3
단기차입금	71	61	50	38	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	10	12	16	22
비유동부채	162	169	181	193	기타영업외손익	-39	20	-25	-25
사채 및 장기차입금	45	45	45	45	세전이익	453	496	594	725
부채총계	925	966	1,039	1,113	법인세비용	118	144	172	210
지배기업소유지분	4,422	4,591	4,907	5,300	당기순이익	335	352	422	514
자본금	35	35	35	35	지배주주순이익	332	358	418	510
자본잉여금	720	720	720	720	지배주주순이익률(%)	6.3	6.3	6.8	7.7
이익잉여금	3,726	3,995	4,311	4,704	비지배주주순이익	3	-6	3	4
기타자본	-59	-159	-159	-159	기타포괄이익	24	0	0	0
비지배지분	24	18	22	26	총포괄이익	358	352	422	514
자본총계	4,446	4,609	4,928	5,326	EPS 증가율(%, 지배)	-15.7	7.8	16.8	22.0
총차입금	116	106	95	83	이자손익	10	12	16	22
순차입금	-664	-762	-1,061	-1,455	총외화관련손익	3	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	647	681	740	828	총발행주식수(천주)	58,458	58,458	58,458	58,458
영업에서 창출된 현금흐름	791	813	897	1,016	시가총액(십억원)	12,247	10,756	10,756	10,756
이자 수취	12	14	18	23	주가(원)	209,500	184,000	184,000	184,000
이자 지급	-2	-2	-2	-2	EPS(원)	4,813	5,188	6,062	7,395
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	64,092	67,990	72,562	78,269
법인세부담액	-154	-144	-172	-210	DPS(원)	1,180	1,300	1,500	1,700
투자활동 현금흐름	-414	-403	-353	-333	PER(X)	43.5	35.5	30.4	24.9
유동자산의 감소(증가)	47	-1	-2	-2	PBR(X)	3.3	2.7	2.5	2.4
투자자산의 감소(증가)	8	-2	-2	-1	EV/EBITDA(X)	17.0	13.7	11.4	9.8
유형자산 감소(증가)	-404	-400	-350	-330	ROE(%)	7.8	7.8	8.8	10.0
무형자산 감소(증가)	-14	0	0	0	ROA(%)	6.2	6.4	7.3	8.3
재무활동 현금흐름	-103	-191	-100	-115	ROIC(%)	11.8	10.8	13.9	16.6
사채및차입금증가(감소)	-13	-10	-11	-12	배당수익률(%)	0.6	0.7	0.8	0.9
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	20.8	20.9	21.1	20.9
배당금 지급	-88	-81	-89	-103	순차입금/자기자본(%)	-14.9	-16.5	-21.5	-27.3
외환환산으로 인한 현금변동	2	0	0	0	유동비율(%)	205.3	213.9	241.8	276.3
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	206.4	219.5	315.3	429.5
현금증감	131	87	287	380	총자산회전율	1.0	1.0	1.1	1.1
기초현금	604	736	822	1,109	매출채권 회전율	15.1	17.1	17.3	17.3
기말현금	736	822	1,109	1,489	재고자산 회전율	13.6	13.5	13.7	13.7
FCF	241	281	390	498	매입채무 회전율	2.5	2.7	2.6	2.5

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

아모레퍼시픽(090430) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-07-05	2017-08-29	2017-10-31	2017-11-20	2018-01-10	2018-02-12	
투자의견	Hold	Buy	Hold	Hold	Buy	Hold	
목표주가	283,000원	360,000원	360,000원	360,000원	360,000원	270,000원	
제시일자	2019-04-15	2019-04-15	2019-04-30	2019-07-09	2019-08-01	2019-10-10	
투자의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가		270,000원	270,000원	230,000원	200,000원	200,000원	
제시일자	2019-10-31						
투자의견	Buy						
목표주가	230,000원						

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-08-29	Buy	360,000원	-24.38	-9.31
2017-10-31	Hold	360,000원	-17.86	-6.39
2018-01-10	Buy	360,000원	-17.46	-6.39
2018-02-12	Hold	270,000원	-4.98	30.19
2019-02-12	1년경과	270,000원	-28.80	-12.78
2019-07-09	Buy	230,000원	-31.71	-28.26
2019-08-01	Buy	200,000원	-30.30	-8.00
2019-10-31	Buy	230,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(96.13%) · 매도(0.00%) · 중립(3.87%)	* 기준일 2019.09.30까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.