

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

아모레퍼시픽 (090430KS | Hold 하향 | TP 200,000원 유지)**1Q20 Review: 국내와 해외에서의 온도차**

아모레퍼시픽의 1Q20 실적은 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 하회하였습니다. 지역별로는 국내에서 온라인 채널의 고성장에 힘입어 예상보다 좋은 성과를 시현했으나, 해외에서 코로나19에 따른 휴점 영향 등으로 적자 전환하였습니다. 향후 외부 리스크 회복과 디지털 중심의 매출 성장 도모가 전망되나, 밸류에이션 부담으로 투자의견 Hold, 목표주가 20만원을 제시합니다.

1Q20P 매출액 yoy -22.1%, 영업이익 yoy -67.3% 시현

- 1Q20 연결 매출액 1조 1,309억원, 영업이익 609억원으로 기대치를 하회한 실적 기록
- 국내 화장품 매출액 yoy -21.6%, 영업이익 yoy -38.4%. 채널별: 코로나19 영향으로 오프라인 채널 두자리대 감소, 면세점 yoy -29%, 온라인 yoy +80% 이상 성장. 세그먼트별: 럭셔리 yoy -23.6%, 프리미엄 yoy -11.5%
- 생활용품 매출액 yoy -6.1%, 영업이익 yoy +20.0%(오설록 독립법인 출범으로 4Q19부터 실적 제외되었으며, 동일기준 성장률은, 매출액 yoy +3.3%, 영업이익 yoy +27.5%). 해피바스/일리운 등의 호조에 기인
- 해외 매출액 yoy -28.3%, 영업이익 -324억원으로 적자전환. 지역별: 아시아 매출 yoy -31%, 중국도 유사한 감소 폭 추정. 코로나19의 글로벌 확산으로, 오프라인 매장 임시 휴업에 따른 결과. 중국 내 온라인 채널로의 전환 유연했던 브랜드일수록 매출 감소 폭 적었던 것으로 파악되며, 설화수가 10%대 감소했으나 이니스프리가 30~40%대로 가장 크게 감소한 것으로 추정. (중국 내 브랜드별 온라인 매출 성장률: 설화수 50%, 이니스프리 flat 수준)

온라인 집중 및 오프라인 채널 효율화를 위한 점포 구조조정 기초 유지

- 오프라인 채널의 매출 감소분을 온라인 채널이 빠르게 대체하는 점 긍정적. 국내 화장품 부문에서 높은 면세 의존도를 디지털 매출의 유의미한 비중 확대로 상쇄 중이며, 중국에서도 1Q20 온라인 채널 비중이 40% 수준까지 확대
- 수익성 제고를 위해 연초 언급했던 오프라인 채널 효율화 작업 진행. 올해 말까지 국내 아리따움 직영점을 전년대비 15개, 중국 이니스프리 점포는 90개 축소할 계획

투자의견 Hold 하향, 목표주가 200,000원 유지

- 실적 추정치의 미미한 변경 폭으로 목표주가 기존의 20만원 유지하나, 상승 여력 제한에 따라 투자의견 Hold 하향
- 실적 회복의 시기는 연말 경으로 예상되나, 내년도 정상화를 감안해도 현 주가는 밸류에이션 부담이 다소 존재

Stock Data

주가(4/28)	176,000원		
액면가	500원		
시가총액	10,964십억원		
52주 최고/최저가	236,500원/ 120,500원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.3	-9.5	13.2
상대주가(%)	-9.1	1.8	22.5

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	(십억원)	5,278	5,580	5,044	5,647	6,141
영업이익	(십억원)	482	428	318	522	650
영업이익률	(%)	9.1	7.7	6.3	9.2	10.6
지배주주순이익	(십억원)	332	239	191	337	431
EPS	(원)	4,813	3,460	2,774	4,881	6,241
증감률	(%)	-15.7	-28.1	-19.8	75.9	27.9
PER	(배)	43.5	57.8	61.8	35.1	27.5
PBR	(배)	3.3	3.0	2.5	2.4	2.2
ROE	(%)	7.8	5.0	4.2	7.1	8.6
EV/EBITDA	(배)	17.0	13.5	13.8	10.8	9.2
순차입금	(십억원)	-664	-319	-529	-808	-1,138
부채비율	(%)	20.8	33.1	29.4	29.1	28.1

표1. 아모레퍼시픽 1Q20P 실적 요약

(단위: %십억원)

	1Q19A	2Q19A	3Q19A	4Q19A	1Q20A(a)	y-y	q-q	컨센서스	당사추정(b)	차이(a/b)
매출액	1,451	1,393	1,402	1,334	1,131	-22.1	-15.2	1,323	1,132	-0.1
영업이익	187	88	108	46	61	-67.4	32.6	120	80	-24.0
순이익	122	57	102	-58	67	-45.1	-215.8	57	39	74.2
영업이익률	6.3	7.7	3.4	5.4	5.4			9.1	7.1	-1.7%p
순이익률	4.1	7.3	-4.3	5.9	5.9			4.3	3.4	2.5%p

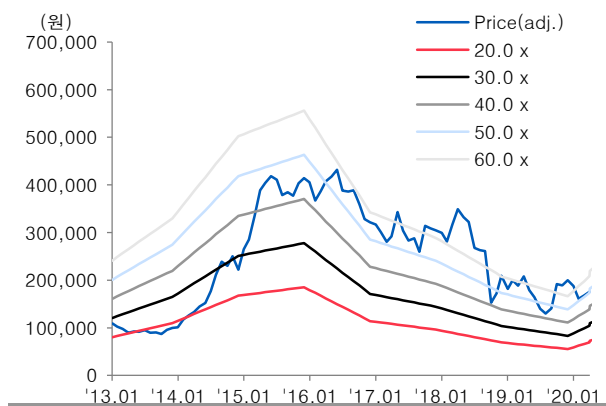
자료: 아모레퍼시픽, 케이프투자증권 리서치본부

표2. 아모레퍼시픽 실적 전망치 변경 내용

(십억원, 원)	변경 후		변경 전		차이(%)	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	5,044	5,647	4,965	5,474	1.6	3.2
영업이익	318	522	319	524	-0.6	-0.5
당기순이익	193	340	194	342	-0.7	-0.6
EPS(지배주주)	2,774	4,881	2,793	4,909	-0.7	-0.6
영업이익률 (%)	6.3	9.2	6.4	9.6	-0.1%p	-0.3%p
당기순이익률 (%)	3.8	6.0	3.9	6.2	-0.1%p	-0.2%p

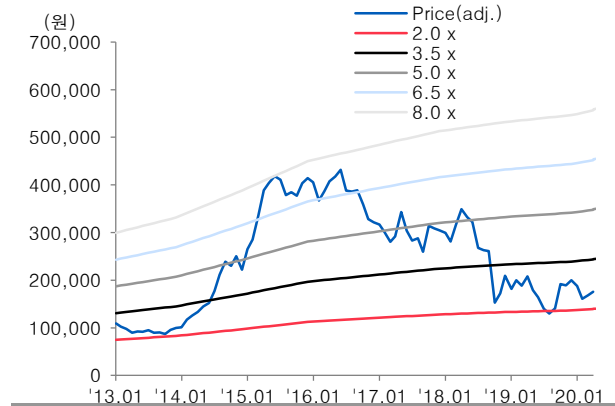
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 아모레퍼시픽 12M fwd PER Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 아모레퍼시픽 12M fwd PBR Band Chart



자료: 케이프투자증권 리서치본부

표 3. 아모레퍼시픽 실적 전망 Table

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액(억원)	TOTAL	14,513	13,932	14,020	13,337	11,309	12,043	13,536	13,549	55,801	50,436	56,468
	Korea	9,407	8,919	9,306	7,548	7,608	7,806	8,601	7,756	35,181	31,771	35,620
	Cosmetics	7,894	7,717	7,799	6,562	6,186	6,605	7,157	6,728	29,973	26,677	30,359
	M&O	1,513	1,202	1,507	985	1,421	1,201	1,444	1,028	5,208	5,094	5,261
	Overseas	5,218	5,121	4,865	5,579	3,739	4,280	4,973	5,852	20,784	18,845	21,045
	Asia	4,978	4,856	4,520	5,281	3,456	4,108	4,678	5,533	19,635	17,775	19,830
	Europe	58	48	59	53	54	28	49	55	219	186	199
	North America	182	217	286	245	230	144	245	264	930	884	1,016
yoY %	TOTAL	1.4	3.7	9.7	9.0	(22.1)	(13.6)	(3.5)	1.6	5.7	(9.6)	12.0
	Korea	(0.0)	1.6	10.8	9.6	(19.1)	(12.5)	(7.6)	2.8	5.1	(9.7)	12.1
	Cosmetics	1.1	1.4	11.9	10.1	(21.6)	(14.4)	(8.2)	2.5	5.7	(11.0)	13.8
	M&O	(5.5)	2.8	5.6	5.9	(6.1)	(0.1)	(4.2)	4.3	1.6	(2.2)	3.3
	Overseas	4.2	7.4	8.8	2.3	(28.3)	(16.4)	2.2	4.9	5.5	(9.3)	11.7
	Asia	4.2	6.4	7.0	2.1	(30.6)	(15.4)	3.5	4.8	4.8	(9.5)	11.6
	Europe	(23.6)	(23.7)	(7.7)	(38.5)	(7.1)	(42.0)	(16.6)	2.5	(24.5)	(15.0)	7.0
	North America	19.0	52.8	53.8	26.0	26.4	(33.5)	(14.3)	7.8	37.7	(5.0)	15.0
Sales portion %	Korea	64.8	64.0	66.4	56.6	67.3	64.8	63.5	57.2	63.0	63.0	63.1
	Cosmetics	54.4	55.4	55.6	49.2	54.7	54.8	52.9	49.7	53.7	52.9	53.8
	M&O	10.4	8.6	10.7	7.4	12.6	10.0	10.7	7.6	9.3	10.1	9.3
	Overseas	36.0	36.8	34.7	41.8	33.1	35.5	36.7	43.2	37.2	37.4	37.3
	Asia	34.3	34.9	32.2	39.6	30.6	34.1	34.6	40.8	35.2	35.2	35.1
	Europe	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	North America	1.3	1.6	2.0	1.8	2.0	1.2	1.8	1.9	1.7	1.8	1.8
영업이익 (억원)	TOTAL	1,866	878	1,075	459	609	697	1,040	929	4,278	3,176	5,215
	Korea	1,294	736	829	335	865	659	758	437	3,195	2,719	4,044
	Cosmetics	1,176	760	739	486	724	611	671	553	3,162	2,560	3,824
	M&O	118	(24)	90	(151)	142	48	87	(117)	33	160	220
	Overseas	459	200	348	32	(324)	41	289	472	1,040	477	1,192
	Asia	539	241	345	75	(299)	88	309	488	1,200	603	1,279
	Europe	(30)	(35)	(10)	(15)	(8)	(24)	(15)	(10)	(91)	(54)	(40)
	North America	(50)	(5)	13	(28)	(17)	(23)	(6)	(6)	(69)	(46)	(47)
yoY %	TOTAL	(20.9)	(39.8)	40.5	92.9	(67.3)	(20.6)	(3.2)	102.3	(11.2)	(25.7)	64.2
	Korea	(17.7)	(20.5)	68.8	흑전	(33.1)	(10.4)	(8.6)	30.2	12.6	(14.9)	48.7
	Cosmetics	(16.2)	(19.4)	59.9	1,460.7	(38.4)	(19.6)	(9.1)	13.7	11.3	(19.1)	49.4
	M&O	(30.1)	적지	210.3	적지	20.0	흑전	(3.7)	적지	흑전	384.9	37.7
	Overseas	(43.7)	(55.8)	32.8	(94.0)	적전	(79.7)	(17.1)	1,371.1	(49.7)	(54.1)	149.8
	Asia	(36.6)	(55.1)	14.7	(86.5)	적전	(63.4)	(10.4)	549.8	(46.5)	(49.7)	111.9
	Europe	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
	North America	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지
OP portion %	Korea	69.4	83.9	77.1	73.0	142.1	94.6	72.8	47.0	74.7	85.6	77.5
	Cosmetics	63.1	86.6	68.7	105.9	118.8	87.7	64.5	59.5	73.9	80.6	73.3
	M&O	6.3	(2.7)	8.4	(32.9)	23.2	6.9	8.3	(12.6)	0.8	5.0	4.2
	Overseas	24.6	22.8	32.4	7.0	(53.2)	5.8	27.7	50.8	24.3	15.0	22.9
	Asia	28.9	27.4	32.1	16.3	(49.0)	12.6	29.7	52.5	28.0	19.0	24.5
	Europe	(1.6)	(4.0)	(0.9)	(3.3)	(1.4)	(3.5)	(1.4)	(1.1)	(2.1)	(1.7)	(0.8)
	North America	(2.7)	(0.6)	1.2	(6.1)	(2.8)	(3.3)	(0.6)	(0.6)	(1.6)	(1.5)	(0.9)

아모레퍼시픽 | 1Q20 Review: 국내와 해외에서의 온도차

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
OPM(%)	TOTAL	12.9	6.3	7.7	3.4	5.4	5.8	7.7	6.9	7.7	6.3	9.2
	Korea	13.8	8.3	8.9	4.4	11.4	8.4	8.8	5.6	9.1	8.6	11.4
	Cosmetics	14.9	9.9	9.5	7.4	11.7	9.3	9.4	8.2	10.5	9.6	12.6
	M&O	7.8	(2.0)	6.0	(15.3)	10.0	4.0	6.0	(11.3)	0.6	3.1	4.2
	Overseas	8.8	3.9	7.2	0.6	(8.7)	1.0	5.8	8.1	5.0	2.5	5.7
	Asia	10.8	5.0	7.6	1.4	(8.6)	2.1	6.6	8.8	6.1	3.4	6.4
	Europe	(52.0)	(73.2)	(16.9)	(28.6)	(15.4)	(87.0)	(29.5)	(18.6)	(41.5)	(29.0)	(20.0)
	North America	(27.4)	(2.3)	4.6	(11.3)	(7.5)	(16.0)	(2.4)	(2.2)	(7.5)	(5.2)	(4.6)
yoY %p	TOTAL	(3.6)	(4.5)	1.7	1.5	(7.5)	(0.5)	0.0	3.4	(1.5)	(1.4)	2.9
	Korea	(3.0)	(2.3)	3.1	6.7	(2.4)	0.2	(0.1)	1.2	0.6	(0.5)	2.8
	Cosmetics	(3.1)	(2.6)	2.8	6.9	(3.2)	(0.6)	(0.1)	0.8	0.5	(1.0)	3.0
	M&O	(2.7)	(0.5)	3.9	4.4	2.2	6.0	0.0	4.0	0.7	2.5	1.0
	Overseas	(7.5)	(5.6)	1.3	(9.2)	(17.5)	(3.0)	(1.4)	7.5	(5.5)	(2.5)	3.1
	Asia	(7.0)	(6.8)	0.5	(9.3)	(19.5)	(2.8)	(1.0)	7.4	(5.8)	(2.7)	3.1
	Europe	(27.0)	(17.6)	34.6	5.0	36.6	(13.8)	(12.6)	9.9	(1.4)	12.4	9.0
	North America	(16.9)	30.8	7.8	(16.5)	19.8	(13.7)	(7.0)	9.2	1.3	2.2	0.6

자료: 아모레퍼시픽, 케이프투자증권 리서치본부

아모레퍼시픽 | 1Q20 Review: 국내와 해외에서의 온도차

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E	(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,803	1,881	2,222	2,601	매출액	5,580	5,044	5,647	6,141
현금및현금성자산	674	847	1,081	1,372	증가율(%)	5.7	-9.6	12.0	8.8
매출채권 및 기타채권	396	358	401	436	매출원가	1,501	1,383	1,504	1,598
재고자산	453	409	458	498	매출총이익	4,080	3,661	4,143	4,543
비유동자산	4,186	4,100	4,086	4,109	매출총이익률(%)	73.1	72.6	73.4	74.0
투자자산	48	50	51	52	판매비와 관리비	3,652	3,343	3,622	3,892
유형자산	2,662	2,575	2,559	2,581	영업이익	428	318	522	650
무형자산	227	227	227	227	영업이익률(%)	7.7	6.3	9.2	10.6
자산총계	5,989	5,982	6,308	6,709	EBITDA	913	735	917	1,039
유동부채	1,067	950	995	1,031	EBITDA M%	16.4	14.6	16.2	16.9
매입채무 및 기타채무	622	563	630	685	영업외손익	-57	-42	-36	-30
단기차입금	99	89	79	69	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	198	165	137	114	금융손익	-5	-17	-11	-5
비유동부채	424	409	425	439	기타영업외손익	-52	-25	-25	-25
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	세전이익	371	276	485	620
부채총계	1,490	1,358	1,421	1,470	법인세비용	147	83	146	186
지배기업소유지분	4,489	4,612	4,874	5,222	당기순이익	224	193	340	434
자본금	35	35	35	35	지배주주순이익	239	191	337	431
자본잉여금	724	724	724	724	지배주주순이익률(%)	4.0	3.8	6.0	7.1
이익잉여금	3,874	3,997	4,258	4,607	비지배주주순이익	-15	2	3	3
기타자본	-142	-142	-142	-142	기타포괄이익	7	0	0	0
비지배지분	9	11	14	17	총포괄이익	231	193	340	434
자본총계	4,499	4,623	4,888	5,240	EPS 증가율(%, 지배)	-28.1	-19.8	75.9	27.9
총차입금	565	522	484	452	이자손익	-7	-17	-11	-5
순차입금	-319	-529	-808	-1,138	총외화관련손익	3	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	718	609	729	816	총발행주식수(천주)	58,458	58,458	58,458	58,458
영업에서 창출된 현금흐름	858	709	886	1,008	시가총액(십억원)	11,692	10,289	10,289	10,289
이자 수취	10	15	18	22	주가(원)	200,000	176,000	176,000	176,000
이자 지급	-18	-32	-30	-27	EPS(원)	3,460	2,774	4,881	6,241
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	66,519	68,300	72,089	77,138
법인세부담액	-131	-83	-146	-186	DPS(원)	1,000	1,000	1,100	1,200
투자활동 현금흐름	-403	-324	-389	-418	PER(X)	57.8	61.8	35.1	27.5
유동자산의 감소(증가)	-166	7	-8	-6	PBR(X)	3.0	2.5	2.4	2.2
투자자산의 감소(증가)	6	-1	-1	-1	EV/EBITDA(X)	13.5	13.8	10.8	9.2
유형자산 감소(증가)	-219	-330	-380	-410	ROE(%)	5.0	4.2	7.1	8.6
무형자산 감소(증가)	28	0	0	0	ROA(%)	3.9	3.2	5.5	6.7
재무활동 현금흐름	-387	-111	-106	-108	ROIC(%)	9.2	7.1	12.8	15.7
사채및차입금증가(감소)	449	-43	-37	-33	배당수익률(%)	0.5	0.6	0.6	0.7
자본금및자본잉여금 증감	3	0	0	0	부채비율(%)	33.1	29.4	29.1	28.1
배당금 지급	-81	-69	-69	-75	순차입금/자기자본(%)	-7.1	-11.4	-16.5	-21.7
외환환산으로 인한 현금변동	10	0	0	0	유동비율(%)	169.1	198.1	223.3	252.3
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	21.4	10.0	17.7	23.7
현금증감	-62	174	234	291	총자산회전율	1.0	0.8	0.9	0.9
기초현금	736	674	847	1,081	매출채권 회전율	15.6	13.4	14.9	14.7
기말현금	674	847	1,081	1,372	재고자산 회전율	13.0	11.7	13.0	12.8
FCF	472	279	349	406	매입채무 회전율	2.6	2.3	2.5	2.4

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

아모레퍼시픽(090430) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-02-12	2019-04-15	2019-04-15	2019-04-30	2019-07-09	2019-08-01	
투자의견	Hold	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	270,000원		270,000원	270,000원	230,000원	200,000원	
제시일자	2019-10-10	2019-10-31	2020-01-08	2020-02-06	2020-04-07	2020-04-29	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	
목표주가	200,000원	230,000원	260,000원	230,000원	200,000원	200,000원	
제시일자							
투자의견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고(최저)
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	-15.87	-3.26
2020-01-08	Buy	260,000원	-18.05	-9.04
2020-02-06	Buy	230,000원	-25.85	-15.43
2020-04-07	Buy	200,000원	-13.29	-9.75
2020-04-29	Hold	200,000원		

*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	
[투자비율]	12개월	매수(94.86%) · 매도(0.00%) · 중립(5.14%)	* 기준일 2020.03.31까지

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.