

아모레퍼시픽

BUY(유지)

090430 기업분석 | 화장품

목표주가(유지)	200,000원	현재주가(10/28)	161,000원	Up/Downside	+24.2%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2020. 10. 29

아시아부터 회복 시그널

Comment

아시아 이익 개선 긍정적: 3Q20 연결매출 10,886억원(-22.4%YoY), 영업이익 560억원(-47.9%YoY)으로 매출은 기대치를 하회했으나 영업이익은 기대치에 부합하는 실적을 발표했다. 국내외법인 직영점도 폐점에 따른 자산 처분손실로 영업의 비용이 증가하면서 순이익은 70억원에 불과했다. 국내 면세 매출이 49%YoY 감소해 시장 평균 대비 부진한 흐름을 유지했는데 중국발 수요 대응에 미흡했던 것으로 판단되며, 다만 중국 하이난을 중심으로 해외 면세 이익 기여는 (-)에서 (+)로 전환된 점은 긍정적이다. 백화점이나 전문점 등 국내 유통채널의 매출 감소폭이 전분기와 유사하게 유지되어 바닥을 확인하고 있는 것으로도 판단된다. 중국을 비롯한 아시아가 채널, 브랜드 믹스 변화에 힘입어 영업이익이 다시 흑자로 돌아섰고, 유럽과 북미 실적도 점진적 개선 추세를 보였다.

중국 중심의 실적 회복세 지속 전망: 해외 면세와 온라인 채널 위주의 실적 개선세가 두드러질 것으로 예상된다. 중국 설화수 매출이 20%YoY대 성장을 유지하는 한편 이니스프리는 온라인 매출 성장세가 10%YoY대를 유지하고 있어 온라인 매출 비중(중국 이니스프리 매출의 45%)을 꾸준히 키우고 있다. 연말까지 오프라인 매장 효율화가 일단락되면서 중국 내 이니스프리 매출 방향성도 (+)전환될 시점이 머지 않았다고 판단된다. 아시아 전반적으로 마케팅비의 효율적 집행과 채널의 믹스 변화로 수익성 개선 추세가 지속될 전망이다. 따라서 아시아에서의 이익 레버리지 효과를 기대해본다.

Action

무리 없는 매수 접근: 중국 디지털과 면세 채널 위주의 매출 및 이익 개선세가 4Q20부터 부각되어 보일 수 있다는 판단이다. 드라마틱하진 않아도 회복 사이클의 초입으로 판단하는데 무리가 없다고 보이며, 따라서 현 주가를 바닥으로 보아 중장기 매수 관점에서의 접근도 무난하다고 보여진다.

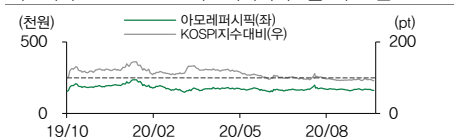
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	5,278	5,580	4,472	5,231	5,498
(증가율)	3.0	5.7	-19.9	17.0	5.1
영업이익	482	428	200	409	517
(증가율)	-19.2	-11.2	-53.2	104.2	26.3
지배주주순이익	332	239	108	272	342
EPS	5,469	3,904	1,666	4,467	5,671
PER (H/L)	65.1/26.6	61.6/30.2	96.6	36.0	28.4
PBR (H/L)	5.6/2.3	3.7/1.8	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA (H/L)	29.1/12.1	16.2/8.2	12.8	10.8	9.8
영업이익률	9.1	7.7	4.5	7.8	9.4
ROE	7.7	5.4	2.4	5.8	7.0

Stock Data

52주 최저/최고	147,500/236,500원
KOSDAQ /KOSPI	806/2,345pt
시가총액	94,118억원
60일-평균거래량	283,124
외국인지분율	29.9%
60일-외국인지분율변동추이	-0.5%p
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 5인 49.3%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-0.3	-1.2	3.5
상대기준	-1.9	-4.9	-7.6

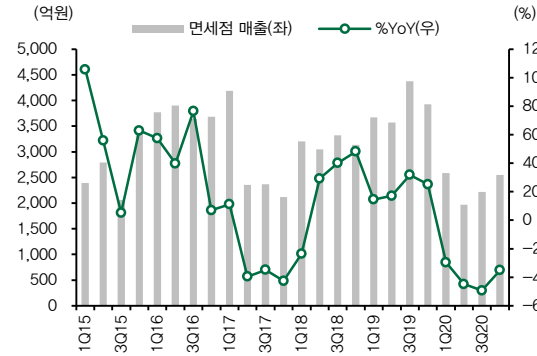
도표 1. 아모레퍼시픽 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	19	20E	21E
연결매출	14,513	13,931	14,020	13,337	11,309	10,557	10,886	11,964	55,801	44,718	52,312
국내	9,407	8,919	9,306	7,548	7,608	6,567	6,727	6,283	35,181	27,184	33,754
cosmetics	7,894	7,717	7,799	6,562	6,186	5,314	5,343	5,332	29,973	22,176	28,490
mass&오션룩	1,513	1,202	1,507	985	1,421	1,253	1,384	951	5,207	5,008	5,264
해외	5,218	5,121	4,865	5,579	3,739	4,054	4,232	5,469	20,783	17,494	18,520
아시아	4,978	4,856	4,520	5,281	3,455	3,885	3,943	5,195	19,635	16,478	17,366
유럽	58	48	59	53	54	30	50	45	218	179	188
북미	182	217	286	245	230	139	239	229	930	837	967
%YoY	1.4	3.7	9.7	9.0	-22.1	-24.2	-22.4	-10.3	5.7	-19.9	17.0
국내	-0.0	1.6	10.8	9.5	-19.1	-26.4	-27.7	-16.8	5.1	-22.7	24.2
cosmetics	1.1	1.4	11.9	10.1	-21.6	-31.1	-31.5	-18.7	5.8	-26.0	28.5
mass&오션룩	-5.6	2.8	5.6	5.8	-6.1	4.2	-8.2	-3.5	1.5	-3.8	5.1
해외	4.2	7.4	8.8	2.3	-28.3	-20.8	-13.0	-2.0	5.5	-15.8	5.9
아시아	4.2	6.4	7.0	2.1	-30.6	-20.0	-12.8	-1.6	4.8	-16.1	5.4
유럽	-23.7	-23.8	-7.8	-39.1	-6.9	-37.5	-15.3	-15.5	-24.8	-18.0	5.0
북미	19.0	52.8	53.8	25.6	26.4	-35.9	-16.4	-6.5	37.6	-10.0	15.5
영업이익	1,866	878	1,075	459	609	353	560	481	4,278	2,003	4,090
국내	1,294	736	829	336	866	506	360	165	3,195	1,897	3,569
cosmetics	1,176	760	739	487	724	452	255	293	3,162	1,724	3,355
mass&오션룩	118	-24	90	-151	142	54	105	-128	33	173	215
해외	460	201	348	32	-325	-210	197	225	1,041	-114	300
아시아	540	241	345	75	-300	-136	157	245	1,201	-34	339
유럽	-30	-35	-10	-15	-8	-14	4	5	-90	-13	-9
북미	-50	-5	13	-28	-17	-60	36	-26	-70	-67	-29
영업이익률	12.9	6.3	7.7	3.4	5.4	3.3	5.1	4.0	7.7	4.5	7.8
국내	13.8	8.3	8.9	4.5	11.4	7.7	5.4	2.6	9.1	7.0	10.6
cosmetics	14.9	9.8	9.5	7.4	11.7	8.5	4.8	5.5	10.5	7.8	11.8
mass&오션룩	7.8	-2.0	6.0	-15.3	10.0	4.3	7.6	-13.5	0.6	3.4	4.1
해외	8.8	3.9	7.1	0.6	-8.7	-5.2	4.6	4.1	5.0	-0.7	1.6
아시아	10.8	5.0	7.6	1.4	-8.7	-3.5	4.0	4.7	6.1	-0.2	2.0
유럽	-51.7	-72.9	-16.9	-28.3	-14.8	-46.7	8.0	12.3	-41.3	-7.0	-5.0
북미	-27.5	-2.3	4.5	-11.4	-7.4	-43.2	15.1	-11.3	-7.5	-8.0	-3.0
%YoY	-20.9	-39.8	40.5	92.7	-67.4	-59.8	-47.9	4.7	-11.3	-53.2	104.2
국내	-17.8	-20.5	68.8	흑전	-33.1	-31.3	-56.6	-50.9	12.6	-40.6	88.2
해외	-43.5	-55.8	32.8	-94.0	-170.6	-204.9	-43.4	604.8	-49.6	-111.0	-363.7

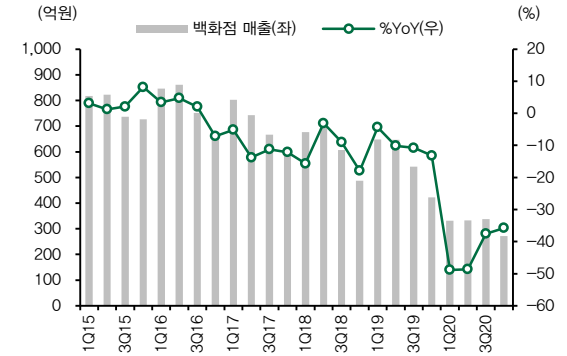
자료: DB금융투자

도표 2. 3Q20 면세 매출 -49%YoY, 4Q20E 회복 예상



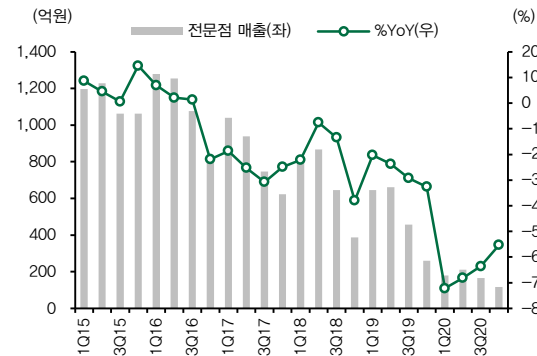
자료: 아모레퍼시픽 DB금융투자

도표 3. 국내 백화점 매출 부진 지속



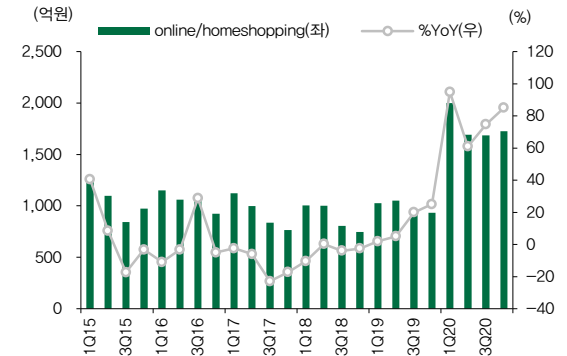
자료: 아모레퍼시픽 DB금융투자

도표 4. 국내 전문점 매장수 감소에 따른 매출 부진 지속



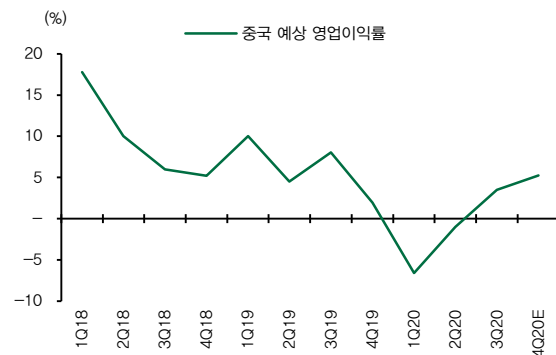
자료: 아모레퍼시픽 DB금융투자

도표 5. 온라인 등 디지털 매출 비중 고성장세 유지



자료: 아모레퍼시픽 DB금융투자

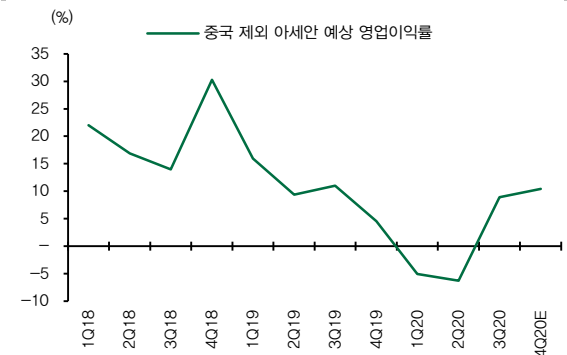
도표 6. 중국 영업이익률 개선 추세



자료: DB금융투자

주: 아시아 영업이익률 기반으로 한 당사 추정 기준

도표 7. 아세안 영업이익률 개선 추세



자료: DB금융투자

주: 아시아 영업이익률 기반으로 한 당사 추정 기준

도표 8. 글로벌 퍼스널케어/생활용품 기업 컨센서스 및 밸류에이션

(단위: m\$, %, x)

		P&G	LOREAL	UNILEVER	ESTEE LAUDER	KAO	SHISEIDO	아모레퍼시픽	LG생활건강
	시가총액	355,204	190,037	161,202	84,035	35,316	26,164	8,525	20,878
19	매출액	70,950	33,443	58,191	14,294	13,781	10,381	4,790	6,597
20E		73,873	32,753	59,475	15,258	13,425	8,901	3,998	6,690
21E		76,246	35,693	61,108	16,827	14,049	10,035	4,615	7,372
19	영업이익	15,706	5,935	9,748	606	1,942	1,044	367	1,010
20E		17,707	5,702	11,002	2,475	1,793	28	166	1,051
21E		18,695	6,614	11,682	3,080	2,030	599	356	1,168
19	순이익	13,027	4,198	6,297	684	1,360	675	205	668
20E		14,378	4,558	7,588	1,756	1,266	-147	119	707
21E		15,214	5,186	7,879	2,206	1,447	401	261	800
19	EBITDA	19,066	8,127	11,967	1,854	2,707	1,580	777	1,225
20E		20,744	7,593	13,381	3,176	2,519	641	495	1,269
21E		21,864	8,593	13,838	3,815	2,795	1,293	692	1,404
19	EPS 성장률	253.8	-4.3	-38.4	-61.3	-2.4	19.8	-27.8	14.0
20E		7.8	-4.8	3.5	17.7	-6.3	-123.7	-39.0	2.1
21E		6.4	14.6	4.4	26.9	14.5	338.5	107.2	13.5
19	P/E	18.7	27.1	21.5	26.0	25.5	95.6	53.3	32.9
20E		26.0	41.0	21.1	48.0	27.6	N/A	71.6	30.5
21E		24.4	35.7	20.2	37.8	24.1	68.0	34.5	26.9
19	P/B	3.8	4.2	9.3	8.1	4.7	5.1	4.3	5.8
20E		7.7	5.3	9.8	17.5	4.1	5.8	2.3	5.3
21E		7.5	4.9	9.0	15.6	3.9	5.5	2.2	4.6
19	ROE	18.1	14.5	40.4	31.4	19.8	5.6	8.3	19.3
20E		30.8	12.9	46.3	41.4	15.3	-2.9	3.2	18.0
21E		32.5	14.2	45.5	47.8	16.7	9.6	6.4	17.5

자료: Bloomberg, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,567	1,803	2,049	2,512	2,912
현금및현금성자산	736	674	957	1,277	1,640
매출채권및기타채권	319	396	288	325	338
재고자산	403	453	338	394	417
비유동자산	3,804	4,186	3,860	3,598	3,451
유형자산	2,713	2,662	2,336	2,073	1,927
무형자산	254	227	227	227	227
투자자산	54	48	48	48	48
자산총계	5,371	5,989	5,979	6,179	6,433
유동부채	763	1,067	1,007	1,021	1,040
매입채무및기타채무	548	622	567	583	602
단기차입금및담기차채	71	99	95	93	93
유동성장기부채	0	198	198	198	198
비유동부채	162	424	424	424	424
사채및장기차입금	45	0	0	0	0
부채총계	925	1,490	1,430	1,444	1,464
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	724	724	724	724
이익잉여금	3,726	3,874	3,931	4,134	4,390
비지배주주지분	24	9	3	-15	-36
자본총계	4,446	4,499	4,549	4,735	4,970

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	647	718	771	537	643
당기순이익	335	224	101	255	321
현금유출이없는비용및수익	484	795	569	536	513
유형및무형자산상각비	266	485	528	424	360
영업관련자산부채변동	-28	-161	148	-131	-21
매출채권및기타채권의감소	37	-83	108	-37	-14
재고자산의감소	-77	-94	114	-56	-23
매입채무및기타채무의증가	-20	62	-55	16	19
투자활동현금흐름	-414	-403	-197	-153	-202
CAPEX	-405	-247	-202	-162	-214
투자자산의순증	8	6	0	0	0
재무활동현금흐름	-103	-387	-83	-63	-78
사채및차입금의 증가	-13	449	-5	-2	0
자본금및자본잉여금의증가	0	3	0	0	0
배당금지급	-88	-81	-69	-51	-69
기타현금흐름	2	10	-208	0	0
현금의증가	131	-62	283	320	363
기초현금	604	736	674	957	1,277
기말현금	736	674	957	1,277	1,640

자료: 아모레퍼시픽 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,278	5,580	4,472	5,231	5,498
매출원가	1,435	1,501	1,225	1,364	1,320
매출총이익	3,843	4,080	3,246	3,867	4,178
판매비	3,361	3,652	3,046	3,458	3,662
영업이익	482	428	200	409	517
EBITDA	748	913	728	833	876
영업외손익	-29	-57	-52	-32	-26
금융손익	10	-5	5	11	17
투자손익	0	0	1	0	0
기타영업외손익	-39	-52	-58	-43	-43
세전이익	453	371	148	377	491
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	335	224	101	255	321
지배주주지분순이익	332	239	108	272	342
비지배주주지분순이익	3	-15	-7	-17	-22
총포괄이익	358	231	101	255	321
증감률(%YoY)					
매출액	3.0	5.7	-19.9	17.0	5.1
영업이익	-19.2	-11.2	-53.2	104.2	26.3
EPS	-16.0	-28.6	-57.3	168.1	27.0

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당주요지표(원)					
EPS	5,469	3,904	1,666	4,467	5,671
BPS	64,072	65,050	65,873	68,817	72,529
DPS	1,180	1,000	700	1,000	1,300
Multiple(배)					
P/E	38.3	51.2	96.6	36.0	28.4
P/B	3.3	3.1	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	17.0	13.5	12.8	10.8	9.8
수익성(%)					
영업이익률	9.1	7.7	4.5	7.8	9.4
EBITDA마진	14.2	16.4	16.3	15.9	15.9
순이익률	6.3	4.0	2.3	4.9	5.8
ROE	7.7	5.4	2.4	5.8	7.0
ROA	6.2	3.9	1.7	4.2	5.1
ROIC	11.1	7.2	3.8	8.3	10.6
안정성및기타					
부채비율(%)	20.8	33.1	31.4	30.5	29.5
이자보상배율(배)	206.4	21.4	20.2	41.5	52.6
배당성향(배)	20.6	25.9	40.1	22.8	23.5

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 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 투자이전 비율 (2020-10-07 기준) - 매수(88.8%) 중립(11.2%) 매도(0.0%)

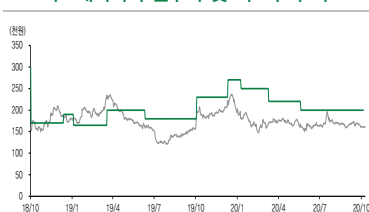
가업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자이전은 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 현주파 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
18/07/27	Hold	300,000	-18.4 -7.7	20/01/08	Buy	270,000	-21.1 -12.4
18/10/30	Hold	170,000	3.4 23.2	20/02/06	Buy	250,000	-31.8 -22.2
19/01/10	Hold	190,000	-5.6 -0.3	20/04/07	Buy	220,000	-21.5 -17.5
19/02/01	Hold	165,000	17.3 42.1	20/06/17	Buy	200,000	-
19/04/16	Hold	200,000	-5.3 17.8				
19/07/09	Hold	180,000	-20.5 2.2				
19/10/31	Buy	230,000	-15.9 -3.3				

주: *표는 담당자 변경