

## 아모레퍼시픽 (090430)

## 화장품



박은정

02 3770 5597  
eunjung.park@yuantakorea.com

RA 임혜정

02 3770 5590  
hyejeong.lim@yuantakorea.com

투자의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>240,000원 (M)</b>
현재주가 (12/8)	<b>196,000원</b>
상승여력	<b>22%</b>

시가총액	120,428억원
총발행주식수	69,016,320주
60일 평균 거래대금	479억원
60일 평균 거래량	272,255주
52주 고	236,500원
52주 저	147,500원
외인지분율	31.68%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 5인 49.29%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	19.5	15.3	4.0
상대	6.9	2.5	(19.9)
절대(달러환산)	23.4	26.0	14.0

## Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	10,872	-18.5	-0.1	11,629	-6.5
영업이익	86	-81.3	-84.7	408	-79.0
세전계속사업이익	80	흑전	-58.1	150	-46.4
지배순이익	-40	적지	적전	146	-127.2
영업이익률 (%)	0.8	-2.6 %pt	-4.3 %pt	3.5	-2.7 %pt
지배순이익률 (%)	-0.4	적지	적전	1.3	-1.7 %pt

자료: 유안타증권

## 2021년 전략 간담회 후기

## 명확한 변화 재확인: Brand, Digital, Restructuring

아모레퍼시픽은 2020년 12월 8일 애널리스트 대상 2021년 전략 간담회를 개최했다. 신임 대표이사로 임명된 김승환 부사장이 참석하여 환영사를 통해 아모레퍼시픽의 향후 변화 방향을 전했다. 아모레퍼시픽의 2021년 전략 아젠다 3가지는 ①브랜드력 강화, ② 디지털화, ③효율화 (페이지 4, 그림1 참고) 이다. 대표이사의 환영사에서 기업의 변화 방향에 대한 의지를 확인할 수 있었다. 일부 인용하면 다음과 같다. “2020년 COVID-19로 모두에게, 개인과 기업에게 모두 혹독한 한해였습니다. 그렇지만 반대로 그동안 우리가 변화 했어야 했던 것, 그리고 못한 것을 결단하고 바꾸는 계기가 되었습니다.” 회사의 전략 방향은 대다수 공감되는 내용이었으며, 2021년 이니스프리 170개점 폐점 계획(vs 2020년 141개점 폐점)이 처음 공유되었는데, 예상보다 디지털화의 전환 의지가 빨랐다. 아래는 주요 아젠다에 대한 요약이다.

**BRANDS:** 결국 강한 브랜드력을 견고히 하는 것이 중요. 브랜드를 강화하는 방향으로 조직 개편. 아모레퍼시픽의 Big, Core 브랜드라 볼수있는 설화수, 라네즈를 본부(유닛)으로 승격하여 브랜딩, 마케팅, 채널전략 등 유기적으로 연계될 수 있도록함. 권한과 책임 확대하는 과정. 이후 헤라, IOPE, 마몽드 또한 역량 강화를 통해 본부로 승격되는 과정이 이어질 것.

**DIGITAL:** 오프라인 레거시 내려놓고, 강한 혁신 진행. ‘디지털’에 총력을 다할 것. 2021년 중국 이커머스 비중 50% 이상 확대, 성장률 30% 이상 공략. 국내 이커머스 30% 이상 성장 목표 제시 (현재 중국 이커머스 비중 40%대 수준, 국내는 20%대 수준), 중국 이니스프리의 경우 현재 온라인 비중이 40% 수준이며, 2021년 55%까지 온라인 매출 확대를 통해 비중을 견인할 것.

**Restructuring:** 디지털화는 COVID-19로 보다 가속화. 과거 인력재배치 수준에 그쳤으나. 결단. 창사 이래 처음 희망퇴직 발표하며, 인적 조직 효율화 단행. 2021년 질적성장 토대 마련. 또한 2021년 중국 이니스프리 매장 폐점계획을 처음 공유. 2020년 폐점수 보다 확대 된 것이 특징적. 2020년 연말 기준 470개(YoY-141개점), 2021년 300개(YoY-170개점). 미국 또한 이니스프리 매장 대부분 폐점, 그 외 브랜드 또한 백화점을 줄이고 아마존/세포라/D2C채널을 공략하고자 함.

(다음 장에 계속)

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	52,778	55,801	43,624	47,608
영업이익	4,820	4,278	1,608	4,899
지배순이익	3,322	2,388	928	3,756
PER	49.4	45.0	160.1	32.3
PBR	4.2	2.7	3.0	2.8
EV/EBITDA	22.2	12.0	20.5	13.3
ROE	7.7	5.4	2.1	8.1

자료: 유안타증권

## 2021년, 기대할 수 있는 변화들

**중국, 사업 구조 전환 시작.** 2021년은 설화수 비중이 이니스프리를 넘어서는 첫해가 될 것이다. 중저가에서 고가 중심 구조로 전환 기대되며 이는 고정비 부담이 높은 로드샵 구조에서 벗어남을 의미한다. 1) 고가 비중 확대로 원가 구조가 개선될 것이며, 2) 임차료, 감가상각비, 인건비 등의 고정비 축소가 동반됨에 따라 이익 체력 상승이 기대된다. 마케팅비 등의 변동비는 브랜드별 배분 조정을 통해 통제가 가능하며, 고가에 집중됨에 따라 브랜드 믹스가 개선되는 방향으로 전개될 것이다.

2021년에 나타날 가시적 변화는 2020년에 축소한 이니스프리 141개의 고정비(임차료, 감가상각비, 인건비) 축소, 고정비의 이익전환이다. 폐점에 따른 비용이 반영될 수 있으나, 아모레퍼시픽의 기업구조 변화의 '일회성' 비용이다. 이후 변동비의 브랜드별 배분 또는 비용 확대를 통해, 이커머스에서 고가 브랜드의 외형 성장에 박차를 가할 수 있을 것으로 보인다. 이 과정은 궁극적으로 원가 구조 개선을 통해 이전 수준(2015-17년, 영업이익률 15% 내외)으로의 수익성 회귀를 이끌 것으로 판단한다. 단, 전제가 되어야 할 것은 '설화수'의 브랜딩, 디지털 성과일 것이다. 당사가 성공 가능성을 높게 보는 이유는 올해 처음 브랜드간 마케팅비 조정(설화수↑, 이니스프리↓)을 단행한 후, 역대급 치열했던 금번 광군제에서 '설화수 판매액 성과(YoY+174%)'가 전체 브랜드 판매액 순위 7위로 Top 10에 첫 진입하고, 럭셔리 브랜드 중 5위를 기록하며 성과가 빠르게 나타난데 근거한다. 승산이 있다.

**면세, 우려 요소가 아닌 회복 가시성이 확대되는 채널로 인식의 전환 필요.** 아모레퍼시픽의 면세 매출은 2020년 9천억원(YoY-42%), 2021년 9.6천억원(YoY+6%) 성장 전망한다. 2021년도 한국 면세 시장은 현재와 유사하게 혹은 더 강하게 타이공 우위 시장이 될 것으로 예상, 아모레퍼시픽은 대응이 적극적인 기업은 아니기 때문에 2021년 면세 매출성장률(6%)을 보수적으로 가정했다.

아모레퍼시픽은 중국에서 설화수 인지도 강화 전략을 취하고 있으며, 올해 광군제에서 바로 성과가 나왔다. 면세 매출이 2020년 보다 악화되기 어렵다고 판단, COVID-19 종식과 함께 점진적인 회복을 전망한다. 글로벌 동종기업 중 면세 채널의 매출이 2019년 수준에 도달한 기업은 현재 단 2곳뿐이다. 강한 대중국 수요가 우선하겠지만, 타이공 중심의 면세 산업 환경에서 '기업의 의지' 또한 포함되어 있다. 그리고 아모레퍼시픽 또한 점차 시장을 상회하는 성과를 나타내고 있는 것으로 확인된다. 추가적으로 면세 인력 축소 또한 진행되어 2020년과 매출이 유사하더라도, 효율은 상승할 전망이다.

중국 면세 산업 또한 가파르게 성장하고 있는데, 아모레퍼시픽은 중국 면세 독점 사업자인 CDFG(China Duty Free Group)와 비즈니스 파트너십을 맺는 등 적극적으로 대응함에 따라 추가 성장 발판을 마련하고 있다. 특히 하이난의 4개 면세 사이트에 설화수, 라네즈 포함 10개 이상의 매장이 입점된 상황이며, 3자리수 성장이 나타나고 있다.

**국내, 이커머스 비중이 오프라인을 넘어서.** 2017년부터 디지털화 및 브랜드 노후화 등으로 아모레퍼시픽은 오프라인 채널의 감소가 지속되었다. COVID-19 상황의 장기화로 이커머스 강세, 오프라인 급감이 나타남에 따라 이제는 두 채널의 매출이 유사해졌다. 2020년 전사적으로 디지털화를 강조함에 따라 국내 핵심 이커머스 채널은 대부분 입점했다. 2021년에는 신규 플랫폼 출점 효과와 오프라인의 자연 증가 등이 예상됨에 따라 내수 매출의 외형 감소는 일단락 될 것이다.

지난 3-4년 간 시장은 빠르게 변화되었다. 아모레퍼시픽 또한 브랜드력 강화, 선도적인 제품 개발 등의 매출 확대 노력을 단행했다. 그러나 오프라인 체력이 하락한 것에 비해 인적자산의 조정은 크지 않았다. COVID-19가 계기로 아모레퍼시픽은 결단을 내렸고, 사회적으로 용인되는 선에서 창사이래 처음 인력 효율화(희망퇴직)를 발표했다. 아직 구체적인 내용이 공유되지 않았으나, 4분기는 위로금 등의 비용이 추가 반영됨에 따라 비용부담이 클 것으로 예상된다. (당사는 4Q20 실적에 보수적으로 200억원 수준의 일회성 인건비를 반영함) 아모레퍼시픽의 인건비는 연간 5천억원 수준(연결 매출의 10% 이상)으로 인력 효율화가 완료되는 2021년에는 보다 가벼워진 수익구조로 전환될 전망이다. 국내 매출이 2020년과 유사만 하더라도, 고정비가 영업이익으로 전환되는 효과가 나타날 것이다.

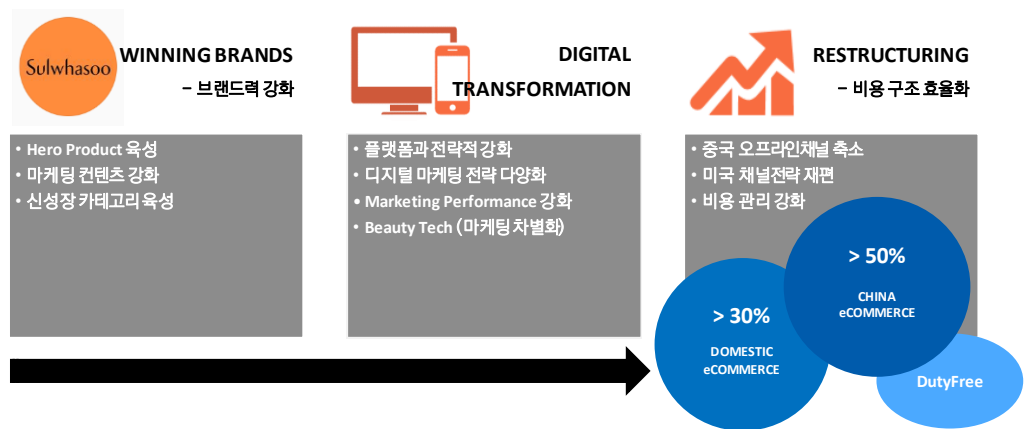
## 2021년, 효율화의 원년. 지속 성장의 발판 마련

아모레퍼시픽의 변화의 방향에 이견이 많다. 2017년부터 화장품 시장은 다양한 변화를 마주했다. 외부 요소를 제외하더라도 전 세계적인 디지털화, 중국 소비자의 상향 구매 흐름, 한국 면세 시장의 타이공 우위 상황 등은 화장품업 고유의 핵심 변화였으나 아모레퍼시픽은 경쟁사 대비 늦었고, 선택이 결과론적으로 좋지는 못했다. 2016년 연결 영업이익 8.4천억원을 기록한 이후 추세적으로 감소하여 2020년은 1.6천억원을 전망한다.

지금은 때가 되었다. 중국의 상향 구매, 전체적인 디지털화의 변화 방향에 아모레퍼시픽도 엑셀을 밟을 때가 되었다. 중국은 설화수가 이니스프리를 넘어설 수 있는 규모에 도달했고, 국내도 이커머스가 오프라인을 넘어설 것으로 보인다. 우선적으로 고정비만 줄인다면 전사적으로 매출이 성장하지 않아도 2021년은 효율이 올라간다. 또한 매출액에 연동해서 지출되던 마케팅 비용도 설화수 등의 핵심 브랜드로, 채널 면에서 이커머스로 집중됨에 따라 효율이 높아졌다. Live Commerce 플랫폼이 마케팅 비용 지출의 효율(구매전환율)을 높여 이전보다 즉각적인 외형 성과도 가능하다. 그 시작이 이번 광군제로 본다.

마지막으로 이러한 시장 환경이 아모레퍼시픽만 직면한 것은 아니다. 전세계 화장품 브랜드가 중국 이커머스에 너도나도 침투 중이다. 이는 경쟁 심화를 초래하고 있다. 긍정적으로 보는 것은 럭셔리 브랜드로 아무나 등극할 수 없다는 점. 그리고 마케팅 효율을 높여주는 Live Commerce도 결국 비용이 투입되는 일이기 때문에 ASP가 높거나, 규모가 큰 브랜드 만이 지속 가능한 보이지 않은 진입장벽 있다는 점이다. 국내 브랜드는 LG생활건강의 후, 아모레퍼시픽의 설화수 정도 가능해 보인다. 중국 내에서 아시아 럭셔리 브랜드로 인정받고 있기 때문이다. LG생활건강의 비용 구조는 상당히 효율화된 상황이다. 때문에 변동비 지출을 통한 볼륨만 키우면 된다. 아모레퍼시픽은 고정비를 효율화해야 다음 스텝인 '설화수'의 볼륨 확대 가능성이 열린다. 그 발판을 2020년에 마련했다고 판단한다. 그리고 2021년, 아모레퍼시픽은 이제 속도를 낼 때다. 투자의견 BUY, 목표주가 24만원 유지하며 2021년 업종 최선호주 유지한다.

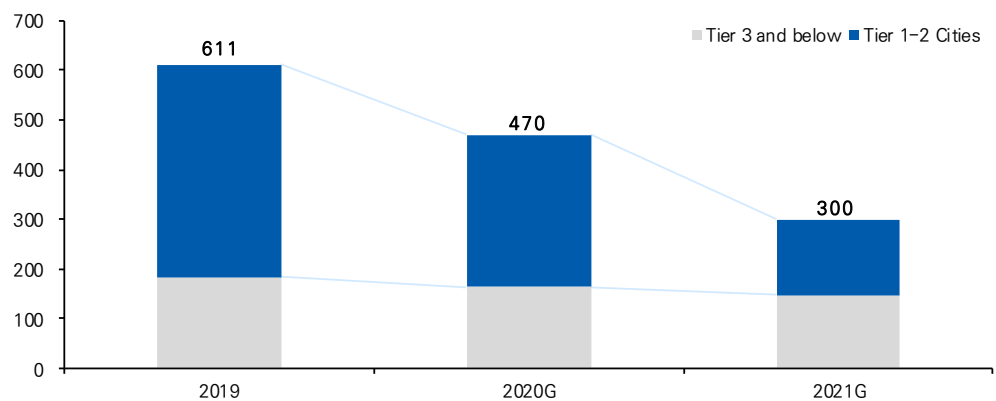
[그림 1] 아모레퍼시픽 2021 년 전략 방향



자료: 아모레퍼시픽제공, 유안타증권 리서치센터

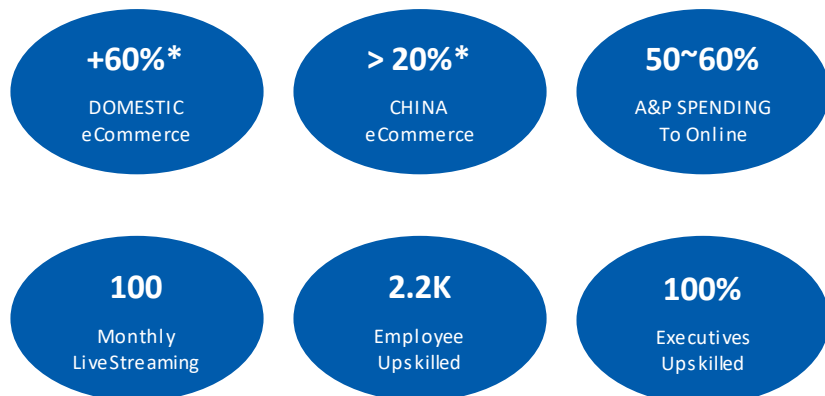
[참고] 국내 이커머스는 2020 년 기준 20% 중후반 추산됨에 따라, 30% 이상의 도식표는 유안타증권의 추정수치

[그림 2] 중국 이니스프리 오프라인 매장수 추이: 2020 년 -141 개점, 2021 년 -170 개점



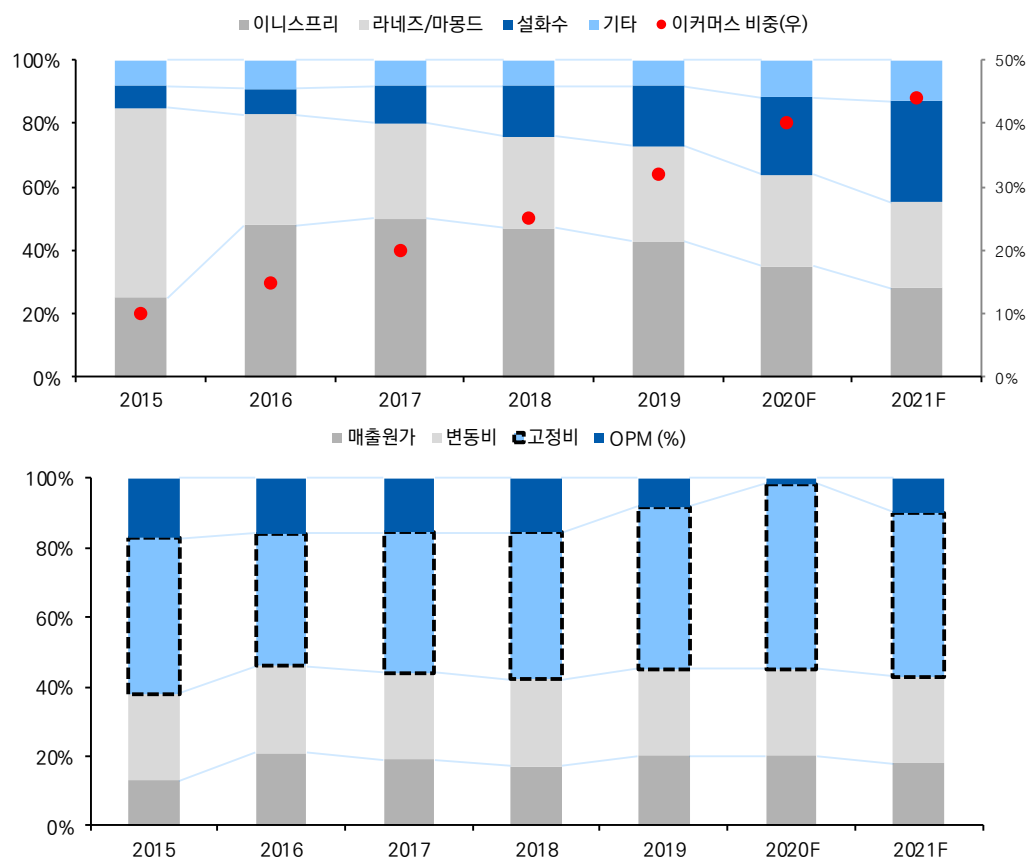
자료: 아모레퍼시픽제공, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] DIGITALIZATION - 아모레퍼시픽 디지털 핵심 지표 (\* YoY Growth)



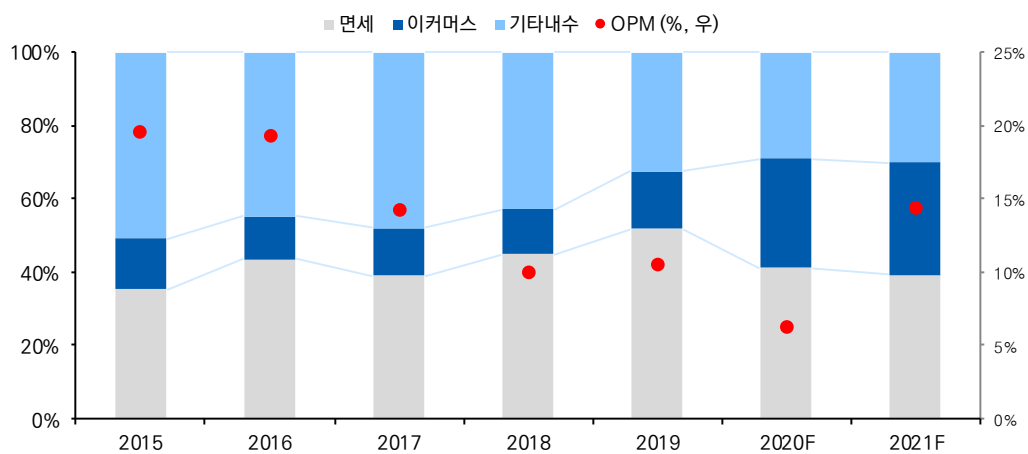
자료: 아모레퍼시픽제공, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 아모레퍼시픽 중국 브랜드별 매출 &amp; 이커머스 비중 추이 및 중국법인 손익구조 전망



자료: 유안타증권 리서치센터 추정

[그림 5] 국내 매출 채널 비중, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 유안타증권 리서치센터 추정

[표1] 아모레퍼시픽 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
연결 매출액	1,451.3	1,393.1	1,402.0	1,333.7	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,087.2	5,277.8	5,580.1	4,362.4	4,760.8
한국	940.7	891.9	930.6	754.8	760.8	656.7	672.7	612.7	3,347.2	3,518.0	2,702.9	2,972.4
– 화장품	789.4	771.7	779.9	656.2	618.6	531.4	534.3	517.1	2,834.4	2,997.2	2,201.4	2,452.6
– 생활용품	151.3	120.2	150.7	98.5	142.1	125.3	138.3	95.6	512.8	520.7	501.3	519.8
해외	521.8	512.1	486.5	557.9	374.0	405.4	423.2	479.3	1,970.4	2,078.3	1,681.9	1,808.5
– 아시아	497.8	485.5	452.1	528.1	345.6	388.5	394.3	448.6	1,873.9	1,963.5	1,577.0	1,684.4
– 유럽	5.8	4.8	5.9	5.3	5.4	3.0	5.0	5.0	29.0	21.8	18.4	20.3
– 북미	18.2	21.7	28.6	24.5	23.0	13.9	23.9	25.7	67.6	93.0	86.5	103.8
% YoY 매출액	1%	4%	10%	9%	-22%	-24%	-22%	-18%	3%	6%	-22%	9%
한국	0%	2%	11%	10%	-19%	-26%	-28%	-19%	0%	5%	-23%	10%
– 화장품	1%	1%	12%	10%	-22%	-31%	-31%	-21%	0%	6%	-27%	11%
– 생활용품	-6%	3%	6%	6%	-6%	4%	-8%	-3%	-1%	2%	-4%	4%
해외	4%	7%	9%	2%	-28%	-21%	-13%	-14%	8%	5%	-19%	8%
– 아시아	4%	6%	7%	2%	-31%	-20%	-13%	-15%	8%	5%	-20%	7%
– 유럽	-24%	-24%	-8%	-39%	-7%	-38%	-15%	-5%	-19%	-25%	-15%	10%
– 북미	19%	53%	54%	26%	26%	-36%	-16%	5%	28%	38%	-7%	20%
연결 영업이익	186.6	87.8	107.5	45.9	61.0	35.2	56.0	8.6	482.0	427.8	160.8	489.9
한국	129.4	73.6	82.9	33.6	86.6	50.6	36.0	-16.9	283.7	319.5	156.3	361.1
– 화장품	117.6	76.0	73.9	48.7	72.4	45.2	25.5	-4.1	284.1	316.2	139.0	351.0
– 생활용품	11.8	-2.4	9.0	-15.1	14.2	5.4	10.5	-12.7	-0.4	3.3	17.4	10.1
해외	45.9	20.1	34.8	3.2	-32.4	-24.4	19.7	28.9	206.7	104.0	-8.2	137.3
– 아시아	53.9	24.1	34.5	7.5	-29.9	-16.2	15.7	22.9	224.2	120.0	-7.5	124.9
– 유럽	-3.0	-3.5	-1.0	-1.5	-0.8	-1.8	0.4	1.0	-11.6	-9.0	-1.2	-1.7
– 북미	-5.0	-0.5	1.3	-2.8	-1.7	-6.4	3.6	5.0	-5.9	-7.0	0.5	14.0
% YoY 영업이익	-21%	-40%	41%	93%	-67%	-60%	-48%	-81%	-19%	-11%	-62%	205%
한국	-18%	-21%	69%	흑전	-33%	-31%	-57%	적전	-32%	13%	-51%	131%
– 화장품	-16%	-19%	60%	1471%	-38%	-41%	-65%	적전	-30%	11%	-56%	153%
– 생활용품	-30%	적지	210%	적지	20%	흑전	17%	적지	적전	흑전	426%	-42%
해외	-44%	-56%	33%	-94%	적전	적전	-43%	803%	6%	-50%	적전	흑전
– 아시아	-37%	-55%	15%	-86%	적전	적전	-54%	205%	3%	-46%	적전	흑전
– 유럽	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지	적지
– 북미	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	177%	흑전	적지	적지	흑전	2700%
지배주주 순이익	123.5	60.7	104.0	-49.4	71.7	11.0	9.6	-4.0	332.2	238.8	88.3	375.6
% Margin 매출총이익률	73%	73%	73%	74%	72%	72%	71%	73%	73%	73%	72%	72%
영업이익률	13%	6%	8%	3%	5%	3%	5%	1%	9%	8%	4%	10%
한국	14%	8%	9%	4%	11%	8%	5%	-3%	8%	9%	6%	12%
– 화장품	15%	10%	9%	7%	12%	9%	5%	-1%	10%	11%	6%	14%
해외	9%	4%	7%	0%	-9%	-6%	5%	6%	10%	5%	0%	8%
– 아시아	11%	5%	8%	1%	-9%	-4%	4%	5%	12%	6%	0%	7%
순이익률	9%	4%	7%	-4%	6%	1%	1%	0%	6%	4%	2%	8%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표2] 국내 주요 채널 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
면세점	366.9	356.8	437.4	392.5	258.7	197.0	222.0	230.0	1,270.5	1,553.5	907.7	960.0
순수 내수	422.5	414.9	342.5	263.7	359.9	334.4	312.3	287.1	1,563.9	1,443.7	1,293.8	1,492.6
- 이커머스	81.3	94.7	100.0	115.0	136.9	152.5	160.0	170.0	245.0	391.0	654.7	755.7
- 기타 내수	341.2	320.2	242.5	148.7	223.0	181.9	152.3	117.1	1,318.9	1,052.7	639.1	736.9
% YoY												
면세점	15%	17%	32%	25%	-29%	-45%	-49%	-41%	15%	22%	-42%	6%
순수 내수	-8%	-7%	-6%	-7%	-15%	-19%	-9%	9%	-9%	-8%	-10%	15%
- 이커머스	37%	52%	50%	103%	68%	61%	48%	38%	20%	60%	40%	15%
- 기타 내수	-15%	-17%	-19%	-34%	-35%	-43%	-35%	-17%	-13%	-20%	-35%	15%

자료: 유안타증권 리서치센터 [참고] 해외 면세 비중은 면세점 매출의 10% 미만(중국 하이난은 2% 제외), 면세점 외 채널 매출은 유안타증권 추정치

[표3] 주요 지역별 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
한국	940.7	891.9	930.6	754.8	760.8	656.7	672.7	612.7	3,347.2	3,518.0	2,702.9	2,972.4
아시아	497.8	485.5	452.1	528.1	345.6	388.5	394.3	448.6	1,873.9	1,963.5	1,577.0	1,684.4
- 중국	351.7	333.2	304.0	358.6	237.3	293.2	270.5	329.9	1,301.8	1,347.4	1,131.0	1,199.4
유럽	5.8	4.8	5.9	5.3	5.4	3.0	5.0	5.0	29.0	21.8	18.4	20.3
북미	18.2	21.7	28.6	24.5	23.0	13.9	23.9	25.7	67.6	93.0	86.5	103.8
% YoY												
한국	0%	3%	11%	10%	-19%	-26%	-28%	-19%	0%	5%	-23%	10%
아시아	4%	6%	7%	2%	-31%	-20%	-13%	-15%	8%	5%	-20%	7%
- 중국	3%	3%	6%	2%	-33%	-12%	-11%	-8%	5%	3%	-16%	6%
유럽	-24%	-24%	-8%	-39%	-7%	-38%	-15%	-5%	-19%	-25%	-15%	10%
북미	19%	53%	54%	26%	26%	-36%	-16%	5%	28%	38%	-7%	20%

자료: 유안타증권 리서치센터 [참고] 중국법인 매출은 유안타증권 추정치

[표4] 국내 화장품 업체 Valuation (Bloomberg Estimate)

(단위: 십억원, 원, %, x)

기준일: 2020-12-08	LG 생활건강	아모레퍼시픽	아모레 G	신세계인터내셔널	애경산업	한국콜마	코스맥스
주가	1,547,000	196,000	54,200	155,500	24,250	45,300	94,200
시가총액	24,161	11,458	4,469	1,110	640	1,037	947
2018 매출액	6,747.5	5,277.8	6,078.2	1,262.7	699.6	1,357.9	1,259.7
영업이익	1,039.2	482.0	549.5	55.5	79.2	90.0	52.3
영업이익률(%)	15.4%	9.1%	9.0%	4.4%	11.3%	6.6%	4.2%
순이익	682.7	332.2	142.3	57.5	60.8	42.3	32.6
EPS	40,740	4,815	1,704	8,052	2,411	1,954	3,247
EPS Growth(%)	12.6%	-15.7%	-29.8%	138.9%	35.1%	-12.8%	73.0%
PER	27.0	43.5	42.6	24.2	19.7	36.1	40.0
PBR	4.6	2.8	1.8	2.6	4.0	3.6	4.9
ROE	18.4	6.6	4.3	11.1	28.5	11.4	13.5
EV/EBITDA	13.6	15.5	8.6	17.9	12.8	21.9	22.6
2019 매출액	7,631.7	5,590.8	6,282.6	1,428.1	689.1	1,541.5	1,323.9
영업이익	1,170.6	454.1	519.9	88.9	60.0	124.4	48.6
영업이익률(%)	15.3%	8.1%	8.3%	6.2%	8.7%	8.1%	3.7%
순이익	792.6	335.1	182.2	80.2	45.0	43.2	29.2
EPS	49,521	5,351	2,225	11,277	1,712	1,871	2,886
EPS Growth(%)	21.6%	11.1%	30.5%	40.1%	-29.0%	-4.2%	-11.1%
PER	31.2	36.6	24.4	13.8	14.2	24.2	32.6
PBR	6.0	2.7	1.5	1.8	1.9	2.1	3.3
ROE	20.6	7.4	5.9	13.9	13.9	9.1	10.6
EV/EBITDA	17.8	15.3	8.0	11.4	8.1	13.9	18.2
2020E 매출액	7,789.5	4,450.5	4,997.3	1,343.1	595.7	1,380.7	1,430.1
영업이익	1,223.2	196.5	203.0	35.4	27.4	108.9	78.1
영업이익률(%)	15.7%	4.4%	4.1%	2.6%	4.6%	7.9%	5.5%
순이익	823.9	117.0	61.5	39.0	15.9	45.8	44.2
EPS	50,710	1,917	681	5,575	606	2,017	4,662
EPS Growth(%)	2.4%	-64.2%	-69.4%	-50.6%	-64.6%	7.8%	61.5%
PER	30.5	102.2	79.6	27.9	40.0	22.5	20.2
PBR	5.4	2.8	1.5	1.8	1.9	1.9	2.6
ROE	18.4	2.5	2.2	6.5	4.7	9.2	12.2
EV/EBITDA	16.6	19.5	10.1	16.4	13.7	15.1	11.7
2021E 매출액	8,642.0	5,073.0	5,571.6	1,504.7	644.0	1,470.5	1,593.8
영업이익	1,395.2	390.5	431.3	77.4	41.2	125.3	92.2
영업이익률(%)	16.1%	7.7%	7.7%	5.1%	6.4%	8.5%	5.8%
순이익	954.0	280.1	139.7	67.4	30.1	55.7	66.8
EPS	58,881	4,492	1,569	9,489	1,141	2,459	6,758
EPS Growth(%)	16.1%	134.3%	130.5%	70.2%	88.3%	21.9%	45.0%
PER	26.3	43.6	34.5	16.4	21.2	18.4	13.9
PBR	4.7	2.7	1.5	1.6	1.8	1.7	2.2
ROE	18.3	6.0	4.9	10.3	8.6	10.2	16.1
EV/EBITDA	14.8	14.4	7.3	11.0	10.1	13.8	10.5

자료: 유안타증권 리서치센터



[표5] Global 화장품 업체 Valuation (Bloomberg Estimate)

(단위: 백만달러, 달러, %, x)

기준일: 2020-12-08	로레알	에스티로더	P&G	시세이도	코세	상하이자화	프로야
현지통화	EUR	USD	USD	JPY	JPY	CNY	CNY
주가	304	246	138	7,276	16,220	39	169
시가총액(백만달러)	206,127	88,868	341,392	27,966	9,444	4,076	5,210
2018 매출액	31,816.4	13,683.0	66,832.0	9,917.8	3,003.7	1,079.9	357.2
영업이익	5,689.4	2,055.0	13,363.0	981.5	472.7	87.3	56.8
영업이익률(%)	17.9%	15.0%	20.0%	9.9%	15.7%	8.1%	15.9%
순이익	4,601.0	1,108.0	9,750.0	556.2	333.8	81.8	43.4
EPS	7	3	4	154	537	1	1
EPS Growth(%)	8.7%	-11.5%	-35.3%	170.0%	41.3%	39.7%	10.8%
PER	28.9	31.6	18.7	44.8	31.3	33.7	30.6
PBR	4.2	11.2	3.8	6.1	5.6	3.2	5.2
ROE	15.1	24.4	18.1	14.1	18.8	9.7	18.2
EV/EBITDA	18.5	20.6	13.3	18.2	17.7	23.7	19.7
2019 매출액	32,798.7	14,800.9	67,424.0	10,508.3	3,079.0	1,106.8	440.7
영업이익	6,099.9	2,563.5	14,272.6	1,064.7	402.3	108.5	68.8
영업이익률(%)	18.6%	17.3%	21.2%	10.1%	13.1%	9.8%	15.6%
순이익	4,837.6	1,934.7	11,766.7	719.4	268.9	89.9	54.8
EPS	8	5	4	196	673	1	2
EPS Growth(%)	12.0%	74.2%	19.4%	27.3%	25.4%	15.8%	33.1%
PER	39.0	46.9	30.8	37.2	32.1	41.9	88.2
PBR	6.0	20.5	5.3	5.7	4.1	4.2	16.9
ROE	15.7	41.0	21.2	16.5	13.4	10.0	19.5
EV/EBITDA	24.7	28.9	21.2	18.4	17.3	29.8	61.6
2020E 매출액	33,943.7	14,340.9	70,150.3	8,888.2	3,079.0	1,151.3	580.6
영업이익	6,095.7	2,254.1	15,593.9	-5.9	402.3	70.8	89.6
영업이익률(%)	18.0%	15.7%	22.2%	-0.1%	13.1%	6.1%	15.4%
순이익	4,880.9	1,630.3	13,002.1	-183.1	268.9	59.3	73.9
EPS	7	5	5	-55	506	1	2
EPS Growth(%)	-8.0%	-14.1%	11.0%	적전	-24.9%	-35.5%	24.7%
PER	42.4	54.6	27.7	79.4	32.1	64.9	70.8
PBR	5.6	20.3	7.6	6.3	4.0	4.0	14.2
ROE	13.1	38.6	32.3	-3.6	13.4	6.0	20.4
EV/EBITDA	26.1	31.4	19.4	49.0	17.3	40.2	51.2
2021E 매출액	36,952.1	15,318.3	74,186.9	9,996.8	2,694.9	1,274.1	732.9
영업이익	6,937.4	2,643.4	17,826.1	559.4	177.1	91.4	115.1
영업이익률(%)	18.8%	17.3%	24.0%	5.6%	6.6%	7.2%	15.7%
순이익	5,462.0	1,917.6	14,485.3	369.0	123.2	76.6	94.8
EPS	8	5	6	92	224	1	3
EPS Growth(%)	12.3%	15.4%	12.0%	흑전	-55.6%	27.1%	28.5%
PER	37.8	47.3	24.8	79.4	72.3	51.1	55.1
PBR	5.2	17.6	7.4	6.0	4.0	3.8	11.9
ROE	14.1	42.7	34.2	8.8	5.7	7.2	21.6
EV/EBITDA	22.9	26.8	17.3	24.7	31.4	33.7	40.3

자료: 유안타증권 리서치센터

## 아모레퍼시픽 (090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	52,778	55,801	43,624	47,608	51,649
매출원가	14,349	15,005	12,232	13,118	14,070
매출총이익	38,430	40,796	31,392	34,490	37,579
판매비	33,610	36,518	29,784	29,591	31,562
영업이익	4,820	4,278	1,608	4,899	6,017
EBITDA	7,481	9,133	5,558	8,259	8,705
영업외손익	-290	-572	-493	-206	-137
외환관련손익	27	28	-30	-20	-20
이자손익	103	-71	-14	89	185
관계기업관련손익	0	-3	-3	-3	-3
기타	-419	-527	-446	-272	-299
법인세비용차감전순이익	4,530	3,706	1,115	4,693	5,880
법인세비용	1,181	1,468	245	1,173	1,470
계속사업순이익	3,348	2,238	869	3,520	4,410
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	3,348	2,238	869	3,520	4,410
지배지분순이익	3,322	2,388	928	3,756	4,707
포괄순이익	3,584	2,310	942	3,593	4,483
지배지분포괄이익	3,556	2,463	1,005	3,830	4,779

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	6,467	7,183	7,298	7,399	7,616
당기순이익	3,348	2,238	869	3,520	4,410
감가상각비	2,661	4,855	3,950	3,360	2,688
외환손익	-3	20	30	20	20
중속, 관계기업관련손익	0	0	3	3	3
자산부채의 증감	-281	-1,614	1,002	-948	-949
기타현금흐름	741	1,684	1,445	1,445	1,445
투자활동 현금흐름	-4,139	-4,032	-1,789	-929	71
투자자산	44	-1,038	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-4,055	-2,465	-1,644	-1,000	0
유형자산 감소	17	278	0	0	0
기타현금흐름	-145	-807	-145	71	71
재무활동 현금흐름	-1,034	-3,874	-2,361	-2,361	-2,361
단기차입금	-151	-206	-206	-206	-206
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-883	-814	-301	-301	-301
기타현금흐름	0	-2,854	-1,854	-1,854	-1,854
연결범위변동 등 기타	20	104	-185	26	88
현금의 증감	1,313	-619	2,963	4,134	5,414
기초 현금	6,042	7,355	6,736	9,699	13,833
기말 현금	7,355	6,736	9,699	13,833	19,247
NOPLAT	4,820	4,278	1,608	4,899	6,017
FCF	1,888	3,358	4,562	5,086	6,252

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

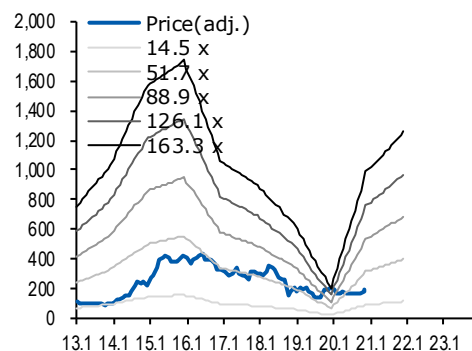
재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	15,672	18,031	19,208	23,927	29,933
현금및현금성자산	7,355	6,736	9,699	13,833	19,247
매출채권 및 기타채권	3,185	3,962	3,160	3,421	3,686
재고자산	4,033	4,526	3,538	3,861	4,189
비유동자산	38,039	41,859	39,910	37,550	34,862
유형자산	27,131	26,618	24,668	22,309	19,621
관계기업 등 지분관련자산	23	22	22	22	22
기타투자자산	521	462	462	462	462
자산총계	53,711	59,890	59,117	61,476	64,795
유동부채	7,632	10,666	9,577	9,473	9,376
매입채무 및 기타채무	5,484	6,224	5,905	6,007	6,117
단기차입금	715	993	787	581	374
유동성장기부채	0	1,976	1,976	1,976	1,976
비유동부채	1,615	4,236	4,236	4,236	4,236
장기차입금	447	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	9,247	14,902	13,813	13,709	13,612
지배지분	44,220	44,895	45,210	47,668	51,077
자본금	345	345	345	345	345
자본잉여금	7,205	7,235	7,235	7,235	7,235
이익잉여금	37,260	38,738	38,980	41,365	44,701
비지배지분	244	93	94	99	106
자본총계	44,464	44,988	45,304	47,767	51,183
순차입금	-6,645	-3,194	-6,364	-10,704	-16,324
총차입금	1,161	5,649	5,442	5,236	5,030

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	5,469	3,904	1,224	6,063	7,688
BPS	64,109	65,539	65,999	69,588	74,563
EBITDAPS	10,839	13,233	8,053	11,967	12,613
SPS	76,472	80,853	63,209	68,980	74,836
DPS	1,180	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	49.4	45.0	160.1	32.3	25.5
PBR	4.2	2.7	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	22.2	12.0	20.5	13.3	12.0
PSR	3.5	2.2	3.1	2.8	2.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	3.0	5.7	-21.8	9.1	8.5
영업이익 증가율 (%)	-19.2	-11.2	-62.4	204.7	22.8
지배순이익 증가율 (%)	-15.7	-28.1	-61.1	304.8	25.3
매출총이익률 (%)	72.8	73.1	72.0	72.4	72.8
영업이익률 (%)	9.1	7.7	3.7	10.3	11.7
지배순이익률 (%)	6.3	4.3	2.1	7.9	9.1
EBITDA 마진 (%)	14.2	16.4	12.7	17.3	16.9
ROIC	11.9	8.5	4.3	13.8	18.4
ROA	6.2	4.2	1.6	6.2	7.5
ROE	7.7	5.4	2.1	8.1	9.5
부채비율 (%)	20.8	33.1	30.5	28.7	26.6
순차입금/자기자본 (%)	-15.0	-7.1	-14.1	-22.5	-32.0
영업이익/금융비용 (배)	206.4	21.4	8.4	31.2	39.9

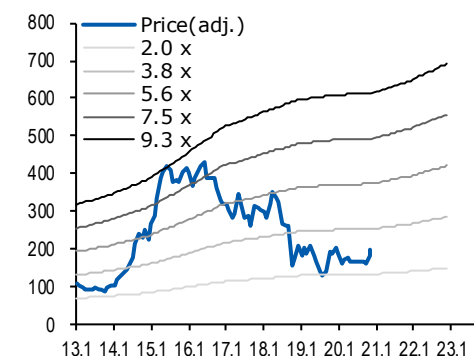
P/E band chart

(천원)

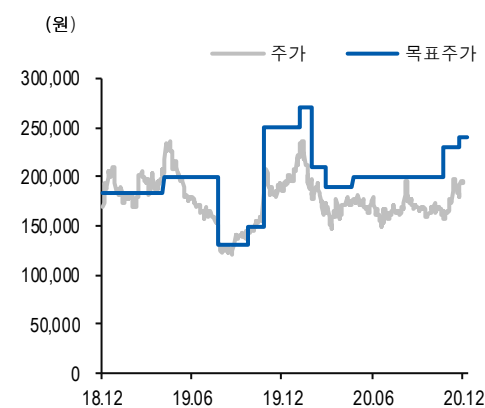


P/B band chart

(천원)



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-12-09	BUY	240,000	1년		
2020-12-02	BUY	240,000	1년		
2020-10-29	BUY	230,000	1년	-22.84	-14.35
2020-04-29	BUY	200,000	1년	-15.95	-1.75
2020-03-04	BUY	190,000	1년	-11.81	-5.00
2020-02-06	BUY	210,000	1년	-14.58	-7.38
2020-01-14	BUY	270,000	1년	-22.31	-12.41
2019-10-31	BUY	250,000	1년	-21.75	-7.20
2019-09-30	HOLD	150,000	1년	2.45	-
2019-08-01	HOLD	130,000	1년	1.44	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.2
Buy(매수)	91.6
Hold(중립)	7.2
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-12-06

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.