



하나금융그룹

2021년 2월 4일 | Equity Research

아모레퍼시픽 (090430)

4QRe: 중국 설화수 성장률 제고 긍정적

4분기 영업손실 92억원(YoY -551억원) 기록

4분기 연결 매출은 전년 동기대비 13% 감소한 1조 1,569억 원(YoY -13%), 영업손실 92억원으로 적자 전환하였다. 국내 화장품 매출은 YoY 20% 감소했는데, 디지털 채널(YoY 30%) 호조에도, 면세점(YoY -31%)을 비롯 대부분 채널 매출이 부진했기 때문이다. 해외 전체 화장품 매출은 5,428원 (YoY -3%)에 그쳤지만, 영업이익은 516억원(YoY 1,536%, OPM 9.5%)으로 큰 폭 개선되었다. 중국 법인 매출이 YoY 5%(OPM 9% 추정) 증가했는데, 설화수 매출이 광군제 효과로 YoY 60% 고신장했기 때문이다. 이외 지역에서 수익성이 개선된 이유는 오프라인 점포 폐점으로 임대료/인건비가 감소했기 때문이다. 희망퇴직 관련 일회성 비용(약 850억원) 영향 영업이익률은 -0.8%(YoY -4.2%p)까지 하락했다. 국내외 직영점 폐점 비용(매장위약금 등) 460억원(해외법인 자산손상차손 200억원)이 반영되면서 세전이익은 783억원 (YoY -445억원) 적자를 기록했다.

1분기 관전 포인트 세가지: 국내 면세점/중국 설화수/해외법인 수익성

4분기는 부진한 실적이지만, 내용은 긍정적인 부분이 더 많다. 면세점 성장률은 아쉽지만, 중국 설화수 고신장으로 대중국 브랜드력이 제고되고 있음을 보였다. 특히, 고가 자음 생 라인 비중 상승은 고무적이다. 해외사업 구조조정 효과도 2021년 실적 개선 폭을 높일 수 있는 요인이다. 오프라인 점포 스크랩에도 불구하고 매출 증가가 이어진다면 상당한 수익성 개선을 기대할 수 있다. 중국 사업에서 설화수 매출 비중은 30% 초반까지, 디지털 비중은 60%를 넘어섰다. 고마진 브랜드와 채널 비중 상승으로 중장기 실적 턴어라운드 가능성이 높아지고 있다.

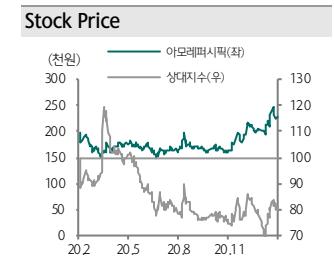
1분기 영업이익은 1,230억원(YoY 102%)으로 추정한다. 중국 사업 기저효과가 클 것으로 기대한다. 면세점 YoY 0%, 온라인 YoY 20%, 중국 법인 YoY 55% 성장을 가정한 수치다. 1) 면세점 회복, 2) 중국 설화수 고신장 지속, 3) 해외법인 수익성 유지가 관건이다. 2021년 연간 연결 영업이익은 3,850억원(YoY 170%) 수준이 가능할 전망이다. 한편, 회사 측은 올해 실적 가이던스로 아모레G 기준 매출 5.6조원, 영업이익 3,800억원을 제시했다. 면세점 매출 YoY 10%, 중국 법인 매출 YoY 10%, 설화수 YoY 30% 이상 성장을 목표하고 있다.

Earnings Review

Neutral

| TP(12M): 240,000원(상향) | CP(2월 3일): 227,500원

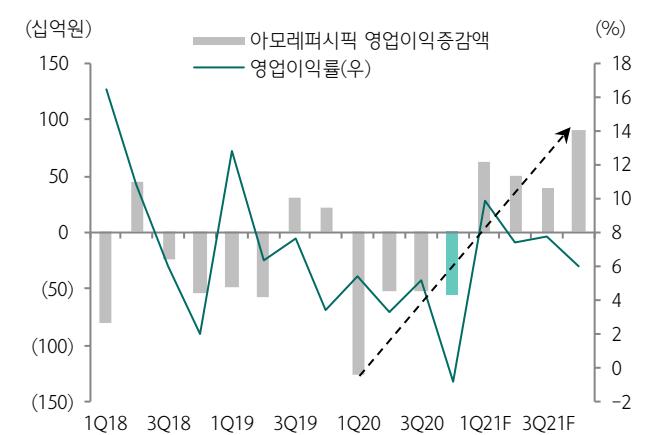
Key Data	Consensus Data	
	2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	3,129.68	
52주 최고/최저(원)	246,000/1 47,500	
시가총액(십억원)	13,299.3	
시가총액비중(%)	0.62	
발행주식수(천주)	58,458.5	
60일 평균 거래량(천주)	352.7 32.9	
60일 평균 거래대금(십억원)	71.8	
20년 배당금(예상,원)	1,000	
20년 배당수익률(예상,%)	0.55	
외국인지분율(%)	32.78	
주요주주 지분율(%)		
아모레퍼시픽그룹 외 4 인	49.29	
국민연금공단	6.51	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	10.4 41.7 19.1	
상대	1.4 2.0 (19.4)	



목표주가 19.5→24만원, 투자의견 '중립' 유지

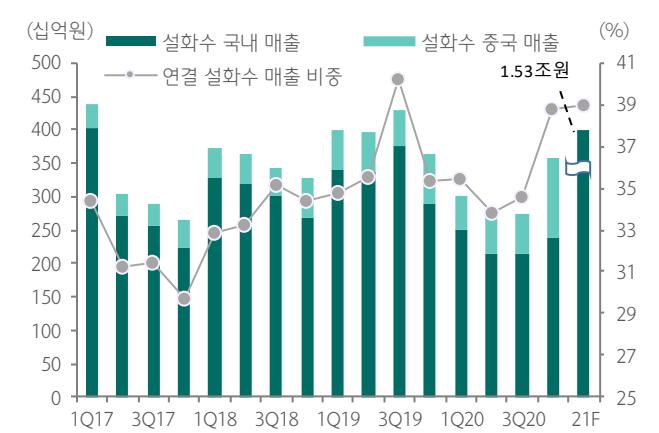
실적 추정치 상향 조정에 따라 목표주가를 24만원(12MF PER 35배)으로 올린다. 2023년 예상 EPS에 적정 PER 27배를 적용한 후, 현재가치로 할인 적용한 수치다. 실적 턴 어라운드 국면 가파른 이익 개선을 감안 높은 밸류에이션 프리미엄을 적용하였다. 현재 주가는 12MF PER 33배로 단기 주가 상승 여력은 제한적이다. 중국 설화수 고신장과 수익성 개선은 투자심리 개선 요인이지만, 밸류에이션 부담이 큰 것도 사실이다. 만일 i) 설화수 고신장이 2019년 3분기처럼 광군제 영향 일시적인 매출 증가였다면, ii) 해외 사업 수익성 개선이 자산손상차손 등에 의한 일시적인 현상이었다면 주가 모멘텀은 약화될 수 있다. 1분기 실적 추이를 유심히 지켜볼 필요가 있다.

그림 1. 아모레퍼시픽 분기별 영업이익 증감과 영업이익률



자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

그림 2. 아모레퍼시픽 설화수 연결 매출 및 매출 비중 추이



자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

표 1. 아모레퍼시픽 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

4분기 영업손실 92억원(YoY -551억원) 기록

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2020년	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021년
매출	1,131	1,056	1,089	1,157	4,432	1,242	1,155	1,223	1,379	4,999
국내화장품	619	531	534	526	2,210	616	568	616	651	2,451
생활용품	142	125	138	90	496	139	124	138	93	494
해외화장품	374	405	423	543	1,745	492	469	475	619	2,054
영업이익	61	35	56	-9	143	123	85	95	82	385
화장품	72	45	26	-31	113	74	51	55	45	225
생활용품	14	5	11	-26	5	11	4	8	-10	13
해외화장품	-32	-21	20	52	18	38	30	32	43	143
세전이익	66	19	19	-78	25	108	71	81	68	328
순이익	72	11	10	-57	35	131	85	98	82	395
영업이익률(%)	5.4	3.3	5.1	-0.8	3.2	9.9	7.4	7.8	5.9	7.7
화장품	11.7	8.5	4.8	-5.8	5.1	12.0	9.0	9.0	6.9	9.2
생활용품	10.0	4.3	7.6	-28.2	0.9	8.0	3.5	6.0	-11.2	2.7
해외화장품	-8.7	-5.2	4.7	9.5	1.0	7.7	6.4	6.7	7.0	6.9
세전이익률(%)	5.8	1.8	1.8	-6.8	0.6	8.7	6.1	6.6	4.9	6.6
순이익률(%)	6.3	1.0	0.9	-4.9	0.8	10.5	7.4	8.0	5.9	7.9
매출(YoY, %)	-22.1	-24.2	-22.4	-13.2	-20.6	9.8	9.4	12.4	19.2	12.8
국내화장품	-21.6	-31.1	-31.5	-19.8	-26.3	-0.4	6.8	15.2	23.8	10.9
생활용품	-6.1	4.2	-8.2	-8.2	-4.7	-2.0	-1.4	0.0	3.2	-0.3
해외화장품	-28.3	-20.8	-13.0	-2.7	-16.0	31.4	15.6	12.2	14.1	17.7
영업이익(YoY, %)	-67.3	-59.9	-47.9	적전	-66.6	101.6	141.8	70.1	흑전	169.5
화장품	-38.4	-40.5	-65.5	적전	-64.4	2.2	13.0	117.3	흑전	100.2
생활용품	20.3	흑전	16.7	적지	39.4	-21.6	-19.9	-21.0	적지	190.2
해외화장품	적전	적전	-43.4	1,512.5	-82.8	흑전	흑전	60.7	-15.9	696.5
세전이익(YoY, %)	-64.4	-77.2	-86.0	적지	-93.2	65.4	278.1	319.9	흑전	1,196.1
순이익(YoY, %)	-42.0	-81.9	-90.7	적지	-85.3	82.4	674.6	913.9	흑전	1,025.7

자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

표 2. 아모레퍼시픽 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

2021년 연결 매출과 영업이익 각각
YoY 13%, 170% 증가한
4조 9,993억원과 3,855억원 전망

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출	5,580	4,432	4,999	5,573	6,178
화장품	2,997	2,210	2,451	2,752	3,073
생활용품	521	496	494	501	513
해외화장품	2,078	1,745	2,054	2,319	2,592
영업이익	428	143	385	450	529
화장품	316	113	225	256	292
생활용품	3	5	13	14	15
해외화장품	104	18	143	177	219
세전이익	371	25	328	412	501
순이익	224	22	246	310	378
지배주주순이익	239	35	395	498	607
적정시가총액	12,045	13,009	14,049	15,173	16,387
주식수(천주)	58,458	58,458	58,458	58,458	58,458
적정주가(천원)	206	223	240	260	280
적정PER(배)	50.4	370.6	35.6	30.5	27.0
EPS(원)	4,085	600	6,759	8,512	10,382
영업이익률(%)	7.7	3.2	7.7	8.1	8.6
화장품	9.0	4.2	7.7	7.9	8.1
생활용품	0.6	0.9	2.7	2.7	3.0
해외화장품	5.0	1.0	6.9	7.6	8.5
매출 (YoY, %)	5.7	-20.6	12.8	11.5	10.9
화장품	5.7	-26.3	10.9	12.3	11.7
생활용품	1.5	-4.7	-0.3	1.4	2.2
해외화장품	5.5	-16.0	17.7	12.9	11.8
영업이익 (YoY, %)	-11.2	-66.6	169.5	16.8	17.6
국내부문	11.3	-64.4	100.2	13.5	14.1
해외화장품	-49.7	-82.8	696.5	24.3	23.7
순이익 (YoY, %)	-33.2	-90.2	1025.7	25.9	22.0

자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	5,277.8	5,580.1	4,432.2	4,999.3	5,572.6
매출원가	1,434.9	1,500.5	1,265.5	1,404.8	1,543.6
매출총이익	3,842.9	4,079.6	3,166.7	3,594.5	4,029.0
판관비	3,361.0	3,651.8	3,023.8	3,209.0	3,579.0
영업이익	482.0	427.8	142.9	385.5	450.0
금융손익	10.0	(5.2)	(6.7)	(4.4)	(2.2)
종속/관계기업손익	0.0	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타영업외손익	(39.0)	(51.7)	(110.8)	(52.9)	(35.9)
세전이익	453.0	370.6	25.2	328.0	411.7
법인세	118.1	146.8	3.5	82.0	101.9
계속사업이익	334.8	223.8	21.8	246.0	309.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	334.8	223.8	21.8	246.0	309.8
비지배주주지분 순이익	2.6	(15.0)	(1.5)	(16.5)	(20.8)
지배주주순이익	332.2	238.8	35.1	395.1	497.6
지배주주지분포괄이익	355.6	246.3	23.2	262.3	330.3
NOPAT	356.3	258.3	123.3	289.1	338.6
EBITDA	748.1	913.3	524.1	684.8	685.1
성장성(%)					
매출액증가율	3.01	5.73	(20.57)	12.80	11.47
NOPAT증가율	(14.84)	(27.50)	(52.26)	134.47	17.12
EBITDA증가율	(8.78)	22.08	(42.61)	30.66	0.04
영업이익증가율	(19.18)	(11.24)	(66.60)	169.77	16.73
(지배주주)순익증가율	(15.69)	(28.12)	(85.30)	1,025.64	25.94
EPS증가율	(15.69)	(28.11)	(85.29)	1,024.75	25.92
수익성(%)					
매출총이익률	72.81	73.11	71.45	71.90	72.30
EBITDA이익률	14.17	16.37	11.82	13.70	12.29
영업이익률	9.13	7.67	3.22	7.71	8.08
계속사업이익률	6.34	4.01	0.49	4.92	5.56

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	4,813	3,460	509	5,725	7,209
BPS	64,092	66,519	65,862	68,673	72,470
CFPS	11,869	14,764	6,068	9,115	9,291
EBITDAPS	10,839	13,233	7,594	9,922	9,926
SPS	76,472	80,853	64,220	72,436	80,744
DPS	1,180	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	43.53	57.80	404.72	39.74	31.56
PBR	3.27	3.01	3.13	3.31	3.14
PCFR	17.65	13.55	33.95	24.96	24.49
EV/EBITDA	16.96	13.50	20.15	14.72	14.00
PSR	2.74	2.47	3.21	3.14	2.82
재무비율(%)					
ROE	7.75	5.36	0.79	8.70	10.43
ROA	6.18	4.20	0.61	6.93	8.30
ROIC	11.27	7.22	3.44	8.95	11.34
부채비율	20.80	33.12	25.11	26.01	26.51
순부채비율	(14.94)	(7.10)	(15.18)	(24.66)	(32.99)
이자보상배율(배)	206.42	21.42	6.50	19.49	25.28

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,567.2	1,803.1	1,773.7	2,332.6	2,891.9
금융자산	780.6	884.3	1,043.1	1,509.0	1,974.3
현금성자산	735.5	673.6	847.5	1,305.9	1,763.7
매출채권	286.7	365.9	290.6	327.8	365.4
재고자산	403.3	452.6	359.5	405.5	452.0
기타유동자산	96.6	100.3	80.5	90.3	100.2
비유동자산	3,803.9	4,185.9	3,796.3	3,501.1	3,270.3
투자자산	54.4	48.4	40.0	44.1	48.4
금융자산	52.1	46.2	38.2	42.2	46.2
유형자산	2,713.1	2,661.8	2,280.6	1,981.3	1,746.2
무형자산	254.1	226.5	226.5	226.5	226.5
기타비유동자산	782.3	1,249.2	1,249.2	1,249.2	1,249.2
자산총계	5,371.1	5,989.0	5,570.0	5,833.7	6,162.1
유동부채	763.2	1,066.6	726.4	796.8	868.0
금융부채	71.5	296.9	99.3	99.3	99.3
매입채무	111.8	172.5	137.0	154.5	172.2
기타유동부채	579.9	597.2	490.1	543.0	596.5
비유동부채	161.5	423.6	391.6	407.4	423.4
금융부채	44.7	267.9	267.9	267.9	267.9
기타비유동부채	116.8	155.7	123.7	139.5	155.5
부채총계	924.7	1,490.2	1,117.9	1,204.2	1,291.4
지배주주지분	4,422.0	4,489.5	4,444.1	4,638.2	4,900.2
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	723.5	723.5	723.5	723.5
자본조정	(17.6)	(117.6)	(117.6)	(117.6)	(117.6)
기타포괄이익누계액	(41.3)	(24.7)	(24.7)	(24.7)	(24.7)
이익잉여금	3,726.0	3,873.8	3,828.5	4,022.4	4,284.5
비지배주주지분	24.4	9.3	7.9	(8.7)	(29.5)
자본총계	4,446.4	4,498.8	4,452.0	4,629.5	4,870.7
순금융부채	(664.5)	(319.4)	(675.8)	(1,141.7)	(1,607.0)

현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	646.7	718.3	416.5	538.6	538.1
당기순이익	334.8	223.8	21.8	246.0	309.8
조정	34	66	38	30	24
감가상각비	266.1	485.5	381.2	299.3	235.1
외환거래손익	(0.3)	2.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.3	0.0	0.0	0.0
기타	(231.8)	(421.8)	(343.2)	(269.3)	(211.1)
영업활동 자산부채 변동	(28.1)	(161.4)	13.6	(6.7)	(6.8)
투자활동 현금흐름	(413.9)	(403.2)	23.5	(11.6)	(11.7)
투자자산감소(증가)	7.9	6.0	8.4	(4.2)	(4.2)
자본증가(감소)	(403.8)	(218.8)	0.0	0.0	0.0
기타	(18.0)	(190.4)	15.1	(7.4)	(7.5)
재무활동 현금흐름	(103.4)	(387.4)	(266.1)	(68.6)	(68.6)
금융부채증가(감소)	(13.4)	448.7	(197.6)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.7)	(757.7)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(88.3)	(81.4)	(68.6)	(68.6)	(68.6)
현금의 증감	131.3	(61.9)	173.9	458.5	457.8
Unlevered CFO	819.2	1,018.9	418.8	629.1	641.3
Free Cash Flow	241.2	471.8	416.5	538.6	538.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

아모레퍼시픽



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
21.2.4	Neutral	240,000		
21.1.12	Neutral	195,000	16.36%	7.95%
20.7.7	Neutral	165,000	7.35%	31.52%
20.2.27	Neutral	180,000	-6.71%	0.83%
20.1.8	Neutral	220,000	-9.26%	7.50%
19.10.31	BUY	220,000	-12.05%	1.14%
19.9.9	Neutral	150,000	-1.13%	22.67%
18.11.29	Neutral	190,000	-6.13%	23.95%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.13%	7.87%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 02월 03일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 2월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2021년 2월 4일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

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 것임이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.