

아모레퍼시픽

BUY(유지)

090430 기업분석 | 화장품

목표주가(상향)	300,000원	현재주가(02/03)	227,500원	Up/Downside	+31.9%
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------

2021. 02. 04

뼈를 깎는 고통 뒤 빛을 보다

Comment

돌보이는 아시아 이익 개선: 4Q20 연결매출 11,569억원(-13%YoY), 영업적자 92억원으로 매출은 기대치에 부합했고, 희망퇴직 관련 일회성 비용(850억원)이 예상보다 다소 커져 영업적자폭을 키웠다. 이외 영업외 실적이 부진한 해외법인의 유무형 자산 처분 등 잡손실 증가가 순이익 부진폭을 키웠다. 다만 일회성 요인을 제거하면 이익 개선에서 긍정 시그널이 엿보인다. 특히 국내외 온라인 채널 매출 증가에 대한 채널 믹스 개선이 지속 중이다. 중국 내 온라인 매출 비중이 4Q20에만 60%에 달할 만큼 온라인 집객이 양호하고, 브랜드별로는 렉서리 브랜드 설화수 매출 비중이 지속 증가하면서 마진 기여를 높이고 있다. 국내 면세가 여전히 30%YoY 매출 감소 했으나 중국 로컬 면세 중심으로 매출 성장이 강하고, 중국 진출 브랜드들 대부분 점포 효율화에 대한 성과가 나타나고 있다.

구조조정 이후 이익 레버리지는 더 무섭다: 중국을 중심으로 한 매출 개선세가 기대보다 강하다. 오프라인 점포 효율화 작업에 대한 성과가 나타나면서 이익 개선 속도가 빨라 보여 21년 이익 추정치를 높여 보는데 무리가 없다는 판단이다. 설화수를 중심으로 한 매출 성장과 온라인 채널 매출 증가에 따른 믹스 개선이 매출 회복에 따른 이익 레버리지 효과를 극대화 시킬 것으로 보인다. 성장이 저조했던 설화수 이외 브랜드들도 신규 라인 추가 등으로 국내외 온라인 등에서 수요가 점차 개선세를 보이는 것으로 판단된다. 사내 벤처를 활용한 신규 브랜드 런칭 및 각종 협업 마케팅이 10~20대들의 트래픽 유입으로 이어지고 있는 것으로도 보여 21년 시작이 순조로워 보인다.

Action

목표주가 30만원 상향 제시, 매수 선호: 추정치 상향으로 목표주가도 30만원으로 상향 제시한다. 텐어라운드의 시작 구간으로서 고밸류 부담이 있다고 느낄 수 있지만 실적 기대치의 추가 상향 가능성도 높은 만큼 매수 관점을 지속해서 유지할 필요가 높다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data		
FYE Dec	2018	2019	2020E	2021E	2022E	52주 최저/최고	147,500/246,000원	
매출액	5,278	5,580	4,432	5,429	6,107	KOSDAQ /KOSPI	971/3,130pt	
(증가율)	3.0	5.7	-20.6	22.5	12.5	시가총액	132,993억원	
영업이익	482	428	143	442	605	60일-평균거래량	352,733	
(증가율)	-19.2	-11.2	-66.6	209.3	36.8	외국인지분율	32.8%	
자배주주순이익	332	239	23	306	454	60일-외국인지분율변동추이	+3.2%	
EPS	5,469	3,904	212	5,053	7,585	주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 4 인 49.3%	
PER (H/L)	65.1/26.6	61.6/30.2	971.3	45.0	30.0	(천원)		
PBR (H/L)	5.6/2.3	3.7/1.8	3.2	3.3	3.1	아모레퍼시픽(주)	(pt)	
EV/EBITDA (H/L)	29.1/12.1	16.2/8.2	18.1	15.4	13.3	KOSPI지수대비(우)		
영업이익률	9.1	7.7	3.2	8.1	9.9	0	0	
ROE	7.7	5.4	0.5	6.7	9.3	200		
						주가상승률	1M 3M 12M	
						절대기준	10.4 40.4 19.1	
						상대기준	1.4 5.1 -19.4	

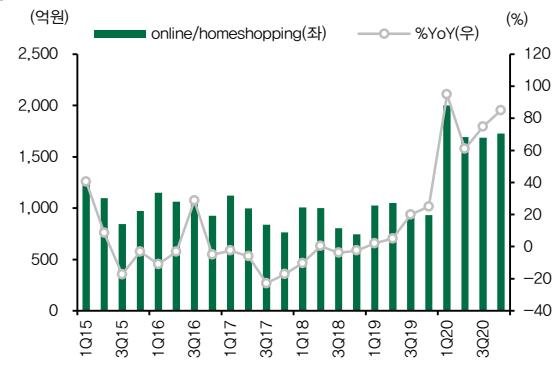
도표 1. 아모레퍼시픽 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	19	20P	21E
연결매출	11,309	10,557	10,886	11,570	13,747	13,467	12,811	14,260	55,801	44,323	54,285
국내	7,608	6,567	6,727	6,164	9,351	8,888	8,157	7,241	35,181	27,065	33,637
cosmetics	6,186	5,314	5,343	5,260	7,859	7,569	6,704	6,291	29,973	22,103	28,422
Daily beauty	1,421	1,253	1,384	904	1,492	1,319	1,453	950	5,207	4,962	5,214
해외	3,739	4,054	4,232	5,428	4,436	4,643	4,727	7,042	20,783	17,454	20,848
아시아	3,455	3,885	3,943	5,214	4,138	4,359	4,425	6,841	19,635	16,498	19,764
유럽	54	30	50	55	56	41	51	51	218	189	198
북미	230	139	239	159	242	243	251	150	930	767	886
%YoY	-22.1	-24.2	-22.4	-13.2	21.6	27.6	17.7	23.3	5.7	-20.6	22.5
국내	-19.1	-26.4	-27.7	-18.3	22.9	35.3	21.3	17.5	5.1	-23.1	24.3
cosmetics	-21.6	-31.1	-31.5	-19.8	27.0	42.4	25.5	19.6	5.8	-26.3	28.6
Daily beauty	-6.1	4.2	-8.2	-8.3	5.0	5.3	5.0	5.1	1.5	-4.7	5.1
해외	-28.3	-20.8	-13.0	-2.7	18.6	14.5	11.7	29.7	5.5	-16.0	19.4
아시아	-30.6	-20.0	-12.8	-1.3	19.8	12.2	12.2	31.2	4.8	-16.0	19.8
유럽	-6.9	-37.5	-15.3	3.8	3.0	35.0	2.0	-6.7	-24.8	-13.3	5.0
북미	26.4	-35.9	-16.4	-35.1	5.0	75.0	5.0	-5.5	37.6	-17.5	15.5
영업이익	609	353	560	-92	1,409	1,257	1,027	729	4,278	1,430	4,423
국내	866	506	360	-560	1,210	1,010	846	437	3,195	1,172	3,504
cosmetics	724	452	255	-305	1,061	984	737	503	3,162	1,126	3,286
Daily beauty	142	54	105	-255	149	26	109	-67	33	46	218
해외	-325	-210	197	516	131	190	177	341	1,041	178	839
아시아	-300	-136	157	494	170	228	212	265	1,201	215	875
유럽	-8	-14	4	5	-19	-16	-15	41	-90	-13	-10
북미	-17	-60	36	17	-19	-22	-20	35	-70	-24	-27
영업이익률	5.4	3.3	5.1	-0.8	10.3	9.3	8.0	5.1	7.7	3.2	8.1
국내	11.4	7.7	5.4	-9.1	12.9	11.4	10.4	6.0	9.1	4.3	10.4
cosmetics	11.7	8.5	4.8	-5.8	13.5	13.0	11.0	8.0	10.5	5.1	11.6
Daily beauty	10.0	4.3	7.6	-28.2	10.0	2.0	7.5	-7.0	0.6	0.9	4.2
해외	-8.7	-5.2	4.6	9.5	3.0	4.1	3.7	4.8	5.0	1.0	4.0
아시아	-8.7	-3.5	4.0	9.5	4.1	5.2	4.8	3.9	6.1	1.3	4.4
유럽	-14.8	-46.7	8.0	9.1	-35.0	-40.0	-30.0	80.0	-41.3	-6.9	-5.0
북미	-7.4	-43.2	15.1	10.7	-8.0	-9.0	-8.0	23.1	-7.5	-3.1	-3.0

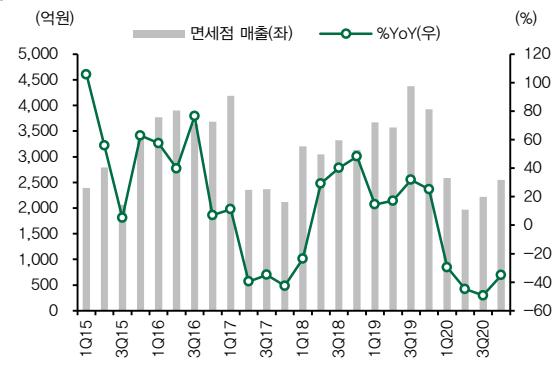
자료: DB금융투자

도표 2. 아모레퍼시픽 디지털 채널 매출 성장 추이



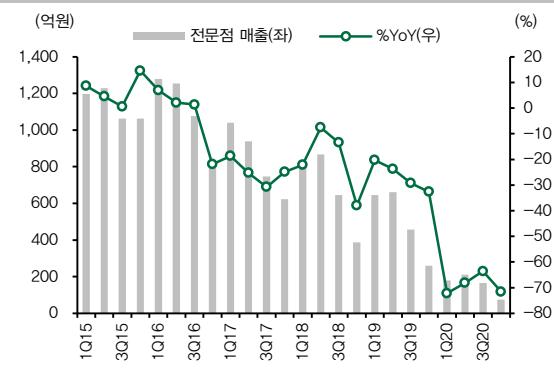
자료: DB 금융투자

도표 3. 아모레퍼시픽 면세 매출 성장 추이



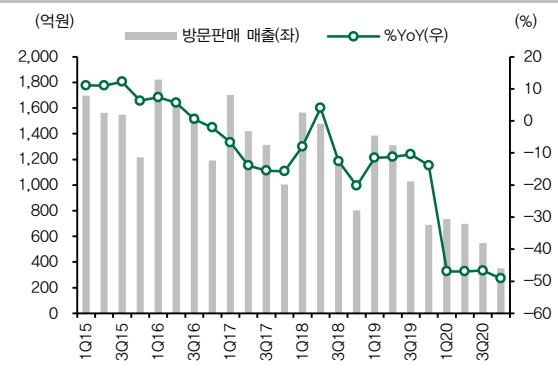
자료: DB 금융투자

도표 4. 아모레퍼시픽 전문점 채널 매출 성장 추이



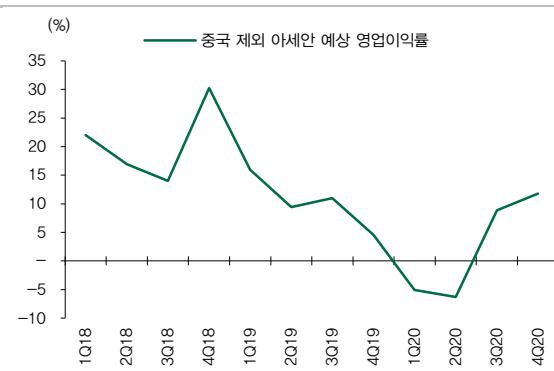
자료: DB 금융투자

도표 5. 아모레퍼시픽 방문 매출 성장 추이



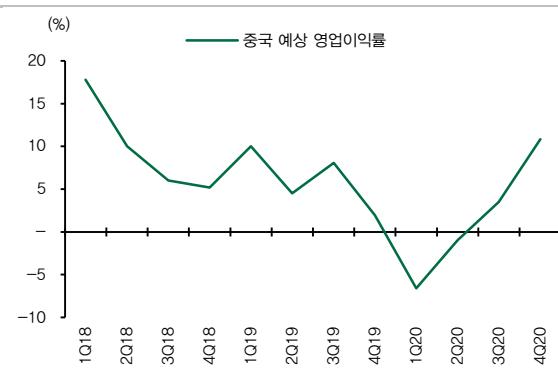
자료: DB 금융투자

도표 6. 아모레퍼시픽 아시아 영업이익률 추정



자료: DB 금융투자

도표 7. 아모레퍼시픽 중국 영업이익률 추정



자료: DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,567	1,803	1,969	2,478	2,987
현금및현금성자산	736	674	882	1,218	1,634
매출채권및기타채권	319	396	286	336	374
재고자산	403	453	335	409	463
비유동자산	3,804	4,186	3,860	3,588	3,450
유형자산	2,713	2,662	2,336	2,064	1,926
무형자산	254	227	227	227	227
투자자산	54	48	48	48	48
자산총계	5,371	5,989	5,899	6,137	6,507
유동부채	763	1,067	1,006	1,026	1,057
매입채무및기타채무	548	622	566	588	619
단기应付및단기차채	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	1,429	1,449	1,480
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	724	724	724	724
이익잉여금	3,726	3,874	3,846	4,083	4,451
비자본주자분	24	9	8	-11	-40
자본총계	4,446	4,499	4,469	4,687	5,027

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	647	718	697	542	705
당기순이익	335	224	22	287	425
현금유동이 없는 비용 및 수익	484	795	527	514	497
유형 및 무형자산상각비	266	485	528	421	360
영업관련자산부채변동	-28	-161	152	-156	-65
매출채권및기타채권의감소	37	-83	110	-51	-38
재고자산의감소	-77	-94	117	-74	-54
매입채권및기타채무의증가	-20	62	-56	22	31
투자활동현금흐름	-414	-403	-198	-143	-210
CAPEX	-405	-247	-202	-150	-221
투자자산의순증	8	6	-1	0	0
재무활동현금흐름	-103	-387	-83	-63	-78
사채및자본금의증가	-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	208	336	416
기초현금	604	736	674	882	1,218
기말현금	736	674	882	1,218	1,634

자료: 아모레퍼시픽, DB 금융투자

주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,278	5,580	4,432	5,429	6,107
매출원가	1,435	1,501	1,265	1,472	1,618
매출총이익	3,843	4,080	3,167	3,956	4,489
판관비	3,361	3,652	3,024	3,514	3,884
영업이익	482	428	143	442	605
EBITDA	748	913	671	864	965
영업외손익	-29	-57	-119	-53	-27
금융순익	10	-5	5	10	16
투자순익	0	0	-1	0	0
기타영업외손익	-39	-52	-123	-63	-43
세전이익	453	371	25	390	579
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	335	224	22	287	425
자비주주지분순이익	332	239	23	306	454
비자비주주지분순이익	3	-15	-1	-19	-29
총포괄이익	358	231	22	287	425
증감률(%YoY)					
매출액	3.0	5.7	-20.6	22.5	12.5
영업이익	-19.2	-11.2	-66.6	209.3	36.8
EPS	-16.0	-28.6	-94.6	2,282.3	50.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(% 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	5,469	3,904	212	5,053	7,585
BPS	64,072	65,050	64,642	68,082	73,415
DPS	1,180	1,000	700	1,000	1,300
Multiple(배)					
P/E	38.3	51.2	971.3	45.0	30.0
P/B	3.3	3.1	3.2	3.3	3.1
EV/EBITDA	17.0	13.5	18.1	15.4	13.3
수익성(%)					
영업이익률	9.1	7.7	3.2	8.1	9.9
EBITDA마진	14.2	16.4	15.1	15.9	15.8
순이익률	6.3	4.0	0.5	5.3	7.0
ROE	7.7	5.4	0.5	6.7	9.3
ROA	6.2	3.9	0.4	4.8	6.7
ROIC	11.1	7.2	3.4	9.8	13.8
안정성 및 기타					
부채비율(%)	20.8	33.1	32.0	30.9	29.4
이자보상배율(배)	206.4	21.4	14.4	44.9	61.6
배당성향(배)	20.6	25.9	188.2	20.2	17.7

주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 고리율은 수정주가로 기준으로 산출되었습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2021-01-06 기준) - 매수(89.6%) 중립(10.4%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

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

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	일자	투자의견	목표주가	고리율(%)
		평균	최고/최저			평균	최고/최저
19/02/01	Hold	165,000	17.3 / 42.1	20/06/17	Buy	200,000	-11.8 / 10.3
19/04/16	Hold	200,000	-5.3 / 17.8	21/01/18	Buy	250,000	-7.5 / -1.6
19/07/09	Hold	180,000	-20.5 / 2.2	21/02/04	Buy	300,000	-
19/10/31	Buy	230,000	-15.9 / -3.3				
20/01/08	Buy	270,000	-21.1 / -12.4				
20/02/06	Buy	250,000	-31.8 / -22.2				
20/04/07	Buy	220,000	-21.5 / -17.5				

주: *표는 담당자 변경

