

2021. 2. 4



▲ 화장품/섬유이복

Analyst **하누리**  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

RA **정은수**  
02. 6454-4887  
esjung@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **270,000 원**

현재주가 (2.3) **227,500 원**

상승여력 **18.7%**

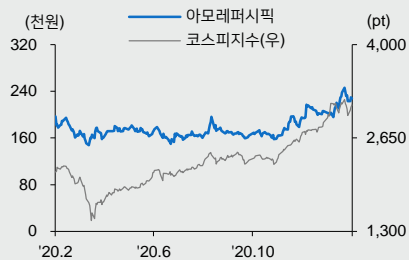
KOSPI	3,129.68pt
시가총액	132,993억원
발행주식수	5,846만주
유동주식비율	49.84%
외국인비중	32.78%
52주 최고/최저가	246,000원/147,500원
평균거래대금	718.0억원

주요주주(%)

아모레퍼시픽그룹 외 4인	49.29
국민연금공단	6.51

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.4	41.7	19.1
상대주가	1.4	2.0	-19.4

주가그래프



# 아모레퍼시픽 090430

## 4Q20 Review: 중국 보고 가자

- ✓ 4Q20: 1조 1,569억원(-13.3%), 영업손실 92억원(적전), 순손실 572억원(-15.8%)
- ✓ 국내: 면세 시장 상회(아모레 -30.9% vs. 시장 -37.8%), 럭셔리 비중 확대(+1.6%p)
- ✓ 중국: 제품 (설화수 +60%) 및 채널 (온라인 +40%) 믹스 개선 → OPM 11.3% 추정
- ✓ 중국 설화수 재부상 + 채널 효율화 → 구조적 체질 개선 → 매수 접근 추천
- ✓ 백신 접종 개시, 국제 여행 재개, 시진핑 주식 방한 등 모멘텀 강화 변수 또한 상존

### 4Q20 예견된 빅배스

아모레퍼시픽은 2020년 4분기 매출액 1조 1,569억원(-13.3% YoY; 이하 YoY), 영업손실 92억원(적전), 순손실 572억원(-15.8%)을 기록했다. 대규모 일회성 비용이 반영되었다. 영업단에 희망 퇴직 관련 인력 구조조정 영향(850억원)과, 영업외단위의 매장 철수 관련 자산처분(460억원) 및 외화환산(190억원) 손실을 말한다. 빅배스 성격의 일회성 비용으로써, 추후 수익성 개선의 기반이 되겠다.

[국내] 화장품 매출액 5,260억원(-19.8%), 영업손실 305억원(적전)을 시현했다. 온라인(+30.0%) 강세와 오프라인(-31.0%) 약세가 계속되었다. 면세 성과가 시장을 웃돈 점이 고무적이다(아모레 -30.9% vs. 시장 -37.8%). 럭셔리 매출 비중이(+1.6%p YoY, +1.8%p QoQ) 5개 분기 만에 늘어나기도 했다.

[중국] 매출액과 영업이익으로 각각 3,921억원(+6.6%), 442억원(+396.6%)을 나타냈다. 고단가 제품 설화수와(+60.0%) 고마진 채널 온라인(+40.0%; 비중 60%)이 완벽한 콜라보레이션을 이루며, 오랜만에 두 자릿수 수익성(OPM 11.3%)을 실현했다.

### 투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 270,000원(상향) 제시

아모레퍼시픽에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 270,000원으로 +12% 상향한다('21E EPS 변동률 +12.4%). 그 어느 때보다 중국 현지 성과가 중요한 시점이다. ① 설화수 재부상('21E 중국 상위 브랜드 매출 비중: 설화수 35% > 이니스프리 26%) 및 ② 채널 효율화('21E 이니스프리 오프라인 -170개점, 온라인 매출 +20%) 통한 구조적 체질 개선이 기대되는 바, 매수 접근을 추천한다. ③ 백신 접종 개시, 국제 여행 재개, 시진핑 주식 방한 등 모멘텀 강화 변수 또한 남아있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	5,277.8	482.0	332.2	5,469	-16.2	64,073	38.3	3.3	17.0	7.7	20.8
2019	5,580.1	427.8	238.8	3,904	-33.9	65,050	51.2	3.1	13.5	5.4	33.1
2020E	4,432.2	143.0	-2.6	-227	-112.9	63,170	-909.1	3.3	22.7	-0.1	26.0
2021E	4,857.9	402.2	281.7	4,628	-1,041.2	66,166	49.2	3.4	18.3	6.3	24.4
2022E	5,333.9	486.0	363.4	6,017	30.1	70,213	37.8	3.2	16.8	7.7	22.8

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,156.9	1,333.7	-13.3	1,088.6	6.3	1,148.5	0.7	1,168.8	-1.0
영업이익	-9.2	45.9	적전	56.0	적전	-6.2	-48.4	-31.7	71.0
순이익	-57.2	-49.4	적지	9.6	적전	-27.4	-108.8	-70.4	18.8
영업이익률(%)	-0.8	3.4	-4.2	5.1	-5.9	-0.5	-0.3	-2.7	1.9
순이익률(%)	-4.9	-3.7	-1.2	0.9	-5.8	-2.4	-2.6	-6.0	1.1

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	4,857.9	5,333.9	4,761.2	5,213.1	2.0	2.3	5,052.3	5,622.5
영업이익	402.2	486.0	358.3	432.9	12.3	12.3	395.2	514.2
순이익	281.7	363.4	250.6	310.0	12.4	17.2	281.1	374.6

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, 배, 원)	NOPLAT	Target P/E	적정가치	비고
영업가치 (A)	380	38.9	14,757	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균 값 적용
지분가치 (B)			820	
순현금	335		335	3Q20 말 장부가 기준
투자부동산	486		486	3Q20 말 장부가 기준
적정 시가총액 (C)			15,577	(A)+(B)
주식 수 (D)			57,949	유통 주식 수 기준
적정주가 (원)	268,804		270,000	(C)/(D), 반올림
현재주가 (원)			227,500	
상승여력 (%)			18.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
아모레퍼시픽	13,299	4,858	5,334	402	486	282	363	49.2	37.8	3.4	3.2	6.3	7.7	18.3	16.8
LG생활건강	25,489	8,454	9,097	1,324	1,452	893	991	29.4	26.5	5.5	4.8	18.0	17.5	16.9	15.4
L'Oreal	224,161	40,684	43,354	7,596	8,250	6,011	6,533	37.2	34.3	5.1	4.8	13.9	14.2	22.7	21.4
Estee Lauder	99,564	19,256	20,903	3,605	4,042	2,630	2,993	38.3	33.2	15.3	16.1	46.4	49.4	22.7	20.5
Kao	40,300	15,955	15,856	2,334	2,393	1,643	1,691	24.1	23.3	3.8	3.4	16.0	15.2	12.0	11.8
Shiseido	31,746	11,088	11,853	641	1,008	424	683	79.1	48.0	6.2	5.7	9.0	12.6	25.0	19.6
상하이자화	4,673	1,607	1,759	163	209	129	161	37.1	29.0	3.6	3.4	9.7	11.2	25.2	19.9
평균(국내사 제외)								43.2	33.6	6.8	6.7	19.0	20.5	21.5	18.6

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>1,130.9</b>	<b>1,055.7</b>	<b>1,088.6</b>	<b>1,156.9</b>	<b>1,170.8</b>	<b>1,191.3</b>	<b>1,173.1</b>	<b>1,322.7</b>	<b>4,432.2</b>	<b>4,857.9</b>	<b>5,333.9</b>
<b>국내</b>	<b>760.8</b>	<b>656.7</b>	<b>672.7</b>	<b>616.3</b>	<b>797.5</b>	<b>764.4</b>	<b>716.3</b>	<b>716.1</b>	<b>2,706.5</b>	<b>2,994.3</b>	<b>3,305.2</b>
화장품	618.6	531.4	534.3	526.0	651.0	637.7	572.6	618.2	2,210.3	2,479.4	2,774.9
생활용품	142.1	125.3	138.3	90.4	146.5	126.7	143.8	97.8	496.1	514.8	530.3
<b>해외</b>	<b>373.9</b>	<b>405.4</b>	<b>423.2</b>	<b>542.8</b>	<b>376.8</b>	<b>430.5</b>	<b>460.3</b>	<b>610.6</b>	<b>1,745.3</b>	<b>1,878.2</b>	<b>2,044.7</b>
중국	240.4	276.6	268.8	392.1	259.1	293.9	281.6	427.7	1,178.0	1,262.3	1,373.0
기타 아시아	105.2	111.9	125.5	129.2	93.0	117.5	144.2	155.0	471.7	509.7	550.4
유럽	5.4	3.0	5.0	5.5	5.6	3.8	5.9	6.3	19.0	21.6	23.4
북미	23.0	13.9	23.9	15.9	19.1	15.3	28.6	21.6	76.7	84.6	97.9
<b>영업이익</b>	<b>60.9</b>	<b>35.2</b>	<b>56.0</b>	<b>-9.2</b>	<b>105.9</b>	<b>81.5</b>	<b>95.6</b>	<b>119.2</b>	<b>143.0</b>	<b>402.2</b>	<b>486.0</b>
<b>영업이익률</b>	5.4	3.3	5.1	-0.8	9.0	6.8	8.1	9.0	3.2	8.3	9.1
<b>국내</b>	<b>86.6</b>	<b>50.6</b>	<b>36.0</b>	<b>-56.0</b>	<b>78.7</b>	<b>56.8</b>	<b>60.7</b>	<b>40.7</b>	<b>117.2</b>	<b>236.8</b>	<b>283.9</b>
화장품	72.4	45.2	25.5	-30.5	63.6	55.2	49.0	53.6	112.6	221.4	265.7
생활용품	14.2	5.4	10.5	-25.5	15.1	1.7	11.6	-12.9	4.6	15.5	18.2
<b>해외</b>	<b>-32.4</b>	<b>-24.4</b>	<b>19.7</b>	<b>51.6</b>	<b>24.3</b>	<b>21.1</b>	<b>33.2</b>	<b>68.9</b>	<b>14.5</b>	<b>147.5</b>	<b>177.1</b>
중국	-18.1	0.3	13.4	44.2	20.7	20.0	24.1	54.6	39.8	119.4	138.9
기타 아시아	-11.7	-16.5	2.3	5.2	2.2	0.6	4.2	11.1	-20.8	18.1	25.6
유럽	-0.8	-1.8	0.4	0.5	0.0	0.0	0.6	0.6	-1.7	1.2	1.3
북미	-1.7	-6.4	3.6	1.7	1.5	0.4	4.3	2.6	-2.8	8.8	11.3
<b>순이익</b>	<b>71.7</b>	<b>11.0</b>	<b>9.6</b>	<b>-57.2</b>	<b>85.5</b>	<b>54.5</b>	<b>61.9</b>	<b>79.7</b>	<b>35.1</b>	<b>281.7</b>	<b>363.4</b>
<b>순이익률</b>	6.3	1.0	0.9	-4.9	7.3	4.6	5.3	6.0	0.8	5.8	6.8
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>-22.1</b>	<b>-24.2</b>	<b>-22.4</b>	<b>-13.3</b>	<b>3.5</b>	<b>12.8</b>	<b>7.8</b>	<b>14.3</b>	<b>-20.6</b>	<b>9.6</b>	<b>9.8</b>
<b>국내</b>	-19.1	-26.4	-27.7	-18.4	4.8	16.4	6.5	16.2	-23.1	10.6	10.4
화장품	-21.6	-31.1	-31.5	-19.8	5.2	20.0	7.2	17.5	-26.3	12.2	11.9
생활용품	-6.1	4.2	-8.2	-8.2	3.1	1.1	4.0	8.2	-4.7	3.8	3.0
<b>해외</b>	<b>-28.3</b>	<b>-20.8</b>	<b>-13.0</b>	<b>-2.7</b>	<b>0.8</b>	<b>6.2</b>	<b>8.8</b>	<b>12.5</b>	<b>-16.0</b>	<b>7.6</b>	<b>8.9</b>
중국	-33.3	-12.4	-10.6	6.6	7.8	6.3	4.7	9.1	-12.4	7.2	8.8
기타 아시아	-23.4	-34.1	-17.1	-19.4	-11.6	5.0	15.0	20.0	-23.7	8.1	8.0
유럽	-8.4	-38.6	-15.3	4.5	4.4	23.4	17.4	13.7	-13.3	13.6	8.5
북미	26.4	-36.2	-16.3	-35.1	-16.9	10.6	19.6	35.7	-17.5	10.3	15.6
<b>영업이익</b>	<b>-67.3</b>	<b>-59.9</b>	<b>-47.9</b>	<b>적전</b>	<b>73.8</b>	<b>131.2</b>	<b>70.6</b>	<b>흑전</b>	<b>-66.6</b>	<b>181.2</b>	<b>20.8</b>
<b>영업이익률</b>	-7.5	-3.0	-2.5	-4.2	3.7	3.5	3.0	9.8	-4.4	5.1	0.8
<b>국내</b>	<b>-33.1</b>	<b>-31.3</b>	<b>-56.5</b>	<b>적전</b>	<b>-9.1</b>	<b>12.3</b>	<b>68.6</b>	<b>흑전</b>	<b>-63.3</b>	<b>102.1</b>	<b>19.9</b>
화장품	-38.4	-40.5	-65.5	적전	-12.2	22.0	92.3	흑전	-64.4	96.6	20.0
생활용품	19.8	흑전	16.7	-68.9	6.2	-69.3	10.8	49.3	38.1	235.9	17.9
<b>해외</b>	<b>적전</b>	<b>적전</b>	<b>-43.5</b>	<b>1,512.5</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>68.8</b>	<b>33.6</b>	<b>-86.1</b>	<b>920.6</b>	<b>20.1</b>
중국	적전	-98.9	-61.6	396.6	흑전	흑전	78.9	23.6	-66.5	200.0	16.3
기타 아시아	적전	-1,480.8	흑전	흑전	흑전	흑전	87.3	흑전	적전	흑전	42.1
유럽	72.2	48.7	흑전	흑전	흑전	흑전	47.9	25.9	적지	흑전	4.2
북미	66.0	-1,272.3	181.3	흑전	흑전	흑전	19.1	52.2	적지	흑전	28.8
<b>순이익</b>	<b>-42.0</b>	<b>-81.9</b>	<b>-90.7</b>	<b>적지</b>	<b>19.4</b>	<b>395.1</b>	<b>542.8</b>	<b>흑전</b>	<b>-85.3</b>	<b>702.4</b>	<b>29.0</b>

주: 중국 및 아시아는 당사 예상치 기준  
 자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

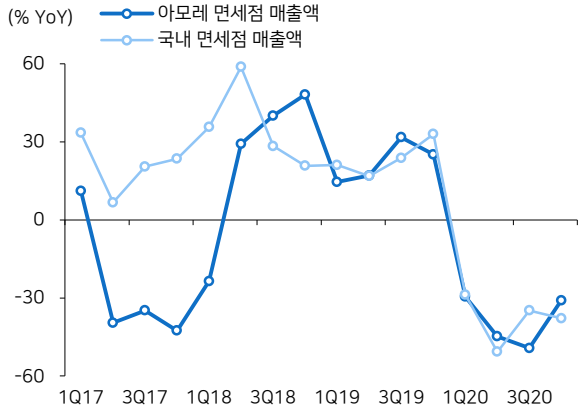
(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E	
<b>국내 (화장품)</b>	<b>618.6</b>	<b>531.4</b>	<b>534.3</b>	<b>526.0</b>	<b>651.0</b>	<b>637.7</b>	<b>572.6</b>	<b>618.2</b>	<b>2,210.3</b>	<b>2,479.4</b>	<b>2,774.9</b>	
<b>매출액</b>												
영업이익	72.4	45.2	25.5	-30.5	63.6	55.2	49.0	53.6	112.6	221.4	265.7	
영업이익률	11.7	8.5	4.8	-5.8	9.8	8.7	8.6	8.7	5.1	8.9	9.6	
<b>면세</b>	<b>258.7</b>	<b>197.0</b>	<b>222.0</b>	<b>271.2</b>	<b>246.8</b>	<b>263.0</b>	<b>241.7</b>	<b>317.0</b>	<b>948.8</b>	<b>1,068.5</b>	<b>1,282.2</b>	
<b>매출액</b>												
영업이익	46.6	31.5	24.4	29.8	35.8	30.2	26.6	34.9	132.3	127.5	153.0	
영업이익률	18.0	16.0	11.0	11.0	14.5	11.5	11.0	11.0	13.9	11.9	11.9	
<b>매출 비중</b>	<b>연결 실적 대비</b>	<b>22.9</b>	<b>18.7</b>	<b>20.4</b>	<b>23.4</b>	<b>21.1</b>	<b>22.1</b>	<b>20.6</b>	<b>24.0</b>	<b>21.4</b>	<b>22.0</b>	<b>24.0</b>
국내 실적 대비	41.8	37.1	41.5	51.6	37.9	41.2	42.2	51.3	42.9	43.1	46.2	
<b>영업이익 비중</b>	<b>연결 실적 대비</b>	<b>76.4</b>	<b>89.5</b>	<b>43.6</b>	<b>-323.9</b>	<b>33.8</b>	<b>37.1</b>	<b>27.8</b>	<b>29.2</b>	<b>92.5</b>	<b>31.7</b>	<b>31.5</b>
국내 실적 대비	64.3	69.7	95.8	-97.8	56.3	54.8	54.2	65.1	117.5	57.6	57.6	
<b>해외</b>	<b>373.9</b>	<b>405.4</b>	<b>423.2</b>	<b>542.8</b>	<b>376.8</b>	<b>430.5</b>	<b>460.3</b>	<b>610.6</b>	<b>1,745.3</b>	<b>1,878.2</b>	<b>2,044.7</b>	
<b>매출액</b>												
영업이익	-32.4	-24.4	19.7	51.6	24.3	21.1	33.2	68.9	14.5	147.5	177.1	
영업이익률	-8.7	-6.0	4.6	9.5	6.5	4.9	7.2	11.3	0.8	7.9	8.7	
<b>중국</b>	<b>240.4</b>	<b>276.6</b>	<b>268.8</b>	<b>392.1</b>	<b>259.1</b>	<b>293.9</b>	<b>281.6</b>	<b>427.7</b>	<b>1,178.0</b>	<b>1,262.3</b>	<b>1,373.0</b>	
<b>매출액</b>												
영업이익	-18.1	0.3	13.4	44.2	20.7	20.0	24.1	54.6	39.8	119.4	138.9	
영업이익률	-7.5	0.1	5.0	11.3	8.0	6.8	8.5	12.8	3.4	9.5	10.1	
<b>매출 비중</b>	<b>연결 실적 대비</b>	<b>21.3</b>	<b>26.2</b>	<b>24.7</b>	<b>33.9</b>	<b>22.1</b>	<b>24.7</b>	<b>24.0</b>	<b>32.3</b>	<b>26.6</b>	<b>26.0</b>	<b>25.7</b>
해외 실적 대비	64.3	68.2	63.5	72.2	68.8	68.3	61.2	70.0	67.5	67.2	67.2	
<b>영업이익 비중</b>	<b>연결 실적 대비</b>	<b>-29.7</b>	<b>0.8</b>	<b>24.0</b>	<b>-480.2</b>	<b>19.6</b>	<b>24.6</b>	<b>25.2</b>	<b>45.8</b>	<b>27.8</b>	<b>29.7</b>	<b>28.6</b>
해외 실적 대비	55.9	-1.1	68.4	85.7	85.1	95.1	72.5	79.3	275.5	81.0	78.4	

주: 면세 및 중국 영업이익은 당사 추정치 기준  
 자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
<b>국내 (화장품)</b>	<b>618.6</b>	<b>531.4</b>	<b>534.3</b>	<b>526.0</b>	<b>651.0</b>	<b>637.7</b>	<b>572.6</b>	<b>618.2</b>	<b>2,210.3</b>	<b>2,479.4</b>	<b>2,774.9</b>
<b>온라인</b>	<b>182.9</b>	<b>178.3</b>	<b>157.0</b>	<b>156.5</b>	<b>237.7</b>	<b>231.8</b>	<b>204.1</b>	<b>203.5</b>	<b>674.7</b>	<b>877.2</b>	<b>1,008.7</b>
<b>오프라인 - 면세</b>	<b>258.7</b>	<b>197.0</b>	<b>222.0</b>	<b>271.2</b>	<b>246.8</b>	<b>263.0</b>	<b>241.7</b>	<b>317.0</b>	<b>948.8</b>	<b>1,068.5</b>	<b>1,282.2</b>
<b>오프라인 - 비면세</b>	<b>177.1</b>	<b>156.1</b>	<b>155.3</b>	<b>98.3</b>	<b>166.5</b>	<b>142.9</b>	<b>126.7</b>	<b>97.8</b>	<b>586.7</b>	<b>533.7</b>	<b>484.0</b>
방판	115.8	89.1	80.9	60.2	96.9	77.8	73.2	55.7	346.0	303.5	282.9
백화점	56.1	55.8	44.0	36.7	41.4	42.7	35.1	30.8	192.5	150.0	132.6
전문점	42.3	34.2	28.1	20.9	27.7	22.8	19.0	14.7	125.6	84.2	73.6
할인점	11.2	10.2	9.8	7.0	10.5	9.6	9.3	6.6	38.1	36.0	34.9
<b>(% YoY)</b>											
<b>국내 (화장품)</b>	<b>-21.6</b>	<b>-31.1</b>	<b>-31.5</b>	<b>-19.8</b>	<b>5.2</b>	<b>20.0</b>	<b>7.2</b>	<b>17.5</b>	<b>-26.3</b>	<b>12.2</b>	<b>11.9</b>
<b>온라인</b>	<b>80.0</b>	<b>60.0</b>	<b>40.0</b>	<b>30.0</b>	<b>30.0</b>	<b>30.0</b>	<b>30.0</b>	<b>30.0</b>	<b>51.4</b>	<b>30.0</b>	<b>15.0</b>
<b>오프라인 - 면세</b>	<b>-29.5</b>	<b>-44.8</b>	<b>-49.2</b>	<b>-30.9</b>	<b>-4.6</b>	<b>33.5</b>	<b>8.9</b>	<b>16.9</b>	<b>-38.9</b>	<b>12.6</b>	<b>20.0</b>
<b>오프라인 - 비면세</b>	<b>-44.8</b>	<b>-48.6</b>	<b>-32.6</b>	<b>-31.4</b>	<b>-6.0</b>	<b>-8.5</b>	<b>-18.4</b>	<b>-0.6</b>	<b>-41.2</b>	<b>-9.0</b>	<b>-9.3</b>
방판	-25.4	-34.2	-32.6	-15.0	-16.4	-12.7	-9.4	-7.5	-29.7	-12.3	-6.8
백화점	-23.1	-22.5	-26.9	-27.8	-26.2	-23.4	-20.1	-16.2	-24.7	-22.1	-11.6
전문점	-56.1	-56.5	-56.7	-51.8	-34.5	-33.5	-32.3	-29.8	-55.7	-33.0	-12.5
할인점	-30.8	-30.8	-30.8	-30.8	-5.9	-5.7	-5.4	-5.1	-30.8	-5.6	-3.0

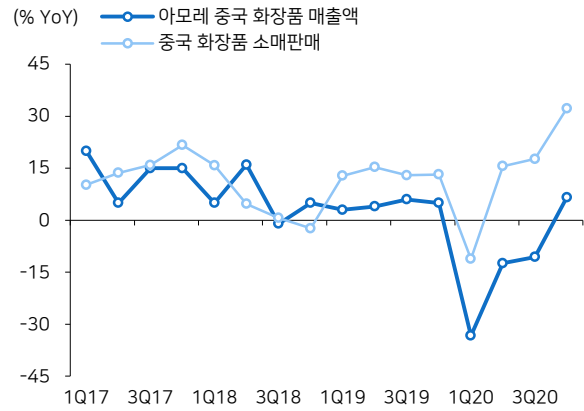
주: 오프라인 비면세 채널별 매출액은 당사 추정치 기준  
 자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

그림1 아모레퍼시픽 국내 면세 매출 vs. 면세 시장



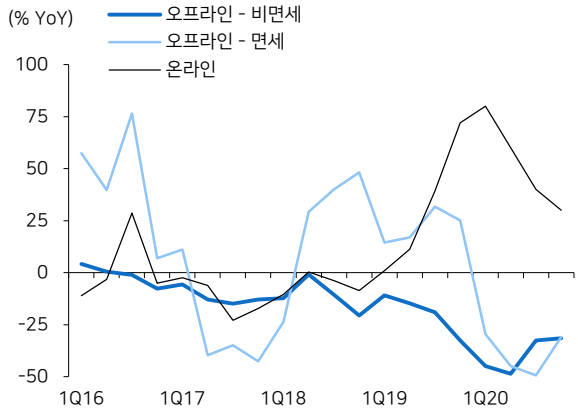
자료: 아모레퍼시픽, 한국면세점협회, 메리츠증권 리서치센터

그림2 아모레퍼시픽 중국 매출 vs. 중국 화장품 소매



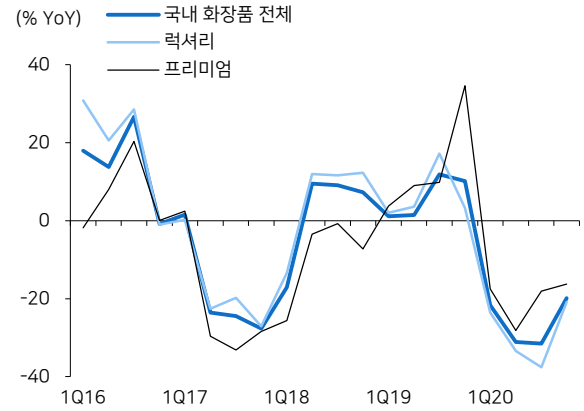
자료: 아모레퍼시픽, 중국 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림3 아모레퍼시픽 국내 화장품 채널별 매출 성장률



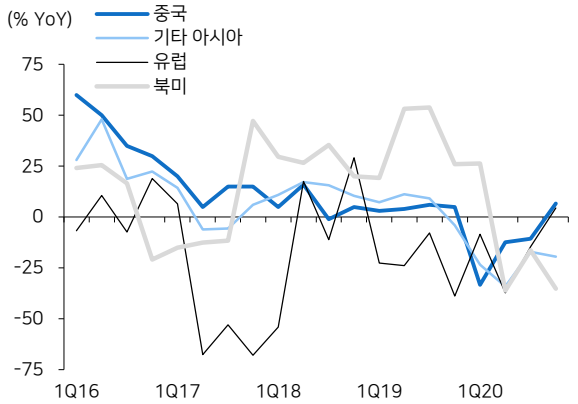
자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

그림4 아모레퍼시픽 국내 화장품 카테고리별 매출 성장률



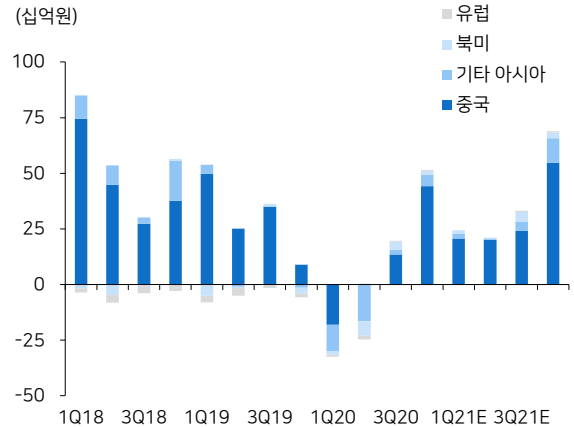
자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

그림5 아모레퍼시픽 해외 권역별 매출 성장률



자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

그림6 아모레퍼시픽 해외 권역별 영업이익



자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

## 아모레퍼시픽 (090430)

### Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>5,277.8</b>	<b>5,580.1</b>	<b>4,432.2</b>	<b>4,857.9</b>	<b>5,333.9</b>
매출액증가율 (%)	3.0	5.7	-20.6	9.6	9.8
매출원가	1,434.9	1,500.5	1,265.4	1,351.7	1,475.3
매출총이익	3,843.0	4,079.6	3,166.8	3,506.2	3,858.6
판매관리비	3,361.0	3,651.8	3,023.8	3,104.0	3,372.6
<b>영업이익</b>	<b>482.0</b>	<b>427.8</b>	<b>143.0</b>	<b>402.2</b>	<b>486.0</b>
영업이익률	9.1	7.7	3.2	8.3	9.1
금융손익	10.0	-5.2	-7.0	-7.4	-7.8
종속/관계기업손익	0.0	-0.3	0.9	0.0	0.0
기타영업외손익	-39.0	-51.7	-111.6	-38.4	-18.4
세전계속사업이익	453.0	370.6	25.3	356.3	459.7
법인세비용	118.1	146.8	42.3	85.5	110.3
<b>당기순이익</b>	<b>334.8</b>	<b>223.8</b>	<b>-17.0</b>	<b>270.8</b>	<b>349.4</b>
지배주주지분 손이익	332.2	238.8	-2.6	281.7	363.4

### Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>1,567.2</b>	<b>1,803.1</b>	<b>1,788.6</b>	<b>2,092.6</b>	<b>2,453.0</b>
현금및현금성자산	735.5	673.6	607.6	858.4	1,148.2
매출채권	286.7	365.9	387.8	403.4	422.7
재고자산	403.3	452.6	493.3	522.9	564.8
<b>비유동자산</b>	<b>3,803.9</b>	<b>4,185.9</b>	<b>3,701.0</b>	<b>3,569.7</b>	<b>3,459.8</b>
유형자산	2,713.1	2,661.8	2,337.0	2,196.0	2,066.9
무형자산	254.1	226.5	222.8	230.8	248.8
투자자산	54.4	48.4	46.2	47.9	49.0
<b>자산총계</b>	<b>5,371.1</b>	<b>5,989.0</b>	<b>5,489.6</b>	<b>5,662.3</b>	<b>5,912.7</b>
<b>유동부채</b>	<b>763.2</b>	<b>1,066.6</b>	<b>830.1</b>	<b>787.4</b>	<b>756.0</b>
매입채무	111.8	172.5	169.0	182.5	193.5
단기차입금	71.5	99.4	105.9	87.9	75.9
유동성장기부채	0.0	197.6	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>161.5</b>	<b>423.6</b>	<b>304.4</b>	<b>323.8</b>	<b>340.4</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	44.7	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>924.7</b>	<b>1,490.2</b>	<b>1,134.5</b>	<b>1,111.2</b>	<b>1,096.4</b>
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	723.5	723.5	723.5	723.5
기타포괄이익누계액	-41.3	-24.7	-12.6	-12.6	-12.6
이익잉여금	3,726.0	3,873.8	3,732.0	3,938.7	4,218.0
비지배주주지분	24.4	9.3	-4.7	-15.5	-29.5
<b>자본총계</b>	<b>4,446.4</b>	<b>4,498.8</b>	<b>4,355.1</b>	<b>4,551.1</b>	<b>4,816.4</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>646.7</b>	<b>718.3</b>	<b>586.3</b>	<b>549.1</b>	<b>568.5</b>
당기순이익(손실)	334.8	223.8	-17.0	270.8	349.4
유형자산상각비	266.1	485.5	392.7	329.0	289.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-28.1	-161.4	-36.3	-61.8	-80.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-413.9</b>	<b>-403.2</b>	<b>-268.6</b>	<b>-200.7</b>	<b>-181.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-405.5	-246.6	-261.5	-188.0	-160.0
투자자산의감소(증가)	7.9	6.0	2.2	-1.8	-1.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-103.4</b>	<b>-387.4</b>	<b>-390.5</b>	<b>-97.6</b>	<b>-97.8</b>
차입금의 증감	-13.4	448.7	-289.6	-18.0	-12.0
자본의 증가	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	131.3	-61.9	-66.0	250.8	289.7
기초현금	604.2	735.5	673.6	607.6	858.4
기말현금	735.5	673.6	607.6	858.4	1,148.2

### Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	90,284	95,455	75,818	83,100	91,242
EPS(지배주주)	5,469	3,904	-227	4,628	6,017
CFPS	14,013	17,430	12,731	11,913	12,994
EBITDAPS	12,797	15,624	9,164	12,508	13,257
BPS	64,073	65,050	63,170	66,166	70,213
DPS	1,180	1,000	1,000	1,100	1,250
배당수익률(%)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	38.3	51.2	-909.1	49.2	37.8
PCR	15.0	11.5	16.2	19.1	17.5
PSR	2.3	2.1	2.7	2.7	2.5
PBR	3.3	3.1	3.3	3.4	3.2
EBITDA	748.1	913.3	535.7	731.2	775.0
EV/EBITDA	17.0	13.5	22.7	18.3	16.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	7.7	5.4	-0.1	6.3	7.7
EBITDA 이익률	14.2	16.4	12.1	15.1	14.5
부채비율	20.8	33.1	26.0	24.4	22.8
금융비용부담률	0.0	0.4	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	206.4	21.4	11.9	36.3	44.7
매출채권회전율(x)	17.3	17.1	11.8	12.3	12.9
재고자산회전율(x)	13.6	13.0	9.4	9.6	9.8

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.02.01	기업브리프	Trading Buy	200,000	양지혜	-4.9	3.0	
2019.04.02	기업브리프	Trading Buy	220,000	양지혜	-6.8	7.0	
2019.06.04	산업분석	Trading Buy	200,000	양지혜	-17.8	-10.0	
2019.08.01	기업브리프	Trading Buy	170,000	양지혜	-20.6	-10.3	
2019.10.16	산업분석	Buy	190,000	양지혜	-16.3	-3.2	
2019.10.31	기업브리프	Buy	215,000	양지혜	-11.8	-3.5	
2019.11.29	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	-19.2	-16.0	
2019.12.31				커버리지 제외			
2020.04.22	산업분석	Buy	210,000	하누리	-20.1	-13.6	
2020.08.03	기업브리프	Buy	200,000	하누리	-10.2	8.5	
2021.01.13	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-5.5	2.5	
2021.02.04	기업브리프	Buy	270,000	하누리	-	-	