한화투자증권

2021년 4월 15일
기업분석

아모레퍼시픽 (090430)

[1Q21 Preview] 드디어 시작되는 실적 턴어라운드

▶Analyst 손효주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 330,000원

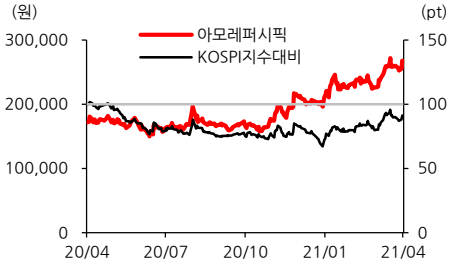
현재 주가(4/14)	265,500원
상승여력	▲24.3%
시가총액	155,207억원
발행주식수	58,458천주
52 주 최고가 / 최저가	272,000 / 150,000원
90 일 일평균 거래대금	631.1억원
외국인 지분율	33.4%
주주 구성	
아모레퍼시픽그룹 (외 5 인)	49.3%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
자사주 (외 1 인)	0.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	17.5	24.4	60.4	54.4
상대수익률(KOSPI)	13.3	23.3	26.7	-17.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,580	4,432	4,827	5,510
영업이익	428	143	440	626
EBITDA	913	602	829	990
지배주주순이익	239	35	366	546
EPS	4,085	601	6,057	9,127
순차입금	-319	-600	-967	-1,417
PER	49.0	342.8	43.8	29.1
PBR	3.1	3.2	3.8	3.5
EV/EBITDA	13.5	20.1	18.7	15.2
배당수익률	0.5	0.4	0.4	0.5
ROE	5.4	0.8	7.9	10.9

주가 추이



실적 턴어라운드 초기 단계에서 현재의 밸류에이션이 부담스러울 수 있으나 이익 레버리지가 어느 업체보다도 강하게 나타날 것으로 예상됩니다. 이에 회복 사이클 시기 동안에는 긍정적인 시각으로 접근하는 것이 필요해보입니다.

1Q21 Preview: 드디어 가시화되는 실적 턴어라운드

1Q21 연결기준 매출액 1조 2,221억원(+8.1%, 이하 yoy 기준 동일), 영업이익 1,474억원(+141.9%)로 시장의 회복과 내부 체질 개선이 맞물려 높은 이익 성장률을 기록할 것으로 전망한다. 1) 국내 화장품 매출액 6,337억원(+2.4%), 영업이익 841억원(+16.1%) 예상한다. 면세점 매출액은 2,587억원으로 전년동기와 플랫한 수준으로 회복되고 오프라인 채널 구조조정에 따른 효율성 개선이 전망된다. 2) 아시아 사업 매출액 4,287억원(+24.1%), 영업이익 407억원(흑자전환) 예상한다. 중국 법인의 경우 위안화 기준 매출 성장률 +24% 예상, 기저효과에 따른 주요 브랜드의 매출 회복이 예상된다. 중국 법인의 매출 회복과 고마진의 설화수 비중 확대, 비용 효율화에 따른 오프라인 채널 구조조정 효과로 높은 이익 개선이 전망된다. 3) 미국 법인 매출액 150억원(-35.0%), 영업이익 7억원(흑자전환), 4) 유럽 법인 매출액 56억원(+3%), 영업이익 3억원(흑자전환)으로 매출액은 저조하나, 수익성 개선 노력에 따라 이익은 흑자전환할 것으로 예상한다.

단순 회복을 넘어 체질 개선 효과까지

2021년 연결 기준 매출액 4조 8,269억원(+8.9%), 영업이익 4,404억원(+208.0%) 전망한다. 단순한 시장 회복뿐 아니라 위기 속에서 진행된 수익 효율화 작업에 힘입어 어느 업체보다도 강한 이익 성장이 예상된다. 향후 면세점 채널의 회복이 가시화될 경우 실적 추정치는 상향될 여지가 있다.

투자의견, Buy 유지, 목표주가 33만원 상향

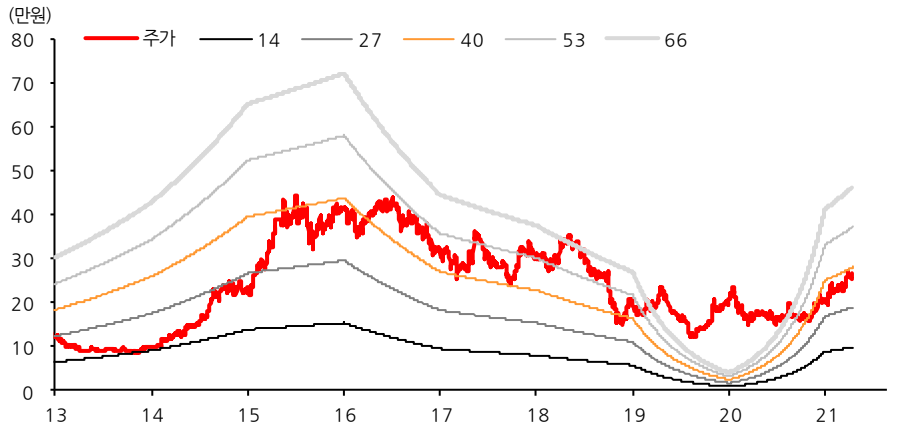
아모레퍼시픽에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 33만원으로 상향 조정한다. 현재의 밸류에이션이 부담스러울 수 있으나 내부 체질 개선 효과와 맞물려 이익 레버리지가 어느 업체보다도 강하게 나타날 것으로 예상된다. 이에 회복 사이클 시기 동안에는 긍정적인 시각으로 접근하는 것이 필요해보인다.

[표1] 아모레퍼시픽 1Q21 실적 잠정치와 당사추정치 및 컨센서스 비교 (단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E (a)	y-y	q-q	컨센서스(b)	차이(a/b-1)	1Q20
매출액	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,156.9	1,222.1	8.1	5.6	1,250.5	-2.3	1,130.9
영업이익	60.9	35.2	56.0	-9.2	147.4	141.9	흑자전환	136.7	7.8	60.9
지배주주순이익	71.7	11.0	9.6	-57.2	107.1	49.4	흑자전환	109.5	-2.2	71.7
영업이익률(%)	5.4	3.3	5.1	-0.8	12.1			10.9		5.4
순이익률(%)	6.3	1.0	0.9	-4.9	8.8			8.8		6.3

자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림1] 아모레퍼시픽 12M FWD PER 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권

[표2] 아모레퍼시픽 분기 및 연간 실적 추이 (단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,156.9	1,222.1	1,149.5	1,188.7	1,266.6	4,432.2	4,826.9	5,509.5
growth, %	*-22.1*	*-24.2*	*-22.4*	*-13.3*	*8.1*	*8.9*	*9.2*	*9.5*	*-20.6*	*8.9*	*14.1*
국내	760.7	656.7	673.4	616.4	777.6	691.7	727.9	669.8	2,707.2	2,866.9	3,357.4
growth, %	*-19.0*	*-26.4*	*-27.6*	*-19.4*	*2.2*	*5.3*	*8.1*	*8.7*	*-23.2*	*5.9*	*17.1*
sales, %	*67.3*	*62.2*	*61.9*	*53.3*	*63.6*	*60.2*	*61.2*	*52.9*	*61.1*	*59.4*	*60.9*
화장품	618.6	531.3	534.8	526.0	633.7	569.5	582.6	573.8	2,210.7	2,359.6	2,839.3
growth, %	*-21.5*	*-31.1*	*-31.4*	*-19.8*	*2.4*	*7.2*	*8.9*	*9.1*	*-26.2*	*6.7*	*20.3*
sales, %	*54.7*	*50.3*	*49.1*	*45.5*	*51.9*	*49.5*	*49.0*	*45.3*	*49.9*	*48.9*	*51.5*
DB&O	142.1	125.4	138.6	90.4	143.9	122.2	145.2	96.0	496.5	507.3	518.1
growth, %	*-6.1*	*4.4*	*-8.0*	*-17.0*	*1.3*	*-2.5*	*4.8*	*6.2*	*-6.5*	*2.2*	*2.1*
sales, %	*12.6*	*11.9*	*12.7*	*7.8*	*11.8*	*10.6*	*12.2*	*7.6*	*11.2*	*10.5*	*9.4*
해외	370.1	399.1	416.0	540.6	444.6	457.7	460.8	596.8	1,725.8	1,959.9	2,152.1
growth, %	*-27.5*	*-20.4*	*-11.8*	*-6.6*	*20.1*	*14.7*	*10.8*	*10.4*	*-16.3*	*13.6*	*9.8*
sales, %	*32.7*	*37.8*	*38.2*	*46.7*	*36.4*	*39.8*	*38.8*	*47.1*	*38.9*	*40.6*	*39.1*
아시아	345.6	388.5	394.3	521.4	428.7	443.5	435.6	573.7	1,649.8	1,881.6	2,066.9
growth, %	*-30.6*	*-20.0*	*-12.8*	*-1.3*	*24.1*	*14.2*	*10.5*	*10.0*	*-16.0*	*14.0*	*9.9*
sales, %	*30.6*	*36.8*	*36.2*	*45.1*	*35.1*	*38.6*	*36.6*	*45.3*	*37.2*	*39.0*	*37.5*
유럽	5.4	3.0	5.0	5.5	5.6	4.1	5.8	5.6	18.9	21.0	22.0
growth, %	*-6.9*	*-37.5*	*-15.3*	*3.8*	*3.0*	*35.0*	*15.0*	*2.0*	*-13.3*	*11.0*	*5.0*
sales, %	*0.5*	*0.3*	*0.5*	*0.5*	*0.5*	*0.4*	*0.5*	*0.4*	*0.4*	*0.4*	*0.4*
북아메리카	23.0	13.9	23.9	15.9	15.0	17.4	27.5	19.9	76.7	79.7	87.7
growth, %	*26.4*	*-35.9*	*-16.4*	*-35.1*	*-35.0*	*25.0*	*15.0*	*25.0*	*-17.5*	*3.9*	*10.0*
sales, %	*2.0*	*1.3*	*2.2*	*1.4*	*1.2*	*1.5*	*2.3*	*1.6*	*1.7*	*1.7*	*1.6*
영업이익	60.9	35.2	56.0	-9.2	147.4	109.2	110.5	73.3	143.0	440.4	626.2
growth, %	*-67.3*	*-59.9*	*-47.9*	*-120.1*	*141.9*	*210.1*	*97.2*	*흑전*	*-66.6*	*208.0*	*42.2*
Margin, %	*5.4*	*3.3*	*5.1*	*-0.8*	*12.1*	*9.5*	*9.3*	*5.8*	*3.2*	*9.1*	*11.4*
국내	86.6	50.6	36.0	-56.0	98.9	67.0	73.6	22.3	117.2	261.7	415.6
growth, %	*-33.1*	*-31.3*	*-56.6*	*-266.7*	*14.2*	*32.4*	*104.4*	*흑전*	*-63.3*	*123.3*	*58.8*
margin, %	*11.4*	*7.7*	*5.3*	*-9.1*	*12.7*	*9.7*	*10.1*	*3.3*	*4.3*	*9.1*	*12.4*
화장품	72.4	45.2	25.5	-30.5	84.1	61.4	62.2	33.8	112.6	241.4	393.3
growth, %	*-38.4*	*-40.5*	*-65.5*	*-162.6*	*16.1*	*35.7*	*143.7*	*흑전*	*-64.4*	*114.4*	*62.9*
margin, %	*11.7*	*8.5*	*4.8*	*-5.8*	*13.3*	*10.8*	*10.7*	*5.9*	*5.1*	*10.2*	*13.9*
DB&O	14.2	5.4	10.5	-25.5	14.8	5.6	11.4	-11.5	4.6	20.4	22.4
growth, %	*20.3*	*-325.0*	*16.7*	*68.9*	*4.4*	*4.3*	*8.9*	*적축*	*39.4*	*342.8*	*9.7*
margin, %	*10.0*	*4.3*	*7.6*	*-28.2*	*10.3*	*4.6*	*7.9*	*-12.0*	*0.9*	*4.0*	*4.3*
해외	-32.4	-21.0	19.7	51.6	41.8	36.6	36.5	55.8	17.9	170.6	202.5
growth, %	*적전*	*적전*	*-43.4*	*1,512.5*	*흑전*	*흑전*	*85.3*	*8.1*	*-82.8*	*853.0*	*18.7*
margin, %	*-8.8*	*-5.3*	*4.7*	*9.5*	*9.4*	*8.0*	*7.9*	*9.3*	*1.0*	*8.7*	*9.4*
아시아	-29.9	-13.6	15.7	49.4	40.7	35.5	34.8	54.5	21.6	165.6	197.1
growth, %	*적전*	*적전*	*-54.5*	*558.7*	*흑전*	*흑전*	*-29.5*	*33.8*	*-82.0*	*666.5*	*19.0*
margin, %	*-8.7*	*-3.5*	*4.0*	*9.5*	*9.5*	*8.0*	*8.0*	*9.5*	*1.3*	*8.8*	*9.5*
유럽	-0.8	-1.4	0.4	0.5	0.3	0.2	0.3	0.3	-1.3	1.0	1.1
growth, %	*적지*	*적지*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*-28.1*	*-43.9*	*적축*	*흑전*	*5.0*
margin, %	*-14.8*	*-46.7*	*8.0*	*9.1*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*-6.9*	*5.0*	*5.0*
북아메리카	-1.7	-6.0	3.6	1.7	0.7	0.9	1.4	1.0	-2.4	4.0	4.4
growth, %	*적지*	*적지*	*176.9*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*-61.8*	*-41.5*	*적축*	*흑전*	*10.0*
margin, %	*-7.4*	*-43.2*	*15.1*	*10.7*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*5.0*	*-3.1*	*5.0*	*5.0*
세전이익	65.6	18.7	19.3	-78.3	133.4	95.2	96.5	59.3	25.3	384.4	570.3
growth, %	*-64.4*	*-77.2*	*-86.0*	*적확*	*103.4*	*408.4*	*400.4*	*흑전*	*-93.2*	*1,419.7*	*48.4*
Margin, %	*5.8*	*1.8*	*1.8*	*-6.8*	*10.9*	*8.3*	*8.1*	*4.7*	*0.6*	*8.0*	*10.4*
지배주주 순이익	71.7	11.0	9.6	-57.2	107.1	116.7	98.8	43.2	35.1	365.7	546.3
growth, %	*-42.0*	*-81.9*	*-90.7*	*적지*	*49.4*	*959.5*	*927.0*	*흑전*	*-85.3*	*941.0*	*49.4*
Margin, %	*6.3*	*1.0*	*0.9*	*-4.9*	*8.8*	*10.2*	*8.3*	*3.4*	*0.8*	*7.6*	*9.9*

자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,278	5,580	4,432	4,827	5,510
매출총이익	3,843	4,080	3,167	3,463	3,962
영업이익	482	428	143	440	626
EBITDA	748	913	602	829	990
순이자손익	10	-7	-11	-36	-36
외화관련손익	3	3	-12	0	0
지분법손익	0	0	1	0	0
세전계속사업손익	453	371	25	384	570
당기순이익	335	224	22	288	428
지배주주순이익	332	239	35	366	546
증가율(%)					
매출액	3.0	5.7	-20.6	8.9	14.1
영업이익	-19.2	-11.2	-66.6	208.0	42.2
EBITDA	-8.8	22.1	-34.1	37.9	19.4
순이익	-15.9	-33.2	-90.2	1,218.2	48.4
이익률(%)					
매출총이익률	72.8	73.1	71.4	71.7	71.9
영업이익률	9.1	7.7	3.2	9.1	11.4
EBITDA 이익률	14.2	16.4	13.6	17.2	18.0
세전이익률	8.6	6.6	0.6	8.0	10.4
순이익률	6.3	4.0	0.5	6.0	7.8

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,567	1,803	1,826	2,209	2,676
현금성자산	781	884	1,020	1,377	1,817
매출채권	318	387	296	302	308
재고자산	403	453	414	431	449
비유동자산	3,804	4,186	3,876	3,797	3,815
투자자산	840	1,317	1,098	1,142	1,189
유형자산	2,713	2,662	2,566	2,401	2,328
무형자산	254	227	209	253	298
자산총계	5,371	5,989	5,702	6,006	6,491
유동부채	763	1,067	966	973	986
매입채무	418	487	436	444	453
유동성이자부채	71	297	287	281	276
비유동부채	162	424	272	272	273
비유동이자부채	45	268	134	129	124
부채총계	925	1,490	1,238	1,245	1,259
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	724	724	724	724
이익잉여금	3,726	3,874	3,848	4,145	4,615
자본조정	-59	-142	-138	-138	-138
자기주식	-1	-101	-101	-101	-101
자본총계	4,446	4,499	4,464	4,762	5,232

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	647	718	554	749	908
당기순이익	335	224	22	288	428
자산상각비	266	485	459	389	364
운전자본증감	-28	-161	40	-8	-9
매출채권 감소(증가)	37	-83	70	-6	-6
재고자산 감소(증가)	-77	-94	0	-17	-18
매입채무 증가(감소)	-20	62	-48	9	9
투자현금흐름	-414	-403	-206	-323	-387
유형자산처분(취득)	-404	-219	-158	-224	-291
무형자산 감소(증가)	-50	-32	-32	-44	-44
투자자산 감소(증가)	22	-159	-8	-10	-5
재무현금흐름	-103	-387	-216	-80	-86
차입금의 증가(감소)	-15	-206	-145	-11	-10
자본의 증가(감소)	-88	-81	-69	-69	-76
배당금의 지급	-88	-81	-69	-69	-76
총현금흐름	819	1,019	631	758	916
(-)운전자본증가(감소)	43	54	-23	14	9
(-)설비투자	405	247	183	224	291
(+)자산매각	-48	-5	-7	-44	-44
Free Cash Flow	322	713	464	475	572
(-)기타투자	-33	100	-9	39	46
잉여현금	355	613	472	436	526
NOPLAT	356	258	124	330	470
(+) Dep	266	485	459	389	364
(-)운전자본투자	43	54	-23	14	9
(-)Capex	405	247	183	224	291
OpFCF	173	443	422	481	534

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	5,683	4,085	601	6,057	9,127
BPS	64,072	65,050	64,736	69,042	75,856
DPS	1,180	1,000	800	1,100	1,200
CFPS	11,869	14,764	9,138	10,976	13,276
ROA(%)	6.2	4.2	0.6	6.2	8.7
ROE(%)	7.7	5.4	0.8	7.9	10.9
ROIC(%)	9.6	6.5	3.1	8.8	12.5
Multiples(x,%)					
PER	36.9	49.0	342.8	43.8	29.1
PBR	3.3	3.1	3.2	3.8	3.5
PSR	2.7	2.5	3.2	3.8	3.3
PCR	17.7	13.5	22.5	24.2	20.0
EV/EBITDA	16.9	13.5	20.1	18.7	15.2
배당수익률	0.6	0.5	0.4	0.4	0.5
안정성(%)					
부채비율	20.8	33.1	27.7	26.1	24.1
Net debt/Equity	-14.9	-7.1	-13.4	-20.3	-27.1
Net debt/EBITDA	-88.8	-35.0	-99.7	-116.6	-143.1
유동비율	205.3	169.1	189.0	227.2	271.3
이자보상배율(배)	206.4	21.4	8.4	8.7	12.4
자산구조(%)					
투하자본	70.0	65.6	64.2	59.7	55.5
현금+투자자산	30.0	34.4	35.8	40.3	44.5
자본구조(%)					
차입금	2.5	11.2	8.6	7.9	7.1
자기자본	97.5	88.8	91.4	92.1	92.9

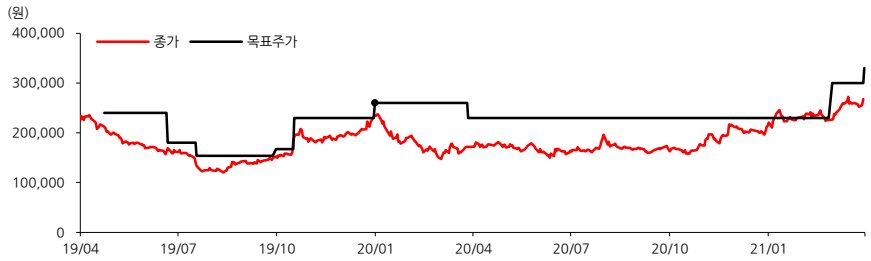
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2021 년 4 월 15 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (손효주, 조은아)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[아모레퍼시픽 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.05.07	2019.05.07	2019.07.05	2019.08.01	2019.08.19
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격		손효주	240,000	180,000	154,000	154,000
일 시	2019.10.11	2019.10.14	2019.10.31	2019.11.22	2020.01.14	2020.02.06
투자의견	Hold	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	154,000	167,000	230,000	230,000	260,000	260,000
일 시	2020.02.24	2020.04.10	2020.04.29	2020.06.02	2020.07.08	2020.08.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	260,000	230,000	230,000	230,000	230,000	230,000
일 시	2021.03.15	2021.03.29	2021.04.15			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	300,000	300,000	330,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율] *괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.07	Hold	240,000	-24.64	-11.67
2019.07.04	Hold	180,000	-12.10	-6.11
2019.08.01	Hold	154,000	-12.86	-2.60
2019.10.14	Hold	167,000	-5.53	10.18
2019.10.31	Buy	230,000	-14.97	0.87
2020.01.14	Buy	260,000	-30.46	-9.04
2020.04.10	Buy	230,000	-19.71	6.96
2021.03.15	Buy	300,000	-15.70	-9.33
2021.04.15	Buy	330,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2021 년 03 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%