

아모레퍼시픽 (090430)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	360,000원 (U)
현재주가 (4/28)	270,000원
상승여력	33%

시가총액	167,182억원
총발행주식수	69,016,320주
60일 평균 거래대금	559억원
60일 평균 거래량	229,126주
52주 고	272,000원
52주 저	150,000원
외인지분율	33.69%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 4인 49.29%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	4.7	15.9	53.4
상대	0.0	11.8	(6.7)
절대(달러환산)	6.2	16.6	68.9

회복 초입에 이뤄낸 쾌거

1Q21 Review: 회복 초입에 이뤄낸 쾌거

아모레퍼시픽의 1분기 실적은 연결 매출 1조 2,528억원(YoY+11%), 영업이익 1,762억원(YoY+189%)을 기록하며, 상향된 컨센서스 이익 추정치를 20% 상회했다. 코로나19 이후 매출이 처음 증가했으며, 전사 영업이익률이 14%(+9%p yoy)로 두자리수 이익률에 안착하며 가벼워진 이익 체력을 알렸다. 수요 상황은 글로벌 화장품 산업 환경과 유사하게 중국 현지만 정상화 추세이다. 회복의 초입에 이뤄낸 이익 체력 수준이 고무적이다.

▶ 국내 화장품은 매출 6,798억원(YoY+10%), 영업이익 1,164억원(YoY+61%)을 기록했다. 럭셔리 부문 매출이 전년동기비 17% 성장하고, 디지털과 면세 채널이 각각 30%, 18% 성장(중국 면세 3자리수 성장) 하며 외형 성장을 견인했다. 핵심 브랜드인 설화수가 33% 성장하며, 기여도가 41%(+8%p yoy)까지 상승했다. 코로나19 및 채널 재정비 영향으로 프리미엄과 데일리뷰티는 2%, 6% 감소했다. 영업이익률은 17%로 전년동기비 5%p 개선되었는데, 구조조정 효과에 따른 판관비 축소 효과가 대부분이다. 인센티브 총당금(180억원)이 존재했는데, 실질적인 국내 영업이익률은 20%에 달한 것으로 보인다.

▶ 해외 매출은 4,474억원(YoY+20%), 영업이익 523억원(흑자전환) 달성했다. 이익률이 12%(+20%p yoy) 기록하며 시장 예상치를 훌쩍 넘었다. 지역별 매출성장률은 아시아 +22%, 유럽 +4%, 북미 -7% 이다. 해외도 국내와 마찬가지로 럭셔리가 외형을 견인했다. 중국법인은 전년동기비 매출이 35% 성장했는데, 설화수 매출성장률이 80%에 달했다. 중국 내 비중은 33%(+8%p) 추정한다. 채널 별로 디지털과 오프라인이 각각 30% 이상 성장했으며, 백화점도 성장세로 전환되었다. 중국법인의 수익성은 13% (+22%p yoy) 추정되는데, 브랜드 믹스 개선 효과와 채널 정예화 효과가 나타나기 시작했다.

빠르게 상승하는 수익성

2021년 럭셔리 확대와 채널 효율화 효과로 수익성 급증이 기대된다. 1분기 전사 럭셔리 비중은 48% 추정, 과거 2018-2020년 40% 대비 8%p 이상 증가했다. 중국에서 설화수 비중이 상승하기 시작했으며, 면세 매출은 1분기가 연중 저점으로 판단한다. 럭셔리 성장에 방점을 둔 아모레퍼시픽의 수익성 상승은 2021년이 시작이다. 2021년 연결 영업이익 6,375억원(YoY+346%) 전망하며, 직전 추정치 대비 9% 상향 함에 따라 목표주가를 36만원으로 조정한다. 2분기 또한 대중국 수요 확대와 채널 효율화 효과로 영업이익 1,508억원(YoY+328%) 예상한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	12,528	10.8	8.3	12,625	-0.8
영업이익	1,763	189.3	흑전	1,466	20.3
세전계속사업이익	1,815	176.7	흑전	1,470	23.5
지배순이익	1,352	88.7	흑전	1,190	13.7
영업이익률 (%)	14.1	+8.7 %pt	흑전	11.6	+2.5 %pt
지배순이익률 (%)	10.8	+4.5 %pt	흑전	9.4	+1.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	55,801	44,322	52,701	61,138
영업이익	4,278	1,430	6,375	8,537
지배순이익	2,388	351	4,422	5,918
PER	45.0	388.2	37.1	27.5
PBR	2.7	2.7	3.8	3.4
EV/EBITDA	11.8	17.1	15.3	12.7
ROE	5.4	0.8	9.5	11.6

자료: 유안타증권

[표1] 아모레퍼시픽 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
연결 매출액	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,157.0	1,252.8	1,290.8	1,331.1	1,395.4	5,580.1	4,432.2	5,270.1	6,113.8
한국	760.8	656.7	672.7	616.3	813.5	837.9	861.8	792.5	3,518.0	2,706.5	3,305.8	3,888.7
- 화장품	618.6	531.4	534.3	526.0	679.8	710.1	719.4	697.6	2,997.2	2,210.3	2,806.9	3,388.6
- 생활용품	142.1	125.3	138.3	90.4	133.7	127.8	142.5	94.9	520.7	496.1	498.9	500.1
해외	374.0	405.4	423.2	542.8	447.3	457.9	474.5	609.6	2,078.3	1,745.4	1,989.3	2,252.7
- 아시아	345.6	388.5	394.3	521.4	420.3	437.9	441.5	585.2	1,963.5	1,649.8	1,885.0	2,132.7
- 유럽	5.4	3.0	5.0	5.5	5.6	3.3	5.5	6.1	21.8	18.9	20.5	23.5
- 북미	23.0	13.9	23.9	15.9	21.4	16.7	27.5	18.3	93.0	76.7	83.9	96.4
% YoY												
매출액	-22%	-24%	-22%	-13%	11%	22%	22%	21%	6%	-21%	19%	16%
한국	-19%	-26%	-28%	-18%	7%	28%	28%	29%	5%	-23%	22%	18%
- 화장품	-22%	-31%	-31%	-20%	10%	34%	35%	33%	6%	-26%	27%	21%
- 생활용품	-6%	4%	-8%	-8%	-6%	2%	3%	5%	2%	-5%	1%	0%
해외	-28%	-21%	-13%	-3%	20%	13%	12%	12%	5%	-16%	14%	13%
- 아시아	-31%	-20%	-13%	-1%	22%	13%	12%	12%	5%	-16%	14%	13%
- 유럽	-7%	-38%	-15%	4%	4%	10%	10%	10%	-25%	-13%	8%	15%
- 북미	26%	-36%	-16%	-35%	-7%	20%	15%	15%	38%	-18%	9%	15%
연결 영업이익	60.9	35.2	56.0	-9.2	176.3	150.8	147.6	162.7	427.8	143.0	637.5	853.7
한국	86.6	50.6	36.0	-56.0	125.3	113.8	119.0	89.2	319.5	117.2	447.2	597.8
- 화장품	72.4	45.2	25.5	-30.5	116.4	112.1	109.6	102.7	316.2	112.6	440.8	587.6
- 생활용품	14.2	5.4	10.5	-25.5	8.9	1.7	9.4	-13.5	3.3	4.6	6.5	10.1
해외	-32.4	-24.4	19.7	51.6	52.3	39.0	30.6	75.5	104.0	14.5	197.5	267.9
- 아시아	-29.9	-16.2	15.7	49.4	50.4	37.0	27.6	72.0	120.0	19.0	187.1	252.8
- 유럽	-0.8	-1.8	0.4	0.5	0.3	1.0	1.0	1.5	-9.0	-1.7	3.8	6.5
- 북미	-1.7	-6.4	3.6	1.7	1.6	1.0	2.0	2.0	-7.0	-2.8	6.6	8.6
% YoY												
영업이익	-67%	-60%	-48%	적전	189%	328%	163%	흑전	-11%	-67%	346%	34%
한국	-33%	-31%	-57%	적전	45%	125%	230%	흑전	13%	-63%	282%	34%
- 화장품	-38%	-41%	-65%	적전	61%	148%	330%	흑전	11%	-64%	291%	33%
- 생활용품	20%	흑전	17%	적지	-37%	-69%	-11%	적지	흑전	39%	41%	56%
해외	적전	적전	-43%	1513%	흑전	흑전	56%	46%	-50%	-86%	1262%	36%
- 아시아	적전	적전	-54%	559%	흑전	흑전	76%	46%	-46%	-84%	885%	35%
- 유럽	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	150%	200%	적지	적지	흑전	71%
- 북미	적지	적지	177%	흑전	흑전	흑전	-44%	18%	적지	적지	흑전	30%
지배주주 순이익	71.7	11.0	9.6	-57.2	135.2	104.1	102.3	100.6	238.8	35.1	442.2	591.8
% Margin												
매출총이익률	72%	72%	71%	71%	73%	72%	72%	72%	73%	71%	72%	73%
영업이익률	5%	3%	5%	-1%	14%	12%	11%	12%	8%	3%	12%	14%
한국	11%	8%	5%	-9%	15%	14%	14%	11%	9%	4%	14%	15%
- 화장품	12%	9%	5%	-6%	17%	16%	15%	15%	11%	5%	16%	17%
해외	-9%	-6%	5%	10%	12%	9%	6%	12%	5%	1%	10%	12%
- 아시아	-9%	-4%	4%	9%	12%	8%	6%	12%	6%	1%	10%	12%
순이익률	6%	1%	1%	-5%	11%	8%	8%	7%	4%	1%	8%	10%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표2] 국내 주요 채널 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
면세점	258.7	197.0	222.0	271.2	303.9	334.3	367.8	404.5	1,553.5	948.8	1,410.6	1,824.0
순수 내수	359.9	334.4	312.3	254.8	375.9	375.8	351.6	293.0	1,443.7	1,261.5	1,396.3	1,564.6
- 이커머스	162.2	140.6	153.4	148.7	198.1	181.8	184.1	178.4	467.1	605.0	742.5	866.4
- 기타 내수	197.7	193.8	158.9	106.1	177.8	194.0	167.5	114.6	976.6	656.5	653.8	698.2
% YoY												
면세점	-29%	-45%	-49%	-31%	18%	70%	66%	49%	22%	-39%	49%	29%
순수 내수	-15%	-19%	-9%	-3%	4%	12%	13%	15%	-8%	-13%	11%	12%
- 이커머스	34%	23%	42%	21%	22%	29%	20%	20%	36%	30%	23%	17%
- 기타 내수	-34%	-35%	-32%	-25%	-10%	0%	5%	8%	-20%	-33%	0%	7%

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, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
한국	760.8	656.7	672.7	616.3	813.5	837.9	861.8	792.5	3,518.0	2,706.5	3,305.8	3,888.7
아시아	345.6	388.5	394.3	521.4	420.3	437.9	441.5	585.2	1,963.5	1,649.8	1,885.0	2,132.7
- 중국	237.3	293.2	270.5	369.3	320.4	337.2	311.1	424.7	1,347.4	1,170.4	1,393.4	1,602.4
설화수	59.3	61.0	65.7	114.5	106.7	101.1	99.6	159.3	256.0	300.6	466.7	605.0
이니스프리	78.3	108.5	97.4	103.4	84.9	97.8	90.2	104.1	579.4	387.6	377.0	396.0
라네즈/마몽드	71.2	88.0	78.5	109.0	92.9	94.4	84.0	114.7	404.2	346.6	386.0	425.1
유럽	5.4	3.0	5.0	5.5	5.6	3.3	5.5	6.1	21.8	18.9	20.5	23.5
북미	23.0	13.9	23.9	15.9	21.4	16.7	27.5	18.3	93.0	76.7	83.9	96.4
% YoY												
한국	-19%	-26%	-28%	-18%	7%	28%	28%	29%	5%	-23%	22%	18%
아시아	-31%	-20%	-13%	-1%	22%	13%	12%	12%	5%	-16%	14%	13%
- 중국	-33%	-12%	-11%	3%	35%	15%	15%	15%	3%	-13%	19%	15%
설화수	-6%	8%	20%	60%	80%	66%	51%	39%	23%	17%	55%	30%
이니스프리	-51%	-28%	-25%	-28%	8%	-10%	-7%	1%	-5%	-33%	-3%	5%
라네즈/마몽드	-33%	-12%	-14%	1%	31%	7%	7%	5%	7%	-14%	11%	10%
유럽	-7%	-38%	-15%	4%	4%	10%	10%	10%	-25%	-13%	8%	15%
북미	26%	-36%	-16%	-35%	-7%	20%	15%	15%	38%	-18%	9%	15%

자료: 유안타증권 리서치센터 [참고] 중국법인 매출은 유안타증권 추정치

아모레퍼시픽 (090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	55,801	44,322	52,701	61,138	66,950
매출원가	15,005	12,654	14,661	16,674	18,073
매출충이익	40,796	31,668	38,039	44,464	48,877
판매비	36,518	30,238	31,664	35,927	38,610
영업이익	4,278	1,430	6,375	8,537	10,267
EBITDA	9,133	6,015	10,179	11,900	13,241
영업외손익	-572	-1,177	-419	-566	-494
외환관련손익	28	-122	-25	-25	-25
이자손익	-71	-106	-8	15	49
관계기업관련손익	-3	7	7	7	7
기타	-527	-956	-393	-563	-525
법인세비용차감전순손익	3,706	253	5,956	7,971	9,773
법인세비용	1,468	34	1,489	1,993	2,443
계속사업순손익	2,238	219	4,467	5,978	7,330
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,238	219	4,467	5,978	7,330
지배지분순이익	2,388	351	4,422	5,918	7,257
포괄순이익	2,310	341	4,589	6,101	7,453
지배지분포괄이익	2,463	469	6,312	8,390	10,249

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	7,183	5,544	8,713	9,775	11,094
당기순이익	2,238	219	4,467	5,978	7,330
감가상각비	4,855	4,585	3,804	3,363	2,974
외환손익	20	71	25	25	25
중속, 관계기업관련손익	0	0	-7	-7	-7
자산부채의 증감	-1,614	398	-952	-961	-604
기타현금흐름	1,684	272	1,376	1,376	1,376
투자활동 현금흐름	-4,032	-2,064	-1,900	-1,681	-1,497
투자자산	-1,038	-695	-490	-490	-490
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,465	-1,830	-2,025	-1,771	-1,559
유형자산 감소	278	248	206	172	143
기타현금흐름	-807	214	408	408	408
재무활동 현금흐름	-3,874	-2,160	-2,023	-2,023	-2,023
단기차입금	-206	615	615	615	615
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-814	-685	-548	-548	-548
기타현금흐름	-2,854	-2,089	-2,089	-2,089	-2,089
연결범위변동 등 기타	104	-118	-303	-384	-400
현금의 증감	-619	1,201	4,488	5,687	7,174
기초 현금	7,355	6,736	7,937	12,425	18,112
기말 현금	6,736	7,937	12,425	18,112	25,286
NOPLAT	4,278	1,430	6,375	8,537	10,267
FCF	4,718	3,713	6,688	8,004	9,535

자료: 유안타증권

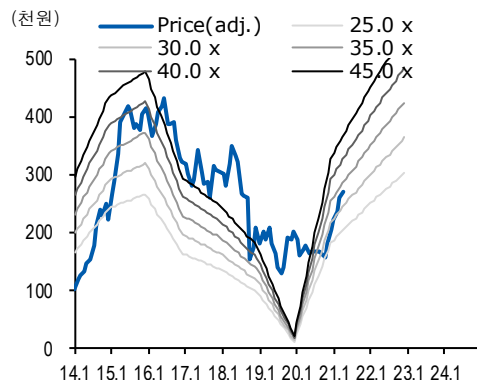
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	18,031	18,257	24,066	31,081	39,171
현금및현금성자산	6,736	7,937	12,426	18,112	25,286
매출채권 및 기타채권	3,962	3,063	3,496	4,036	4,408
재고자산	4,526	4,145	4,928	5,717	6,261
비유동자산	41,859	38,762	37,267	35,993	34,925
유형자산	26,618	25,663	23,678	21,914	20,356
관계기업 등 지분관련자산	22	525	1,015	1,505	1,995
기타투자자산	462	404	404	404	404
자산총계	59,890	57,019	61,332	67,074	74,096
유동부채	10,666	9,659	9,979	10,781	11,526
매입채무 및 기타채무	6,224	6,078	6,264	6,451	6,581
단기차입금	528	1,542	2,156	2,771	3,386
유동성장기부채	465	0	0	0	0
비유동부채	4,236	2,716	2,716	2,716	2,716
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	14,902	12,375	12,695	13,497	14,242
지배지분	44,895	44,679	48,675	53,618	59,901
자본금	345	345	345	345	345
자본잉여금	7,235	7,235	7,235	7,235	7,235
이익잉여금	38,738	38,477	42,351	47,173	53,332
비지배지분	93	-35	-38	-41	-46
자본총계	44,988	44,644	48,637	53,577	59,854
순차입금	-5,170	-7,325	-11,198	-16,270	-22,829
총차입금	3,673	2,879	3,494	4,108	4,723

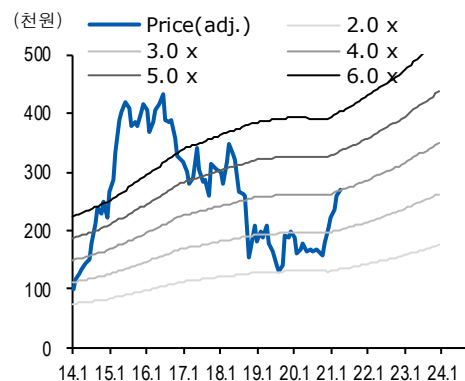
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	3,904	456	7,274	9,834	12,123
BPS	65,539	65,223	71,057	78,274	87,445
EBITDAPS	13,233	8,716	14,748	17,243	19,185
SPS	80,853	64,219	76,360	88,585	97,006
DPS	1,000	800	800	800	800
PER	45.0	388.2	37.1	27.5	22.3
PBR	2.7	2.7	3.8	3.4	3.1
EV/EBITDA	11.8	17.1	15.3	12.7	10.9
PSR	2.2	2.8	3.5	3.0	2.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	5.7	-20.6	18.9	16.0	9.5
영업이익 증가율 (%)	-11.2	-66.6	345.8	33.9	20.3
지배순이익 증가율 (%)	-28.1	-85.3	1,158.7	33.8	22.6
매출총이익률 (%)	73.1	71.4	72.2	72.7	73.0
영업이익률 (%)	7.7	3.2	12.1	14.0	15.3
지배순이익률 (%)	4.3	0.8	8.4	9.7	10.8
EBITDA 마진 (%)	16.4	13.6	19.3	19.5	19.8
ROIC	8.5	4.2	16.6	22.6	27.9
ROA	4.2	0.6	7.5	9.2	10.3
ROE	5.4	0.8	9.5	11.6	12.8
부채비율 (%)	33.1	27.7	26.1	25.2	23.8
순차입금/자기자본 (%)	-11.5	-16.4	-23.0	-30.3	-38.1
영업이익/금융비용 (배)	21.4	8.4	60.8	69.3	72.5

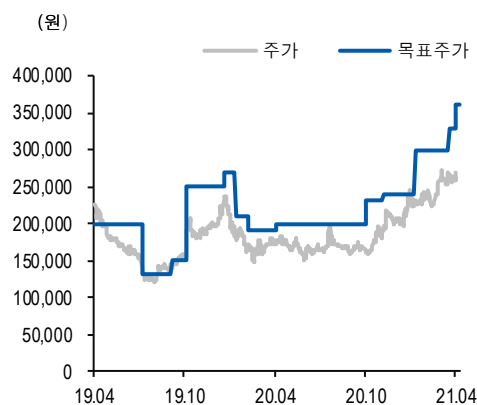
P/E band chart



P/B band chart



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-04-29	BUY	360,000	1년		
2021-04-14	BUY	330,000	1년	-20.38	-18.18
2021-02-04	BUY	300,000	1년	-19.18	-9.33
2020-12-02	BUY	240,000	1년	-11.27	2.50
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

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)	0.0
Buy(매수)	92.0
Hold(중립)	8.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-04-27

※ 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 투자의사결정은 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.