



# 아모레퍼시픽 (090430)

## 쾌조의 스타트

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

**Buy (유지)**

목표주가(상향): 350,000원

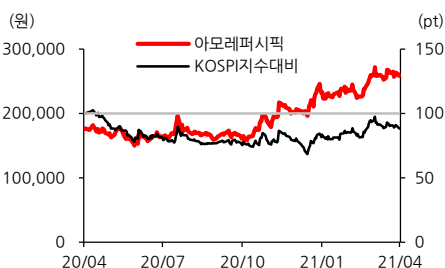
현재 주가(4/28)	270,000원
상승여력	▲29.6%
시가총액	157,838억원
발행주식수	58,458천주
52 주 최고가 / 최저가	272,000 / 150,000원
90 일 일평균 거래대금	558.3억원
외국인 지분율	33.4%
주주 구성	
아모레퍼시픽그룹 (외 5인)	49.3%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%
자사주 (외 1인)	0.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.7	15.9	67.7	53.4
상대수익률(KOSPI)	0.0	12.2	32.0	-11.1

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,580	4,432	4,919	5,618
영업이익	428	143	508	659
EBITDA	913	602	897	1,023
지배주주순이익	239	35	351	463
EPS	4,085	601	5,805	7,696
순차입금	-319	-600	-953	-1,319
PER	49.0	342.8	46.5	35.1
PBR	3.1	3.2	3.9	3.6
EV/EBITDA	13.5	20.1	17.6	15.1
배당수익률	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE	5.4	0.8	7.6	9.4

주가 추이



1Q21 실적은 설화수브랜드 성장, 면세점 매출 회복, 내부 체질 개선이 기대보다 높더라는 점에서 긍정적입니다. 향후 면세점 채널의 온전한 회복이 가시화되면 추가적인 실적 성장 모멘텀이 기대됩니다. 회복 사이클 시기에는 긍정적인 시각으로 접근하는 것이 필요해보입니다.

1Q21 Review: 예상보다 더 개선된 이익체력

1Q21 연결기준 매출액 1조 2,528억원(+10.8%, 이하 yoy 기준 동일), 영업이익 1,762억원(+189.2%)로 시장 기대치 상단에 충족하는 호실적을 기록하였다. 1) 국내 화장품 매출액 6,798억원(+9.9%), 영업이익 1,164억원(+60.8%) 기록했다. 수익성 높은 면세점 채널(+18%)과 설화수 브랜드(+33%)의 성장, 채널 구조조정 효과로 영업이익은 대폭 개선되었다. 2) 해외 사업 매출액 4,474억원(+19.6%), 영업이익 523억원(흑자전환) 기록했다. 중국 법인의 경우 위안화 기준 매출 성장률 +35%, 영업이익률은 10%대로 전체 해외 사업 실적 성장을 견인했다. 브랜드별 매출 성장률은 설화수 +80%, 라네즈 +30%, 이니스프리 +7% 이상 기록했다. 매출 회복과 고마진의 설화수 비중의 확대, 비용 효율화에 따른 오프라인 채널 구조조정 효과로 흑자전환에 성공했다. 이번 실적에서 긍정적인 부문은 크게 3가지이다. ① 중국 설화수 매출액이 1Q19 대비해서도 +60% 정도 성장했다는 점, ② 국내 사업의 인센티브 총당금(180억원)을 고려하면 실질적인 이익 체력은 더욱 높았다는 점, ③ 항공길이 막혀 있는 상황에서도 면세 채널이 두자릿수 성장을 보이고 있다라는 점이다.

향후 면세 시장 회복시 추가 모멘텀 기대

아직 항공길이 열리지 않는 상황에서도 1Q21 면세점 매출액이 +18% 성장했다는 점은 고무적이다. 다만 여전히 코로나19 이전인 1Q19 대비로는 -17% 하회하는 수준이다. 향후 면세점 채널의 온전한 회복이 가시화된다면 추가적인 실적 성장 모멘텀이 나타날 것으로 예상된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 35만원 상향

투자의견 Buy를 유지, 목표주가는 35만원으로 상향한다. 밸류에이션이 부담스러울 수 있으나 내부 체질 개선과 맞물려 이익 레버리지가 어느 업체보다도 강하게 나타날 것이다. 이에 회복 사이클 시기에는 긍정적인 시각으로 접근하는 것이 필요해보인다. 업종 탐픽을 유지한다.

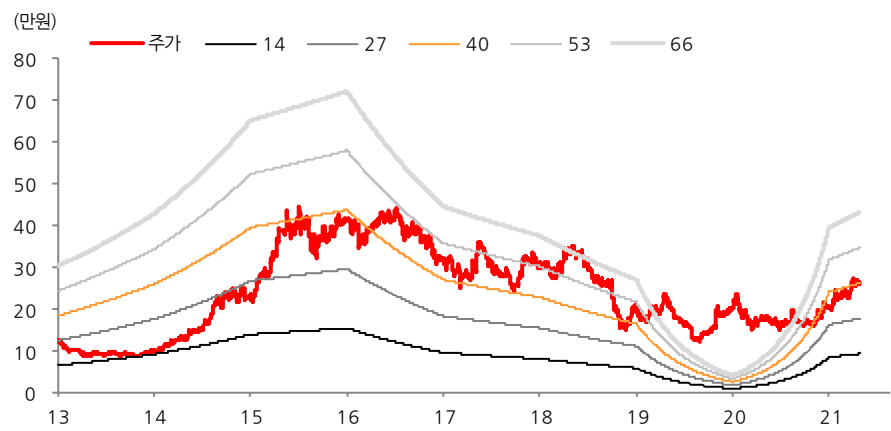
[표1] 아모레퍼시픽 1Q21 실적 잠정치와 당사추정치 및 컨센서스 비교

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P(a)	y-y	q-q	한화추정치(b)	컨센서스	차이(a/b-1)
매출액	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,156.9	1,252.8	10.8	8.3	1,222.1	1,262.5	2.5
영업이익	60.9	35.2	56.0	-9.2	176.2	189.2	흑자전환	147.4	146.6	19.5
지배주주순이익	71.7	11.0	9.6	-57.2	135.2	88.7	흑자전환	107.1	119.0	26.2
영업이익률(%)	5.4	3.3	5.1	-0.8	14.1			12.1	11.6	
순이익률(%)	6.3	1.0	0.9	-4.9	10.8			8.8	9.4	

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	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,156.9	1,252.8	1,187.3	1,232.4	1,246.1	4,432.2	4,918.6	5,618.0
growth, %	-22.1	-24.2	-22.4	-13.3	10.8	12.5	13.2	7.7	-20.6	11.0	14.2
국내	760.7	656.7	673.4	616.4	813.6	757.9	790.8	671.5	2,707.2	3,033.7	3,544.8
growth, %	-19.0	-26.4	-27.6	-19.4	6.9	15.4	17.4	8.9	-23.2	12.1	16.8
sales, %	67.3	62.2	61.9	53.3	64.9	63.8	64.2	53.9	61.1	61.7	63.1
화장품	618.6	531.3	534.8	526.0	679.8	636.5	652.9	582.6	2,210.7	2,551.8	3,052.6
growth, %	-21.5	-31.1	-31.4	-19.8	9.9	19.8	22.1	10.8	-26.2	15.4	19.6
sales, %	54.7	50.3	49.1	45.5	54.3	53.6	53.0	46.8	49.9	51.9	54.3
DB&O	142.1	125.4	138.6	90.4	133.7	121.4	137.9	89.0	496.5	481.9	492.2
growth, %	-6.1	4.4	-8.0	-17.0	-5.9	-3.2	-0.5	-1.6	-6.5	-2.9	2.1
sales, %	12.6	11.9	12.7	7.8	10.7	10.2	11.2	7.1	11.2	9.8	8.8
해외	374.0	405.4	423.2	542.8	447.3	438.2	451.2	579.5	1,745.4	1,916.2	2,012.3
growth, %	-28.3	-20.8	-13.0	-2.7	19.6	8.1	6.6	6.8	-16.0	9.8	5.0
sales, %	33.1	38.4	38.9	46.9	35.7	36.8	36.6	46.4	39.4	38.9	36.4
아시아	345.6	388.5	394.3	521.4	420.3	414.8	416.1	551.4	1,649.8	1,802.6	1,983.7
growth, %	-30.6	-20.0	-12.8	-1.3	21.6	6.8	5.5	5.8	-16.0	9.3	10.1
sales, %	30.6	36.8	36.2	45.1	33.6	34.9	33.8	44.3	37.2	36.6	35.3
유럽	5.4	3.0	5.0	5.5	5.6	4.1	5.8	5.6	18.9	21.0	22.1
growth, %	-6.9	-37.5	-15.3	3.8	3.7	35.0	15.0	2.0	-13.3	11.2	5.0
sales, %	0.5	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
북아메리카	23.0	13.9	23.9	15.9	21.4	17.4	27.5	19.9	76.7	86.1	94.7
growth, %	26.4	-35.9	-16.4	-35.1	-7.0	25.0	15.0	25.0	-17.5	12.3	10.0
sales, %	2.0	1.3	2.2	1.4	1.7	1.5	2.2	1.6	1.7	1.8	1.7
영업이익	60.9	35.2	56.0	-9.2	176.2	124.8	125.5	81.4	143.0	507.9	658.9
growth, %	-67.3	-59.9	-47.9	-120.1	189.1	254.2	124.0	흑전	-66.6	255.2	29.7
Margin, %	5.4	3.3	5.1	-0.8	14.1	10.5	10.2	6.5	3.2	10.3	11.7
국내	86.6	50.6	36.0	-56.0	125.3	84.2	88.7	31.4	117.2	329.5	448.1
growth, %	-33.1	-31.3	-56.6	-266.7	44.7	66.4	146.3	흑전	-63.3	181.2	36.0
margin, %	11.4	7.7	5.3	-9.1	15.4	11.1	11.2	4.7	4.3	10.9	12.6
화장품	72.4	45.2	25.5	-30.5	116.4	78.6	77.8	44.7	112.6	317.5	434.4
growth, %	-38.4	-40.5	-65.5	-162.6	60.8	73.9	205.1	흑전	-64.4	182.0	36.8
margin, %	11.7	8.5	4.8	-5.8	17.1	12.3	11.9	7.7	5.1	12.4	14.2
DB&O	14.2	5.4	10.5	-25.5	8.9	5.6	10.9	-13.3	4.6	12.0	13.7
growth, %	20.3	-325.0	16.7	68.9	-37.3	3.5	3.4	적지	39.4	161.0	14.4
margin, %	10.0	4.3	7.6	-28.2	6.7	4.6	7.9	-15.0	0.9	2.5	2.8
해외	-32.4	-21.0	19.7	51.6	52.3	34.9	36.5	54.8	17.9	178.5	210.9
growth, %	적전	적전	-43.4	1,512.5	흑전	흑전	85.2	6.2	-82.8	897.3	18.1
margin, %	-8.8	-5.3	4.7	9.5	11.9	8.1	8.3	9.5	1.0	9.5	10.2
아시아	-29.9	-13.6	15.7	49.4	50.4	33.2	33.3	52.4	21.6	169.3	200.8
growth, %	적전	적전	-54.5	558.7	흑전	흑전	-32.6	3.9	-82.0	683.7	18.6
margin, %	-8.7	-3.5	4.0	9.5	12.0	8.0	8.0	9.5	1.3	9.4	10.1
유럽	-0.8	-1.4	0.4	0.5	0.4	0.3	0.5	0.4	-1.3	1.7	1.8
growth, %	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	15.0	-10.2	적축	흑전	5.0
margin, %	-14.8	-46.7	8.0	9.1	8.0	8.0	8.0	8.0	-6.9	8.0	8.0
북아메리카	-1.7	-6.0	3.6	1.7	1.5	1.4	2.7	2.0	-2.4	7.6	8.3
growth, %	적지	적지	176.9	흑전	흑전	흑전	-23.7	16.9	적축	흑전	10.0
margin, %	-7.4	-43.2	15.1	10.7	6.8	8.0	10.0	10.0	-3.1	8.8	8.8
세전이익	65.6	18.7	19.3	-78.3	181.3	110.8	111.5	67.4	25.3	471.0	623.2
growth, %	-64.4	-77.2	-86.0	적지	176.4	491.4	478.4	흑전	-93.2	1,762.2	32.3
Margin, %	5.8	1.8	1.8	-6.8	14.5	9.3	9.1	5.4	0.6	9.6	11.1
지배주주 순이익	71.7	11.0	9.6	-57.2	135.2	83.1	83.7	49.1	35.1	351.0	462.6
growth, %	-42.0	-81.9	-90.7	적지	88.7	654.2	769.4	흑전	-85.3	899.1	31.8
Margin, %	6.3	1.0	0.9	-4.9	10.8	7.0	6.8	3.9	0.8	7.1	8.2

자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권

[ 재무제표 ]

**손익계산서**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	5,278	5,580	4,432	4,919	5,618
매출총이익	3,843	4,080	3,167	3,527	4,037
영업이익	482	428	143	508	659
EBITDA	748	913	602	897	1,023
순이자손익	10	-7	-11	-36	-36
외화관련손익	3	3	-12	0	0
지분법손익	0	0	1	0	0
세전계속사업손익	453	371	25	471	623
당기순이익	335	224	22	355	467
지배주주순이익	332	239	35	351	463
<b>증가율(%)</b>					
매출액	3.0	5.7	-20.6	11.0	14.2
영업이익	-19.2	-11.2	-66.6	255.1	29.7
EBITDA	-8.8	22.1	-34.1	49.1	14.1
순이익	-15.9	-33.2	-90.2	1,522.8	31.7
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	72.8	73.1	71.4	71.7	71.9
영업이익률	9.1	7.7	3.2	10.3	11.7
EBITDA 이익률	14.2	16.4	13.6	18.2	18.2
세전이익률	8.6	6.6	0.6	9.6	11.1
순이익률	6.3	4.0	0.5	7.2	8.3

**현금흐름표**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	647	718	554	735	824
당기순이익	335	224	22	355	467
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	-422
유형자산처분(취득)	-404	-219	-158	-224	-291
무형자산 감소(증가)	-50	-32	-32	-44	-44
투자자산 감소(증가)	22	-159	-8	-10	-40
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	743	833
(-)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	460	488
(-)기타투자	-33	100	-9	39	46
잉여현금	355	613	472	422	442
NOPLAT	356	258	124	383	494
(+) Dep	266	485	459	389	364
(-)운전자본투자	43	54	-23	14	9
(-)Capex	405	247	183	224	291
OpFCF	173	443	422	534	559

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	1,567	1,803	1,826	2,194	2,578
현금성자산	781	884	1,020	1,362	1,718
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
<b>자산총계</b>	<b>5,371</b>	<b>5,989</b>	<b>5,702</b>	<b>5,992</b>	<b>6,393</b>
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
<b>부채총계</b>	<b>925</b>	<b>1,490</b>	<b>1,238</b>	<b>1,245</b>	<b>1,259</b>
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	724	724	724	724
이익잉여금	3,726	3,874	3,848	4,130	4,517
자본조정	-59	-142	-138	-138	-138
자기주식	-1	-101	-101	-101	-101
<b>자본총계</b>	<b>4,446</b>	<b>4,499</b>	<b>4,464</b>	<b>4,747</b>	<b>5,134</b>

**주요지표**

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS	5,683	4,085	601	5,805	7,696
BPS	64,072	65,050	64,736	68,829	74,431
DPS	1,180	1,000	800	1,100	1,200
CFPS	11,869	14,764	9,138	10,763	12,064
ROA(%)	6.2	4.2	0.6	6.0	7.5
ROE(%)	7.7	5.4	0.8	7.6	9.4
ROIC(%)	9.6	6.5	3.1	10.1	13.2
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	36.9	49.0	342.8	46.5	35.1
PBR	3.3	3.1	3.2	3.9	3.6
PSR	2.7	2.5	3.2	3.8	3.3
PCR	17.7	13.5	22.5	25.1	22.4
EV/EBITDA	16.9	13.5	20.1	17.6	15.1
배당수익률	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	20.8	33.1	27.7	26.2	24.5
Net debt/Equity	-14.9	-7.1	-13.4	-20.1	-25.7
Net debt/EBITDA	-88.8	-35.0	-99.7	-106.2	-128.9
유동비율	205.3	169.1	189.0	225.6	261.3
이자보상배율(배)	206.4	21.4	8.4	10.0	13.0
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	70.0	65.6	64.2	59.9	56.4
현금+투자자산	30.0	34.4	35.8	40.1	43.6
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	2.5	11.2	8.6	7.9	7.2
자기자본	97.5	88.8	91.4	92.1	92.8

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2021년 4월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (손호주, 조은아)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 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 책임소지에 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		손호주	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	2021.04.29		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	300,000	300,000	330,000	350,000		

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수경주가 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	-15.52	-9.33
2021.04.15	Buy	330,000	-20.62	-19.09
2021.04.29	Buy	350,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 투자 의견 ]**

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2021년 03월 31일)

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