

아모레퍼시픽 (090430)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	300,000원 (D)
현재주가 (6/23)	260,000원
상승여력	15%

시가총액	161,705억원
총발행주식수	69,050,589주
60일 평균 거래대금	559억원
60일 평균 거래량	203,742주
52주 고	297,000원
52주 저	150,000원
외인지분율	33.76%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 4인 49.29%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.3)	3.4	68.3
상대	(11.6)	(5.2)	9.5
절대(달러환산)	(9.2)	2.7	78.8

추정치 하향

전일 주가 하락 배경

23일 아모레퍼시픽 주가는 전일대비 5.5% 하락했다. 2분기 아모레퍼시픽의 중국, 면세 동향이 시장 기대를 하회할 것으로 파악되며 기인한다. 또한 중국 6.18 종료 및 성과 실망감이 존재했다.

회사는 전략 방향에 맞게 가고 있는 것으로 보인다. 중국 추정치 하향은 이니스프리의 축소 과정에서의 변수이며, 점차 축소될 이슈이다. 핵심 브랜드인 설화수, 라네즈 중심이므로 전략 방향은 진행 중이며, 견고한 성과는 여전하다. 당사의 2분기 직전 추정치는 1.5천억원으로 시장 컨센서스인 1.3천억원 대비 높다. 구조조정 효과 및 고가 브랜드/이커머스 기여도 확대에 따른 수익성 개선을 빠르게 본데 기인한다. 당사 추정치의 속도 조절이 필요해 보인다. 아래는 중국/면세 등의 2분기 현황을 담았다.

▶**중국** 한자리수(+5%) 파악. 당사 추정치(+15%, 이하 추정치)를 하회. 설화수(+51%)는 견고하나, 이니스프리(-23%)가 부진한 영향. 마케팅 비용은 예상 수준 집행되었으나, 이니스프리의 이커머스 매출 감소가 수익성 하락 압력으로 작용 전망. ▶**면세** 매출의 경우 2.8천억원 (YoY+42%) 추정, 전분기비 8% 감소 예상. 직전 추정치 및 시장 눈높이(QoQ +10%)를 하회. 주요 브랜드가 4월에 가격인상이 단행됨에 따라 전분기에 선수요가 일부 존재했던 것으로 파악됨. 2분기 면세 추정치 하향은 일시적 요소로 판단함. ▶**중국 6.18** 행사 기간 설화수 30%, 라네즈 50% 수준 성장 기록. 경쟁사 대비 아쉬우나, 두자리수 성장세 유지

2Q21 Preview: 추정치 하향

아모레퍼시픽의 2분기 실적은 연결 매출 1.2조원(YoY+13%), 영업이익 1,061억원(YoY+201%)을 전망한다. 주요 부문 매출성장률은 면세 +42%, 국내 이커머스 +29%, 중국 +5% 가정했다. 직전 추정치 대비 면세, 중국 매출을 하향 조정하였고, 이에 따라 수익성 또한 변동되었다(2Q21 영업이익률 추정치 12% → 9%, -3%p). 직전 이익추정치(1.5천억원) 대비 450억원 하향 조정하였으며, 국내 및 해외 화장품 부문의 이익 추정치를 각각 250억원, 200억원 낮췄다. 추정치 변동에 기인 목표주가를 30만원으로 하향한다. 시장 눈높이 조정 과정이 전개됨에 따라 당분간 주가 약세 흐름은 불가피하나, '이니스프리/오프라인 축소, 설화수/이커머스 확대'의 구조 변화는 불변으로 추후 성과 확인 과정을 통해서 기업가치 하락은 잦아들 것이다. 투자 의견 BUY 유지한다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	2Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	11,944	13.1	-4.7	12,532	-4.7
영업이익	1,061	201.2	-39.8	1,331	-20.3
세전계속사업이익	954	409.5	-47.4	1,248	-23.5
지배순이익	708	543.3	-47.6	896	-20.9
영업이익률 (%)	8.9	+5.6 %pt	-5.2 %pt	10.6	-1.7 %pt
지배순이익률 (%)	5.9	+4.9 %pt	-4.9 %pt	7.1	-1.2 %pt

자료: 유안타증권

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

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	55,801	44,322	50,092	60,410
영업이익	4,278	1,430	5,387	7,839
지배순이익	2,388	351	3,687	5,394
PER	45.0	388.2	43.2	29.1
PBR	2.7	2.7	3.7	3.4
EV/EBITDA	11.8	17.1	16.4	13.1
ROE	5.4	0.8	8.0	10.8

자료: 유안타증권

[표1] 아모레퍼시픽 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
연결 매출액	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,157.0	1,252.8	1,194.4	1,242.0	1,320.0	5,580.1	4,432.2	5,009.2	6,041.0
한국	760.8	656.7	672.7	616.3	813.5	772.7	794.1	718.0	3,518.0	2,706.5	3,098.3	3,877.1
- 화장품	618.6	531.4	534.3	526.0	679.8	644.9	651.6	623.0	2,997.2	2,210.3	2,599.4	3,377.0
- 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	426.4	452.9	608.8	2,078.3	1,745.4	1,935.3	2,190.7
- 아시아	345.6	388.5	394.3	521.4	420.3	408.6	422.5	585.2	1,963.5	1,649.8	1,836.7	2,077.2
- 유럽	5.4	3.0	5.0	5.5	5.6	3.2	5.3	6.1	21.8	18.9	20.1	23.1
- 북미	23.0	13.9	23.9	15.9	21.4	14.6	25.1	17.5	93.0	76.7	78.6	90.4
% YoY												
매출액	-22%	-24%	-22%	-13%	11%	13%	14%	14%	6%	-21%	13%	21%
한국	-19%	-26%	-28%	-18%	7%	18%	18%	16%	5%	-23%	14%	25%
- 화장품	-22%	-31%	-31%	-20%	10%	21%	22%	18%	6%	-26%	18%	30%
- 생활용품	-6%	4%	-8%	-8%	-6%	2%	3%	5%	2%	-5%	1%	0%
해외	-28%	-21%	-13%	-3%	20%	5%	7%	12%	5%	-16%	11%	13%
- 아시아	-31%	-20%	-13%	-1%	22%	5%	7%	12%	5%	-16%	11%	13%
- 유럽	-7%	-38%	-15%	4%	4%	5%	5%	10%	-25%	-13%	6%	15%
- 북미	26%	-36%	-16%	-35%	-7%	5%	5%	10%	38%	-18%	2%	15%
연결 영업이익	60.9	35.2	56.0	-9.2	176.2	106.1	118.4	137.9	427.8	143.0	538.7	783.9
한국	86.6	50.6	36.0	-56.0	125.3	88.6	95.2	72.8	319.5	117.2	381.9	567.2
- 화장품	72.4	45.2	25.5	-30.5	116.4	86.9	88.7	86.3	316.2	112.6	378.3	560.0
- 생활용품	14.2	5.4	10.5	-25.5	8.9	1.7	6.5	-13.5	3.3	4.6	3.6	7.3
해외	-32.4	-24.4	19.7	51.6	52.3	19.6	25.2	67.0	104.0	14.5	164.1	228.6
- 아시아	-29.9	-16.2	15.7	49.4	50.4	17.6	23.2	63.5	120.0	19.0	154.7	214.5
- 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	1.0	2.0	-7.0	-2.8	5.6	7.6
% YoY												
영업이익	-67%	-60%	-48%	적전	189%	201%	111%	흑전	-11%	-67%	277%	46%
한국	-33%	-31%	-57%	적전	45%	75%	164%	흑전	13%	-63%	226%	49%
- 화장품	-38%	-41%	-65%	적전	61%	92%	248%	흑전	11%	-64%	236%	48%
- 생활용품	20%	흑전	17%	적지	-37%	-69%	-38%	적지	흑전	39%	-21%	100%
해외	적전	적전	-43%	1513%	흑전	흑전	28%	30%	-50%	-86%	1032%	39%
- 아시아	적전	적전	-54%	559%	흑전	흑전	48%	29%	-46%	-84%	714%	39%
- 유럽	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	150%	200%	적지	적지	흑전	71%
- 북미	적지	적지	177%	흑전	흑전	흑전	-72%	18%	적지	적지	흑전	36%
지배주주 순이익	71.7	11.0	9.6	-57.2	135.2	70.8	80.6	82.0	238.8	35.1	368.7	539.4
% Margin												
매출총이익률	72%	72%	71%	71%	73%	72%	71%	72%	73%	71%	72%	72%
영업이익률	5%	3%	5%	-1%	14%	9%	10%	10%	8%	3%	11%	13%
한국	11%	8%	5%	-9%	15%	11%	12%	10%	9%	4%	12%	15%
- 화장품	12%	9%	5%	-6%	17%	13%	14%	14%	11%	5%	15%	17%
해외	-9%	-6%	5%	10%	12%	5%	6%	11%	5%	1%	8%	10%
- 아시아	-9%	-4%	4%	9%	12%	4%	5%	11%	6%	1%	8%	10%
순이익률	6%	1%	1%	-5%	11%	6%	6%	6%	4%	1%	7%	9%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표2] 국내 주요 채널 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
면세점	258.7	197.0	222.0	271.2	303.9	280.0	300.0	330.0	1,553.5	948.8	1,213.9	1,824.0
순수 내수	359.9	334.4	312.3	254.8	375.9	364.9	351.6	293.0	1,443.7	1,261.5	1,385.4	1,553.0
- 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	183.1	167.5	114.6	976.6	656.5	643.0	686.6
% YoY												
면세점	-29%	-45%	-49%	-31%	18%	42%	35%	22%	22%	-39%	28%	50%
순수 내수	-15%	-19%	-9%	-3%	4%	9%	13%	15%	-8%	-13%	10%	12%
- 이커머스	34%	23%	42%	21%	22%	29%	20%	20%	36%	30%	23%	17%
- 기타 내수	-34%	-35%	-32%	-25%	-10%	-5%	5%	8%	-20%	-33%	-2%	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	1Q21	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
한국	760.8	656.7	672.7	616.3	813.5	772.7	794.1	718.0	3,518.0	2,706.5	3,098.3	3,877.1
아시아	345.6	388.5	394.3	521.4	420.3	408.6	422.5	585.2	1,963.5	1,649.8	1,836.7	2,077.2
- 중국	237.3	293.2	270.5	369.3	320.4	307.8	292.2	424.7	1,347.4	1,170.4	1,345.2	1,546.9
설화수	59.3	61.0	65.7	114.5	106.7	92.0	96.4	157.2	256.0	300.6	452.3	574.9
이니스프리	78.3	108.5	97.4	103.4	84.9	83.1	78.9	104.1	579.4	387.6	351.0	376.4
라네즈/마몽드	71.2	88.0	78.5	109.0	92.9	95.4	84.7	114.7	404.2	346.6	387.8	410.4
유럽	5.4	3.0	5.0	5.5	5.6	3.2	5.3	6.1	21.8	18.9	20.1	23.1
북미	23.0	13.9	23.9	15.9	21.4	14.6	25.1	17.5	93.0	76.7	78.6	90.4
% YoY												
한국	-19%	-26%	-28%	-18%	7%	18%	18%	16%	5%	-23%	14%	25%
아시아	-31%	-20%	-13%	-1%	22%	5%	7%	12%	5%	-16%	11%	13%
- 중국	-33%	-12%	-11%	3%	35%	5%	8%	15%	3%	-13%	15%	15%
설화수	-6%	8%	20%	60%	80%	51%	47%	37%	23%	17%	50%	27%
이니스프리	-51%	-28%	-25%	-28%	8%	-23%	-19%	1%	-5%	-33%	-9%	7%
라네즈/마몽드	-33%	-12%	-14%	1%	31%	9%	8%	5%	7%	-14%	12%	6%
유럽	-7%	-38%	-15%	4%	4%	5%	5%	10%	-25%	-13%	6%	15%
북미	26%	-36%	-16%	-35%	-7%	5%	5%	10%	38%	-18%	2%	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	50,092	60,410	66,155
매출원가	15,005	12,654	14,122	16,705	18,107
매출충이익	40,796	31,668	35,970	43,705	48,048
판매비	36,518	30,238	30,584	35,866	38,554
영업이익	4,278	1,430	5,387	7,839	9,494
EBITDA	9,133	6,015	9,191	11,202	12,468
영업외손익	-572	-1,177	-422	-575	-506
외환관련손익	28	-122	-25	-25	-25
이자손익	-71	-106	-10	7	37
관계기업관련손익	-3	7	7	7	7
기타	-527	-956	-393	-563	-525
법인세비용차감전순손익	3,706	253	4,965	7,264	8,988
법인세비용	1,468	34	1,241	1,816	2,247
계속사업순손익	2,238	219	3,724	5,448	6,741
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,238	219	3,724	5,448	6,741
지배지분순이익	2,388	351	3,687	5,394	6,674
포괄순이익	2,310	341	3,846	5,570	6,863
지배지분포괄이익	2,463	469	5,290	7,661	9,439

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	8,331	9,001	10,516
당기순이익	2,238	219	3,724	5,448	6,741
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	-591	-1,204	-594
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	-549	-549
기타현금흐름	-2,854	-2,089	-2,089	-2,089	-2,089
연결범위변동 등 기타	104	-118	-295	-379	-393
현금의 증감	-619	1,201	4,113	4,919	6,602
기초 현금	7,355	6,736	7,937	12,051	16,970
기말 현금	6,736	7,937	12,051	16,970	23,571
NOPLAT	4,278	1,430	5,387	7,839	9,494
FCF	4,718	3,713	6,306	7,230	8,956

자료: 유안타증권

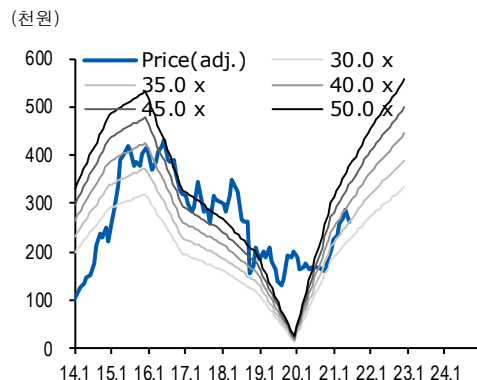
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	18,031	18,257	23,281	29,824	37,331
현금및현금성자산	6,736	7,937	12,051	16,970	23,571
매출채권 및 기타채권	3,962	3,063	3,329	3,989	4,357
재고자산	4,526	4,145	4,684	5,649	6,187
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	60,547	65,817	72,255
유동부채	10,666	9,659	9,929	10,784	11,529
매입채무 및 기타채무	6,224	6,078	6,214	6,454	6,584
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	12,645	13,500	14,245
지배지분	44,895	44,679	47,939	52,358	58,056
자본금	345	345	345	345	345
자본잉여금	7,235	7,235	7,235	7,235	7,235
이익잉여금	38,738	38,477	41,616	45,911	51,487
비지배지분	93	-35	-37	-41	-45
자본총계	44,988	44,644	47,902	52,317	58,011
순차입금	-5,170	-7,325	-10,824	-15,128	-21,114
총차입금	3,673	2,879	3,494	4,108	4,723

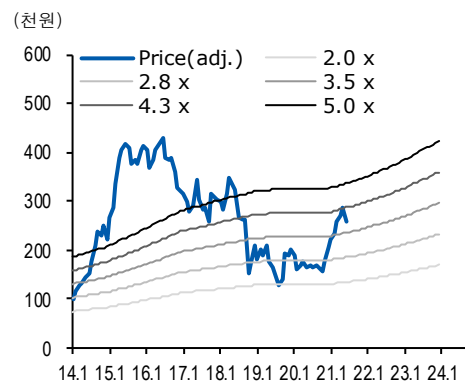
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	3,904	456	6,015	8,930	11,119
BPS	65,539	65,223	69,948	76,395	84,709
EBITDAPS	13,233	8,716	13,315	16,222	18,056
SPS	80,853	64,219	72,568	87,487	95,807
DPS	1,000	800	800	800	800
PER	45.0	388.2	43.2	29.1	23.4
PBR	2.7	2.7	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	11.8	17.1	16.4	13.1	11.3
PSR	2.2	2.8	3.6	3.0	2.7

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	5.7	-20.6	13.0	20.6	9.5
영업이익 증가율 (%)	-11.2	-66.6	276.7	45.5	21.1
지배순이익 증가율 (%)	-28.1	-85.3	949.4	46.3	23.7
매출총이익률 (%)	73.1	71.4	71.8	72.3	72.6
영업이익률 (%)	7.7	3.2	10.8	13.0	14.4
지배순이익률 (%)	4.3	0.8	7.4	8.9	10.1
EBITDA 마진 (%)	16.4	13.6	18.3	18.5	18.8
ROIC	8.5	4.2	14.1	20.9	25.9
ROA	4.2	0.6	6.3	8.5	9.7
ROE	5.4	0.8	8.0	10.8	12.1
부채비율 (%)	33.1	27.7	26.4	25.8	24.6
순차입금/자기자본 (%)	-11.5	-16.4	-22.6	-28.9	-36.4
영업이익/금융비용 (배)	21.4	8.4	51.4	63.6	67.0

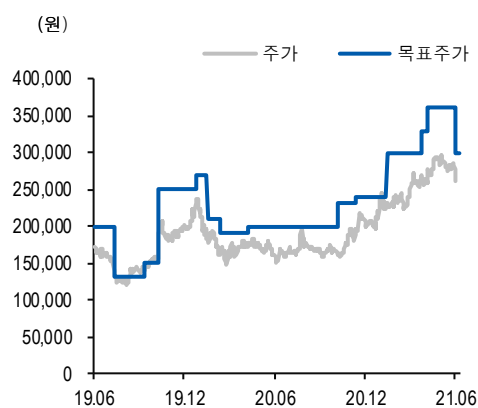
P/E band chart



P/B band chart



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-06-24	BUY	300,000	1년		
2021-04-29	BUY	360,000	1년	-21.50	-17.50
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

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)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-06-22

※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.