



아모레퍼시픽 (090430)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (D)
목표주가	230,000원 (D)
현재주가 (9/8)	206,000원
상승여력	12%

시가총액	128,702억원
총발행주식수	69,050,589주
60일 평균 거래대금	468억원
60일 평균 거래량	197,201주
52주 고	297,000원
52주 저	158,000원
외인지분율	33.10%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 4 인 50.16%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.8)	(25.1)	21.2
상대	(6.8)	(23.1)	(8.0)
절대(달러환산)	(11.7)	(28.5)	23.2

추정치 하향 불가피

전일 주가 하락 배경

전일(9/8) 아모레퍼시픽 주가는 전일대비 9.3% 하락했다. 3분기 아모레퍼시픽의 해외 동향이 부진 예상됨에 따라 시장 기대치를 하회할 것으로 파악된데 기인한다. 추가적으로 하반기 중국 소비 둔화 우려, 산업의 높은 기저 부담, 경쟁 심화 가능성, 그에 따른 수익성 하락 등 2분기 실적 시즌에 노출되었던 복합적 우려 사항이 재차 부각되며 낙폭을 키웠다.

우선적으로 추정치 하향은 불가피할 것으로 보인다. 델타 변이 확산에 따른 수요 약세가 아시아 전반에 걸쳐 나타나고 있으며, 회사의 전략 방향에 따라 중국에서 중저가 브랜드의 매출 감소가 보다 확대 추세에 있기 때문이다. 직전 추정치 대비 아시아 매출을 하향 조정, 하반기 아시아 매출을 역성장 가정했다. 아래는 아모레퍼시픽의 3분기 영업 현황 및 당사 전망을 담았다.

- ▶ **중국** 한 자릿수(-4%) 매출 감소 전망. 설화수(+40%)는 고성장 예상되나, 상반기 보다는 다소 악화. 이니스프리(-50%)의 온오프라인 부진은 심화 됨에 따라 매출 감소 불가피할 전망. 외형 감소에 따른 고정비 부담 확대(상해 공장 가동률 하락, 매장 효율 하락 등)로 수익성은 2% 가정.
- ▶ **면세** 매출 2.3천 억원 (YoY+5%) 추정, 전분기비 7% 감소 예상. 델타 변이 확산에 따른 트래픽 약세 영향. 또한 하이난 성장세 안정화(지난해 7월 1일 내국인 면세 한도 증액 시행) ▶ **국내** 방판, 아리따움 매출 감소세 전분기와 유사. 백화점은 감소폭 확대 예상. 온라인은 성장 추세 지속

3Q21 Preview: 추정치 하향, 하반기 모멘텀 약화

아모레퍼시픽의 3분기 실적은 연결 매출 1.1조원(YoY+1%), 영업이익 767억원(YoY+37%)을 전망한다. 주요 부문 매출성장률은 면세 +5%, 국내 이커머스 +20%, 중국 -4% 가정했다. 국내 손익은 큰 변화 없으나, 아시아 매출 감소를 전망함에 따라 아시아 수익성 변동이 추정치 변동의 대부분이다(3Q21F 아시아 수익성 5% → 1%, -4%p). 추정치 하향 등에 기인 목표주가를 23만원으로 하향 조정, 투자의견 또한 Hold로 하향 한다. 고가/이커머스 중심으로 사업 구조가 변화되고 있으나, '이니스프리의 외형 감소 + 산업 전반의 경쟁 확대' 등으로 하반기 '이익 변동성 확대 → 모멘텀 약화'가 예상되기 때문이다. 현재 기업의 가치는 이를 반영하며 하락 중에 있다. 추후 위드 코로나 및 국가간 리오프닝 가능성 확대 시 반전을 꾀할 수 있을 것으로 보인다.

Quarterly earning Forecasts

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	11,018	1.2	-6.4	12,247	-10.0
영업이익	767	36.8	-15.9	1,062	-27.8
세전계속사업이익	726	276.3	-17.6	997	-27.2
지배순이익	503	422.7	-17.7	753	-33.2
영업이익률 (%)	7.0	+1.9 %pt	-0.8 %pt	8.7	-1.7 %pt
지배순이익률 (%)	4.6	+3.7 %pt	-0.6 %pt	6.1	-1.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	(억원)	(원)	(%, 배)
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F
매출액	55,801	44,322	47,069
영업이익	4,278	1,430	4,139
지배순이익	2,388	351	2,811
PER	45.0	388.2	45.6
PBR	2.7	2.7	3.0
EV/EBITDA	11.8	17.1	14.9
ROE	5.4	0.8	6.1
			8.4
2022F			

자료: 유안타증권

[표1] 아모레퍼시픽 연결 실적전망 및 추이										(단위: 십억원, %)			
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F	
연결 매출액	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,157.0	1,252.8	1,176.7	1,101.8	1,175.7	5,580.1	4,432.2	4,706.9	5,320.0	
한국	760.8	656.7	672.7	616.3	813.5	741.8	703.3	666.2	3,518.0	2,706.5	2,924.9	3,397.3	
- 화장품	618.6	531.4	534.3	526.0	679.8	626.3	560.9	571.3	2,997.2	2,210.3	2,438.3	2,913.3	
- 생활용품	142.1	125.3	138.3	90.4	133.7	115.5	142.5	94.9	520.7	496.1	486.6	483.9	
해외	374.0	405.4	423.2	542.8	447.3	445.2	402.9	515.1	2,078.3	1,745.4	1,810.5	1,946.5	
- 아시아	345.6	388.5	394.3	521.4	420.3	418.6	372.5	491.6	1,963.5	1,649.8	1,703.0	1,822.9	
- 유럽	5.4	3.0	5.0	5.5	5.6	5.0	5.3	6.1	21.8	18.9	21.9	25.2	
- 북미	23.0	13.9	23.9	15.9	21.4	21.6	25.1	17.5	93.0	76.7	85.6	98.4	
% YoY	매출액	-22%	-24%	-22%	-13%	11%	11%	1%	2%	6%	-21%	6%	13%
	한국	-19%	-26%	-28%	-18%	7%	13%	5%	8%	5%	-23%	8%	16%
	- 화장품	-22%	-31%	-31%	-20%	10%	18%	5%	9%	6%	-26%	10%	19%
	- 생활용품	-6%	4%	-8%	-8%	-6%	-8%	3%	5%	2%	-5%	-2%	-1%
	해외	-28%	-21%	-13%	-3%	20%	10%	-5%	-5%	5%	-16%	4%	8%
	- 아시아	-31%	-20%	-13%	-1%	22%	8%	-6%	-6%	5%	-16%	3%	7%
	- 유럽	-7%	-38%	-15%	4%	4%	67%	5%	10%	-25%	-13%	16%	15%
	- 북미	26%	-36%	-16%	-35%	-7%	55%	5%	10%	38%	-18%	12%	15%
연결 영업이익	60.9	35.2	56.0	-9.2	176.2	91.2	76.7	69.8	427.8	143.0	413.9	560.4	
한국	86.6	50.6	36.0	-56.0	125.3	82.1	74.0	43.8	319.5	117.2	325.1	437.6	
- 화장품	72.4	45.2	25.5	-30.5	116.4	84.4	67.4	57.3	316.2	112.6	325.5	434.4	
- 생활용품	14.2	5.4	10.5	-25.5	8.9	-2.3	6.5	-13.5	3.3	4.6	-0.3	3.2	
해외	-32.4	-24.4	19.7	51.6	52.3	9.4	4.7	28.0	104.0	14.5	94.6	134.7	
- 아시아	-29.9	-16.2	15.7	49.4	50.4	7.6	3.2	25.3	120.0	19.0	86.7	122.4	
- 유럽	-0.8	-1.8	0.4	0.5	0.3	0.3	0.5	1.0	-9.0	-1.7	2.1	4.5	
- 북미	-1.7	-6.4	3.6	1.7	1.6	1.5	1.0	1.7	-7.0	-2.8	5.8	7.8	
% YoY	영업이익	-67%	-60%	-48%	적전	189%	159%	37%	흑전	-11%	-67%	189%	35%
	한국	-33%	-31%	-57%	적전	45%	62%	105%	흑전	13%	-63%	177%	35%
	- 화장품	-38%	-41%	-65%	적전	61%	87%	164%	흑전	11%	-64%	189%	33%
	- 생활용품	20%	흑전	17%	적지	-37%	적전	-38%	적지	흑전	39%	적전	흑전
	해외	적전	적전	-43%	1513%	흑전	흑전	-76%	-46%	-50%	-86%	552%	42%
	- 아시아	적전	적전	-54%	559%	흑전	흑전	-79%	-49%	-46%	-84%	356%	41%
	- 유럽	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	25%	100%	적지	적지	흑전	114%
	- 북미	적지	적지	177%	흑전	흑전	흑전	-72%	-	적지	적지	흑전	34%
지배주주 순이익	71.7	11.0	9.6	-57.2	135.2	61.1	50.3	34.6	238.8	35.1	281.1	410.1	
% Margin	매출총이익률	72%	72%	71%	71%	73%	73%	70%	72%	73%	71%	72%	72%
	영업이익률	5%	3%	5%	-1%	14%	8%	7%	6%	8%	3%	9%	11%
	한국	11%	8%	5%	-9%	15%	11%	11%	7%	9%	4%	11%	13%
	- 화장품	12%	9%	5%	-6%	17%	13%	12%	10%	11%	5%	13%	15%
	해외	-9%	-6%	5%	10%	12%	2%	1%	5%	5%	1%	5%	7%
	- 아시아	-9%	-4%	4%	9%	12%	2%	1%	5%	6%	1%	5%	7%
	순이익률	6%	1%	1%	-5%	11%	5%	5%	3%	4%	1%	6%	8%

자료: 유안타증권 리서치센터 [참고] 에스트리, 코스비전 합병은 미반영(9월 1일 합병 원료)

[표2] 국내 주요 채널 매출 추이 및 전망

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
면세점	258.7	197.0	222.0	271.2	303.9	250.2	232.7	279.2	1,553.5	948.8	1,066.1	1,370.0
순수 내수	359.9	334.4	312.3	254.8	375.9	376.1	328.2	292.1	1,443.7	1,261.5	1,372.3	1,543.3
- 이커머스	162.2	140.6	153.4	148.7	198.1	195.0	184.1	178.4	467.1	605.0	755.6	882.1
- 기타 내수	197.7	193.8	158.9	106.1	177.8	181.1	144.1	113.7	976.6	656.5	616.7	661.2
% YoY												
면세점	-29%	-45%	-49%	-31%	18%	27%	5%	3%	22%	-39%	12%	29%
순수 내수	-15%	-19%	-9%	-3%	4%	12%	5%	15%	-8%	-13%	9%	12%
- 이커머스	34%	23%	42%	21%	22%	39%	20%	20%	36%	30%	25%	17%
- 기타 내수	-34%	-35%	-32%	-25%	-10%	-7%	-9%	7%	-20%	-33%	-6%	7%

자료: 유안타증권 리서치센터

[참고] 해외 면세 비중은 면세점 매출의 10% 미만(중국 하이난은 2% 내외), 면세점 외 채널 매출은 유안타증권 추정치. 에스트라, 코스비전 합병은 미반영(9월 1일. 합병 완료)

[표3] 주요 지역별 매출 추이 및 전망

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
한국	760.8	656.7	672.7	616.3	813.5	741.8	703.3	666.2	3,518.0	2,706.5	2,924.9	3,397.3
아시아	345.6	388.5	394.3	521.4	420.3	418.6	372.5	491.6	1,963.5	1,649.8	1,703.0	1,822.9
- 중국	237.8	293.2	270.5	371.1	322.5	310.4	258.7	351.2	1,349.1	1,172.6	1,242.9	1,332.7
설화수	52.3	60.1	65.7	115.0	96.7	96.2	92.0	138.0	256.3	293.2	423.1	484.8
이니스프리	83.2	108.5	97.4	103.9	90.3	77.6	48.7	41.6	580.1	393.0	258.2	196.0
라네즈/마몽드	71.3	88.0	78.5	109.5	96.7	93.1	84.7	120.4	404.7	347.2	395.0	430.2
유럽	5.4	3.0	5.0	5.5	5.6	5.0	5.3	6.1	21.8	18.9	21.9	25.2
북미	23.0	13.9	23.9	15.9	21.4	21.6	25.1	17.5	93.0	76.7	85.6	98.4
% YoY												
한국	-19%	-26%	-28%	-18%	7%	13%	5%	8%	5%	-23%	8%	16%
아시아	-31%	-20%	-13%	-1%	22%	8%	-6%	-6%	5%	-16%	3%	7%
- 중국	-32%	-12%	-11%	3%	36%	6%	-4%	-5%	4%	-13%	6%	7%
설화수	-17%	6%	20%	60%	85%	60%	40%	20%	23%	14%	44%	15%
이니스프리	-47%	-28%	-25%	-28%	9%	-28%	-50%	-60%	-5%	-32%	-34%	-24%
라네즈/마몽드	-32%	-12%	-14%	1%	36%	6%	8%	10%	7%	-14%	14%	9%
유럽	-7%	-38%	-15%	4%	4%	67%	5%	10%	-25%	-13%	16%	15%
북미	26%	-36%	-16%	-35%	-7%	55%	5%	10%	38%	-18%	12%	15%

자료: 유안타증권 리서치센터

[참고] 중국법인 매출은 유안타증권 추정치. 에스트라, 코스비전 합병은 미반영(9월 1일. 합병 완료)

아모레퍼시픽 (090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	55,801	44,322	47,069	53,200	58,087	
매출원가	15,005	12,654	13,229	14,673	15,861	
매출총이익	40,796	31,668	33,840	38,527	42,226	
판관비	36,518	30,238	29,701	32,924	35,249	
영업이익	4,278	1,430	4,139	5,604	6,977	
EBITDA	9,133	6,015	7,943	8,967	9,951	
영업외손익	-572	-1,177	-82	-81	-69	
외환관련손익	28	-122	-25	-25	-25	
이자손익	-71	-106	-14	-2	17	
관계기업관련손익	-3	7	7	7	7	
기타	-527	-956	-50	-61	-68	
법인세비용차감전순손익	3,706	253	4,057	5,523	6,908	
법인세비용	1,468	34	1,217	1,381	1,727	
계속사업순손익	2,238	219	2,840	4,142	5,181	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	2,238	219	2,840	4,142	5,181	
지배지분순이익	2,388	351	2,811	4,101	5,130	
포괄순이익	2,310	341	2,962	4,264	5,304	
지배지분포괄이익	2,463	469	4,074	5,865	7,294	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	7,183	5,544	7,840	8,249	9,071	
당기순이익	2,238	219	2,840	4,142	5,181	
감가상각비	4,855	4,585	3,804	3,363	2,974	
외환손익	20	71	25	25	25	
증속, 관계기업관련손익	0	0	-7	-7	-7	
자산부채의 증감	-1,614	398	-198	-650	-478	
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	-2,027	-2,027	
단기차입금	-206	615	615	615	615	
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-814	-685	-548	-553	-553	
기타현금흐름	-2,854	-2,089	-2,089	-2,089	-2,089	
연결범위변동 등 기타	104	-118	-284	-370	-381	
현금의 증감	-619	1,201	3,633	4,172	5,166	
기초 현금	7,355	6,736	7,937	11,570	15,742	
기말 현금	6,736	7,937	11,570	15,742	20,908	
NOPLAT	4,278	1,430	4,139	5,604	6,977	
FCF	4,718	3,713	5,815	6,478	7,512	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

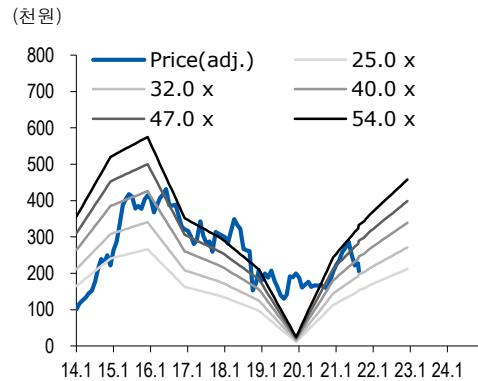
3. ROE,ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산		18,031	18,257	22,323	27,461	33,397
현금및현금성자산		6,736	7,937	11,570	15,742	20,908
매출채권 및 기타채권		3,962	3,063	3,135	3,528	3,841
재고자산		4,526	4,145	4,402	4,975	5,432
비유동자산		41,859	38,762	37,267	35,993	34,925
유형자산		26,618	25,663	23,678	21,914	20,356
관계기업등 지분관련자산		22	525	1,015	1,505	1,995
기타투자자산		462	404	404	404	404
자산총계		59,890	57,019	59,590	63,453	68,321
유동부채		10,666	9,659	9,846	10,595	11,320
매입채무 및 기타채무		6,224	6,078	6,131	6,265	6,376
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	12,562	13,311	14,036
지배지분		44,895	44,679	47,064	50,181	54,327
자본금		345	345	345	345	345
자본잉여금		7,235	7,235	7,235	7,235	7,235
이익잉여금		38,738	38,477	40,740	43,735	47,759
비지배지분		93	-35	-36	-39	-42
자본총계		44,988	44,644	47,028	50,142	54,285
순차입금		-5,170	-7,325	-10,343	-13,900	-18,451
총차입금		3,673	2,879	3,494	4,108	4,723

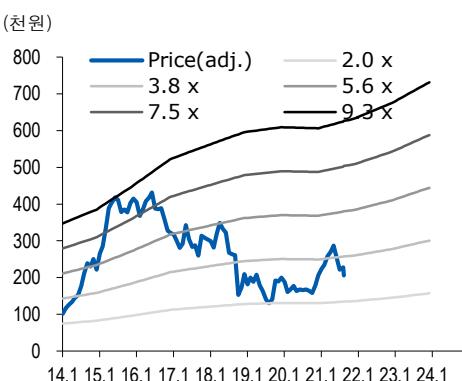
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS		3,904	456	4,518	6,720	8,479
BPS		65,539	65,223	68,165	72,680	78,685
EBITDAPS		13,233	8,716	11,507	12,985	14,411
SPS		80,853	64,219	68,189	77,045	84,122
DPS		1,000	800	800	800	800
PER		45.0	388.2	45.6	30.7	24.3
PBR		2.7	2.7	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA		11.8	17.1	14.9	12.8	11.1
PSR		2.2	2.8	3.0	2.7	2.4

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)		5.7	-20.6	6.2	13.0	9.2
영업이익 증가율 (%)		-11.2	-66.6	189.4	35.4	24.5
지배순이익 증가율 (%)		-28.1	-85.3	700.2	45.9	25.1
매출총이익률 (%)		73.1	71.4	71.9	72.4	72.7
영업이익률 (%)		7.7	3.2	8.8	10.5	12.0
지배순이익률 (%)		4.3	0.8	6.0	7.7	8.8
EBITDA 마진 (%)		16.4	13.6	16.9	16.9	17.1
ROIC		8.5	4.2	10.2	15.3	19.7
ROA		4.2	0.6	4.8	6.7	7.8
ROE		5.4	0.8	6.1	8.4	9.8
부채비율 (%)		33.1	27.7	26.7	26.5	25.9
순차입금/자기자본 (%)		-11.5	-16.4	-22.0	-27.7	-34.0
영업이익/금융비용 (배)		21.4	8.4	39.5	45.5	49.2

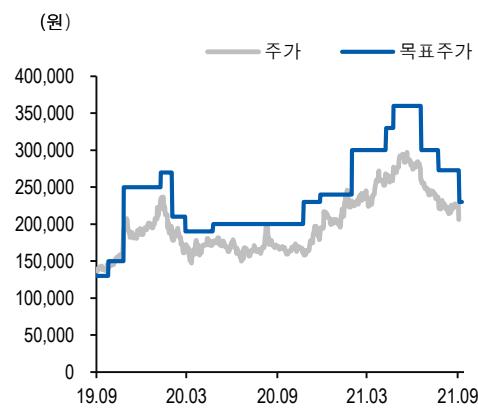
P/E band chart



P/B band chart



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-09-09	HOLD	230,000	1년		
2021-07-29	BUY	273,000	1년	-18.39	-15.02
2021-06-24	BUY	300,000	1년	-18.63	-14.67
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

자료: 유안타증권

주: 괴리를 = (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)	91.9
Hold(중립)	8.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-09-07

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정 시 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 투자 의사결정은 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.