

# 아모레퍼시픽 (090430)

한유정 yujung.han@daishin.com

투자의견 **Marketperform**

시장수익률, 하향

6개월  
목표주가**220,000**

하향

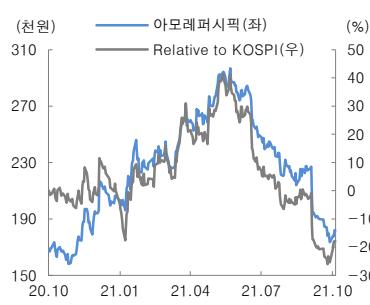
현재주가  
(21.10.13)**175,500**

음식료업종

ESG평가 등급 S A+ A B+ B C D

KOSPI	294441
시가총액	11,003십억원
시가총액비중	0.50%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	297,000원 / 158,000원
120일 평균거래대금	541억원
외국인자본율	31.70%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 4 인 50.19% 국민연금공단 6.38%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-8.1	-27.8	-34.5	4.2
상대수익률	-2.4	-19.8	-29.5	-15.0



## Issue & News

# 구조조정의 성과 확인 필요

**투자의견 시장수익률, 목표주가 220,000원으로 하향 조정(-21%)**

- 총전 목표주가 산정 시 Target PER을 Global Peer 12M Fwd PER 평균 44배를 적용하였으나 20% 할인한 35배를 Target PER로 적용하여 목표주가, 투자의견 하향 조정

## 구조조정의 성과 확인 필요

- 2021~2022년 중국 법인의 연평균 매출액 성장률은 +10% 전망
- 비효율 점포 폐점 영향으로 이니스프리 오프라인 매출액은 -33%, 온라인 매출액은 +4% 추정. 대대적인 구조조정이 2022년까지 이어질 것으로 예상됨에 따라 기존점 매출 추가 하락 및 온라인 매출 하락 가능성도 배제할 수 없어 브랜드 리빌딩에 대한 성과 확인 필요
- 중국 설화수 매출액은 +35%로 추정

## 기대치에 부합할 3분기

- 2021년 3분기 아모레퍼시픽의 매출액은 1조 1,412억원(+5% YoY, -3% qoq), 영업이익은 835억원(+49% YoY, -8% qoq)으로 낮아진 컨센서스 영업이익 803억원 부합 전망
- 중국 설화수 매출액은 +35% YoY로 추정하나 중국 이니스프리 오프라인, 온라인 매출액은 각각 -74%, -15% YoY로 부진 심화 예상
- 면세는 국내, 해외 각각 +10%, +39% YoY 추정. 디지털 채널 매출액은 +32% YoY으로 상반기 수준의 성장세가 이어진 것으로 파악

(단위: 십억원, %)

구분	3Q20 2Q21				3Q21(F) 4Q21			
	작전추정	당사추정	YoY	QoQ	작전추정	당사추정	YoY	QoQ
매출액	1,089	1,177	1,141	1,141	4.8	-3.0	1,145	1,295
영업이익	56	91	84	84	49.0	-8.4	80	72
순이익	10	61	57	57	488.0	-7.4	55	36

자료: 아모레퍼시픽, FnGuide, 대신증권 Research Center

## 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	5,580	4,432	4,866	5,410	6,167
영업이익	428	143	423	518	621
세전순이익	371	25	382	513	616
총당기순이익	224	22	283	380	456
지배자분순이익	239	35	288	418	502
EPS	3,938	460	4,744	6,954	8,379
PER	50.8	448.1	37.0	25.2	20.9
BPS	65,050	64,736	68,125	73,126	79,327
PBR	3.1	3.2	2.6	2.4	2.2
ROE	5.4	0.8	6.3	8.6	9.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배자분 기준으로 산출. 자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

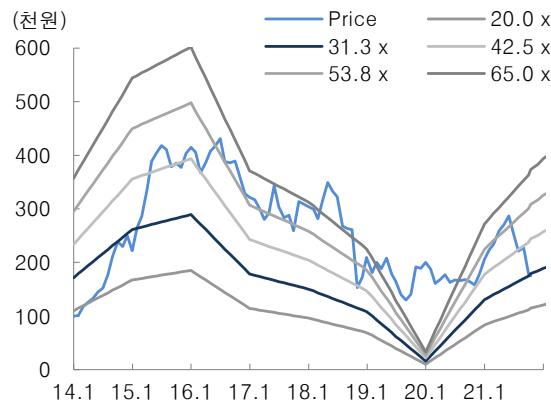
## 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	4,866	5,410	4,866	5,410	0.0	0.0
판매비와 관리비	3,144	3,523	3,144	3,523	0.0	0.0
영업이익	423	518	423	518	0.0	0.0
영업이익률	8.7	9.6	8.7	9.6	0.0	0.0
영업외손익	-41	-5	-41	-5	적자유지	적자유지
세전순이익	382	513	382	513	0.0	0.0
지배자분순이익	288	418	288	418	0.0	0.0
순이익률	5.8	7.0	5.8	7.0	0.0	0.0
EPS(지배자분순이익)	4.744	6.954	4.744	6.954	0.0	0.0

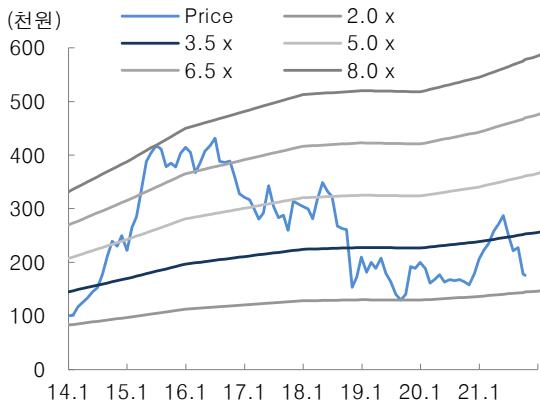
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

그림 1. 아모레퍼시픽 PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 2. 아모레퍼시픽 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

표 1. 아모레퍼시픽 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,131	1,056	1,089	1,157	1,253	1,177	1,141	1,295	5,278	5,580	4,432	4,866	5,410
한국	761	657	673	616	814	742	748	724	3,347	3,518	2,707	3,027	3,435
화장품	619	531	534	526	680	626	604	628	2,835	2,997	2,210	2,539	2,930
Daily Beauty	142	125	138	90	134	116	144	95	513	521	496	489	505
해외	374	405	423	543	447	445	400	573	1,970	2,078	1,745	1,866	2,004
아시아	346	389	394	521	420	419	366	550	1,874	1,964	1,650	1,755	1,886
유럽	5	3	5	6	6	5	6	6	29	22	19	22	23
북미	23	14	24	16	21	22	29	18	68	93	77	89	95
기타	-4	-6	-7	-2	-8	-10	-7	-2	-40	-16	-20	-28	-29
Y/Y (%)	-22.1	-24.2	-22.4	-13.3	10.8	11.5	4.8	11.9	3.0	5.7	-20.6	9.8	11.2
한국	-19.1	-26.4	-27.7	-18.3	6.9	13.0	11.2	17.4	0.0	5.1	-23.1	11.9	13.5
화장품	-21.6	-31.1	-31.5	-19.8	9.9	17.9	13.0	19.5	0.2	5.7	-26.3	14.8	15.4
Daily Beauty	-6.1	4.2	-8.2	-8.2	-5.9	-7.8	4.3	5.6	-0.8	1.5	-4.7	-1.4	3.3
해외	-28.3	-20.8	-13.0	-2.7	19.7	9.8	-5.4	5.6	8.2	5.5	-16.0	6.9	7.4
아시아	-30.6	-20.0	-12.8	-1.3	21.6	7.7	-7.2	5.4	8.2	4.8	-16.0	6.4	7.5
유럽	-6.9	-37.5	-15.3	3.8	3.7	66.7	15.6	3.8	-18.8	-24.8	-13.3	16.9	5.7
북미	26.4	-35.9	-16.4	-35.1	-7.0	55.4	19.5	10.9	14.8	37.6	-17.5	16.3	6.2
기타	-65.5	-42.2	-52.3	-110.5	107.7	63.5	3.2	-10.8	-9.8	-58.9	20.2	41.8	4.1
매출액 비중(%)													
한국	67.3	62.2	61.8	53.3	64.9	63.0	65.6	55.9	63.4	63.0	61.1	62.2	63.5
화장품	54.7	50.3	49.1	45.5	54.3	53.2	52.9	48.5	53.7	53.7	49.9	52.2	54.2
Daily Beauty	12.6	11.9	12.7	7.8	10.7	9.8	12.6	7.4	9.7	9.3	11.2	10.0	9.3
해외	33.1	38.4	38.9	46.9	35.7	37.8	35.1	44.3	37.3	37.2	39.4	38.4	37.0
아시아	30.6	36.8	36.2	45.1	33.5	35.6	32.1	42.5	35.5	35.2	37.2	36.1	34.9
유럽	0.5	0.3	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4
북미	2.0	1.3	2.2	1.4	1.7	1.8	2.5	1.4	1.3	1.7	1.7	1.8	1.8
기타	-0.3	-0.6	-0.7	-0.2	-0.6	-0.9	-0.7	-0.2	-0.8	-0.3	-0.4	-0.6	-0.5
영업이익	61	35	56	-9	176	91	84	72	482	428	143	423	518
한국	87	51	36	-56	125	82	84	46	284	320	117	338	421
화장품	72	45	26	-31	116	84	74	49	284	316	113	324	397
Daily Beauty	14	5	11	-26	9	-2	10	-2	0	3	5	14	25
해외	-32	-21	20	52	52	9	-1	30	207	104	18	91	104
기타	7	6	0	-5	-1	0	0	-5	-9	4	8	-6	-7
Y/Y (%)	-67.3	-59.9	-47.9	적전	189.2	158.9	49.0	흑전	-19.2	-11.2	-66.6	195.6	22.5
한국	-33.1	-31.3	-56.6	적전	44.7	62.3	133.1	흑전	-32.1	12.6	-63.3	188.1	24.8
화장품	-38.4	-40.5	-65.5	적전	60.8	86.7	190.1	흑전	-29.5	11.3	-64.4	187.3	22.6
Daily Beauty	20.3	흑전	16.7	적지	-37.3	적전	-5.2	적지	적전	흑전	39.4	208.0	74.3
해외	적전	적전	-43.4	1,513	흑전	흑전	적전	-40.9	6.4	-49.7	-82.8	410.6	13.3
기타	-39.3	흑전	흑전	적전	적전	적전	-2.7	5.6	적지	흑전	88.4	적전	적지
영업이익률 (%)	5.4	3.3	5.1	-0.8	14.1	7.8	7.3	5.5	9.1	7.7	3.2	8.7	9.6
한국	11.4	7.7	5.4	-9.1	15.4	11.1	11.2	6.4	8.5	9.1	4.3	11.2	12.3
화장품	11.7	8.5	4.8	-5.8	17.1	13.5	12.2	7.8	10.0	10.5	5.1	12.7	13.5
Daily Beauty	10.0	4.3	7.6	-28.2	6.7	-2.0	6.9	-2.5	-0.1	0.6	0.9	2.9	4.9
해외	-8.7	-5.2	4.7	9.5	11.7	2.1	-0.2	5.3	10.5	5.0	1.0	4.9	5.2
기타	-174.4	-90.5	-5.6	218.2	16.7	2.7	-5.2	258.3	21.4	-26.4	-41.3	22.7	24.3
영업이익 비중 (%)													
한국	142.1	143.6	64.2	608.1	71.1	90.0	100.5	64.6	58.9	74.7	82.0	79.9	81.4
화장품	118.8	128.3	45.5	331.2	66.0	92.5	88.6	67.9	59.0	73.9	78.7	76.5	76.6
Daily Beauty	23.3	15.3	18.7	276.9	5.0	-2.5	11.9	-3.3	-0.1	0.8	3.2	3.4	4.8
해외	-53.2	-59.6	35.2	-560.4	29.7	10.3	-0.9	42.5	42.9	24.3	12.5	21.6	20.0
기타	11.2	16.2	0.7	52.1	-0.8	-0.3	0.5	-7.1	-1.8	1.0	5.7	-1.5	-1.4

자료: 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

- 화장품, 생활용품의 제조 및 판매사업을 영위
- 화장품 부문의 주요 제품으로는 설화수, 헤라, 아이오페, 이니스프리 등이 있으며, 생활용품 부문의 주요 제품으로는 미쟝센, 해피巴斯 등이 있음
- 자산 5조 8,058억원, 부채 1조 1,1874억원, 자본 4조 6,185억원
- 발행주식 수: 58,458,490주 / 자기주식수: 509,088주

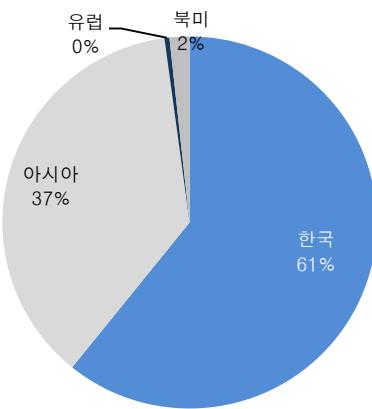
### 주가 변동요인

- 위안화 변동성
- 중국인 입국자수/화장품 수출/면세점 동향
- 화장품 매출 확대 속도

주: 주식의 수는 보통주, 2021년 6월 기준

자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

### 국가별 매출 비중

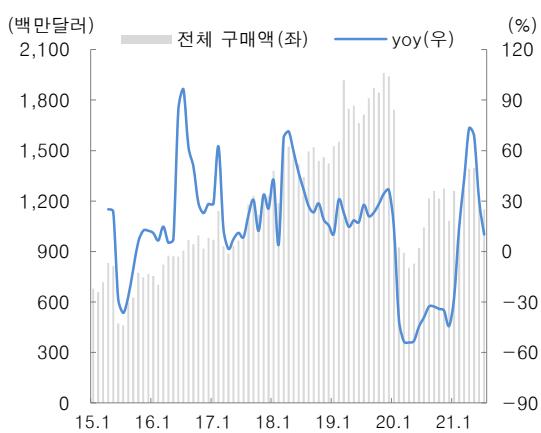


주: 2020년 매출액 기준

자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

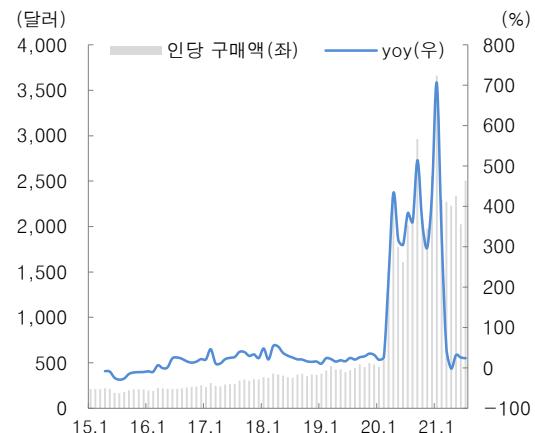
## 2. Earnings Driver

### 내외국인 합산 면세점 구매액 추이



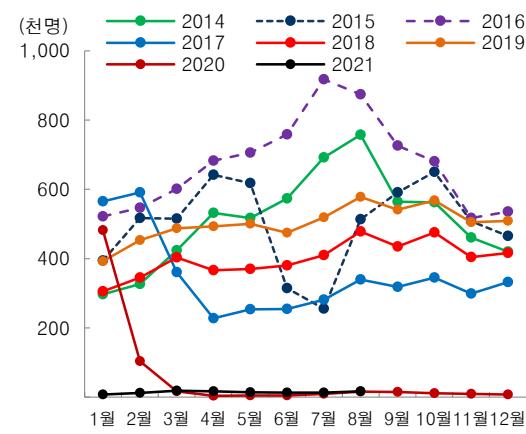
자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

### 내외국인 평균 인당 구매액 추이



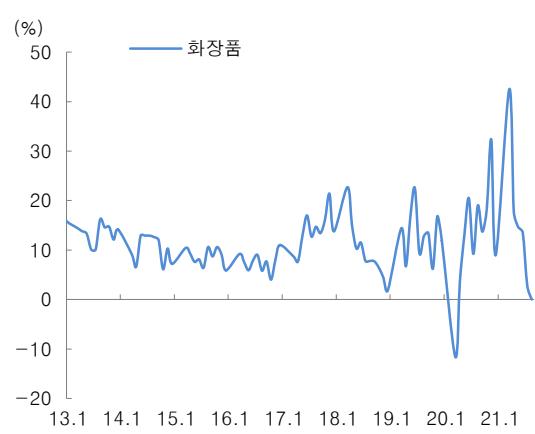
자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

### 한국 방문 중국인 관광객 수 추이



자료: 한국관광통계, 대신증권 Research Center

### 중국 화장품 소매판매액 전년 동기 대비 증감율



자료: CEC, 대신증권 Research Center

## [ESG 평가 등급체계]

\* 대신지배구조연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성이 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

## 아모레퍼시픽 통합 ESG 등급

최근 2평가 기간

기준일: 2020.12.31

**B+**

- 아모레퍼시픽은/는 대신지배구조연구소의 ESG 평가 결과 등급은 B+, 20년 상반기 대비 등급이 동일합니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 상승하였습니다.

(최근 2평가 기간)

B+

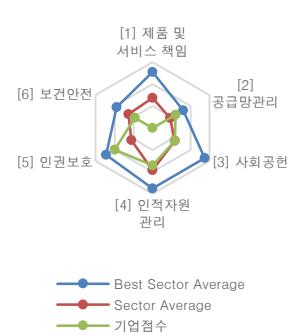
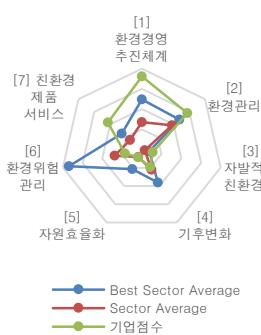
2020.상

B+

2020.하

## 영역별 대분류 평가 결과

환경 (Environmental)		사회 (Social)		지배구조 (Governance)	
환경 대분류	평가기업 수준	사회 대분류	평가기업 수준	지배구조 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■■■■■	제품 및 서비스 책임	■	주주가치 권리보호	■■■
환경관리	■■■■	공급망관리	■■	이사회 구성 및 운영	■■
자발적인 친환경 활동	■■■■	사회공헌	■■	감사기구 및 내부통제	■■■■■
기후변화	■	인적자원 관리	■■	경영투명성	■■■■■
자원효율화	■	인권보호	■■■		
환경위험 관리	■	보건안전	■■		
친환경 제품 서비스	■■■■■				



\* 영역별 대분류 평가기업 수준은 대신지배구조연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님.

해당 ESG 등급 및 평가는 대신지배구조연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성이 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 대신지배구조연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 저작재산권은 대신지배구조연구소의 소유입니다. 따라서 대신지배구조연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그려한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

## 재무제표

포괄손익계산서						재무상태표					
	(단위: 십억원)						(단위: 십억원)				
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	5,580	4,432	4,866	5,410	6,167	유동자산	1,803	1,826	2,172	2,626	3,150
매출원가	1,501	1,265	1,299	1,369	1,542	현금및현금성자산	674	794	1,115	1,482	1,888
매출총이익	4,080	3,167	3,567	4,041	4,625	매출채권 및 기타채권	396	306	333	367	414
판매비와관리비	3,652	3,024	3,144	3,523	4,004	재고자산	453	414	405	451	514
영업이익	428	143	423	518	621	기타유동자산	281	311	318	326	334
영업이익률	7.7	3.2	8.7	9.6	10.1	비유동자산	4,186	3,876	3,691	3,552	3,439
EBITDA	913	602	787	828	886	유형자산	2,662	2,566	2,305	2,086	1,906
영업외손익	-57	-118	-41	-5	-6	관계기업투자금	2	53	102	151	200
관계기업손익	0	1	1	1	1	기타비유동자산	1,522	1,257	1,285	1,315	1,333
금융수익	15	12	15	17	16	자산총계	5,989	5,702	5,863	6,177	6,589
외환관련이익	27	56	58	45	42	유동부채	1,067	966	915	899	899
금융비용	-20	-17	-16	-12	-13	매입채무 및 기타채무	622	608	619	634	654
외환관련손실	0	0	0	0	0	차입금	53	154	115	112	110
기타	-52	-113	-41	-10	-10	유동성채무	47	0	10	10	0
법인세비용차감전순손익	371	25	382	513	616	기타유동부채	345	204	170	143	136
법인세비용	-147	-3	-99	-133	-159	비유동부채	424	272	250	233	217
계속사업순손익	224	22	283	380	456	차입금	0	0	0	0	0
중단사업순손익	0	0	0	0	0	전환증권	0	0	0	0	0
당기순이익	224	22	283	380	456	기타비유동부채	424	272	250	233	217
당기순이익률	4.0	0.5	5.8	7.0	7.4	부채총계	1,490	1,238	1,164	1,132	1,116
비자매지분순이익	-15	-13	-6	-38	-46	자배자분	4,489	4,468	4,703	5,049	5,478
자배지분순이익	239	35	288	418	502	자본금	35	35	35	35	35
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0	자본잉여금	724	724	724	724	724
기타포괄이익	7	12	9	9	10	이익잉여금	3,874	3,848	4,081	4,427	4,854
포괄순이익	231	34	291	390	466	기타자본변동	-142	-138	-137	-136	-135
비자매지분포괄이익	-15	-13	-6	-39	-47	비자매지분	9	-3	-4	-4	-4
자비자분포괄이익	246	47	297	429	513	자본총계	4,499	4,464	4,699	5,045	5,473
						순차입금	-319	-600	-995	-1,399	-1,835
Valuation 지표						현금흐름표					
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	3,938	460	4,744	6,954	8,379	영업활동 현금흐름	718	554	808	790	795
PER	50.8	448.1	37.0	25.2	20.9	당기순이익	224	22	283	380	456
BPS	65,050	64,736	68,125	73,126	79,327	비현금항목의 기감	795	609	622	595	578
PBR	3.1	3.2	2.6	2.4	2.2	감기상각비	485	459	364	310	265
EBITDAPS	13,233	8,716	11,404	11,986	12,831	외환순익	2	7	13	10	10
EV/EBITDA	135	20.1	12.7	11.6	10.3	자본법평기준익	0	0	0	0	0
SPS	80,853	64,219	70,488	78,347	89,316	기타	308	143	245	275	304
PSR	2.5	3.2	2.5	2.2	2.0	자산부채의 증감	-161	40	11	-48	-73
CFPS	14,764	9,138	13,114	14,123	14,983	기타현금흐름	-139	-116	-108	-137	-166
DPS	1,000	800	1,050	1,080	1,100	투자활동 현금흐름	-403	-206	-111	-99	-93
재무비율						투자자산	-105	-71	-47	-47	-47
	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	유형자산	-219	-158	-103	-91	-85
성장성						기타	-79	23	40	39	39
매출액 증가율	5.7	-20.6	9.8	11.2	14.0	재무활동 현금흐름	-387	-216	-293	-284	-296
영업이익 증가율	-11.2	-66.6	195.6	22.5	20.0	단기차입금	-21	61	-39	-3	-3
순이익 증가율	-33.2	-90.2	1,193.3	34.4	20.0	사채	0	0	0	0	0
수익성						장기차입금	0	0	0	0	0
ROIC	7.5	36	9.6	12.6	15.6	유상증자	0	0	0	0	0
ROA	7.5	24	7.3	8.6	9.7	현금배당	-81	-69	-55	-73	-75
ROE	5.4	0.8	6.3	8.6	9.5	기타	-285	-209	-199	-209	-219
안정성						현금의 증감	-62	120	321	367	406
부채비율	33.1	27.7	24.8	22.4	20.4	기초 현금	736	674	794	1,115	1,482
순차입금비율	-7.1	-13.4	-21.2	-27.7	-33.5	기말 현금	674	794	1,115	1,482	1,888
이자보상배율	21.4	8.4	26.2	42.4	46.4	NOPLAT	258	124	313	384	460
						FCF	465	368	551	578	616

자료: 이모리파사픽, 대신증권 Research Center