

아모레퍼시픽 (090430)

화장품



박은정

02 3770 5597

eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	200,000원 (M)
현재주가 (3/25)	155,500원
상승여력	29%

시가총액	99,297억원
총발행주식수	69,050,589주
60일 평균 거래대금	482억원
60일 평균 거래량	292,560주
52주 고	297,000원
52주 저	149,500원
외인지분율	27.86%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 4인 50.19%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(13.4)	(11.4)	(40.1)
상대	(15.1)	(2.2)	(34.0)
절대(달러환산)	(14.6)	(13.7)	(44.3)

면세 부진으로 추정치 하향

1Q22 Preview: 면세 부진으로 추정치 하향

아모레퍼시픽의 1분기 실적은 연결 매출 1.2조원(YoY-2%), 영업이익 1.1천억원(YoY-38%)으로 컨센서스를 26% 하회할 전망이다. 전사적으로 디지털 집중, 상위 라인업 강화, 체질 개선 등의 구조 변화가 진행 중이나, 면세 시장 약세 흐름과 동조화 되며 컨센서스를 하회하는 실적이 예상된다.

▶ 국내 화장품은 매출 6.7천억원(YoY-1%), 영업이익 904억원(YoY-22%)을 전망한다. 채널 성장률은 면세 -15%(시장 유사), 이커머스 +16%, 기타내수 +2% 예상한다. 면세 부진에 따라 국내 수익성은 13%로 전년동기비 3.6%p 하락 추정한다.

▶ 해외는 중국 이니스프리 중심으로 부진 이어질 것으로 예상된다. 해외부문 매출은 4.2천억원(YoY-7%), 영업이익 164억원(YoY-69%) 예상한다. 중국이 전년동기비 매출 14% 감소하고, 영업이익률(3%)이 10%p 감소됨에 따라 해외부문 부진을 주도했다. 브랜드별로 설화수 10% 수준 성장, 이니스프리는 70% 감소 감안했다.

우려는 주가에 반영 중, 2분기 전환점 기대

순수 국내와 중국의 성과는 예상 수준인 가운데, 면세가 비우호적인 외부 변수 영향으로 약세 흐름이 이어짐에 따라 주가는 리오프닝 기대에 따른 주가 상승분을 대부분 반납했다. 실적 약세 우려는 주가에 반영 중으로 판단한다. 당분간 모멘텀 약세 이어질 것으로 예상되나, 중국의 6.18 쇼핑 페스티벌을 대비한 면세 수요가 5월 전후로 나타나며, 2분기가 전환점이 될 것으로 기대한다.

2분기를 전환점으로 중국의 외부 변수가 해소될 것을 전망하며, 국내 또한 안정화 됨에 따라 수요의 점진적 회복 및 추후 국가간 리오프닝 가능성 확대까지 염두할 수 있을 것으로 기대한다. 아모레퍼시픽에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 200,000원 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	12,250	-2.2	-7.5	12,979	-5.6
영업이익	1,097	-37.8	329.1	1,475	-25.7
세전계속사업이익	1,147	-36.7	흑전	1,592	-28.0
지배순이익	851	-37.0	흑전	1,051	-19.0
영업이익률 (%)	9.0	-5.1 %pt	+7.1 %pt	11.4	-2.4 %pt
지배순이익률 (%)	7.0	-3.8 %pt	흑전	8.1	-1.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	44,322	48,631	51,733	56,605
영업이익	1,430	3,434	4,096	5,752
지배순이익	351	1,937	3,191	4,437
PER	388.2	72.2	30.5	21.5
PBR	2.7	3.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	17.1	18.8	12.5	10.3
ROE	0.8	4.2	6.5	8.6

자료: 유안타증권

아모레퍼시픽 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021	2022F
연결 매출액		1,252.8	1,176.7	1,108.9	1,324.8	1,225.0	1,299.2	1,216.6	1,432.6	5,580.1	4,432.2	4,863.1	5,173.3
한국		813.5	741.8	721.5	798.9	814.7	870.4	814.7	858.3	3,518.0	2,706.5	3,075.7	3,358.1
- 화장품		679.8	626.3	597.5	689.7	670.3	745.6	678.3	745.8	2,997.2	2,210.3	2,593.3	2,840.0
- 생활용품		133.7	115.5	124.0	109.3	144.4	124.7	136.4	112.6	520.7	496.1	482.5	518.1
해외		447.3	445.2	384.1	525.6	415.5	434.1	406.7	581.3	2,078.3	1,745.4	1,802.3	1,837.6
- 아시아		420.3	418.6	352.4	490.0	384.5	403.5	370.2	543.6	1,963.5	1,649.8	1,681.3	1,701.7
- 유럽		5.6	5.0	5.1	6.4	6.4	5.8	5.9	7.0	21.8	18.9	22.1	25.1
- 북미		21.4	21.6	26.7	29.2	24.6	24.8	30.7	30.7	93.0	76.7	98.9	110.8
% YoY	매출액	11%	11%	2%	15%	-2%	10%	10%	8%	6%	-21%	10%	6%
	한국	7%	13%	7%	30%	0%	17%	13%	7%	5%	-23%	14%	9%
	- 화장품	10%	18%	12%	31%	-1%	19%	14%	8%	6%	-26%	17%	10%
	- 생활용품	-6%	-8%	-10%	21%	8%	8%	10%	3%	2%	-5%	-3%	7%
	해외	20%	10%	-9%	-3%	-7%	-2%	6%	11%	5%	-16%	3%	2%
	- 아시아	22%	8%	-11%	-6%	-9%	-4%	5%	11%	5%	-16%	2%	1%
	- 유럽	4%	67%	2%	16%	15%	15%	15%	10%	-25%	-13%	17%	14%
	- 북미	-7%	55%	12%	84%	15%	15%	15%	5%	38%	-18%	29%	12%
연결 영업이익		176.2	91.2	50.3	25.6	109.7	118.6	97.4	84.0	427.8	143.0	343.4	409.6
한국		125.3	82.1	58.7	34.0	100.7	105.4	78.7	61.1	319.5	117.2	300.0	345.9
- 화장품		116.4	84.4	57.2	41.8	90.4	107.3	76.5	65.7	316.2	112.6	299.8	339.9
- 생활용품		8.9	-2.3	1.4	-7.8	10.3	-1.9	2.2	-4.7	3.3	4.6	0.2	6.0
해외		52.5	9.4	8.5	-18.4	16.4	13.9	19.4	34.9	104.0	14.5	51.9	84.7
- 아시아		50.6	7.6	5.9	-21.9	13.3	10.9	15.6	30.4	120.0	19.0	42.1	70.3
- 유럽		0.3	0.3	0.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.5	-9.0	-1.7	1.8	4.5
- 북미		1.6	1.5	2.4	2.5	2.1	2.0	2.8	3.0	-7.0	-2.8	7.9	9.9
% YoY	영업이익	189%	159%	-10%	흑전	-38%	30%	93%	229%	-11%	-67%	140%	19%
	한국	45%	62%	63%	흑전	-20%	28%	34%	80%	13%	-63%	156%	15%
	- 화장품	61%	87%	124%	흑전	-22%	27%	34%	57%	11%	-64%	166%	13%
	- 생활용품	-37%	적전	-87%	적지	16%	적지	59%	적지	흑전	39%	-96%	2920%
	해외	흑전	흑전	-57%	적전	-69%	47%	128%	흑전	-50%	-86%	258%	63%
	- 아시아	흑전	흑전	-63%	적전	-74%	42%	161%	흑전	-46%	-84%	122%	67%
	- 유럽	흑전	흑전	-50%	100%	233%	233%	400%	50%	적지	적지	흑전	150%
	- 북미	흑전	흑전	-32%	47%	31%	33%	21%	20%	적지	적지	흑전	25%
지배주주 순이익		135.2	61.1	39.9	-42.5	85.1	91.6	75.8	66.6	238.8	35.1	193.7	319.1
% Margin	매출총이익률	73%	73%	72%	71%	71%	74%	73%	73%	73%	71%	72%	73%
	영업이익률	14%	8%	5%	2%	9%	9%	8%	6%	8%	3%	7%	8%
	한국	15%	11%	8%	4%	12%	12%	10%	7%	9%	4%	10%	10%
	- 화장품	17%	13%	10%	6%	13%	14%	11%	9%	11%	5%	12%	12%
	해외	12%	2%	2%	-4%	4%	3%	5%	6%	5%	1%	3%	5%
	- 아시아	12%	2%	2%	-4%	3%	3%	4%	6%	6%	1%	3%	4%
	순이익률	11%	5%	4%	-3%	7%	7%	6%	5%	4%	1%	4%	6%

자료: 유안타증권 리서치센터

주요 지역별 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021	2022F
한국	813.5	741.8	721.5	798.9	814.7	870.4	814.7	858.3	3,518.0	2,706.5	3,075.7	3,358.1
아시아	420.3	418.6	352.4	490.0	384.5	403.5	370.2	543.6	1,963.5	1,649.8	1,681.3	1,701.7
– 중국	322.5	310.5	249.6	335.8	277.7	287.3	259.6	381.6	1,349.1	1,172.6	1,218.4	1,206.1
설화수	96.7	96.3	97.3	151.8	106.4	115.5	116.8	182.2	256.3	293.2	442.2	521.0
이니스프리	90.3	77.6	52.4	20.8	27.1	23.3	31.4	22.4	580.1	393.0	241.1	104.3
라네즈/마몽드	96.7	93.2	69.9	118.2	101.6	100.6	76.9	127.7	404.7	347.2	378.0	406.8
유럽	5.6	5.0	5.1	6.4	6.4	5.8	5.9	7.0	21.8	18.9	22.1	25.1
북미	21.4	21.6	26.7	29.2	24.6	24.8	30.7	30.7	93.0	76.7	98.9	110.8
% YoY												
한국	7%	13%	7%	30%	0%	17%	13%	7%	5%	-23%	14%	9%
아시아	22%	8%	-11%	-6%	-9%	-4%	5%	11%	5%	-16%	2%	1%
– 중국	36%	6%	-8%	-10%	-14%	-8%	4%	14%	4%	-13%	4%	-1%
설화수	85%	60%	48%	32%	10%	20%	20%	20%	23%	14%	51%	18%
이니스프리	9%	-28%	-46%	-80%	-70%	-70%	-40%	8%	-5%	-32%	-39%	-57%
라네즈/마몽드	36%	6%	-11%	8%	5%	8%	10%	8%	7%	-14%	9%	8%
유럽	4%	67%	2%	16%	15%	15%	15%	10%	-25%	-13%	17%	14%
북미	-7%	55%	12%	84%	15%	15%	15%	5%	38%	-18%	29%	12%

자료: 유안타증권 리서치센터 [참고] 중국법인 매출은 유안타증권 추정치

국내 주요 채널 매출 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021	2022F
면세점	301.0	252.2	259.7	343.5	255.8	327.9	293.5	371.0	1,553.5	948.8	1,156.5	1,248.2
순수 내수	378.8	374.1	337.8	346.2	414.4	417.8	384.8	374.7	1,443.7	1,261.5	1,436.8	1,591.7
– 이커머스	198.1	195.0	194.1	222.1	230.4	228.1	226.4	259.0	467.1	605.0	809.2	943.9
% YoY												
면세점	16%	28%	17%	27%	-15%	30%	13%	8%	22%	-39%	22%	8%
순수 내수	5%	12%	8%	36%	9%	12%	14%	8%	-8%	-13%	14%	11%
– 이커머스	22%	39%	27%	49%	16%	17%	17%	17%	36%	30%	34%	17%

자료: 유안타증권 리서치센터 [참고] 해외 면세 비중은 면세점 매출의 10% 미만(중국 하이난은 2% 제외), 면세점 외 채널 매출은 유안타증권 추정치

국내 브랜드별 매출액 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021	2022F
럭셔리	458.2	393.2	382.4	435.5	442.6	487.4	462.0	510.7	1,948.6	1,375.3	1,669.2	1,902.7
– 설화수	333.5	267.0	274.2	335.5	317.7	339.4	317.7	369.1	1,344.4	918.1	1,210.3	1,344.0
프리미엄	189.8	192.9	187.6	224.8	215.9	221.9	202.9	231.8	827.8	710.0	795.1	872.4
– 라네즈	122.0	133.5	129.9	171.0	154.8	165.4	150.7	188.0	502.5	417.4	556.4	658.9
데일리뷰티	133.7	118.7	122.7	108.9	131.4	121.0	122.2	103.0	480.0	496.0	483.9	477.6
% YoY												
럭셔리	17%	17%	15%	38%	-3%	24%	21%	17%	7%	-29%	21%	14%
– 설화수	33%	24%	28%	41%	-5%	27%	16%	10%	11%	-32%	32%	11%
프리미엄	-2%	20%	10%	22%	14%	15%	8%	3%	5%	-14%	12%	10%
– 라네즈	16%	60%	30%	33%	27%	24%	16%	10%	12%	-17%	33%	18%
데일리뷰티	-6%	-5%	-11%	21%	-2%	2%	0%	-5%	5%	3%	-2%	-1%

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	44,322	48,631	51,733	56,605	61,707
매출원가	12,654	13,626	14,219	14,916	15,900
매출총이익	31,668	35,005	37,514	41,689	45,807
판매비	30,238	31,571	33,418	35,937	38,970
영업이익	1,430	3,434	4,096	5,752	6,837
EBITDA	6,015	7,052	7,135	8,470	9,102
영업외손익	-1,177	-455	202	224	239
외환관련 손익	-122	266	229	229	229
이자손익	-106	-54	-36	-15	0
관계기업관련손익	7	9	9	9	9
기타	-956	-676	0	0	0
법인세비용차감전순손익	253	2,979	4,298	5,976	7,076
법인세비용	34	1,170	1,074	1,494	1,769
계속사업순손익	219	1,809	3,223	4,482	5,307
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	219	1,809	3,223	4,482	5,307
지배지분순이익	351	1,937	3,191	4,437	5,254
포괄순이익	341	1,652	3,067	4,326	5,151
지배지분포괄이익	469	1,785	3,313	4,673	5,564

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
영업활동 현금흐름	5,544	6,914	7,108	7,767	8,128	
당기순이익	219	1,809	3,223	4,482	5,307	
감가상각비	4,585	3,619	3,039	2,718	2,265	
외환손익	71	-36	-229	-229	-229	
중속, 관계기업관련손익	0	0	-9	-9	-9	
자산부채의 증감	398	-945	-320	-598	-609	
기타현금흐름	272	2,468	1,404	1,404	1,404	
투자활동 현금흐름	-2,064	-7,084	-2,498	-2,376	-1,265	
투자자산	-695	-6,090	-1,833	-1,833	-1,833	
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,830	-912	-1,260	-1,133	0	
유형자산 감소	248	33	27	23	0	
기타현금흐름	214	-115	567	567	567	
재무활동 현금흐름	-2,160	-2,260	-2,201	-2,201	-2,201	
단기차입금	615	-161	-161	-161	-161	
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0	
자본	0	0	0	0	0	
현금배당	-685	-548	-676	-676	-676	
기타현금흐름	-2,089	-1,551	-1,364	-1,364	-1,364	
연결범위변동 등 기타	-118	-131	-1,131	-1,386	-1,397	
현금의 증감	1,201	-2,560	1,279	1,805	3,265	
기초 현금	6,736	7,937	5,377	6,656	8,461	
기말 현금	7,937	5,377	6,656	8,461	11,726	
NOPLAT	1,430	3,434	4,096	5,752	6,837	
FCF	3,713	6,003	5,848	6,634	8,128	

자료: 유안타증권

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

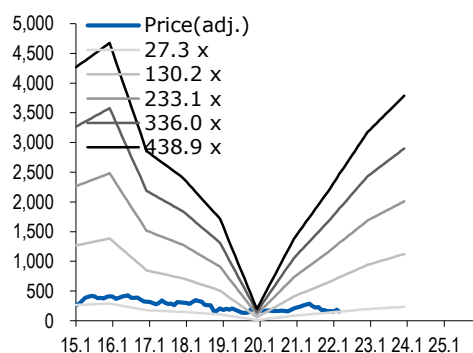
재무상태표				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	18,257	20,185	21,967	24,562	28,656
현금및현금성자산	7,937	5,377	6,656	8,461	11,726
매출채권 및 기타채권	3,063	3,347	3,467	3,763	4,073
재고자산	4,145	4,932	5,247	5,741	6,258
비유동자산	38,762	40,982	41,008	41,233	40,800
유형자산	25,663	25,414	23,607	21,999	19,734
관계기업등 지분관련자산	525	2,384	4,217	6,050	7,882
기타투자자산	404	1,731	1,731	1,731	1,731
자산총계	57,019	61,167	62,975	65,795	69,456
유동부채	9,659	11,575	11,032	10,934	10,862
매입채무 및 기타채무	6,078	7,117	7,171	7,234	7,323
단기차입금	1,542	1,991	1,830	1,669	1,508
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,716	2,149	2,149	2,149	2,149
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	12,375	13,724	13,181	13,083	13,012
지배지분	44,679	47,610	49,969	52,897	56,643
자본금	345	345	345	345	345
자본잉여금	7,235	7,958	7,958	7,958	7,958
이익잉여금	38,477	39,378	41,893	44,978	48,880
비지배지분	-35	-167	-175	-186	-199
자본총계	44,644	47,443	49,793	52,712	56,444
순차입금	-7,325	-8,379	-9,819	-11,785	-15,211
총차입금	2,879	2,953	2,792	2,632	2,471

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
EPS	456	3,135	5,100	7,230	8,627	
BPS	65,223	69,064	72,485	76,733	82,167	
EBITDAPS	8,716	10,217	10,333	12,266	13,182	
SPS	64,219	70,452	74,920	81,976	89,365	
DPS	800	980	980	980	980	
PER	388.2	72.2	30.5	21.5	18.0	
PBR	2.7	3.3	2.1	2.0	1.9	
EV/EBITDA	17.1	18.8	12.5	10.3	9.2	
PSR	2.8	3.2	2.1	1.9	1.7	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
매출액 증가율 (%)	-20.6	9.7	6.4	9.4	9.0	
영업이익 증가율 (%)	-66.6	140.1	19.3	40.4	18.9	
지배순이익 증가율 (%)	-85.3	451.3	64.8	39.0	18.4	
매출총이익률 (%)	71.4	72.0	72.5	73.6	74.2	
영업이익률 (%)	3.2	7.1	7.9	10.2	11.1	
지배순이익률 (%)	0.8	4.0	6.2	7.8	8.5	
EBITDA 마진 (%)	13.6	14.5	13.8	15.0	14.8	
ROIC	4.2	7.4	11.3	16.4	20.4	
ROA	0.6	3.3	5.1	6.9	7.8	
ROE	0.8	4.2	6.5	8.6	9.6	
부채비율 (%)	27.7	28.9	26.5	24.8	23.1	
순차입금/자기자본 (%)	-16.4	-17.6	-19.6	-22.3	-26.9	
영업이익/금융비용 (배)	8.4	30.1	38.0	56.6	71.6	

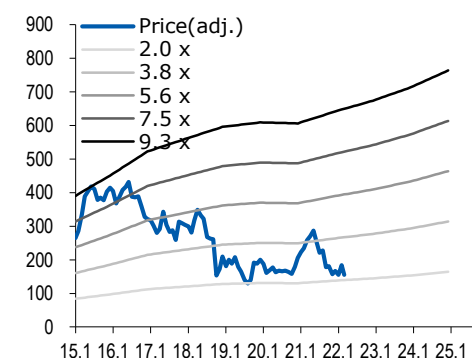
P/E band chart

(천원)



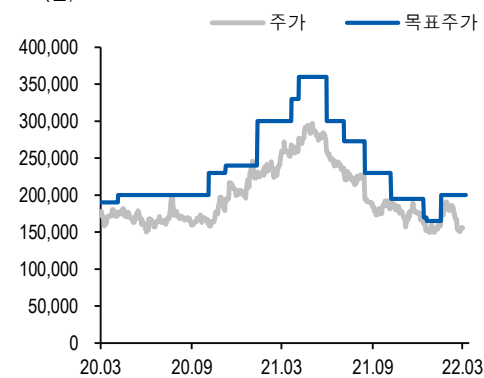
P/B band chart

(천원)



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-03-28	BUY	200,000	1년		
2022-02-10	BUY	200,000	1년		
2022-01-12	HOLD	165,000	1년	-6.26	-
2022-01-06	HOLD	170,000	1년	-8.73	-
2021-11-01	HOLD	195,000	1년	-9.42	-
2021-09-09	HOLD	230,000	1년	-19.59	-
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

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)	0.6
Buy(매수)	92.2
Hold(중립)	7.3
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-03-26

※ 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.