

2022. 10. 4



▲ 화장품/의류

Analyst 하누리
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 150,000 원

현재주가 (9.30) 102,000 원

상승여력 47.1%

KOSPI 2,155.49pt

시가총액 59,663억원

발행주식수 5,849만주

유동주식비율 49.70%

외국인비중 25.69%

52주 최고/최저가 192,500원/102,000원

평균거래대금 271.9억원

주요주주(%)

아모레퍼시픽그룹 외 9 인 50.21

국민연금공단 6.38

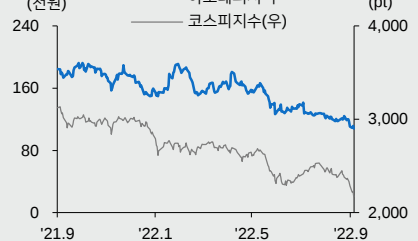
주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 -17.4 -36.3 -42.9

상대주가 -6.1 -18.8 -18.6

주가그래프



아모레퍼시픽 090430

3Q22E Preview: 좋아질 일만 남았다

- ✓ 3Q22E 매출 1조 169억원(-8%), 영업이익 207억원(-59%, OPM 2%)
- ✓ 국내: 면세 -35%, 비면세 -5% vs. 온라인 +15% → 매출 -11%, 영업이익 -35%
- ✓ 중국: 설화수/라네즈 역기저, 이니/마몽드 폐점 → 매출 -29%, 영업손실 -194억원
- ✓ 서구: 전문점 호조 및 달러 강세 → 미국 +62%, 유럽 +18%
- ✓ 채널 및 제품 구성 변경 기반 구조적 증익 구간 진입 → 매수 접근 추천

3Q22E 전방 부진 & 채널 구조조정

아모레퍼시픽은 2022년 3분기 매출액 1조 169억원(-8.3% YoY; 이하 YoY), 영업이익 207억원(-58.8%, OPM 2.0%), 순이익 144억원(-63.8%)을 기록할 전망이다. 중국 발 소비 침체에 대규모 구조조정(마몽드 중국 직영점 전면 철수 등)이 더해지겠다.

[국내] 화장품 매출액과 영업이익으로 각각 5,315억원(-11.0%), 372억원(-35.1%)을 추정한다. 고마진 면세(-35.0% Y/+20.5% Q) 약세가 감익 폭을 키우겠다(면세 매출 비중: 3Q22E 31% vs. 3Q21 43%). 제휴물 확대로 온라인(+15.0%)은 견조한 모습이나, 방판 인력 조정 및 전문점/할인점 축소로 오프라인(-5.1%)은 부진하겠다.

[해외] 중국: 매출액 1,659억원(-28.8% Y/+48.0% Q), 영업손실 -194억원(적전)을 예상한다. 설화수(-14.9%, 비중 45%)와 라네즈(-25.5%, 비중 19%)는 역기저 부담, 이니스프리(-57.4%, 비중 12%) 및 마몽드(-57.4%, 비중 7%)는 매장 철수를 감안했다. 판매 감소에 비용 증가로 적자 발생이 불가피할 전망이다. 서구: 서방국은 강하다. 전문점 호조와 달러 강세에 기반, 미국(+62.1%)과 유럽(+18.4%) 모두 고성장이겠다.

투자의견 Buy 및 적정주가 150,000원 제시

좋아질 일만 남았다. 4Q22E부터 구조적 증익 구간에 진입한다(4Q21 중국 이니스프리 적자 600억원, 연결 영업이익 4Q22E +92.8%, 2023E +91.7%). ① 채널: 운영이 효율화된다. 중국은 오프라인 매장 축소, 국내는 온라인 집중 전략이 주효하다. ② 제품: 럭셔리 위주로 재편된다. 설화수 증가(매출 비중 2021년 44%, 2022E 45%, 2023E 47%, 한·중 합산 매출 기준)가 고가 비중을 확대, 라네즈(2023E +20.2%) 호조로 저가 부진을 상쇄하겠다. 면세 객수 반등, 중국 시장 회복 및 부양 정책 등 투자 모멘텀 또한 강화되고 있다. 매수 접근이 유효하다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	5,580.1	427.8	238.8	3,904	-33.9	65,050	51.2	3.1	13.5	5.4	33.1
2020	4,432.2	143.0	35.1	456	-93.7	64,736	452.1	3.2	20.1	0.8	27.7
2021	4,863.1	343.4	193.7	3,135	1,174.3	68,950	53.3	2.4	13.9	4.2	28.9
2022E	4,496.6	209.2	124.0	2,006	-36.0	69,811	50.8	1.5	6.7	2.6	27.7
2023E	5,042.7	401.4	303.0	4,896	149.0	73,571	20.8	1.4	7.3	6.1	27.3

표1 아모레퍼시픽 3Q22E 실적 Preview

(십억원)	3Q22E	3Q21	(% YoY)	2Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,016.9	1,108.9	-7.2	945.7	7.5	1,031.8	-1.4
영업이익	20.7	50.3	-58.3	-19.5	-206.4	39.8	-47.9
순이익	14.4	39.9	-63.3	-30.8	-146.8	34.8	-58.5
영업이익률(%)	2.0	4.5	-2.5	-2.1	4.1	3.9	-1.9

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표2 아모레퍼시픽 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	4,496.6	5,042.7	4,523.20	5,175.60	-0.6	-2.6	4,470.4	5,086.0
영업이익	209.2	401.4	241.5	400.7	-13.4	0.2	241.5	409.8
순이익	124.0	303.0	178.8	319.5	-30.6	-5.2	152.9	287.2

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

표3 아모레퍼시픽 적정주가 산출

(십억원, 천주, 원, %)	적정가치	비고
영업가치	390	12개월 선행 NOPLAT 기준
지분가치	23	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균에 35% 할인 적용
적정 시가총액	8,947	
주식 수	58,390	유통 주식 수
적정주가 (원)	150,000	
현재주가 (원)	102,000	
상승여력 (%)	47.1	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 주요 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
아모레퍼시픽	5,966	4,497	5,043	209	401	124	303	50.8	20.8	4.5	1.4	2.6	6.1	6.7	7.3
LG생활건강	9,886	7,465	8,096	849	1,121	532	730	19.2	14.0	2.0	1.8	9.7	12.4	9.5	7.2
L'Oreal	240,062	51,906	55,376	10,238	11,610	8,095	8,615	29.8	28.6	6.9	6.2	17.4	23.3	19.7	18.3
Estee Lauder	115,174	21,328	26,339	4,209	5,235	2,874	3,732	35.2	30.0	16.3	14.4	43.7	45.8	21.9	18.7
Shiseido	19,455	10,206	10,596	462	882	324	555	61.9	32.2	3.6	3.4	11.6	6.2	19.2	13.7
Proya	9,071	1,175	1,472	178	224	147	188	61.3	46.7	12.4	10.1	22.2	21.8	42.7	34.6
Shanghai Jahwa	3,991	1,519	1,737	125	178	115	161	35.2	24.8	2.7	2.5	10.6	7.8	21.8	16.7
평균(국내사 제외)								44.7	32.5	8.4	7.3	21.1	21.0	25.1	20.4

주: 평균 값은 글로벌 회사 기준 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,252.8	1,176.7	1,108.9	1,324.7	1,165.0	945.7	1,016.9	1,369.0	4,863.1	4,496.6	5,042.7
국내	813.5	741.8	721.5	798.9	732.8	627.8	645.6	774.3	3,075.7	2,780.5	3,148.4
화장품	679.8	626.3	597.5	689.7	606.9	531.5	531.5	670.5	2,593.3	2,340.4	2,698.0
면세	237.7	249.6	204.1	234.8	290.0	279.6	234.8	270.0	926.3	1,074.4	1,210.3
온라인	303.9	252.2	256.0	336.8	175.9	138.1	166.4	286.3	1,148.9	766.6	956.1
생활용품	133.7	115.5	124.0	109.3	125.9	96.3	114.1	103.8	482.5	440.1	450.4
해외	447.4	445.2	384.1	525.6	419.9	297.2	349.0	564.7	1,802.3	1,630.8	1,783.7
중국	324.7	300.7	232.9	326.3	292.9	112.1	165.9	335.9	1,184.6	906.8	984.1
설화수	107.7	105.3	87.2	172.4	125.9	40.4	74.3	195.2	472.6	435.8	487.9
이니스프리	88.8	75.6	46.9	27.3	42.1	20.7	20.0	25.3	238.6	108.1	90.2
기타	122.7	144.5	151.2	199.3	127.0	185.1	183.1	228.8	617.7	724.0	799.6
영업이익	176.2	91.2	50.3	25.6	158.0	-19.5	20.7	50.0	343.4	209.2	401.4
영업이익률	14.1	7.8	4.5	1.9	13.6	-2.1	2.0	3.7	7.1	4.7	8.0
국내	125.3	82.1	58.7	34.0	112.0	36.7	37.3	35.9	300.1	222.0	265.3
화장품	116.4	84.4	57.2	41.8	104.2	40.1	37.2	42.3	299.8	223.8	259.5
생활용품	8.9	-2.3	1.4	-7.8	7.8	-3.4	0.2	-6.4	0.2	-1.8	5.9
해외	52.3	9.4	8.5	-18.4	42.1	-42.5	-12.4	26.8	51.8	14.0	124.9
중국	43.9	8.4	6.5	-19.0	27.9	-42.8	-19.4	16.9	39.8	-17.5	73.5
기타	8.4	1.0	2.0	0.6	14.2	0.3	7.0	9.9	12.0	31.4	51.4
순이익	135.2	61.1	39.9	-42.5	117.4	-30.8	14.4	22.9	193.7	124.0	303.0
순이익률	10.8	5.2	3.6	-3.2	10.1	-3.3	1.4	1.7	4.0	2.8	6.0
(% YoY)											
매출액	10.8	11.5	1.9	14.5	-7.0	-19.6	-8.3	3.3	9.7	-7.5	12.1
국내	6.9	13.0	7.3	29.6	-9.9	-15.4	-10.5	-3.1	13.6	-9.6	13.2
화장품	9.9	17.9	11.8	31.1	-10.7	-15.1	-11.0	-2.8	17.3	-9.8	15.3
면세	30.0	40.0	30.0	50.0	22.0	12.0	15.0	15.0	37.3	16.0	12.7
온라인	17.5	28.0	15.3	24.2	-42.1	-45.2	-35.0	-15.0	21.1	-33.3	24.7
생활용품	-5.9	-7.8	-10.3	20.9	-5.8	-16.6	-8.0	-5.0	-2.8	-8.8	2.3
해외	19.7	9.8	-9.2	-3.2	-6.1	-33.2	-9.1	7.4	3.3	-9.5	9.4
중국	35.1	6.3	-12.8	-14.2	-9.8	-62.7	-28.8	2.9	1.2	-23.5	8.5
설화수	81.1	61.5	30.3	33.7	16.9	-61.6	-14.9	13.2	47.4	-7.8	12.0
이니스프리	9.1	-22.3	-51.0	-78.1	-52.6	-72.6	-57.4	-7.4	-40.2	-54.7	-16.5
기타	-8.1	18.1	-3.2	22.7	3.5	28.1	21.1	14.8	7.5	17.2	10.4
영업이익	189.2	158.9	-10.2	흑전	-10.4	적전	-58.8	95.6	140.1	-39.1	91.9
영업이익률	8.7	4.4	-0.6	2.7	-0.5	-9.8	-2.5	1.7	3.8	-2.4	3.3
국내	44.7	62.3	62.9	흑전	-10.6	-55.3	-36.4	5.7	156.0	-26.0	19.5
화장품	60.8	86.7	124.5	흑전	-10.5	-52.5	-35.1	1.2	166.3	-25.4	16.0
생활용품	-37.3	적전	-86.5	적지	-12.4	적지	-88.3	적지	-95.2	적전	흑전
해외	흑전	흑전	-56.7	적전	-19.5	적전	적전	흑전	258.5	-73.0	793.9
중국	흑전	2,875.1	-51.2	적전	-36.5	적전	적전	흑전	3.7	적전	흑전
기타	흑전	흑전	-68.6	-93.0	69.1	-67.8	251.8	1,539.8	흑전	162.5	63.5
순이익	88.6	454.7	314.4	25.7	-13.1	적전	-63.8	흑전	451.3	-36.0	144.3

주: 중국 및 아시아는 당사 예상치 기준.

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,580.1	4,432.2	4,863.1	4,496.6	5,042.7
매출액증가율 (%)	5.7	-20.6	9.7	-7.5	12.1
매출원가	1,500.5	1,265.4	1,362.6	1,378.0	1,377.2
매출총이익	4,079.6	3,166.8	3,500.5	3,118.6	3,665.4
판매관리비	3,651.8	3,023.8	3,157.1	2,909.4	3,264.0
영업이익	427.8	143.0	343.4	209.2	401.4
영업이익률	7.7	3.2	7.1	4.7	8.0
금융손익	-5.2	-5.2	-0.9	-16.5	-17.2
중속/관계기업손익	-0.3	0.7	0.9	5.6	5.6
기타영업외손익	-51.7	-113.2	-45.5	-13.7	18.0
세전계속사업이익	370.6	25.3	297.9	184.6	407.7
법인세비용	146.8	3.4	117.0	68.8	119.4
당기순이익	223.8	21.9	180.9	115.8	288.3
지배주주지분 순이익	238.8	35.1	193.7	124.0	303.0

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,803.1	1,825.7	2,018.5	2,331.3	2,714.4
현금및현금성자산	673.6	793.7	537.7	882.2	1,218.0
매출채권	365.9	283.8	295.8	319.4	329.0
재고자산	452.6	414.5	493.2	527.8	554.1
비유동자산	4,185.9	3,876.2	4,098.2	3,790.9	3,702.0
유형자산	2,661.8	2,566.3	2,541.4	2,222.4	2,112.2
무형자산	226.5	208.8	201.7	218.1	218.1
투자자산	48.4	92.9	411.5	433.7	454.9
자산총계	5,989.0	5,701.9	6,116.7	6,122.2	6,416.3
유동부채	1,066.6	966.0	1,157.5	1,131.6	1,172.4
매입채무	172.5	117.6	123.4	130.8	137.4
단기차입금	52.8	154.2	199.1	206.8	186.8
유동성장기부채	46.5	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	423.6	271.6	214.9	196.5	204.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,490.2	1,237.5	1,372.4	1,328.1	1,377.2
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	723.5	723.5	795.8	796.0	796.0
기타포괄이익누계액	-24.7	-20.3	11.9	19.1	19.1
이익잉여금	3,873.8	3,847.8	3,937.8	3,990.5	4,250.1
비지배주주지분	9.3	-3.5	-16.7	-26.4	-41.0
자본총계	4,498.8	4,464.4	4,744.3	4,794.1	5,039.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	718.3	554.4	691.4	623.9	639.0
당기순이익(손실)	223.8	21.9	180.9	115.8	288.3
유형자산상각비	485.5	458.5	361.9	598.6	288.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-161.4	39.8	-94.5	-146.0	19.5
투자활동 현금흐름	-403.2	-206.4	-708.4	-160.7	-203.6
유형자산의증가(CAPEX)	-246.6	-183.0	-91.2	-219.8	-178.0
투자자산의감소(증가)	6.0	-44.5	-318.6	-22.1	-21.3
재무활동 현금흐름	-387.4	-216.0	-226.0	-123.0	-99.7
차입금의 증감	448.7	-144.1	-30.7	-11.6	-13.3
자본의 증가	3.0	0.0	72.3	0.2	0.0
현금의 증가(감소)	-61.9	120.2	-256.0	344.5	335.8
기초현금	735.5	673.6	793.7	537.7	882.2
기말현금	673.6	793.7	537.7	882.2	1,218.0

Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	95,455	75,818	83,173	76,874	86,210
EPS(지배주주)	3,904	456	3,135	2,006	4,896
CFPS	17,430	10,789	13,842	14,605	12,633
EBITDAPS	15,624	10,290	12,062	13,810	11,789
BPS	65,050	64,736	68,950	69,811	73,571
DPS	1,000	800	980	627	1,561
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.6	0.6	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	51.2	452.1	53.3	50.8	20.8
PCR	11.5	19.1	12.1	7.0	8.1
PSR	2.1	2.7	2.0	1.3	1.2
PBR	3.1	3.2	2.4	1.5	1.4
EBITDA	913.3	601.5	705.2	807.8	689.6
EV/EBITDA	13.5	20.1	13.9	6.7	7.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.4	0.8	4.2	2.6	6.1
EBITDA 이익률	16.4	13.6	14.5	18.0	13.7
부채비율	33.1	27.7	28.9	27.7	27.3
금융비용부담률	0.4	0.4	0.2	0.2	0.9
이자보상배율(x)	21.4	8.4	30.1	19.1	9.3
매출채권회전율(x)	17.1	13.6	16.8	14.6	15.6
재고자산회전율(x)	13.0	10.2	10.7	8.8	9.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2020.10.05	기업브리프	Buy	200,000	하누리	-7.4	8.5	
2021.01.13	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-5.5	2.5	
2021.02.04	기업브리프	Buy	270,000	하누리	-11.0	0.7	
2021.04.07	기업브리프	Buy	300,000	하누리	-12.8	-10.0	
2021.04.29	기업브리프	Buy	340,000	하누리	-19.0	-12.6	
2021.07.09	산업브리프	Buy	330,000	하누리	-27.3	-25.8	
2021.07.29	기업브리프	Hold	270,000	하누리	-20.9	-14.1	
2021.09.29	산업분석	Hold	200,000	하누리	-10.8	-3.8	
2022.01.10	기업브리프	Hold	170,000	하누리	-9.1	-3.8	
2022.02.10	기업브리프	Hold	190,000	하누리	-10.7	0.5	
2022.04.08	산업브리프	Hold	180,000	하누리	-9.2	-1.1	
2022.04.29	기업브리프	Buy	210,000	하누리	-28.4	-13.8	
2022.07.12	산업분석	Buy	180,000	하누리	-24.8	-21.4	
2022.07.29	기업브리프	Buy	150,000	하누리	-	-	