

2022. 2. 10



▲ 화장품/섬유이복

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

RA **오지우**  
02. 6454-4905  
jiwoo.oh@meritz.co.kr

**Hold**

**적정주가 (12개월) 190,000 원**

**현재주가 (2.9) 163,500 원**

**상승여력 16.2%**

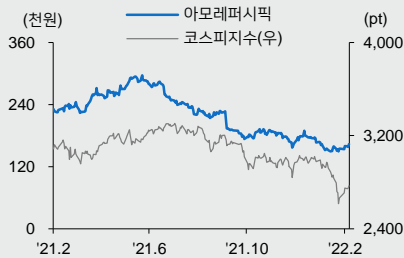
KOSPI	2,768.85pt
시가총액	95,636억원
발행주식수	5,849만주
유동주식비율	49.63%
외국인비중	29.60%
52주 최고/최저가	297,000원/149,500원
평균거래대금	350.5억원

**주요주주(%)**

아모레퍼시픽그룹 외 4인	50.19
국민연금공단	6.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.9	-27.8	-27.3
상대주가	8.7	-15.0	-19.0

**주가그래프**



# 아모레퍼시픽 090430

## 4Q21 Review: 바텀 피싱

- ✓ 4Q21: 매출액 1조 3,247억원(+15%), 영업이익 256억원(흑전)
- ✓ 국내: 면세(+24%) 기저 효과 & 비면세(+20%) 성장 전환 & 온라인(+50%) 고성장
- ✓ 중국: 판매 부진(-10%; 설화 +50%, 이니 -80%) + 판촉 증가 = 역레버리지(적전)
- ✓ 단기: 상대 우위 성과 및 중국 업황 개선(동계 폐막 및 양회) → 적정주가 상향
- ✓ 중장기: 다이고 영업 위축 및 대중국 경쟁 심화 여전 → 투자의견 Hold 유지

**4Q21 일회성 비용 영향**

아모레퍼시픽은 2021년 4분기 매출액 1조 3,247억원(+14.5% YoY; 이하 YoY), 영업이익 256억원(흑전, OPM 1.9%), 순손실 425억원(적지)을 기록했다. 일회성 비용 반영으로, 이익дан이 시장 기대치를 크게 밑돌았다(영업단 인센티브 관련 400억원, 영업외단 유형자산처분손 440억원; 제거 시 컨센서스 대비 영업이익 +46.4%).

[국내] ① 화장품: 매출액 6,897억원(+31.1%), 영업이익 418억원(흑전)을 달성했다. 면세 기저 효과에(4Q20 -30.9%, 4Q21 +24.2% vs. 시장 +12.9%), 온라인(+50.0%) 고성장 기조가 이어졌다. 비면세(+20.1%)는 점당 매출액 증가로 22개 분기 만에 성장 전환했다. ② 생활용품: 매출액 1,093억원(+20.9%), 영업손실 78억원(적지)을 시현했다. 고단가 제품 수요가 판매 개선을, 프리미엄 제품 육성 및 판촉 확대가 비용 증가를 이끌었다.

[해외] ① 중국: 매출액 3,527억원(-10.1%; 위안화 기준 -17.9%), 영업적자 265억원(적전)을 기록했다. 이니스프리(-80%; 매장 수 -32%) 판매 부진과 마케팅 증가 영향으로 역레버리지 발생이 불가피했다. 설화수(+30%) 강세는 고무적이다. ② 기타: 경기 회복에 MBS(세모라 등) 입점 효과로, 유럽(+15.5%)과 미국(+83.8%)은 선전했다.

**투자의견 Hold(유지) 및 적정주가 190,000원(상향)**

주가가 상승 반전할 전망이다. 상대 우위 성과(4Q21 면세: 아모레 +24% vs. 생건 -30%, 중국: 설화수 +30% vs. 후 +16%), 중국 오프라인 업황 개선(2월 20일 베이징 동계 폐막 → 이동 제한 완화) 및 내수 진작 정책 기대(3월 4일 양회) 모두 바텀 피싱의 이유로 작용하겠다. 단, 실적 역기저 부담(영업이익 성장률: 1Q22E -19.5%, 2Q22E -8.0%)에 중장기 구조적 위협 요인(다이고 영업 위축 및 대중국 경쟁 심화 → 비용 부담 → 마진 축소)은 여전한 바, 투자의견은 Hold를 유지한다.

(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
2021P	4,863.1	343.4	193.7	3,166	1,188.3	69,609	52.7	2.4	11.6	4.2	26.1
2022E	5,166.7	386.4	321.4	5,251	65.8	73,460	31.1	2.2	11.9	6.5	24.6
2023E	5,585.3	429.6	368.1	6,014	14.5	77,459	27.2	2.1	11.3	7.1	24.5

(십억원)	4Q21P	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,324.7	1,157.0	14.5	1,108.9	19.5	1,222.1	8.4	1,194.4	10.9
영업이익	25.6	-9.2	흑전	50.3	-49.2	44.8	-43.0	46.8	-45.4
순이익	-42.5	-57.2	적지	39.9	적전	24.5	적전	15.6	적전
영업이익률(%)	1.9	-0.8	2.7	4.5	-2.6	3.7	-1.7	3.9	-2.0

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021P	2022E	2021E	2022E	2021P	2022E	2021E	2022E
매출액	4,863.1	5,166.7	4,732.8	4,959.1	2.8	4.2	4,754.7	5,235.2
영업이익	343.4	386.4	364.6	375.1	-5.8	3.0	363.6	454.8
순이익	193.7	321.4	251.8	288.5	-23.1	11.4	262.4	343.3

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, 배, 원)	NOPLAT	Target P/E	적정가치	비고
영업가치 (A)	434	23.7	10,271	글로벌 Peer 평균 PER 40% 할인 적용
지분가치 (B)			572	3Q21 현금 및 현금성자산 장부가 기준
적정 시가총액 (C)			10,842	(A)+(B)
주식 수 (D)			58,385	유통 주식 수 기준
적정주가 (원)	185,707		190,000	(C)/(D), 반올림
현재주가 (원)			163,500	
상승여력 (%)			16.2	

자료: 메리츠증권 리서치센터

회사명 (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	9,564	5,167	5,585	386	430	321	368	31.1	27.2	2.2	2.1	6.5	7.1	11.9	11.3
LG생활건강	15,118	8,094	8,387	1,245	1,297	811	850	19.2	18.3	2.9	2.6	14.3	13.5	10.5	9.7
L'Oreal	280,192	47,052	50,231	9,202	9,987	7,266	7,879	37.8	34.9	6.9	6.4	19.4	19.5	23.8	22.2
Estee Lauder	126,610	24,405	26,441	5,009	5,575	3,708	4,156	34.5	30.6	13.3	11.2	44.2	41.2	21.7	19.5
Shiseido	23,783	11,130	11,870	855	1,361	575	925	42.3	26.4	4.2	3.8	11.0	15.6	15.2	11.8
Proya	6,597	1,098	1,356	168	211	141	177	46.5	37.0	10.1	8.3	22.4	23.2	34.3	27.1
Shanghai Jahwa	5,326	1,665	1,882	174	228	147	193	36.1	27.2	3.7	3.3	10.4	12.4	25.2	19.1
평균(국내사 제외)								38.2	30.6	8.2	7.1	24.8	25.5	20.2	17.8

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
<b>매출액</b>	<b>1,130.9</b>	<b>1,055.7</b>	<b>1,088.6</b>	<b>1,156.9</b>	<b>1,252.8</b>	<b>1,176.7</b>	<b>1,108.9</b>	<b>1,324.7</b>	<b>4,432.2</b>	<b>4,863.1</b>	<b>5,166.7</b>
<b>국내</b>	<b>760.8</b>	<b>656.7</b>	<b>672.7</b>	<b>616.3</b>	<b>813.5</b>	<b>741.8</b>	<b>721.5</b>	<b>798.9</b>	<b>2,706.5</b>	<b>3,075.7</b>	<b>3,296.6</b>
화장품	618.6	531.4	534.3	526.0	679.8	626.3	597.5	689.7	2,210.3	2,593.3	2,813.2
생활용품	142.1	125.3	138.3	90.4	133.7	115.5	124.0	109.3	496.1	482.5	483.4
<b>해외</b>	<b>373.9</b>	<b>405.4</b>	<b>423.2</b>	<b>542.8</b>	<b>447.4</b>	<b>445.2</b>	<b>384.1</b>	<b>525.6</b>	<b>1,745.3</b>	<b>1,802.3</b>	<b>1,869.1</b>
중국	240.4	283.0	268.8	392.1	324.7	300.7	246.8	352.7	1,184.3	1,224.8	1,233.7
기타 아시아	105.2	105.5	125.4	129.2	95.6	117.9	105.6	137.3	465.4	456.5	494.6
유럽	5.4	3.0	5.0	5.5	5.6	5.0	5.1	6.4	19.0	22.1	24.2
북미	23.0	13.9	23.9	15.9	21.4	21.6	26.7	29.2	76.7	98.9	116.7
<b>영업이익</b>	<b>60.9</b>	<b>35.2</b>	<b>56.0</b>	<b>-9.2</b>	<b>176.2</b>	<b>91.2</b>	<b>50.3</b>	<b>25.6</b>	<b>143.0</b>	<b>343.4</b>	<b>386.4</b>
<b>영업이익률</b>	<b>5.4</b>	<b>3.3</b>	<b>5.1</b>	<b>-0.8</b>	<b>14.1</b>	<b>7.8</b>	<b>4.5</b>	<b>1.9</b>	<b>3.2</b>	<b>7.1</b>	<b>7.5</b>
<b>국내</b>	<b>86.6</b>	<b>50.6</b>	<b>36.0</b>	<b>-56.0</b>	<b>125.3</b>	<b>82.1</b>	<b>58.7</b>	<b>34.0</b>	<b>117.2</b>	<b>300.1</b>	<b>297.1</b>
화장품	72.4	45.2	25.5	-30.5	116.4	84.4	57.2	41.8	112.6	299.8	289.6
생활용품	14.2	5.4	10.5	-25.5	8.9	-2.3	1.4	-7.8	4.6	0.2	7.5
<b>해외</b>	<b>-32.4</b>	<b>-24.4</b>	<b>19.7</b>	<b>51.6</b>	<b>52.3</b>	<b>9.4</b>	<b>8.5</b>	<b>-18.4</b>	<b>14.5</b>	<b>51.8</b>	<b>92.0</b>
중국	-18.1	0.3	13.4	44.2	43.9	8.4	6.9	-26.5	39.8	32.7	70.5
기타 아시아	-11.7	-16.5	2.3	5.2	6.6	-0.9	-0.6	-0.5	-20.8	4.6	10.4
유럽	-0.8	-1.8	0.4	0.5	0.3	0.3	0.4	0.6	-1.7	1.6	1.8
북미	-1.7	-6.4	3.6	1.7	1.5	1.6	2.1	2.3	-2.8	7.5	9.2
<b>순이익</b>	<b>71.7</b>	<b>11.0</b>	<b>9.6</b>	<b>-57.2</b>	<b>135.2</b>	<b>61.1</b>	<b>39.9</b>	<b>-42.5</b>	<b>35.1</b>	<b>193.7</b>	<b>321.4</b>
<b>순이익률</b>	<b>6.3</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>-4.9</b>	<b>10.8</b>	<b>5.2</b>	<b>3.6</b>	<b>-3.2</b>	<b>0.8</b>	<b>4.0</b>	<b>6.2</b>
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>-22.1</b>	<b>-24.2</b>	<b>-22.4</b>	<b>-13.3</b>	<b>10.8</b>	<b>11.5</b>	<b>1.9</b>	<b>14.5</b>	<b>-20.6</b>	<b>9.7</b>	<b>6.2</b>
<b>국내</b>	<b>-19.1</b>	<b>-26.4</b>	<b>-27.7</b>	<b>-18.4</b>	<b>6.9</b>	<b>13.0</b>	<b>7.3</b>	<b>29.6</b>	<b>-23.1</b>	<b>13.6</b>	<b>7.2</b>
화장품	-21.6	-31.1	-31.5	-19.8	9.9	17.9	11.8	31.1	-26.3	17.3	8.5
생활용품	-6.1	4.2	-8.2	-8.2	-5.9	-7.8	-10.3	20.9	-4.7	-2.8	0.2
<b>해외</b>	<b>-28.3</b>	<b>-20.8</b>	<b>-13.0</b>	<b>-2.7</b>	<b>19.7</b>	<b>9.8</b>	<b>-9.2</b>	<b>-3.2</b>	<b>-16.0</b>	<b>3.3</b>	<b>3.7</b>
중국	-33.3	-10.4	-10.6	6.6	35.1	6.3	-8.2	-10.1	-11.9	3.4	0.7
기타 아시아	-23.4	-37.9	-17.1	-19.4	-9.1	11.8	-15.8	6.3	-24.8	-1.9	8.3
유럽	-7.5	-37.2	-14.6	4.5	4.3	64.5	1.2	15.5	-13.1	16.4	9.2
북미	26.4	-36.2	-16.3	-35.1	-7.1	55.6	11.7	83.8	-17.5	28.9	18.0
<b>영업이익</b>	<b>-67.3</b>	<b>-59.9</b>	<b>-47.9</b>	<b>적전</b>	<b>189.2</b>	<b>158.9</b>	<b>-10.2</b>	<b>흑전</b>	<b>-66.6</b>	<b>140.1</b>	<b>12.5</b>
<b>영업이익률</b>	<b>-7.5</b>	<b>-3.0</b>	<b>-2.5</b>	<b>-4.2</b>	<b>8.7</b>	<b>4.4</b>	<b>-0.6</b>	<b>2.7</b>	<b>-4.4</b>	<b>3.8</b>	<b>0.4</b>
<b>국내</b>	<b>-33.1</b>	<b>-31.3</b>	<b>-56.5</b>	<b>적전</b>	<b>44.7</b>	<b>62.3</b>	<b>62.9</b>	<b>흑전</b>	<b>-63.3</b>	<b>156.0</b>	<b>-1.0</b>
화장품	-38.4	-40.5	-65.5	적전	60.8	86.7	124.5	흑전	-64.4	166.3	-3.4
생활용품	19.8	흑전	16.7	-68.9	-37.3	적전	-86.5	적지	38.1	-95.2	3,301.5
<b>해외</b>	<b>적전</b>	<b>적전</b>	<b>-43.5</b>	<b>1,512.5</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>-56.7</b>	<b>적전</b>	<b>-86.1</b>	<b>258.5</b>	<b>77.6</b>
중국	적전	-98.9	-61.6	396.6	흑전	2,875.1	-48.6	적전	-66.5	-17.9	115.8
기타 아시아	적전	-1,481.4	흑전	흑전	흑전	적지	적전	적전	적전	흑전	124.8
유럽	72.2	48.7	흑전	흑전	흑전	흑전	2.0	15.5	적지	흑전	14.9
북미	66.0	-1,272.3	181.3	흑전	흑전	흑전	-40.7	37.4	적지	흑전	22.3
<b>순이익</b>	<b>-42.0</b>	<b>-81.9</b>	<b>-90.7</b>	<b>-15.8</b>	<b>88.6</b>	<b>454.7</b>	<b>314.4</b>	<b>적지</b>	<b>-85.3</b>	<b>451.3</b>	<b>65.9</b>

주: 중국 및 아시아는 당사 예상치 기준  
 자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E	
<b>국내 (화장품)</b>	<b>618.6</b>	<b>531.4</b>	<b>534.3</b>	<b>526.0</b>	<b>679.8</b>	<b>626.3</b>	<b>597.5</b>	<b>689.7</b>	<b>2,210.3</b>	<b>2,593.3</b>	<b>2,813.2</b>	
<b>매출액</b>												
영업이익	72.4	45.2	25.5	-30.5	116.4	84.4	57.2	41.8	112.6	299.8	289.6	
<b>영업이익률</b>	<b>11.7</b>	<b>8.5</b>	<b>4.8</b>	<b>-5.8</b>	<b>17.1</b>	<b>13.5</b>	<b>9.6</b>	<b>6.1</b>	<b>5.1</b>	<b>11.6</b>	<b>10.3</b>	
<b>면세</b>	<b>258.7</b>	<b>197.0</b>	<b>222.0</b>	<b>271.2</b>	<b>303.9</b>	<b>252.2</b>	<b>256.0</b>	<b>336.8</b>	<b>948.8</b>	<b>1,148.9</b>	<b>1,121.5</b>	
<b>매출액</b>												
영업이익	46.6	31.5	24.4	29.8	59.3	44.1	35.8	37.0	132.3	176.3	156.9	
<b>영업이익률</b>	<b>18.0</b>	<b>16.0</b>	<b>11.0</b>	<b>11.0</b>	<b>19.5</b>	<b>17.5</b>	<b>14.0</b>	<b>11.0</b>	<b>13.9</b>	<b>15.3</b>	<b>14.0</b>	
<b>매출 비중</b>	<b>연결 실적 대비</b>	<b>22.9</b>	<b>18.7</b>	<b>20.4</b>	<b>23.4</b>	<b>24.3</b>	<b>21.4</b>	<b>23.1</b>	<b>25.4</b>	<b>21.4</b>	<b>23.6</b>	<b>21.7</b>
국내 실적 대비	41.8	37.1	41.5	51.6	44.7	40.3	42.8	48.8	42.9	44.3	39.9	
<b>영업이익 비중</b>	<b>연결 실적 대비</b>	<b>76.4</b>	<b>89.5</b>	<b>43.6</b>	<b>-323.9</b>	<b>33.6</b>	<b>48.4</b>	<b>71.2</b>	<b>145.0</b>	<b>92.5</b>	<b>51.3</b>	<b>40.6</b>
국내 실적 대비	64.3	69.7	95.8	-97.8	50.9	52.3	62.6	88.6	117.5	58.8	54.2	
<b>해외</b>	<b>373.9</b>	<b>405.4</b>	<b>423.2</b>	<b>542.8</b>	<b>447.4</b>	<b>445.2</b>	<b>384.1</b>	<b>525.6</b>	<b>1,745.3</b>	<b>1,802.3</b>	<b>1,869.1</b>	
<b>매출액</b>												
영업이익	-32.4	-24.4	19.7	51.6	52.3	9.4	8.5	-18.4	14.5	51.8	92.0	
<b>영업이익률</b>	<b>-8.7</b>	<b>-6.0</b>	<b>4.6</b>	<b>9.5</b>	<b>11.7</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>-3.5</b>	<b>0.8</b>	<b>2.9</b>	<b>4.9</b>	
<b>중국</b>	<b>240.4</b>	<b>283.0</b>	<b>268.8</b>	<b>392.1</b>	<b>324.7</b>	<b>300.7</b>	<b>246.8</b>	<b>352.7</b>	<b>1,184.3</b>	<b>1,224.8</b>	<b>1,233.7</b>	
<b>매출액</b>												
영업이익	-18.1	0.3	13.4	44.2	43.9	8.4	6.9	-26.5	39.8	32.7	70.5	
<b>영업이익률</b>	<b>-7.5</b>	<b>0.1</b>	<b>5.0</b>	<b>11.3</b>	<b>13.5</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>-7.5</b>	<b>3.4</b>	<b>2.7</b>	<b>5.7</b>	
<b>매출 비중</b>	<b>연결 실적 대비</b>	<b>21.3</b>	<b>26.8</b>	<b>24.7</b>	<b>33.9</b>	<b>25.9</b>	<b>25.6</b>	<b>22.3</b>	<b>26.6</b>	<b>26.7</b>	<b>25.2</b>	<b>23.9</b>
해외 실적 대비	64.3	69.8	63.5	72.2	72.6	67.5	64.3	67.1	67.9	68.0	66.0	
<b>영업이익 비중</b>	<b>연결 실적 대비</b>	<b>-29.7</b>	<b>0.8</b>	<b>24.0</b>	<b>-480.2</b>	<b>24.9</b>	<b>9.2</b>	<b>13.7</b>	<b>-103.8</b>	<b>27.8</b>	<b>9.5</b>	<b>18.3</b>
해외 실적 대비	55.9	-1.2	68.4	85.7	83.9	89.6	81.3	144.2	275.6	63.1	76.7	

주: 면세 및 중국 영업이익은 당사 추정치 기준  
 자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
<b>국내 (화장품)</b>	<b>618.6</b>	<b>531.4</b>	<b>534.3</b>	<b>526.0</b>	<b>679.8</b>	<b>626.3</b>	<b>597.5</b>	<b>689.7</b>	<b>2,210.3</b>	<b>2,593.3</b>	<b>2,813.2</b>
<b>온라인</b>	<b>182.9</b>	<b>178.3</b>	<b>157.0</b>	<b>156.5</b>	<b>237.7</b>	<b>249.6</b>	<b>204.1</b>	<b>234.8</b>	<b>674.7</b>	<b>926.3</b>	<b>1,204.2</b>
<b>오프라인 - 면세</b>	<b>258.7</b>	<b>197.0</b>	<b>222.0</b>	<b>271.2</b>	<b>303.9</b>	<b>252.2</b>	<b>256.0</b>	<b>336.8</b>	<b>948.8</b>	<b>1,148.9</b>	<b>1,121.5</b>
<b>오프라인 - 비면세</b>	<b>177.1</b>	<b>156.1</b>	<b>155.3</b>	<b>98.3</b>	<b>138.1</b>	<b>124.5</b>	<b>137.4</b>	<b>118.1</b>	<b>586.7</b>	<b>518.1</b>	<b>487.6</b>
방판	115.8	89.1	80.9	60.2	96.5	83.3	76.4	57.4	346.0	313.6	296.8
백화점	56.1	55.8	44.0	36.7	50.6	52.8	40.3	39.3	192.5	183.0	180.9
전문점	42.3	34.2	28.1	20.9	32.4	25.7	20.7	21.0	125.6	99.8	90.8
할인점	11.2	10.2	9.8	7.0	9.8	8.7	8.4	6.0	38.1	33.0	29.5
<b>(% YoY)</b>											
<b>국내 (화장품)</b>	<b>-21.6</b>	<b>-31.1</b>	<b>-31.5</b>	<b>-19.8</b>	<b>9.9</b>	<b>17.9</b>	<b>11.8</b>	<b>31.1</b>	<b>-26.3</b>	<b>17.3</b>	<b>8.5</b>
<b>온라인</b>	<b>80.0</b>	<b>60.0</b>	<b>40.0</b>	<b>30.0</b>	<b>30.0</b>	<b>40.0</b>	<b>30.0</b>	<b>50.0</b>	<b>51.4</b>	<b>37.3</b>	<b>30.0</b>
<b>오프라인 - 면세</b>	<b>-29.5</b>	<b>-44.8</b>	<b>-49.2</b>	<b>-30.9</b>	<b>17.5</b>	<b>28.0</b>	<b>15.3</b>	<b>24.2</b>	<b>-38.9</b>	<b>21.1</b>	<b>-2.4</b>
<b>오프라인 - 비면세</b>	<b>-44.8</b>	<b>-48.6</b>	<b>-32.6</b>	<b>-31.4</b>	<b>-22.0</b>	<b>-20.2</b>	<b>-11.5</b>	<b>20.1</b>	<b>-41.2</b>	<b>-11.7</b>	<b>-5.9</b>
방판	-25.4	-34.2	-32.6	-15.0	-16.7	-6.5	-5.5	-4.6	-29.7	-9.3	-5.4
백화점	-23.1	-22.5	-26.9	-27.8	-9.7	-5.4	-8.4	7.0	-24.7	-5.0	-1.1
전문점	-56.1	-56.5	-56.7	-51.8	-23.4	-24.9	-26.4	0.4	-55.7	-20.5	-9.0
할인점	-30.8	-30.8	-30.8	-30.8	-12.2	-14.0	-13.8	-13.5	-30.8	-13.3	-10.7

주: 오프라인 비면세 채널별 매출액은 당사 추정치 기준  
 자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

## 아모레퍼시픽 (090430)

## Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>5,580.1</b>	<b>4,432.2</b>	<b>4,863.1</b>	<b>5,166.7</b>	<b>5,585.3</b>
매출액증가율 (%)	5.7	-20.6	9.7	6.2	8.1
매출원가	1,500.5	1,265.4	1,382.2	1,464.4	1,579.0
매출총이익	4,079.6	3,166.8	3,480.9	3,702.3	4,006.2
판매관리비	3,651.8	3,023.8	3,137.6	3,315.9	3,576.7
<b>영업이익</b>	<b>427.8</b>	<b>143.0</b>	<b>343.4</b>	<b>386.4</b>	<b>429.6</b>
영업이익률	7.7	3.2	7.1	7.5	7.7
금융손익	-5.2	-5.2	1.2	1.1	1.0
중속/관계기업손익	-0.3	0.7	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-51.7	-113.2	-46.7	12.6	27.6
세전계속사업이익	370.6	25.3	297.9	400.1	458.2
법인세비용	146.8	3.4	117.0	100.0	114.6
<b>당기순이익</b>	<b>223.8</b>	<b>21.9</b>	<b>180.9</b>	<b>300.1</b>	<b>343.7</b>
지배주주지분 순이익	238.8	35.1	193.7	321.4	368.1

## Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>1,803.1</b>	<b>1,825.7</b>	<b>2,374.9</b>	<b>2,767.8</b>	<b>3,211.2</b>
현금및현금성자산	673.6	793.7	934.5	1,258.5	1,653.6
매출채권	365.9	283.8	317.8	343.3	353.6
재고자산	452.6	414.5	480.8	514.5	540.2
<b>비유동자산</b>	<b>4,185.9</b>	<b>3,876.2</b>	<b>3,666.0</b>	<b>3,506.5</b>	<b>3,369.2</b>
유형자산	2,661.8	2,566.3	2,347.0	2,162.1	2,016.2
무형자산	226.5	208.8	210.6	228.6	228.6
투자자산	48.4	92.9	207.2	214.6	223.1
<b>자산총계</b>	<b>5,989.0</b>	<b>5,701.9</b>	<b>6,041.0</b>	<b>6,274.3</b>	<b>6,580.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,066.6</b>	<b>966.0</b>	<b>1,001.8</b>	<b>973.3</b>	<b>1,013.5</b>
매입채무	172.5	117.6	127.0	134.7	141.4
단기차입금	52.8	154.2	200.0	178.0	158.0
유동성장기부채	46.5	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>423.6</b>	<b>271.6</b>	<b>248.9</b>	<b>266.2</b>	<b>280.3</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>1,490.2</b>	<b>1,237.5</b>	<b>1,250.7</b>	<b>1,239.5</b>	<b>1,293.8</b>
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	723.5	723.5	795.9	795.9	795.9
기타포괄이익누계액	-24.7	-20.3	9.1	9.1	9.1
이익잉여금	3,873.8	3,847.8	3,983.4	4,249.4	4,525.5
비지배주주지분	9.3	-3.5	-16.3	-37.6	-62.0
<b>자본총계</b>	<b>4,498.8</b>	<b>4,464.4</b>	<b>4,790.2</b>	<b>5,034.9</b>	<b>5,286.6</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>718.3</b>	<b>554.4</b>	<b>876.9</b>	<b>607.4</b>	<b>741.3</b>
당기순이익(손실)	223.8	21.9	180.9	300.1	343.7
유형자산상각비	485.5	458.5	478.2	364.9	323.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-161.4	39.8	79.7	-72.9	14.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-403.2</b>	<b>-206.4</b>	<b>-614.4</b>	<b>-207.3</b>	<b>-189.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-246.6	-183.0	-250.6	-180.0	-178.0
투자자산의감소(증가)	6.0	-44.5	-114.3	-7.4	-8.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-387.4</b>	<b>-216.0</b>	<b>-113.5</b>	<b>-76.1</b>	<b>-157.1</b>
차입금의 증감	448.7	-144.1	22.5	-5.4	-6.3
자본의 증가	3.0	0.0	72.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-61.9	120.2	140.8	324.0	395.1
기초현금	735.5	673.6	793.7	934.5	1,258.5
기말현금	673.6	793.7	934.5	1,258.5	1,653.6

## Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	95,455	75,818	83,173	88,330	95,487
EPS(지배주주)	3,904	456	3,166	5,251	6,014
CFPS	17,430	10,789	14,757	13,340	14,376
EBITDAPS	15,624	10,290	14,052	12,844	12,881
BPS	65,050	64,736	69,609	73,460	77,459
DPS	1,000	800	803	1,331	1,524
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.5	0.8	0.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	51.2	452.1	52.7	31.1	27.2
PCR	11.5	19.1	11.3	12.3	11.4
PSR	2.1	2.7	2.0	1.9	1.7
PBR	3.1	3.2	2.4	2.2	2.1
EBITDA	913.3	601.5	821.6	751.3	753.5
EV/EBITDA	13.5	20.1	11.6	11.9	11.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	5.4	0.8	4.2	6.5	7.1
EBITDA 이익률	16.4	13.6	16.9	14.5	13.5
부채비율	33.1	27.7	26.1	24.6	24.5
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.3	1.1
이자보상배율(x)	21.4	8.4	21.9	25.3	7.3
매출채권회전율(x)	17.1	13.6	16.2	15.6	16.0
재고자산회전율(x)	13.0	10.2	10.9	10.4	10.6

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

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.11.29	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	-19.2	-16.0	
2019.12.31				Univ Out			
2020.04.22	산업분석	Buy	210,000	하누리	-20.1	-13.6	
2020.08.03	기업브리프	Buy	200,000	하누리	-10.2	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	-	-	