

위기 이후 유연해진 움직임

Trading Buy
(신규)목표가: 185,000원
상승여력: 9.8%

윤정환 junghan_yoon@miraeeasset.com

정우창 wcchung@miraeeasset.com

3Q20 Preview

전년동기 베이스 부담으로 회복을 체감하기는 어려울 듯

- 매출액 1조 1,237억(-19.9% YoY, 이하 YoY), 영업이익 349억(-67.6%) 전망
- 국내 사업 영업이익 544억원(-34.4%) 전망
 - 온라인 채널 고성장(50.7%), 면세(-35%) 및 전통채널(-37.2%) 회복 지연
 - 홈케어 수요 지속으로 인한 데일리 뷰티 성장(8.7%) 지속
- 해외 사업 영업손실 173억(적자전환) 전망
 - 중국 내 설화수는 전분기 대비 성장폭 확대(14.8%), 이니스프리 역성장 지속(-20%)
 - 중국 외 지역에서 코로나로 인한 섀다운 일부 지속된 것으로 판단

유연해지고 있다

국내외 채널 전환 순조롭게 진행 중, 인건비 증가 일회성 요인은 부담

- 3Q20, 국내 매출액 중 전통채널 비중은 25% 미만으로 축소 전망(2019년말 약 33%)
- 마케팅 비용의 50% 이상 디지털에 투자, 구매전환율이 높은 라이브커머스에 집중
- 중국 이니스프리 직영점 폐점 지속, 3Q20 온라인 매출 비중 40%까지 확대 전망
- 연봉협상 관련 인건비 소급분 3Q20 반영 예정

목표주가 및 투자 의견

커버리지 담당자 변경, 목표주가 185,000원 투자 의견 'Trading Buy' 제시

- 21F EPS 4,791원 대비 현재 주가는 35.2배에서 거래 중(피어 평균 38.7배)
- 글로벌 피어 대비 전체 매출액 중 면세 매출 비중 27.8%로 높아 불확실성 존재
- 중국 소비시장 환경 우호적, 여행시장 회복세로 주가하락은 제한적
- 회복을 감안한 21F EPS에 PER 38.7배를 적용하여 목표주가 185,000원 제시

Key data



현재주가(20/10/20, 원)	168,500	시가총액(십억원)	9,850
영업이익(20F, 십억원)	162	발행주식수(백만주)	69
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	186	유동주식비율(%)	49.8
EPS 성장률(20F, %)	-56.2	외국인 보유비중(%)	30.5
P/E(20F, x)	94.2	베타(12M) 일간수익률	0.69
MKT P/E(20F, x)	16.0	52주 최저가(원)	147,500
KOSPI	2,358.41	52주 최고가(원)	236,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.0	-4.8	8.4
상대주가	2.3	-23.4	-5.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	5,124	5,278	5,580	4,484	5,253	5,604
영업이익 (십억원)	596	482	428	162	400	472
영업이익률 (%)	11.6	9.1	7.7	3.6	7.6	8.4
순이익 (십억원)	394	332	239	105	280	327
EPS (원)	6,740	5,683	4,085	1,790	4,791	5,593
ROE (%)	9.8	7.7	5.4	2.3	6.0	6.7
P/E (배)	45.2	36.9	49.0	94.2	35.2	30.1
P/B (배)	5.1	3.3	3.0	2.6	2.4	2.3
배당수익률 (%)	0.4	0.6	0.5	0.2	0.6	0.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

3Q 실적 프리뷰: 골짜기를 지나는 중. 컨센서스 하회 예상

2020년 3분기 매출액 1조 1,237억(−19.9% YoY, 이하 YoY), 영업이익 349억(−67.6%), 당기순이익 167억원(−83.7%)을 기록할 것으로 예상하며 영업이익 컨센서스 465억원을 하회할 것으로 전망한다.

국내 매출은 7,468억원(−19.8%), 영업이익 544억원(−34.4%)으로 생활용품 부문의 호조와 온라인으로의 빠른 채널 전환에도 불구하고 면세와 주요 오프라인 채널의 감소폭을 커버하기에는 부족할 것으로 판단한다. 수익성 역시 3분기로 이연된 연봉협상 인건비 소급분 영향 및 매출액 감소로 인한 면세점의 고정비 영향으로 악화될 것으로 전망한다.

해외 화장품 매출은 3,878억원(−20.3%) 영업적자 173억원(적자전환)으로 전망한다. 중국법인은 설화수의 성장과 이니스프리의 온라인 비중확대로 전분기 대비 수익성 개선에 성공하겠으나 그 외 지역에서 코로나로 인한 섣다운 영향이 지속되면서 해외사업은 영업적자를 기록할 것으로 전망한다.

표 1. 아모레퍼시픽 3Q20 실적 추정

(십억원, %)

	3Q19	2Q20	3Q20F			성장률 YoY
			미래에셋대우	컨센서스	차이	
매출액	1,402.0	1,055.7	1,123.7	1,148.0	−2.2	−19.8
영업이익	107.5	35.2	34.9	46.5	−33.2	−67.6
영업이익률 (%)	7.7	3.3	3.1	4.0	−0.9	−4.6
세전이익	102.3	6.7	25.1	40.8	−62.2	−75.4
지배 순이익	104.0	11.0	18.3	33.0	−79.6	−82.4

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 아모레퍼시픽 실적 추정

(십억원, %)

	19/1Q	19/2Q	19/3Q	19/4Q	20/1Q	20/2Q	20/3QF	20/4QF	2019	2020F	2021F
매출액	1,451.3	1,393.1	1,402.0	1,333.7	1,130.9	1,055.8	1,123.7	1,173.6	5,580.1	4,484.0	5,253.1
국내	940.7	891.9	930.6	754.7	760.7	656.7	746.8	687.8	3,517.9	2,852.0	3,454.6
화장품	789.4	771.7	779.9	656.2	618.6	531.4	598.1	581.9	2,997.2	2,330.0	2,922.2
전통채널	327.0	308.8	230.4	159.3	187.9	159.3	144.8	112.7	1,025.4	604.7	571.1
면세점	366.9	356.8	437.4	392.5	258.7	197.0	284.4	265.0	1,553.5	1,005.1	1,452.3
디지털(역직구 포함)	95.6	106.1	112.1	104.4	172.0	175.1	169.0	204.2	418.3	720.3	898.8
생활용품	151.3	120.2	150.7	98.5	142.1	125.3	148.6	105.9	520.7	522.0	532.4
해외	521.8	512.0	486.6	557.9	374.0	405.4	387.8	510.4	2,078.3	1,677.7	1,837.8
아시아	497.8	485.5	452.1	528.1	345.6	388.5	368.0	489.1	1,963.5	1,591.1	1,735.2
유럽	5.8	4.8	5.9	5.3	5.4	3.0	4.1	4.2	21.8	16.8	16.5
북미	18.2	21.7	28.6	24.5	23.0	13.9	15.7	17.2	93.0	69.8	86.1
매출액 YoY	1.4	3.7	9.7	8.9	−22.1	−24.2	−19.8	−12.0	2.0	−19.6	17.2
국내	−0.0	1.6	10.8	9.5	−19.1	−26.4	−19.8	−8.9	1.9	−18.9	21.1
화장품	1.1	1.4	11.9	10.1	−21.6	−31.1	−23.3	−11.3	2.1	−22.3	25.4
전통채널	−9.2	−13.2	−19.1	−23.4	−42.5	−48.4	−37.2	−29.2	−4.5	−41.0	−5.6
면세점	14.6	17.0	31.7	25.2	−29.5	−44.8	−35.0	−32.5	5.4	−35.3	44.5
디지털(역직구 포함)	−5.0	6.0	39.3	40.0	80.0	65.0	50.7	95.5	7.7	72.2	24.8
생활용품	−5.6	2.8	5.6	5.8	−6.1	4.2	−1.4	7.5	1.0	0.2	2.0
해외	4.2	7.4	8.8	2.3	−28.3	−20.8	−20.3	−8.5	0.6	−19.3	9.5
아시아	4.1	6.4	7.1	2.1	−30.6	−20.0	−18.6	−7.4	0.5	−19.0	9.1
유럽	−23.7	−23.8	−7.8	−39.1	−6.9	−37.5	−30.0	−20.0	−13.5	−23.1	−1.6
북미	19.0	52.8	53.8	25.6	26.4	−35.9	−45.0	−30.0	5.7	−25.0	23.4
영업이익	186.5	87.8	107.5	46.0	61.0	35.3	34.9	30.7	427.8	161.8	400.1
영업이익 YoY	−21.0	−39.8	40.5	93.3	−67.3	−59.8	−67.5	−33.3	5.5	−62.2	147.2
영업이익률(%)	12.9	6.3	7.7	3.4	5.4	3.3	3.1	2.6	7.7	3.6	7.6

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

국내 매출: 면세점은 부진하지만 시장 기대치(-35%, yoy)에 부합할 것으로 전망

면세 매출은 3Q20에 2,844억원(-35%)을 기록할 것으로 전망한다. 최근 수입재고품 제3자 반송 정책으로 시장 회복이 빠르게 이루어지고 있는 것으로 보이거나 아모레퍼시픽의 경우 토산품으로 정책의 수혜대상에서 벗어나 있다. 또한 3Q19에 현지 마케팅 확대를 통해 면세 매출이 31.7%의 고 성장을 기록했기 때문에 올해 3분기에는 성장에 대한 베이스 부담도 있는 상황이다.

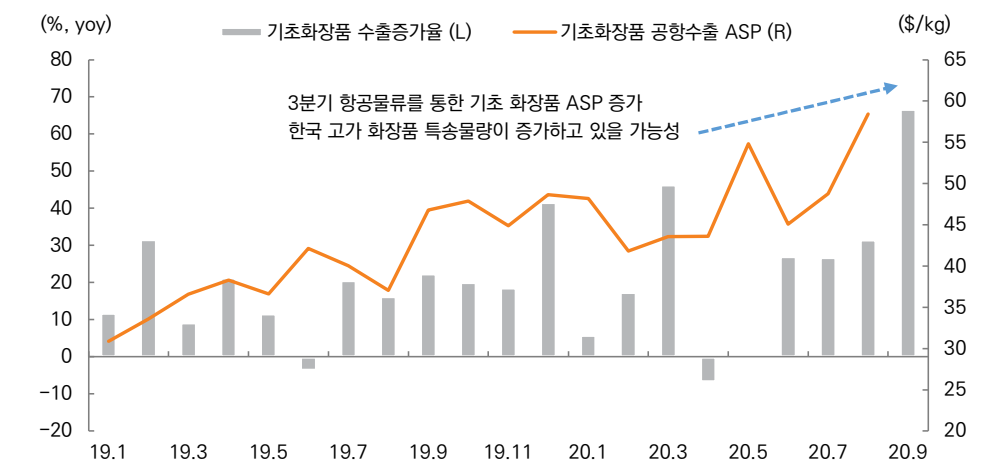
그럼에도 불구하고 면세 매출 감소폭을 시장과 인라인 할 것으로 보는 전망하는 이유는 최근 빠른 성장을 보이고 있는 하이난 면세점에 적극적으로 대응하고 있다는 부분과 예년보다 규모가 커질 것으로 예상되는 광군제 수요에 맞춰 상반기 구매가 더뎠던 브랜드 설화수의 재고확대 수요가 기대되기 때문이다.

하이커우 세관에 따르면 올해 3분기 하이난 면세점의 매출액은 86억 위안으로 전년동기 227.5%에 달하는 매출 성장세를 기록한 것으로 확인된다. 그 중 대부분의 구매 품목이 화장품에 집중되었다는 점을 바탕으로 할 때 아모레퍼시픽의 3분기 하이난향 매출은 전체 면세 매출의 4~5% 수준까지 확대가 된 것으로 판단한다.

또한, 상반기 코로나19로 인한 2주격리 등 이동제한으로 기존의 핸드캐리방식으로 물건을 반출하던 타이고우의 물류방식이 특송, 포워딩 업체를 이용하는 것으로 대체되어 비용이 크게 증가했을 것으로 보인다. 따라서 상반기에는 마진을 확보하기 위해 면세점 내에서 부피가 비교적 작고 객단가가 높은 고가 글로벌 브랜드化妆품을 집중적으로 구매했을 것으로 예상된다.

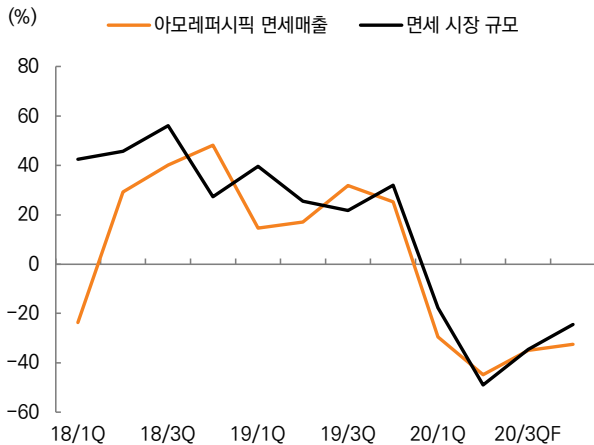
브랜드 설화수의 경우 베스트 셀링 제품인 윤조에센스 90ml의 한국 면세점 가격은 82달러로 글로벌 브랜드에 비해 낮은 가격대로 포지셔닝이 되어있다. 따라서 타이고우의 매입우선순위에서 밀려나며 상반기 면세점 내 점유율은 줄어들었을 것으로 보인다. 그러나 3분기에는 중국의 화장품 시장이 빠르게 회복한 가운데 중국 정부의 재정정책이 하반기 광군제 소비쿠폰으로 집중될 것으로 예상되는 만큼 리스토킹 수요가 강하게 있었을 것으로 예상된다.

그림 1. 항공을 통한 기초화장품 수출 ASP 추이



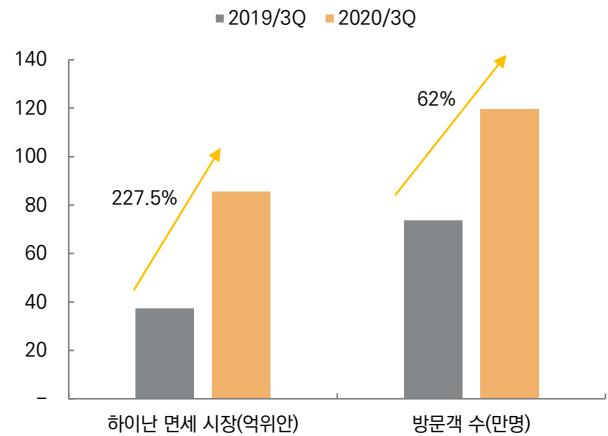
자료: KITA, TRASS, 미래셋대우 리서치센터

그림 2. 아모레퍼시픽 면세채널 성장률(YoY)



자료: 아모레퍼시픽, 한국면세점협회, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 3. 2020년 3분기 하이난 면세 성장률



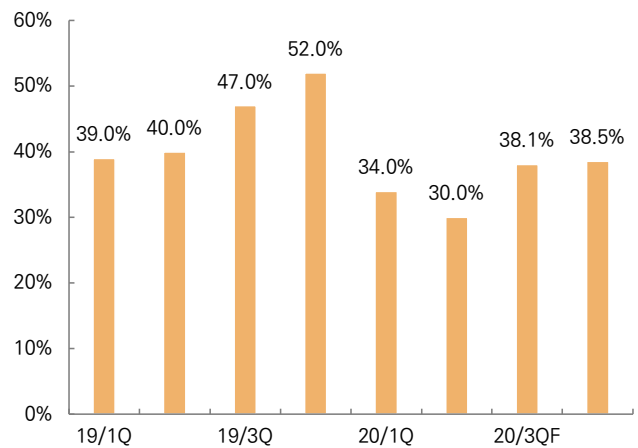
자료: 하이커우 세관, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 4. 아모레퍼시픽의 국내 면세점 점유율 추정



자료: 아모레퍼시픽, 한국면세점협회, 미래에셋대우 리서치센터 추정
 주요가정: 1) 면세점 매출액 중 화장품 비중 2019년말 65%까지 점진적 상승 2) 20/2Q 이후 면세 매출 중 화장품 비중은 75~80%까지 상승 3) 아모레퍼시픽 면세 매출중 국내 비중은 90%

그림 5. 국내 화장품 매출 중 면세 채널 비중



자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 3. 국내 면세점 주요 베스트 제품 가격

(달러)

판매사	제품명	용량	가격	용량(10ml)당 가격
아모레퍼시픽	설화수 윤조에센스	90ml	82	9.1
	설화수 자음생크림 오리지널 대용량	100ml	239	23.9
LG생활건강	후 천물단 화물 에센스	40ml	260	65.0
	후 천기단 화현 일루미네이팅 에센스	50ml	193	38.6
로레알	뉴 어드밴스드 제니피코 리페어링	100ml	183	18.3
에스티로더	어드밴스드 나이트 리페어 콤플렉스	100ml	171	17.1
	어드밴스드 나이트 리페어 수퍼차지드 아이 젤 크림	15ml	70	46.7
시세이도	레드디펜스 얼티문 파워인 퓨징 컨센트레이트	120ml	178	14.8
	레드디펜스 얼티문 파워인 퓨징 컨센트레이트	100ml	174	17.4

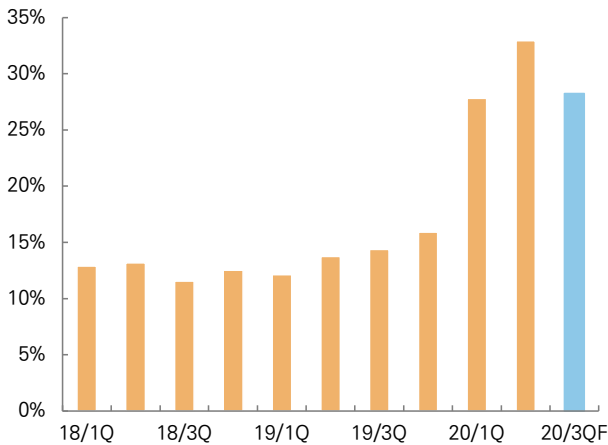
자료: 롯데면세점, 신라면세점, 미래에셋대우 리서치센터

이커머스로의 전환 성공적, 역직구 채널의 성장 둔화로 QoQ 성장은 낮을 것

역직구 및 홈쇼핑을 포함한 온라인 채널의 성장률은 50.7%로 전망한다. 전략적으로 오프라인채널과 제품 라인을 다르게 가져가 채널간 잠식을 최대한 피하고 있다. 럭셔리 브랜드인 설화수의 경우 방판 채널에서는 50대 이상이 선호하는 자음생 라인을 위주로, 온라인 채널에서는 젊은 층이 선호하는 설린라인 위주의 판매 전략을 가져가고 있다.

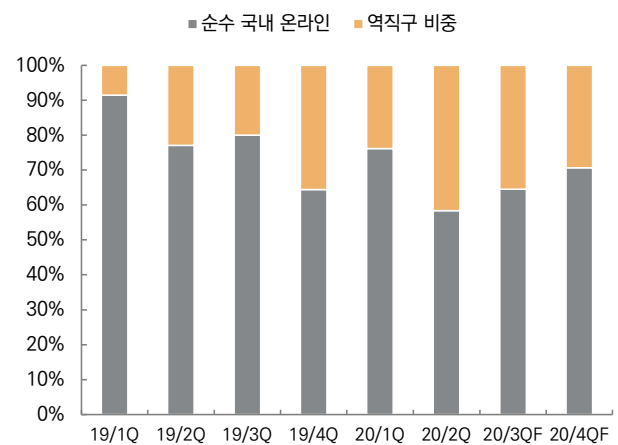
마케팅은 최근 네이버, 11번가와 협업을 통한 라이브커머스 판매를 7월 이후에도 적극적으로 이용하고 있다. 구매전환율이 높은 라이브커머스에 집중적으로 투자하여 그동안 우려되어왔던 마케팅 효율성도 개선되고 있는 것으로 파악된다. 국내 마케팅 비용의 50% 이상을 디지털에 사용하고 있는 것으로 추정되어 따라서 하반기에도 디지털 부분의 고성장세는 지속될 전망이다. 반면, 2분기 코로나로 인한 중국 내 오프라인 유통제한으로 온라인 매출 비중에서 40%까지 올랐던 것으로 추정되는 역직구 채널은 중국내 유통 상황이 정상화 되면서 성장세는 2분기 대비 둔화할 것으로 전망한다.

그림 6. 국내 화장품 매출 중 이커머스 비중 전망



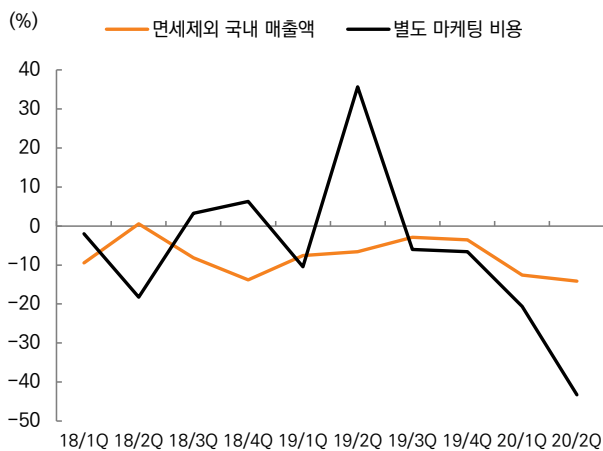
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 7. 이커머스 채널 내 역직구 비중 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 8. 면세제의 국내 매출 성장률과 마케팅 비용 증가율



자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 라이브커머스를 이용한 라네즈 쿠션 판매(올해 6월)



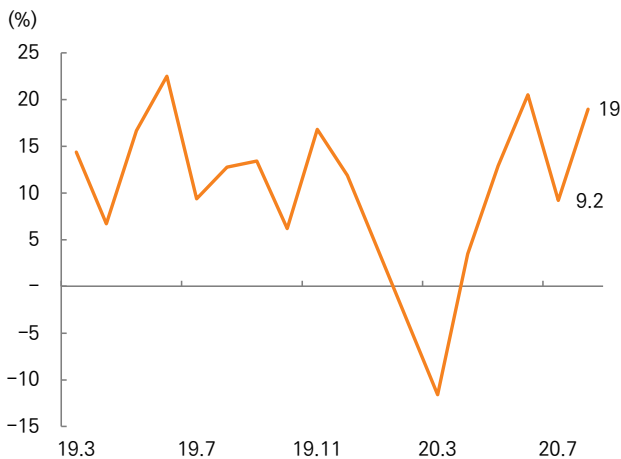
자료: 신동아, 미래에셋대우 리서치센터

해외 매출: 중국 이니스프리의 여전한 부진 그러나 계획된 수순으로 진행 중

아모레퍼시픽의 3분기 해외사업 매출은 3,878억원(-20.3%), 영업이익 -173억원(적자전환)으로 전망한다. 3분기에도 코로나 유행이 지속되며 아세안 지역과 미주, 유럽 일부 오프라인 매장의 섣다운이 있던 것으로 파악된다. 상반기와 마찬가지로 전년 동기 대비 매출 감소 및 영업적자가 이어질 것으로 전망한다. 해외사업 매출의 약 70%를 차지하고 있는 중국의 경우 매출액 2,730억원(-9.6%) 영업이익 37억원(-88.4%)으로 전망한다. 중국의 7월과 8월 화장품 소매판매 증가율이 각각 9.2%, 19.0%로 코로나 이후 빠른 회복세가 이루어지고 있다. 특히 온라인과 럭셔리 브랜드에 소비가 집중되고 있어 온라인 매출 비중이 높은 설화수의 경우 전년 동기대비 14.8% 성장할 것으로 전망한다.

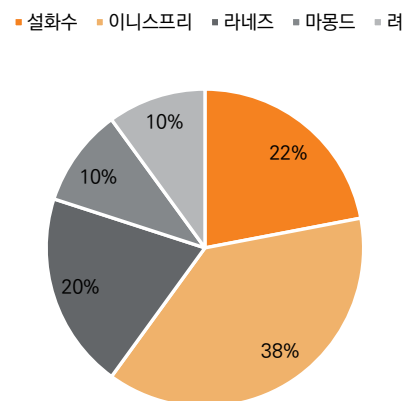
중국 전체 매출의 약 40%를 차지하고 있는 이니스프리의 경우 오프라인 매출 비중이 아직 60%가 넘는 것으로 파악된다. 1~2선 도시의 직영점 폐점이 분기당 25여개씩 진행 중이기 때문에 3분기 매출액은 전년동기 대비 -20% 수준의 역성장을 기록할 것으로 전망한다. 이니스프리의 수익성 측면에서는 적자점포 위주 정리를 통해 2분기 BEP수준의 영업이익을 기록했다. 비용 통제가 가능한 것으로 판단하여 3분기에는 오프라인 매장 영업정상화, 마케팅 비용효율화, 온라인 비중확대의 영향으로 전분기 대비 수익성 개선이 가능할 것으로 전망한다.

그림 10. 중국 월별 화장품 소매판매 증가율



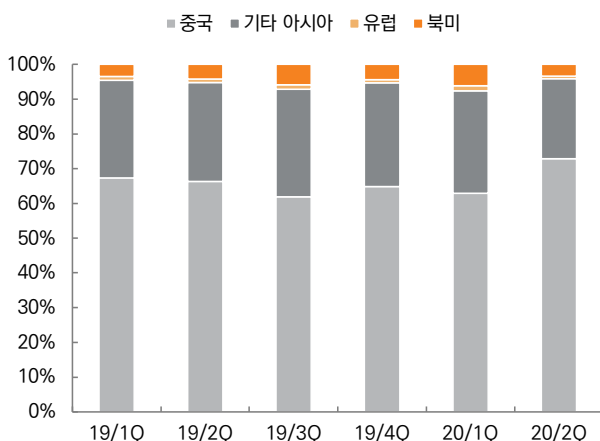
자료: CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 중국법인 브랜드별 매출 비중(2Q20기준)



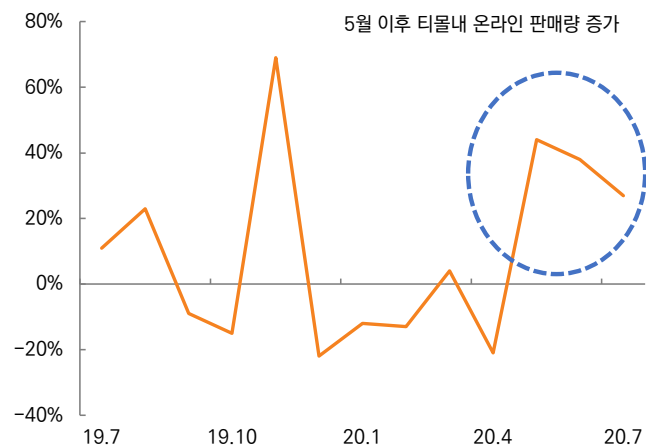
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 해외 지역별 매출 비중



자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터
주: 중국과 기타 아시아는 추정치

그림 13. 아모레퍼시픽 티몰 GMV 추이



자료: 뷰티경제, 타오바오, 미래에셋대우 리서치센터

밸류에이션: 투자의견 Trading Buy, 목표주가 185,000원 제시

회복을 감안한 2021년 EPS 4,791원을 기준, 현재 아모레퍼시픽의 PER은 35.2배에서 거래되고 있다. 중국에서 경쟁하고 있는 글로벌 코스메틱 기업 3사(로레알, 에스티로더, 시세이도)의 2021년 달력기준 평균 PER인 46.3배(각각 37.3, 40.0, 61.5)와 비교하면 아모레퍼시픽의 21F PER은 부담있는 수준은 아닌 것처럼 보인다.

하지만 중국향 매출에 대해서 글로벌 피어대비 Offshore 비중이 높은 만큼 코로나 이후 여행 시장 회복 불확실성과 최근 세수 증가, 외화유출 방어를 목적으로 한 중국 세관 검사와 타이고우 간접규제가 심해지고 있는 것으로 파악되어 이익 불확실성이 심화되고 있다. 또한 아모레퍼시픽은 중국 내 포트폴리오에서 설화수와 라네즈를 포함한 럭셔리 비중이 약 35% 내외로 피어기업 대비 낮아 시장 성장 수혜를 온전히 받지 못하고 있다. 실제 중국에서 성장이 나오고 있는 럭셔리 브랜드가 설화수뿐이라는 점을 감안했을 때 향후 지속성장에 대한 우려가 있다.

그러나, 위기 이후 아모레퍼시픽 조직이 유통 전략에 대해 유연하게 변화한 것으로 평가하며 일부 국가에서 출입국자 2주 의무격리 조치 해제 조짐이 보이는 만큼 여행시장의 방향성 자체는 현 상황보다 악화되긴 어려울 것으로 판단한다. 또한 안정적인 위안화달러 환율, 재정지출 증가, 내구재 수주 회복 등 매크로 측면에서 과거 신흥국 3저 호황과 같은 우호적인 소비 환경이 기대되고 있다. 부진했던 국내 오프라인 채널 비중도 3분기 국내 매출액 중 25%미만으로 줄어들 것으로 예상하는 만큼 주가는 현 수준에서 하방경직성을 보일 것으로 판단한다. 따라서 투자의견을 'Trading Buy'으로 제시하며 21F EPS에 로레알/에스티로더 평균 PER 38.7배를 적용(시세이도는 고정비 부담으로 PER왜곡되어 제외)하여 목표주가 185,000원을 제시한다.

표 4. 아모레퍼시픽 목표주가 산정

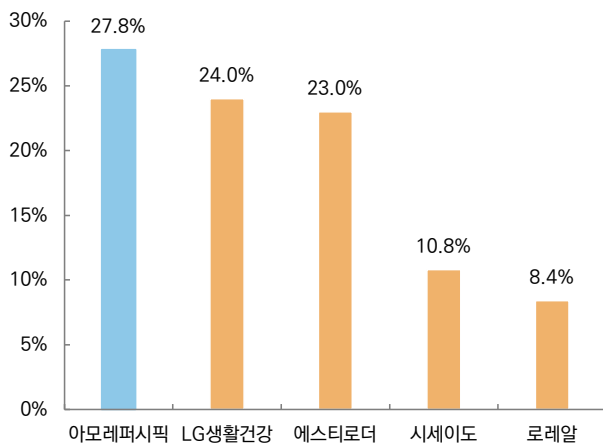
(원, x)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
EPS	9,879	10,935	6,740	5,683	4,085	1,790	4,791
BPS	48,475	56,202	60,185	64,073	65,050	65,412	68,967
최고 시가총액	26,014	25,780	21,104	20,548	13,767		
EPS	4,791	회복을 가정한 21F EPS					
Target PER	38.7	글로벌 코스메틱 기업 2사 평균(로레알, 에스티로더)					
Target Price	185,000						
현재주가	168,500						
상승여력	9.8%						

자료: 미래에셋대우 리서치센터

주: EPS는 보통주 기준

그림 14. 피어그룹 면세 채널 매출액 비중



자료: 각 사, 언론자료, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 강세를 보이고 있는 위안화 환율



자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 글로벌 화장품 기업 Peer Table

(지역통화)

		L'Oreal(OR FP)	Estee Lauder(EL US)	Shiseido(4911 JP)	Kose(4922 JP)
		EUR	USD	JPY	JPY
매출액	2018	26,937	13,691	1,094.8	303.4
	2019	29,874	14,866	1,131.5	333.0
	2020(F)	27,919	14,294	936.2	327.7
	2021(F)	30,329	15,211	1,056.5	283.3
영업이익	2018	4,912	2,269	108.4	48.4
	2019	5,738	2,607	113.8	52.4
	2020(F)	4,897	2,313	2.2	40.2
	2021(F)	5,686	2,460	66.1	18.8
순이익	2018	3,957	1,695	65	30.8
	2019	4,047	1,977	74	36.3
	2020(F)	3,899	2,323	-18	27.1
	2021(F)	4,422	1,743	44	11.8
영업이익률 (%)	2018	18.2	16.6	9.9	16.0
	2019	19.2	17.5	10.1	15.7
	2020(F)	17.5	16.2	0.2	12.3
	2021(F)	18.7	16.2	6.3	6.7
순이익률 (%)	2018	14.7	12.4	5.9	10.1
	2019	13.5	13.3	6.6	10.9
	2020(F)	14.0	16.2	-1.9	8.3
	2021(F)	14.6	11.5	4.2	4.2
ROE (%)	2018	15.3	37.4	14.9	17.7
	2019	14.4	43.6	15.7	18.5
	2020(F)	13.0	55.8	-3.3	12.5
	2021(F)	14.3	41.1	10.0	5.4
ROA (%)	2018	10.7	14.0	6.6	11.9
	2019	9.8	15.4	6.7	12.7
	2020(F)	9.4	15.0	-1.8	8.9
	2021(F)	10.8	9.6	3.8	4.9
배당수익률 (%)	2018	1.4	0.7	0.6	1.0
	2019	1.5	0.9	0.9	1.3
	2020(F)	1.5	0.7	0.7	1.4
	2021(F)	1.6	0.9	0.8	1.3
EPS (지역 통화)	2018	7.07	4.61	162.68	539.73
	2019	7.19	5.44	186.52	636.88
	2020(F)	7.08	6.44	-46.39	474.66
	2021(F)	8.01	4.84	105.45	204.96
EPS 성장률 (%)	2018	8.1	22.6	0.0	41.9
	2019	1.7	18.1	14.7	18.0
	2020(F)	-1.5	18.4	-124.9	-25.5
	2021(F)	13.1	-24.9	-327.3	-56.8
EV/EBITDA (x)	2018	18.2	19.0	18.2	21.3
	2019	18.8	21.0	19.3	17.7
	2020(F)	23.8	20.2	38.2	13.7
	2021(F)	20.9	25.2	19.7	25.3
P/E (x)	2018	28.9	31.6	44.8	41.5
	2019	39.6	34.3	42.3	31.3
	2020(F)	39.4	29.8	N/A	28.5
	2021(F)	35.0	45.0	61.2	67.0

자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	5,580	4,484	5,253	5,604
매출원가	1,501	1,265	1,466	1,536
매출총이익	4,079	3,219	3,787	4,068
판매비와관리비	3,652	3,057	3,387	3,596
조정영업이익	428	162	400	472
영업이익	428	162	400	472
비영업손익	-57	-35	-26	-17
금융손익	-7	6	6	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	371	127	374	455
계속사업법인세비용	147	33	99	123
계속사업이익	224	94	275	332
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	224	94	275	332
지배주주	239	105	280	327
비지배주주	-15	-11	-5	5
총포괄이익	231	94	275	332
지배주주	246	105	280	327
비지배주주	-15	-11	-5	5
EBITDA	913	648	834	867
FCF	472	217	405	363
EBITDA 마진율 (%)	16.4	14.5	15.9	15.5
영업이익률 (%)	7.7	3.6	7.6	8.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.3	2.3	5.3	5.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,803	1,712	1,804	1,875
현금 및 현금성자산	674	712	757	750
매출채권 및 기타채권	387	421	445	489
재고자산	453	464	476	505
기타유동자산	289	115	126	131
비유동자산	4,186	4,050	4,271	4,681
관계기업투자등	2	0	0	0
유형자산	2,662	2,426	2,292	2,197
무형자산	227	277	427	677
자산총계	5,989	5,762	6,075	6,556
유동부채	1,067	878	901	948
매입채무 및 기타채무	172	273	216	174
단기금융부채	297	82	103	154
기타유동부채	598	523	582	620
비유동부채	424	360	405	575
장기금융부채	268	0	0	150
기타비유동부채	156	360	405	425
부채총계	1,490	1,238	1,305	1,523
지배주주지분	4,490	4,515	4,760	5,023
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	724	724	724	724
이익잉여금	3,874	3,899	4,145	4,408
비지배주주지분	9	9	10	10
자본총계	4,499	4,524	4,770	5,033

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	718	467	705	663
당기순이익	224	94	275	332
비현금수익비용가감	795	522	537	522
유형자산감가상각비	485	486	434	395
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	310	36	103	127
영업활동으로인한자산및부채의변동	-161	-114	-4	-65
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-83	-28	0	-23
재고자산 감소(증가)	-94	-11	-12	-28
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	62	101	-58	-42
법인세납부	-131	-33	-99	-123
투자활동으로 인한 현금흐름	-403	-351	-651	-801
유형자산처분(취득)	-219	-250	-300	-300
무형자산감소(증가)	-32	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-55	0	0	0
기타투자활동	-97	-101	-351	-501
재무활동으로 인한 현금흐름	-387	-286	-9	131
장단기금융부채의 증가(감소)	449	-217	20	200
자본의 증가(감소)	3	0	0	0
배당금의 지급	-81	-69	-29	-69
기타재무활동	-758	0	0	0
현금의 증가	-62	-170	45	-7
기초현금	736	882	712	757
기말현금	674	712	757	750

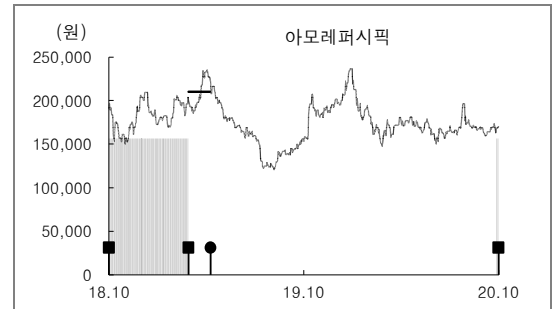
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	49.0	94.2	35.2	30.1
P/CF (x)	13.5	18.9	14.3	13.6
P/B (x)	3.0	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA (x)	13.6	16.3	12.6	12.2
EPS (원)	4,085	1,790	4,791	5,593
CFPS (원)	14,764	8,918	11,761	12,380
BPS (원)	66,519	65,412	68,967	72,772
DPS (원)	1,000	421	1,008	1,219
배당성향 (%)	25.9	30.6	25.0	25.0
배당수익률 (%)	0.5	0.2	0.6	0.7
매출액증가율 (%)	5.7	-19.6	17.1	6.7
EBITDA증가율 (%)	22.1	-29.0	28.7	4.0
조정영업이익증가율 (%)	-11.2	-62.1	146.9	18.0
EPS증가율 (%)	-28.1	-56.2	167.7	16.7
매출채권 회전을 (회)	17.1	11.8	13.3	13.8
재고자산 회전을 (회)	13.0	9.8	11.2	11.4
매입채무 회전을 (회)	10.6	5.7	6.0	7.9
ROA (%)	3.9	1.6	4.6	5.3
ROE (%)	5.4	2.3	6.0	6.7
ROIC (%)	7.4	3.0	6.9	7.7
부채비율 (%)	33.1	27.4	27.4	30.3
유동비율 (%)	169.1	195.0	200.3	197.8
순차입금/자기자본 (%)	-4.0	2.3	2.0	1.8
조정영업이익/금융비용 (x)	21.4	42.9	444.6	196.6

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
아모레퍼시픽 (090430)				
2020.10.20	Trading Buy	185,000	-	-
2020.10.16	분석 대상 제외		-	-
2020.04.29	1년 경과 이후		-	-
2019.04.29	중립		-	-
2019.03.19	Trading Buy	210,000	-0.59	12.14
2018.08.07	분석 대상 제외		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
73.62%	14.11%	11.04%	1.23%

* 2020년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 아모레퍼시픽(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.