

4Q20 Review: 인상적인 중국 성과

중립
(유지)

목표가: 230,000원
상승여력: 1.1%

윤정환 junghan_yoon@miraeeasset.com

4Q20 Review

중국에서 보이고 있는 가능성

- 4Q20 매출액 1조 1,569억원(-13.3%, YoY), 영업손실 -92억원(적자전환) 기록
- 당사 추정치인 영업손실 -121억원 부합
- 면세 채널 시장 상회 실적 기록하며 국내사업 영업손실 -560억원(적자전환)
 - 면세(-30.9%), 전통채널(-25.2%), 온라인(30%)
- 해외사업 영업이익 516억원(OPM 9.5%) 기록, 해외매장 스크램으로 인한 고정비 감소
 - 중국법인 성장률 5.1% 추정, 설화수 60% 성장, 이니스프리 -20% 역성장

남은건 국내사업 회복

면세 채널 회복이 관건, 앞으로 백신 등 이슈에 주가변동 클 것

- 희망퇴직으로 인한 일회성 비용 850억 발생, 21F 인건비 감소분 300억 전망
- 중국 내 설화수 비중 4Q20 기준 33%까지 확대, 올해 중국 법인 성장률 10% 전망
- 4Q20, 중국 법인 OPM 11% 추정, 21F 온라인 비중 50% 전망, 수익성 개선될 것
- 4Q20, 해외면세 100% 이상 성장, 21년 국내 면세 채널 회복 주목해야 할 것

목표주가 및 밸류에이션

목표주가 230,000원, 투자의견 HOLD 유지

- 21F PER 39.9x, 시가총액/영업이익(21F) 28.6x, 글로벌 피어와 비슷한 수준 거래 중
- 중국 이니스프리 점포 축소(170여개), 21년 중국 시장 성장을 아웃퍼폼하기 어려울 것
- 21년 매출액 및 영업이익 가이드스 각각 14% 성장, 150% 성장 제시, 보수적인 평가
- 구조조정 등으로 인한 수익성 개선 주가 반영 완료, 피어 대비 경쟁력을 보여줄 때

Key data



현재주가(21/2/3, 원)	227,500	시가총액(십억원)	13,299
영업이익(20F, 십억원)	143	발행주식수(백만주)	69
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	146	유동주식비율(%)	49.8
EPS 성장률(20F, %)	-85.3	외국인 보유비중(%)	32.8
P/E(20F, x)	405.2	베타(12M) 일간수익률	0.62
MKT P/E(20F, x)	21.7	52주 최저가(원)	147,500
KOSPI	3,129.68	52주 최고가(원)	246,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.4	41.7	19.1
상대주가	1.4	2.0	-19.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액 (십억원)	5,124	5,278	5,580	4,432	5,056	5,489
영업이익 (십억원)	596	482	428	143	465	523
영업이익률 (%)	11.6	9.1	7.7	3.2	9.2	9.5
순이익 (십억원)	394	332	239	35	333	365
EPS (원)	5,709	4,813	3,460	508	4,828	5,295
ROE (%)	9.8	7.7	5.3	0.8	7.2	7.4
P/E (배)	53.3	43.5	57.8	405.2	47.1	43.0
P/B (배)	5.1	3.3	3.1	3.2	3.3	3.1
배당수익률 (%)	0.4	0.6	0.5	0.0	0.5	0.6

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

표 1. 아모레퍼시픽 4분기 실적

(십억원, %, %p)

	4Q19	3Q20	4Q20			성장률	
			발표치	추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	1,333.7	1,088.6	1,156.9	1,127.3	1,148.5	-13.3	6.3
영업이익	45.9	56.0	-9.2	-12.1	-6.2	적전	적전
영업이익률 (%)	3.4	5.1	-0.8	-1.1	-0.5	-3.9	-5.9
순이익	-57.9	7.1	-58.9	-23.2	-27.4	적지	적전

주: 순이익은 지배주주기준 순이익

자료: 아모레퍼시픽, Dataguide, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 아모레퍼시픽 실적 추정

(십억원, %)

	20/1Q	20/2Q	20/3QP	20/4QP	21/1QF	21/2QF	21/3QF	21/4QF	2019	2020P	2021F
매출액	1,130.9	1,055.8	1,088.6	1,156.9	1,289.9	1,226.6	1,274.3	1,264.8	5,580.1	4,432.2	5,055.5
국내	760.8	656.7	672.7	616.3	848.4	782.6	835.4	721.1	3,518.0	2,706.5	3,187.5
화장품	618.6	531.4	534.3	526.0	693.7	669.0	685.1	640.3	2,997.2	2,210.3	2,688.0
전통채널	187.9	159.3	155.1	119.1	173.5	164.9	146.8	114.5	1,025.4	621.4	599.8
면세점	258.7	197.0	222.2	271.2	301.0	291.5	326.9	322.5	1,553.5	949.0	1,242.0
디지털(역직구 포함)	172.0	175.1	157.0	135.8	219.1	212.6	211.4	203.2	418.3	639.9	846.2
생활용품	142.1	125.3	138.6	90.6	154.7	113.7	150.3	80.8	521.1	496.6	499.5
해외	374.0	405.4	423.2	542.8	450.5	453.0	447.9	554.7	2,078.3	1,745.4	1,906.1
아시아	345.6	388.5	394.3	521.4	430.1	434.6	414.9	531.5	1,963.5	1,649.8	1,811.0
유럽	5.4	3.0	5.0	5.5	4.3	3.2	5.5	5.8	21.8	18.9	18.7
북미	23.0	13.9	23.9	15.9	16.1	15.3	27.5	17.5	93.0	76.7	76.4
매출액 YoY	-22.1	-24.2	-22.4	-13.3	14.1	16.2	17.1	9.3	323.8	-20.6	14.1
국내	-19.1	-26.4	-27.7	-18.3	11.5	19.2	24.2	17.0	313.4	-23.1	17.8
화장품	-21.6	-31.1	-31.5	-19.8	12.1	25.9	28.2	21.7	309.7	-26.3	21.6
전통채널	-42.5	-48.4	-32.7	-25.2	-7.6	3.5	-5.3	-3.8	501.1	-39.4	-3.5
면세점	-29.5	-44.8	-49.2	-30.9	16.4	48.0	47.1	18.9	372.3	-38.9	30.9
디지털(역직구 포함)	80.0	65.0	40.0	30.0	27.4	21.4	34.6	49.7	80.3	53.0	32.3
생활용품	-6.2	4.1	-8.1	-8.0	8.9	-9.3	8.4	-10.8	335.9	-4.7	0.6
해외	-28.3	-20.8	-13.0	-2.7	20.4	11.7	5.8	2.2	337.3	-16.0	9.2
아시아	-30.6	-20.0	-12.8	-1.3	24.4	11.9	5.2	1.9	330.7	-16.0	9.8
유럽	-6.9	-37.5	-15.3	3.8	-20.0	5.0	10.0	5.0	571.9	-13.3	-0.8
북미	26.4	-35.9	-16.4	-35.1	-30.0	10.0	15.0	10.0	479.3	-17.5	-0.4
영업이익	60.9	35.2	56.0	-9.2	157.7	100.2	124.8	82.2	427.8	143.0	465.0
영업이익 YoY	-67.3	-59.9	-47.9	적전	158.7	184.5	122.8	흑전	-11.2	-66.6	225.1
영업이익률(%)	5.4	3.3	5.1	-0.8	12.2	8.2	9.8	6.5	7.7	3.2	9.2

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 아모레퍼시픽 목표주가 산정

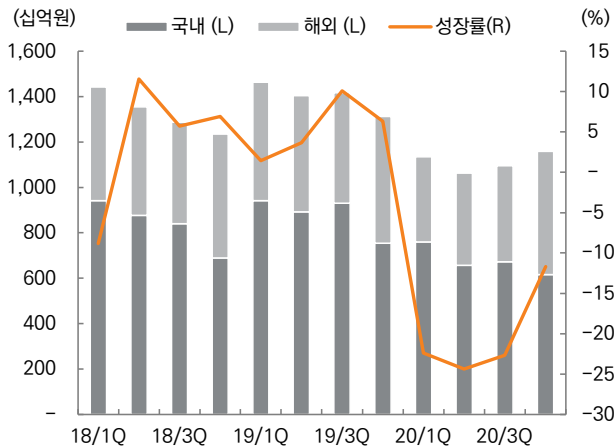
(원, x)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020P	2021F
EPS	10,044	11,117	6,852	5,777	4,153	610	5,794
BPS	48,475	56,202	60,185	64,073	65,050	64,374	69,024
최고 시가총액	26,014	25,780	21,104	20,548	13,767	13,825	
EPS	5,794	회복을 가정한 21F EPS					
Target PER	39.5	글로벌 코스메틱 기업 2사 평균(로레알, 에스티로더)					
Target Price	230,000						
현재주가	227,000						
상승여력	1.1%						

자료: 미래에셋대우 리서치센터

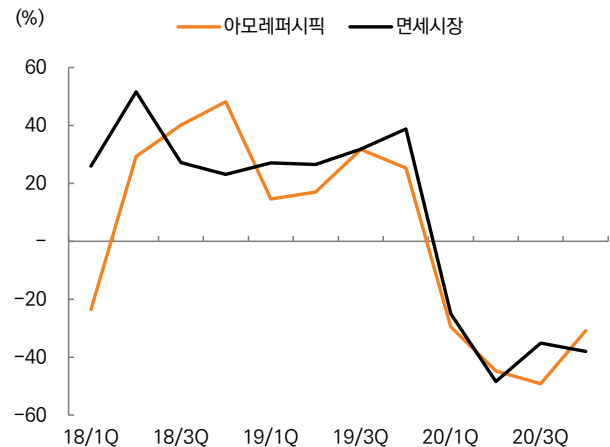
주: EPS는 자사주 제외 보통주 기준

그림 1. 아모레퍼시픽 국내외 매출액 추이



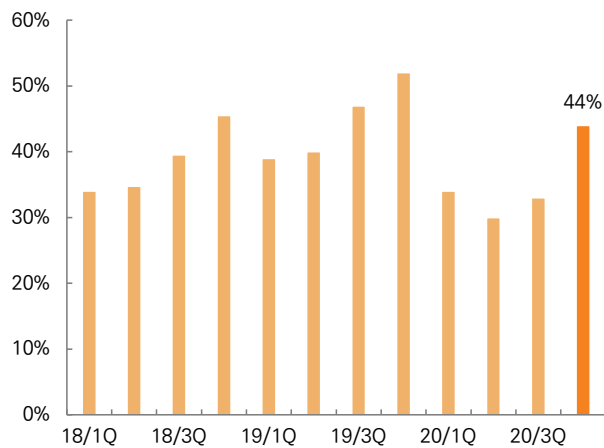
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 아모레퍼시픽 면세채널 성장률(YoY)



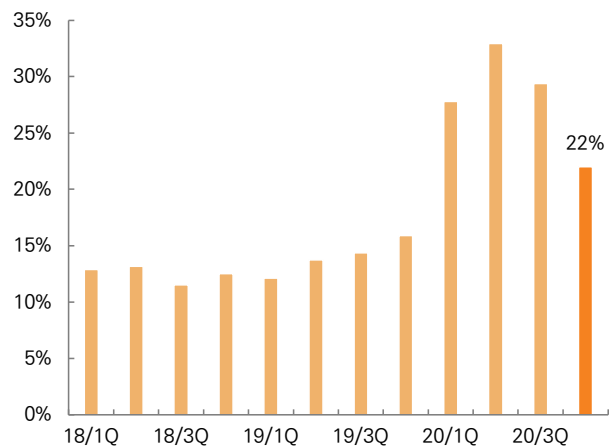
자료: 아모레퍼시픽, 한국면세점협회, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 국내 화장품 매출 중 면세 채널 의존도



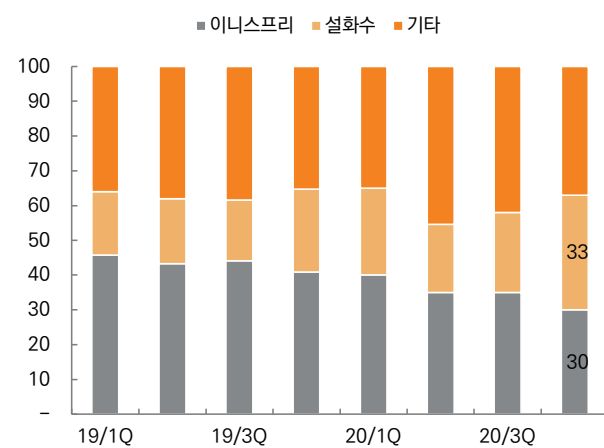
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 국내 화장품 매출 중 이커머스 비중



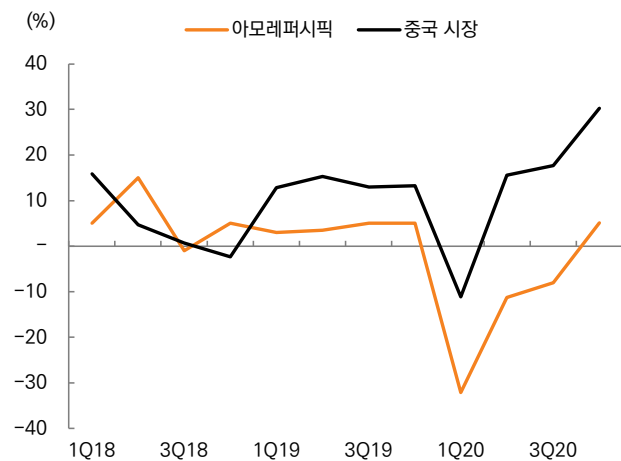
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 아모레퍼시픽 중국법인 브랜드 매출 비중(4Q20F)



자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 아모레퍼시픽 중국 성장률 및 시장 성장률



자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 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)	27,917	14,294	929.1	327.7
	2021(F)	30,334	15,424	1,041.0	278.9
영업이익	2018	4,912	2,269	108.4	48.4
	2019	5,738	2,607	113.8	52.4
	2020(F)	4,932	2,313	-1.5	40.2
	2021(F)	5,663	2,670	60.2	15.4
순이익	2018	3,957	1,695	65	30.8
	2019	4,047	1,977	74	36.3
	2020(F)	4,009	2,323	-17	27.1
	2021(F)	4,482	1,938	40	11.4
영업이익률 (%)	2018	18.2	16.6	9.9	16.0
	2019	19.2	17.5	10.1	15.7
	2020(F)	17.7	16.2	-0.2	12.3
	2021(F)	18.7	17.3	5.8	5.5
순이익률 (%)	2018	14.7	12.4	5.9	10.1
	2019	13.5	13.3	6.6	10.9
	2020(F)	14.4	16.2	-1.8	8.3
	2021(F)	14.8	12.6	3.8	4.1
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	-2.4	12.5
	2021(F)	13.9	42.7	9.0	4.9
ROA (%)	2018	10.7	14.0	6.6	11.9
	2019	9.8	15.4	6.7	12.7
	2020(F)	9.1	15.0	-0.2	8.9
	2021(F)	10.4	10.8	4.3	3.9
배당수익률 (%)	2018	1.3	0.6	0.5	0.8
	2019	1.4	0.8	0.8	0.7
	2020(F)	1.4	0.6	0.6	1.1
	2021(F)	1.5	0.8	0.6	0.7
EPS (지역 통화)	2018	7.07	4.61	162.68	539.73
	2019	7.19	5.44	186.52	636.88
	2020(F)	7.17	6.44	-43.15	474.66
	2021(F)	8.02	5.26	94.54	198.02
EPS 성장률 (%)	2018	8.1	22.6	0.0	41.9
	2019	1.7	18.1	14.7	18.0
	2020(F)	-0.3	18.4	-123.1	-25.5
	2021(F)	11.9	-18.4	-319.1	-58.3
EV/EBITDA (x)	2018	18.2	19.0	18.2	21.3
	2019	18.8	21.0	19.3	17.7
	2020(F)	25.1	20.2	45.1	13.7
	2021(F)	22.0	26.9	24.6	37.2
P/E (x)	2018	28.9	31.6	44.8	41.5
	2019	39.6	34.3	42.3	31.3
	2020(F)	41.3	29.8	-	28.5
	2021(F)	36.9	47.3	79.1	86.8

자료: 블룸버그, 미래에셋대우 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	5,580	4,432	5,056	5,489
매출원가	5,580	1,265	1,421	1,487
매출총이익	0	3,167	3,635	4,002
판매비와관리비	3,652	3,024	3,170	3,479
조정영업이익	428	143	465	523
영업이익	428	143	465	523
비영업손익	-57	-118	-21	-22
금융손익	-7	5	6	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	371	25	444	501
계속사업법인세비용	147	3	115	130
계속사업이익	224	22	328	371
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	224	22	328	371
지배주주	239	35	333	365
비지배주주	-15	-13	-5	6
총포괄이익	224	22	328	371
지배주주	239	35	333	365
비지배주주	-15	-13	-5	6
EBITDA	913	629	905	928
FCF	472	152	430	417
EBITDA 마진율 (%)	16.4	14.2	17.9	16.9
영업이익률 (%)	7.7	3.2	9.2	9.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.3	0.8	6.6	6.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,803	1,658	1,763	1,888
현금 및 현금성자산	882	696	748	782
매출채권 및 기타채권	387	418	431	481
재고자산	453	429	460	495
기타유동자산	81	115	124	130
비유동자산	4,186	4,060	4,275	4,674
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	2,662	2,426	2,286	2,180
무형자산	227	227	377	627
자산총계	5,989	5,718	6,038	6,562
유동부채	1,067	909	870	932
매입채무 및 기타채무	173	270	208	171
단기금융부채	298	122	103	154
기타유동부채	596	517	559	607
비유동부채	424	357	393	568
장기금융부채	0	0	0	150
기타비유동부채	424	357	393	418
부채총계	1,490	1,266	1,264	1,500
지배주주지분	4,490	4,443	4,764	5,051
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	724	724	724	724
이익잉여금	3,874	3,827	4,149	4,437
비지배주주지분	9	9	10	11
자본총계	4,499	4,452	4,774	5,062

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	718	402	730	717
당기순이익	224	22	328	371
비현금수익비용가감	796	492	559	541
유형자산감가상각비	485	486	440	405
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	311	6	119	136
영업활동으로인한자산및부채의변동	-154	-107	-40	-60
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-83	-24	10	-28
재고자산 감소(증가)	-94	23	-31	-35
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	62	97	-63	-37
법인세납부	-147	-3	-115	-130
투자활동으로 인한 현금흐름	-200	-341	-651	-801
유형자산처분(취득)	-247	-250	-300	-300
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	47	-91	-351	-501
재무활동으로 인한 현금흐름	-387	-246	-27	118
장단기금융부채의 증가(감소)	-21	-177	-20	200
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-81	-69	-7	-82
기타재무활동	-285	0	0	0
현금의 증가	131	-185	52	34
기초현금	751	882	696	748
기말현금	882	696	748	782

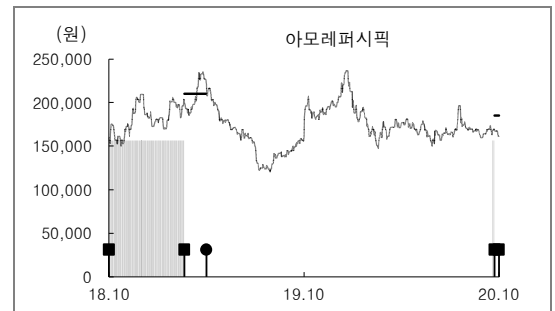
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	57.8	405.2	47.1	43.0
P/CF (x)	13.5	27.6	17.7	17.2
P/B (x)	3.1	3.2	3.3	3.1
EV/EBITDA (x)	13.2	20.3	15.8	15.4
EPS (원)	3,460	508	4,828	5,295
CFPS (원)	14,778	7,451	12,862	13,208
BPS (원)	65,050	64,374	69,024	73,199
DPS (원)	1,000	98	1,205	1,362
배당성향 (%)	30.6	30.6	25.0	25.0
배당수익률 (%)	0.5	0.0	0.5	0.6
매출액증가율 (%)	5.7	-20.6	14.1	8.6
EBITDA증가율 (%)	22.1	-31.1	43.9	2.5
조정영업이익증가율 (%)	-11.2	-66.6	225.2	12.5
EPS증가율 (%)	-28.1	-85.3	850.4	9.7
매출채권 회전을 (회)	17.1	11.7	13.1	13.9
재고자산 회전을 (회)	13.0	10.0	11.4	11.5
매입채무 회전을 (회)	39.3	5.7	6.0	7.9
ROA (%)	3.9	0.4	5.6	5.9
ROE (%)	5.3	0.8	7.2	7.4
ROIC (%)	6.4	2.5	8.2	8.8
부채비율 (%)	33.1	28.4	26.5	29.6
유동비율 (%)	169.1	182.5	202.5	202.6
순차입금/자기자본 (%)	-13.0	1.9	1.7	1.5
조정영업이익/금융비용 (x)	21.4	34.3	422.7	218.0

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋대우 리서치센터

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 아모레퍼시픽을(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.