

회복, 그 이상을 보여주는 중

중립
(유지)목표가: 245,000원 ▲
상승여력: -5.2%

윤정환 junghan_yoon@miraeasset.com

1Q21 Preview

국내 고정비 절감 및 채널믹스 개선으로 수익성 확보, 중국 내 브랜드 성과 긍정적

- 매출액 1조 3,039억원(15.3% YoY, 이하 YoY), 영업이익 1,458억원(139.3%) 전망
- 국내 사업 매출액 8,450억원(11.1%), 영업이익 1,135억원(31.1%)
 - 면세 채널(8.3%), MG 신규 거래 확대 긍정적, 전방 채널 성장 상회할 것(vs -5.3%)
 - 온라인 채널(22%), 주요 온라인 플랫폼과의 협업 및 공격적인 마케팅 투자 진행 중
- 해외 사업 매출액 4,683억원(25.2%), 영업이익 409억원(흑자전환)
 - 중국 성장률 35.9% 예상, 라이브커머스 등 디지털 채널 집중 투자 효과로 전 브랜드가 전년동기대비 강한 성장세 보여주고 있는 것으로 추정
 - 럭셔리 브랜드 설화수, 자음생 라인 집중 판매(ASP상승) 및 부녀절 행사 호조로 80% 이상 성장할 것, 이니스프리는 매장 수 감소에도 Low-single 성장할 것

눈으로 보여지는 성과

성장하는 채널, 성장하는 브랜드에 집중하는 전략 적중

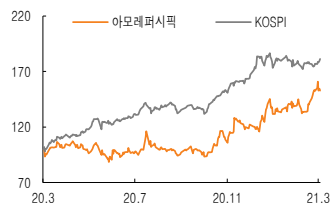
- 설화수 중국 온라인 채널 GMV 월간 100% 이상 성장, 연간 중국 성장률 20%로 상향
- 상반기 높은 온라인 마케팅 지출에도 럭셔리, 고가 라인업 집중으로 수익성 방어할 것

목표주가 및 투자 의견

목표주가 245,000원(상향), 밸류에이션 부담으로 투자 의견 중립 유지

- 12MF P/E 43.2x에서 거래 중, 피어(로레알, 에스티로더)대비 5% 프리미엄 상황
- 유동성 장세로 인한 화장품 업종의 멀티플 확대 국면은 마무리, 면세 채널 정상화 필요
- 중국 내 글로벌 브랜드사간 온라인 채널 경쟁 강해지고 있는 것으로 판단, 당분기 중국 성과의 마케팅 ROI에 주목

Key data



현재주가(21/4/2, 원)	258,500	시가총액(십억원)	15,112
영업이익(21F, 십억원)	461	발행주식수(백만주)	69
Consensus 영업이익(21F, 십억원)	436	유동주식비율(%)	49.8
EPS 성장률(21F, %)	807.1	외국인 보유비중(%)	33.4
P/E(21F, x)	46.6	베타(12M) 일간수익률	0.80
MKT P/E(21F, x)	13.8	52주 최저가(원)	150,000
KOSPI	3,112.80	52주 최고가(원)	272,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.8	57.6	60.1
상대주가	7.3	17.9	-11.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액 (십억원)	5,124	5,278	5,580	4,432	5,305	5,800
영업이익 (십억원)	596	482	428	143	461	602
영업이익률 (%)	11.6	9.1	7.7	3.2	8.7	10.4
순이익 (십억원)	394	332	239	35	319	428
EPS (원)	6,852	5,777	4,153	611	5,542	7,435
ROE (%)	9.8	7.7	5.4	0.8	6.9	8.7
P/E (배)	44.4	36.3	48.2	337.2	46.6	34.8
P/B (배)	5.1	3.3	3.1	3.2	3.7	3.5
배당수익률 (%)	0.4	0.6	0.5	0.1	0.4	0.6

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

표 1. 아모레퍼시픽 1분기 실적 추정

(십억원, %, %p)

	1Q20	4Q20	1Q21F			성장률
			미래에셋증권	컨센서스	차이	YoY
매출액	1,130.9	1,156.9	1,303.9	1,246.1	4.4	15.3
영업이익	60.9	-9.2	145.8	128.5	11.9	139.3
영업이익률 (%)	5.4	-0.8	11.2	10.3	0.9	5.8
세전이익	65.6	-78.3	146.0	130.3	10.7	122.5
지배 순이익	71.7	-57.2	111.7	106.2	4.9	55.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 아모레퍼시픽 실적 추정

(십억원, %)

	20/1Q	20/2Q	20/3Q	20/4Q	21/1QF	21/2QF	21/3QF	21/4QF	2020	2021F	2022F
매출액	1,130.9	1,055.8	1,088.6	1,156.9	1,303.9	1,279.8	1,356.9	1,364.3	4,432.2	5,304.9	5,800.2
국내	760.8	656.7	672.7	616.3	845.0	788.0	854.0	746.8	2,706.5	3,233.8	3,569.5
화장품	618.6	531.4	534.3	526.0	699.7	681.3	713.0	669.5	2,210.3	2,763.5	3,104.5
전통채널	187.9	159.3	155.1	119.1	209.9	197.6	177.5	133.1	621.4	718.1	768.2
면세점	258.7	197.0	222.2	271.2	280.1	276.5	323.3	351.9	949.0	1,231.8	1,374.5
디지털(역직구 포함)	172.0	175.1	157.0	135.8	209.8	207.2	212.2	184.5	639.9	813.7	961.9
생활용품	142.1	125.3	138.6	90.6	145.2	106.7	141.1	77.3	496.6	470.3	465.0
해외	374.0	405.4	423.2	542.8	468.3	501.8	513.1	630.1	1,745.4	2,113.3	2,276.2
아시아	345.6	388.5	394.3	521.4	447.9	483.3	480.1	606.9	1,649.8	2,018.2	2,176.7
유럽	5.4	3.0	5.0	5.5	4.3	3.2	5.5	5.8	18.9	18.7	19.3
북미	23.0	13.9	23.9	15.9	16.1	15.3	27.5	17.5	76.7	76.4	80.2
매출액 YoY	-22.1	-24.2	-22.4	-13.3	15.3	21.2	24.6	17.9	-20.6	19.7	9.3
국내	-19.1	-26.4	-27.7	-18.3	11.1	20.0	27.0	21.2	-23.1	19.5	10.4
화장품	-21.6	-31.1	-31.5	-19.8	13.1	28.2	33.4	27.3	-26.3	25.0	12.3
전통채널	-42.5	-48.4	-32.7	-25.2	11.7	24.0	14.4	11.8	-39.4	15.6	7.0
면세점	-29.5	-44.8	-49.2	-30.9	8.3	40.4	45.5	29.8	-38.9	29.8	11.6
디지털(역직구 포함)	80.0	65.0	40.0	30.0	21.9	18.4	35.1	35.9	53.0	27.2	18.2
생활용품	-6.2	4.1	-8.1	-8.0	2.2	-14.8	1.8	-14.7	-4.7	-5.3	-1.1
해외	-28.3	-20.8	-13.0	-2.7	25.2	23.8	21.2	16.1	-16.0	21.1	7.7
아시아	-30.6	-20.0	-12.8	-1.3	29.6	24.4	21.8	16.4	-16.0	22.3	7.9
유럽	-6.9	-37.5	-15.3	3.8	-20.0	5.0	10.0	5.0	-13.3	-0.8	3.0
북미	26.4	-35.9	-16.4	-35.1	-30.0	10.0	15.0	10.0	-17.5	-0.4	5.0
영업이익	60.9	35.2	56.0	-9.2	145.8	121.4	125.1	68.3	143.0	460.6	601.6
영업이익 YoY	-67.3	-59.9	-47.9	적전	139.3	244.6	123.3	-842.3	-66.6	222.1	30.6
영업이익률(%)	5.4	3.3	5.1	-0.8	11.2	9.5	9.2	5.0	3.2	8.7	10.4

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 아모레퍼시픽 목표주가 산정

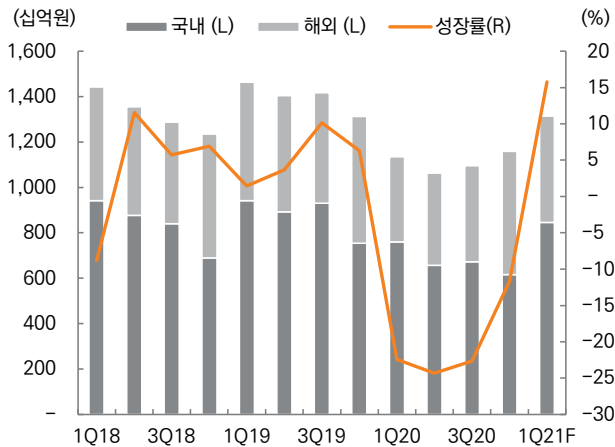
(원, 십억원, x)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
EPS	11,117	6,852	5,777	4,153	611	5,542	7,435
BPS	56,202	60,185	64,073	65,050	64,736	69,039	74,134
최고 시가총액	25,780	21,104	20,548	13,767	13,825	15,258	
EPS	5,948	12MF EPS					
Target PER	41.5	글로벌 코스메틱 기업 2사 평균(로레알, 에스티로더)					
Target Price	245,000						
현재주가	258,500						
상승여력	-5.2%						

자료: 미래에셋증권 리서치센터

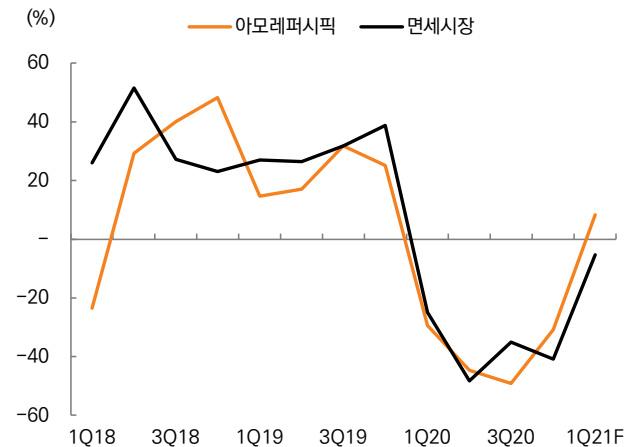
주: EPS는 자사주 제외 보통주 기준

그림 1. 아모레퍼시픽 국내외 매출액 추이



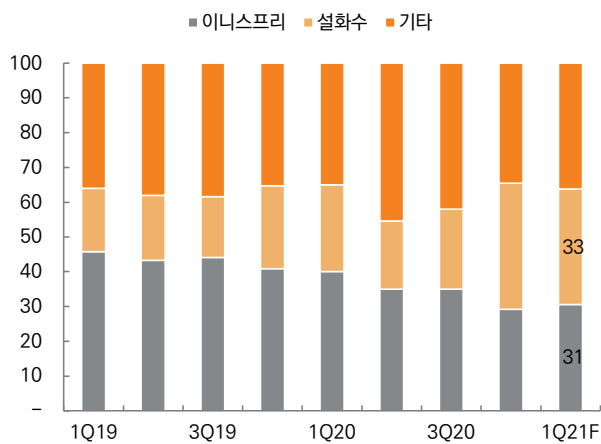
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 아모레퍼시픽 면세채널 성장률(YoY)



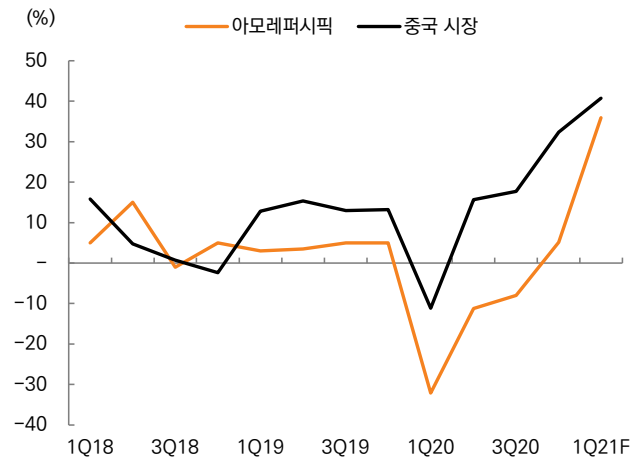
자료: 아모레퍼시픽, 한국면세점협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 아모레퍼시픽 중국법인 브랜드 매출 비중(1Q21F)



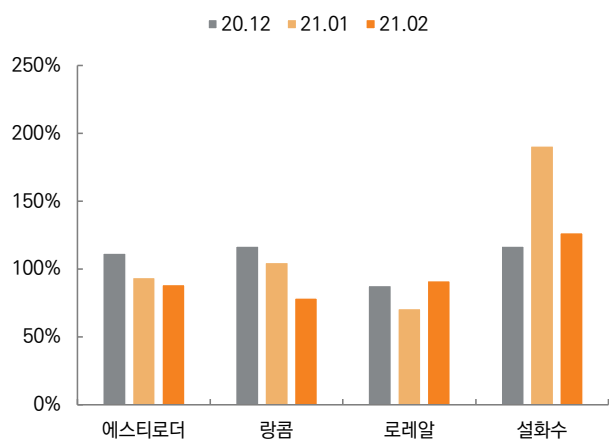
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 아모레퍼시픽 중국 성장률 및 시장 성장률



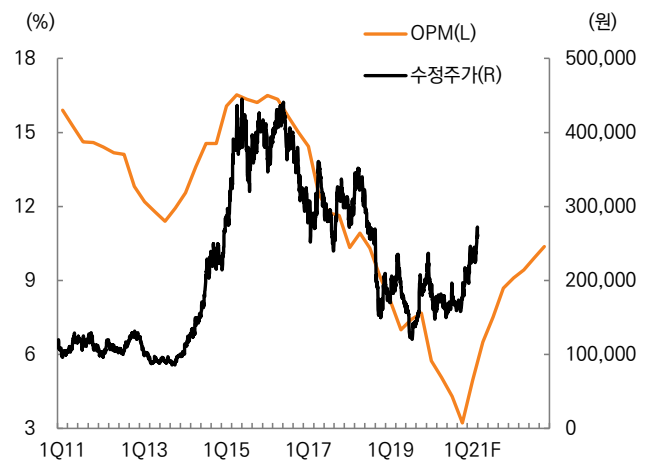
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 티몰/타오바오 럭셔리 브랜드 월별 GMV 성장률(YoY)



자료: Taosj, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 아모레퍼시픽 OPM과 수정주가 추이



자료: WiseFn, 미래에셋증권 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	27,992	14,294	920.9	327.7
	2021(F)	30,417	15,900	1,046.3	280.9
영업이익	2018	4,912	2,269	108.4	48.4
	2019	5,738	2,607	113.8	52.4
	2020	5,203	2,313	15.0	40.2
	2021(F)	5,739	2,869	48.4	13.9
순이익	2018	3,957	1,695	65	30.8
	2019	4,047	1,977	74	36.3
	2020	4,111	2,323	-17	27.1
	2021(F)	4,572	2,169	28	10.7
영업이익률 (%)	2018	18.2	16.6	9.9	16.0
	2019	19.2	17.5	10.1	15.7
	2020	18.6	16.2	1.6	12.3
	2021(F)	18.9	18.0	4.6	5.0
순이익률 (%)	2018	14.7	12.4	5.9	10.1
	2019	13.5	13.3	6.6	10.9
	2020	14.7	16.2	-1.8	8.3
	2021(F)	15.0	13.6	2.7	3.8
ROE (%)	2018	15.3	37.4	14.9	17.7
	2019	14.4	43.6	15.7	18.5
	2020	14.1	55.8	-3.4	12.5
	2021(F)	14.6	45.8	7.7	4.8
ROA (%)	2018	10.7	14.0	6.6	11.9
	2019	9.8	15.4	6.7	12.7
	2020	9.4	15.0	-1.4	8.9
	2021(F)	10.3	11.6	3.9	3.8
배당수익률 (%)	2018	1.2	0.5	0.5	0.8
	2019	1.3	0.6	0.8	1.1
	2020	1.2	0.5	0.6	1.2
	2021(F)	1.3	0.7	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	7.35	6.44	-41.38	474.66
	2021(F)	8.15	5.94	77.87	190.48
EPS 성장률 (%)	2018	8.1	22.6	0.0	41.9
	2019	1.7	18.1	14.7	18.0
	2020	2.2	18.4	적전	-25.5
	2021(F)	10.9	-7.8	흑전	-59.9
EV/EBITDA (x)	2018	18.2	19.0	18.2	21.3
	2019	18.8	21.0	19.3	17.7
	2020	23.5	20.2	37.6	13.7
	2021(F)	24.2	29.8	27.2	35.5
P/E (x)	2018	28.9	31.6	44.8	41.5
	2019	39.6	34.3	42.3	31.3
	2020	48.8	29.8	-	28.5
	2021(F)	40.2	48.9	94.8	84.0

자료: 블룸버그, 미래에셋 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	5,580	4,432	5,305	5,800
매출원가	1,501	1,265	1,574	1,681
매출총이익	4,080	3,167	3,731	4,119
판매비와관리비	3,652	3,024	3,270	3,518
조정영업이익	428	143	461	602
영업이익	428	143	461	602
비영업손익	-57	-118	-44	-29
금융손익	-7	-11	3	14
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	371	25	417	573
계속사업법인세비용	147	3	104	143
계속사업이익	224	22	312	430
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	224	22	312	430
지배주주	239	35	319	428
비지배주주	-15	-13	-6	2
총포괄이익	224	22	312	430
지배주주	239	35	319	428
비지배주주	-15	-13	-6	2
EBITDA	913	602	945	1,055
FCF	472	371	487	545
EBITDA 마진율 (%)	16.4	13.6	17.8	18.2
영업이익률 (%)	7.7	3.2	8.7	10.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.3	0.8	6.0	7.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	1,803	1,826	2,280	2,745
현금 및 현금성자산	882	1,018	1,243	1,593
매출채권 및 기타채권	387	296	414	452
재고자산	453	414	496	542
기타유동자산	81	98	127	158
비유동자산	4,186	3,876	3,866	3,858
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	2,662	2,566	2,432	2,328
무형자산	227	209	259	289
자산총계	5,989	5,702	6,147	6,603
유동부채	1,067	966	1,078	1,163
매입채무 및 기타채무	173	118	186	204
단기금융부채	99	154	60	50
기타유동부채	795	694	832	909
비유동부채	424	272	307	328
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	424	272	307	328
부채총계	1,490	1,238	1,385	1,491
지배주주지분	4,490	4,467	4,765	5,116
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	724	724	724	724
이익잉여금	3,874	3,848	4,144	4,496
비지배주주지분	9	-3	-4	-4
자본총계	4,499	4,464	4,761	5,112

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	718	554	837	895
당기순이익	224	22	312	430
비현금수익비용가감	795	609	628	620
유형자산감가상각비	485	459	485	453
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	310	150	143	167
영업활동으로인한자산및부채의변동	-154	-73	1	-12
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-83	70	-113	-39
재고자산 감소(증가)	-94	0	-82	-46
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	62	-48	68	17
법인세납부	-147	-3	-104	-143
투자활동으로 인한 현금흐름	-200	-202	-502	-457
유형자산처분(취득)	-247	-183	-350	-350
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	0	0	0	0
기타투자활동	47	-19	-152	-107
재무활동으로 인한 현금흐름	-387	-216	-110	-88
장단기금융부채의 증가(감소)	-21	61	-94	-10
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-81	-69	-16	-78
기타재무활동	-285	-208	0	0
현금의 증가	131	136	225	350
기초현금	751	882	1,018	1,243
기말현금	882	1,018	1,243	1,593

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

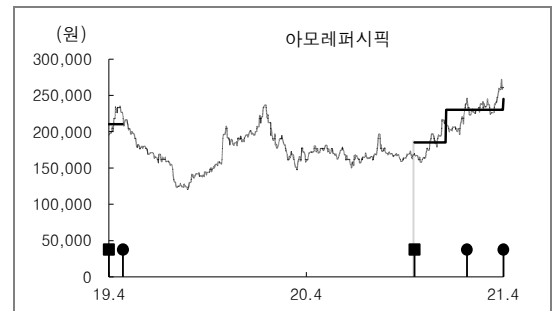
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	48.2	337.2	46.6	34.8
P/CF (x)	13.5	22.5	19.0	17.0
P/B (x)	3.1	3.2	3.7	3.5
EV/EBITDA (x)	13.0	19.7	17.1	15.4
EPS (원)	4,153	611	5,542	7,435
CFPS (원)	14,764	9,138	13,623	15,213
BPS (원)	65,050	64,736	69,039	74,134
DPS (원)	1,000	230	1,147	1,577
배당성향 (%)	28.7	156.1	25.0	25.0
배당수익률 (%)	0.5	0.1	0.4	0.6
매출액증가율 (%)	5.7	-20.6	19.7	9.3
EBITDA증가율 (%)	22.1	-34.1	57.0	11.6
조정영업이익증가율 (%)	-11.2	-66.6	222.4	30.6
EPS증가율 (%)	-28.1	-85.3	807.0	34.2
매출채권 회전율 (회)	17.1	13.6	15.8	14.3
재고자산 회전율 (회)	13.0	10.2	11.7	11.2
매입채무 회전율 (회)	39.3	30.6	10.4	8.6
ROA (%)	3.9	0.4	5.3	6.7
ROE (%)	5.4	0.8	6.9	8.7
ROIC (%)	7.0	3.2	9.1	12.0
부채비율 (%)	33.1	27.7	29.1	29.2
유동비율 (%)	169.1	189.0	211.5	236.0
순차입금/자기자본 (%)	-17.4	-19.4	4.4	4.2
조정영업이익/금융비용 (x)	21.4	8.4	53.8	218.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
아모레퍼시픽 (090430)				
2021.04.02	중립	245,000	-	-
2021.01.25	중립	230,000	-0.78	18.26
2020.12.17	Trading Buy	230,000	-8.88	3.48
2020.10.20	Trading Buy	185,000	-1.28	17.30
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

* 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
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

* 2020년 12월 31일 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.