



기업분석 | 유통/화장품

Analyst

오린아

02 3779 0053

lina.oh @ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	290,000 원
현재주가	236,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(7/28)	3,236.86 pt
시가총액	138,254 억원
발행주식수	58,458 천주
52 주 최고가 /	297,000 / 158,000 원
90 일 일평균거래대금	569.86 억원
외국인 지분율	33.7%
배당수익률(21.12E)	0.4%
BPS(21.12E)	68,040 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -4.9%
	6개월 -4.0%
	12개월 1.7%
주주구성	아모레퍼시픽그룹 (외 5인) 49.3%
	국민연금공단 (외 1인) 7.4%
	자사주 (외 1인) 0.9%

Stock Price



아모레퍼시픽 (090430)

2Q21 Review: 럭셔리 성장은 고무적

2Q21 Review: 중국은 아쉽지만 럭셔리 성장은 고무적

아모레퍼시픽의 K-IFRS 연결 기준 2Q21 매출액은 전년동기대비 11.5% 증가한 1조 1,767억원, 영업이익은 전년동기대비 158.9% 증가한 912억원으로, 시장 기대치와 당사 추정치를 하회하는 실적을 기록했다. 하회의 주요 요인은 기대치를 밑도는 아시아 사업 실적이다. 국내 화장품 사업 매출액은 YoY 17.9% 증가한 6,263억원, 영업이익은 YoY 86.7% 증가한 844억원으로 대체로 양호했다. 순수 국내 이커머스 성장률은 30% 수준을 이어갔고, 면세점 채널도 20% 이상 성장했다. 전통 채널 또한 매출은 하락했지만 감소폭 자체는 축소된 모습이다. 데일리뷰티 부문에서 프리미엄 라인 출시에 따른 마케팅비 확대가 있었음에도 화장품 채널 믹스 개선으로 영업이익은 잘 방어된 모습이었다.

2Q21 중국 사업 내 설화수 성과(60% 성장)는 고무적이었고 라네즈와 마몽드도 각각 20% 이상, 10% 이상 성장하면서 힘을 보탰으나, 이니스프리 매출액이 20% 이상 하락하면서 중국 전체 매출액 성장률은 현지화 기준 한자릿수에 그쳤다. 이에 해외 부문 영업이익이 94억원을 기록하며 당사 추정치 및 시장 기대치를 크게 밑돌았다. 그럼에도 불구하고 럭셔리 브랜드의 온라인 매출이 100% 성장하고, 온라인 매출 비중 또한 50% 중반까지 상승한 것은 동사의 채널 슈프트 전략이 유효함을 보여주고 있다. 올해 하반기에도 중국 내 주요 브랜드인 설화수, 라네즈, 이니스프리 위주의 럭셔리 강화 및 브랜드 리포지셔닝 전략은 지속될 전망이다.

투자의견 Buy 및 목표주가 290,000원으로 하향

아모레퍼시픽에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 290,000원으로 하향한다. 목표주가의 하향은 2분기 실적을 반영해 추정치를 변경한 것에 따른 것이다(표2). 12MF 예상 실적 기준 현 주가는 35배다. 중국 화장품 시장 내 경쟁 심화에도 동사의 체력 개선은 나타나는 중이라 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	5,580	4,432	5,054	5,994	6,732
영업이익	428	143	456	573	655
세전계속사업손익	371	25	367	574	663
순이익	224	22	286	431	502
EPS (원)	4,085	601	5,614	7,407	8,551
증감률 (%)	-28.1	-85.3	834.1	31.9	15.4
PER (x)	49.0	342.8	42.1	31.9	27.7
PBR (x)	3.1	3.2	3.5	3.2	3.0
EV/EBITDA (x)	13.5	20.1	17.4	13.7	12.6
영업이익률 (%)	7.7	3.2	9.0	9.6	9.7
EBITDA 마진 (%)	16.4	13.6	15.6	16.4	15.5
ROE (%)	5.4	0.8	7.4	9.6	10.9
부채비율 (%)	33.1	27.7	26.9	27.0	26.6

주: IFRS 연결 기준

자료: 아모레퍼시픽, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 아모레퍼시픽 분기/연간 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q2P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
추정 실적											
매출액	11,309.0	10,558.0	10,886.0	11,570.0	12,528.0	11,767.0	12,699.1	13,547.9	44,323.0	50,542.0	59,935.4
국내	7,608.0	6,567.0	6,726.0	6,164.0	8,135.0	7,418.0	7,950.9	7,343.8	27,065.0	30,847.7	36,070.1
화장품	6,168.0	5,314.0	5,343.0	5,260.0	6,798.0	6,263.0	6,586.0	6,450.8	22,085.0	26,097.8	31,528.2
생활용품	1,421.0	1,253.0	1,383.0	904.0	1,337.0	1,155.0	1,364.9	893.0	4,961.0	4,749.9	4,541.9
해외	3,740.0	4,054.0	4,232.0	5,428.0	4,473.0	4,452.0	4,828.2	6,284.1	17,454.0	20,037.3	24,134.8
아시아	3,456.0	3,885.0	3,943.0	5,214.0	4,203.0	4,186.0	4,480.4	6,051.6	16,498.0	18,921.0	22,861.7
유럽	54.0	30.0	50.0	55.0	56.0	50.0	64.2	66.7	189.0	237.0	274.1
북미	230.0	139.0	239.0	159.0	214.0	216.0	283.6	165.8	767.0	879.4	999.0
영업이익	609.4	352.3	560.4	-92.1	1,762.4	912.6	962.0	925.5	1,430.1	4,562.5	5,732.1
국내	866.0	506.0	360.0	-560.0	1,253.0	821.0	633.1	446.6	1,172.0	3,153.7	3,825.4
화장품	724.0	452.0	255.0	-305.0	1,164.0	844.0	526.9	580.6	1,126.0	3,115.4	3,765.2
생활용품	142.0	54.0	105.0	-255.0	89.0	-23.0	106.2	-134.0	46.0	38.3	60.3
해외	-324.0	-210.0	197.0	516.0	529.0	94.6	328.9	478.9	179.0	1,431.3	1,928.0
성장성(%)											
매출액	-22.1%	-24.2%	-22.4%	-13.2%	10.8%	11.5%	16.7%	17.1%	-20.6%	14.0%	18.6%
국내	-19.1%	-26.4%	-27.7%	-18.3%	6.9%	13.0%	18.2%	19.1%	-23.1%	14.0%	16.9%
화장품	-21.9%	-31.1%	-31.5%	-19.8%	10.2%	17.9%	23.3%	22.6%	-26.3%	18.2%	20.8%
생활용품	-6.1%	4.2%	-8.2%	-8.2%	-5.9%	-7.8%	-1.3%	-1.2%	-4.7%	-4.3%	-4.4%
해외	-28.3%	-20.8%	-13.0%	-2.7%	19.6%	9.8%	14.1%	15.8%	-16.0%	14.8%	20.4%
아시아	-30.6%	-20.0%	-12.8%	-1.3%	21.6%	7.7%	13.6%	16.1%	-16.0%	14.7%	20.8%
유럽	-6.9%	-37.5%	-15.3%	3.8%	3.7%	66.7%	28.5%	21.3%	-13.3%	25.4%	15.7%
북미	26.4%	-35.9%	-16.4%	-35.1%	-7.0%	55.4%	18.7%	4.3%	-17.5%	14.7%	13.6%
영업이익	-67.3%	-59.9%	-47.9%	적전	189.2%	159.0%	71.6%	흑전	-66.6%	219.0%	25.6%
국내	-33.1%	-31.3%	-56.6%	적전	44.7%	62.3%	75.9%	흑전	-63.3%	169.1%	21.3%
화장품	-38.4%	-40.5%	-65.5%	적전	60.8%	86.7%	106.6%	흑전	-64.4%	176.7%	20.9%
생활용품	20.3%	흑전	16.7%	적지	-37.3%	적전	1.2%	적지	39.4%	-16.8%	57.5%
해외	적전	적전	-43.4%	1512.5%	흑전	흑전	66.9%	-7.2%	-82.8%	699.6%	34.7%
수익성(%)											
영업이익률	5.4%	3.3%	5.1%	-0.8%	14.1%	7.8%	7.6%	6.8%	3.2%	9.0%	9.6%
국내	11.4%	7.7%	5.4%	-9.1%	15.4%	11.1%	8.0%	6.1%	4.3%	10.2%	10.6%
화장품	11.7%	8.5%	4.8%	-5.8%	17.1%	13.5%	8.0%	9.0%	5.1%	11.9%	11.9%
생활용품	10.0%	4.3%	7.6%	-28.2%	6.7%	-2.0%	7.8%	-15.0%	0.9%	0.8%	1.3%
해외	-8.7%	-5.2%	4.7%	9.5%	11.8%	2.1%	6.8%	7.6%	1.0%	7.1%	8.0%

자료: 아모레퍼시픽, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 아모레퍼시픽 추정치 변경 내역

(억원)	기존		신규		Diff. (%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	50,701	59,488	50,542	59,935	-0.3%	0.8%
영업이익	4,984	6,318	4,562	5,732	-8.5%	-9.3%
영업이익률	9.8%	10.6%	9.0%	9.6%	-0.8%p	-1.1%p
EPS	6,169	8,034	5,614	7,407	-9.0%	-7.8%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	1,803	1,826	2,292	2,856	3,398
현금 및 현금성자산	674	794	968	1,227	1,533
매출채권 및 기타채권	387	296	371	549	672
재고자산	453	414	453	558	651
기타유동자산	289	322	501	521	542
비유동자산	4,186	3,876	3,665	3,563	3,539
관계기업투자등	5	55	62	64	67
유형자산	2,662	2,566	2,358	2,193	2,105
무형자산	227	209	218	236	254
자산총계	5,989	5,702	5,958	6,418	6,937
유동부채	1,067	966	1,010	1,106	1,192
매입채무 및 기타채무	437	393	345	425	495
단기금융부채	297	287	283	283	283
기타유동부채	332	286	382	397	413
비유동부채	424	272	253	259	265
장기금융부채	268	134	112	112	112
기타비유동부채	156	138	142	147	153
부채총계	1,490	1,238	1,263	1,365	1,457
지배주주지분	4,489	4,468	4,696	5,055	5,481
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	724	724	724	724	724
이익잉여금	3,874	3,848	4,076	4,435	4,861
비지배주주지분(연결)	9	-3	-1	-1	-1
자본총계	4,499	4,464	4,695	5,054	5,480

현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	718	554	534	656	766
당기순이익(손실)	224	22	286	431	502
비현금수익비용가감	795	609	218	418	396
유형자산감가상각비	485	459	332	412	391
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	6	-10	-113	5	5
영업활동 자산부채변동	-161	40	98	-192	-132
매출채권 감소(증가)	-83	70	19	-179	-123
재고자산 감소(증가)	-94	0	-30	-106	-92
매입채무 증가(감소)	62	-48	101	80	70
기타자산, 부채변동	-47	18	8	12	12
투자활동 현금	-403	-206	-214	-326	-384
유형자산처분(취득)	-219	-158	-183	-247	-303
무형자산 감소(증가)	-32	-32	-18	-18	-18
투자자산 감소(증가)	-159	-8	-181	-18	-19
기타투자활동	7	-8	168	-42	-43
재무활동 현금	-387	-216	-109	-72	-76
차입금의 증가(감소)	-206	-145	-33	0	0
자본의 증가(감소)	-81	-69	-69	-72	-76
배당금의 지급	81	69	69	72	76
기타재무활동	-100	-2	-7	0	0
현금의 증가	-62	120	175	258	306
기초현금	736	674	794	968	1,227
기말현금	674	794	968	1,227	1,533

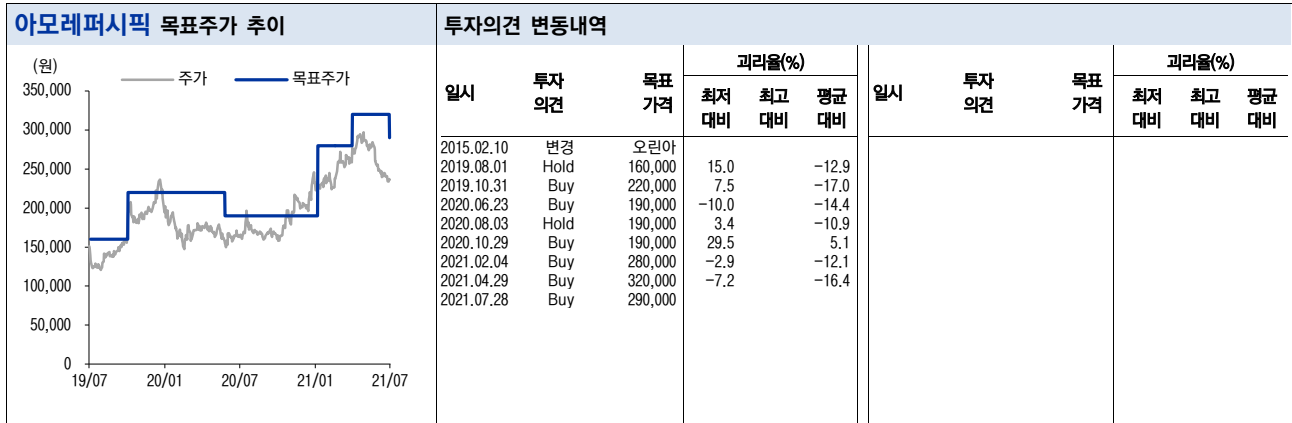
자료: 아모레퍼시픽, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	5,580	4,432	5,054	5,994	6,732
매출원가	1,501	1,265	1,387	1,661	1,855
매출총이익	4,080	3,167	3,668	4,333	4,877
판매비 및 관리비	3,652	3,024	3,211	3,760	4,222
영업이익	428	143	456	573	655
(EBITDA)	913	602	788	986	1,046
금융손익	-4	-23	5	7	7
이자비용	20	17	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	1	1	1	1
기타영업외손익	-53	-96	-95	-6	-1
세전계속사업이익	371	25	367	574	663
계속사업법인세비용	147	3	81	144	160
계속사업이익	224	22	286	431	502
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	224	22	286	431	502
지배주주	239	35	339	470	573
총포괄이익	240	26	286	431	502
매출총이익률 (%)	73.1	71.4	72.6	72.3	72.4
영업이익률 (%)	7.7	3.2	9.0	9.6	9.7
EBITDA마진률 (%)	16.4	13.6	15.6	16.4	15.5
당기순이익률 (%)	4.0	0.5	5.7	7.2	7.5
ROA (%)	4.2	0.6	5.8	7.6	8.6
ROE (%)	5.4	0.8	7.4	9.6	10.9
ROIC (%)	6.5	3.1	9.5	11.6	13.1

주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
투자지표 (x)					
P/E	49.0	342.8	42.1	31.9	27.7
P/B	3.1	3.2	3.5	3.2	3.0
EV/EBITDA	13.5	20.1	17.4	13.7	12.6
P/CF	13.5	22.5	32.4	19.2	18.2
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	5.7	-20.6	14.0	18.6	12.3
영업이익	-11.2	-66.6	219.0	25.6	14.3
세전이익	-18.2	-93.2	1,349.3	56.7	15.3
당기순이익	-33.2	-90.2	1,207.6	50.7	16.6
EPS	-28.1	-85.3	834.1	31.9	15.4
안정성 (%)					
부채비율	33.1	27.7	26.9	27.0	26.6
유동비율	169.1	189.0	227.0	258.3	285.0
순차입금/자기자본(x)	-7.1	-13.4	-20.9	-24.8	-28.8
영업이익/금융비용(x)	21.4	8.4	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	565	421	395	395	395
순차입금 (십억원)	-319	-600	-981	-1,256	-1,579
주당지표(원)					
EPS	4,085	601	5,614	7,407	8,551
BPS	65,050	64,736	68,040	73,239	79,415
CFPS	14,764	9,138	7,308	12,293	13,014
DPS	1,000	1,000	1,040	1,100	1,200



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오린아)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.8% 6.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2020. 7. 1 ~ 2021. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)