

Company Analysis

아모레퍼시픽 090430

Mar 24, 2022

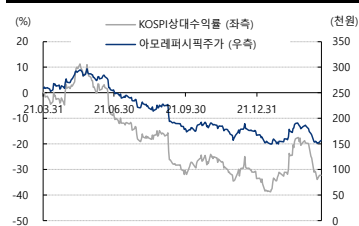
2022년 턴어라운드 굳히기

Buy 유지
TP 220,000 원 유지

Company Data

현재가(03/23)	1,175,000 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	1,503,000 원
52 주 최저가(보통주)	1,067,000 원
KOSPI (03/23)	1,916.36p
KOSDAQ (03/23)	650.14p
자본금	8,975 억원
시가총액	1,918,340 억원
발행주식수(보통주)	14,507 만주
발행주식수(우선주)	2,159 만주
평균거래량(60 일)	22.3 만주
평균거래대금(60 일)	2,578 억원
외국인지분(보통주)	49.57%
주요주주	
아모레퍼시픽그룹 외 4 인	50.19%
국민연금공단	6.38%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.6	-17.4	-37.8
상대주가	-16.1	-5.6	-31.6



유통/화장품 정소연

3771-9082, 20200054@iprovest.com

1Q22 Preview

아모레퍼시픽의 1Q22 K-IFRS 연결기준 매출액은 1조 2,409억원(YoY -1.0%), 영업이익은 1,213억원(YoY -31.2%)을 기록할 것으로 전망. **국내 화장품** 매출액은 YoY 1.3% 성장한 6,889억원, 영업이익은 1,003억원(YoY -13.9%원) 추정. 1)면세점 매출액 2,950 억원으로 YoY -2%, QoQ -14%. 이는 면세점 영업 상황 악화와 3월 설화수 자음생라 인 리뉴얼에 따라 1~2월 상대적으로 부진했던 것으로 파악되기 때문. 2)순수내수 채널 매출액은 4% 성장한 3,940억원으로, 온라인이 두자릿수 성장 지속하면서 오프라인 부진을 상쇄할 것으로 추정. **중국 화장품** 매출액은 YoY 8% 감소한 2,912억원을 기록할 전망. 설화수와 려를 제외한 브랜드가 역성장할 것으로 추정하며, 설화수 +15~20%, 이니스프리 -40~50% 수준 예상. 중국 내 1~2월 올림픽으로 인한 이동 및 물류 제한에 이어 3월 오미크론 확산으로 오프라인 중심으로 크게 부진한 것으로 판단. 이에 전체 해외화장품 영업이익은 97억원으로 OPM 2.3%(YoY -9.4%p, QoQ +5.8%p) 추정

1분기 실적보다는 턴어라운드에 주목할 때

아모레퍼시픽은 최대 실적을 달성했던 2016년, 매출액 5조 6,454억원(10년 CAGR 16.2%), 영업이익 연평균 15.5% 성장한 8,481억원으로 OPM 15%에 달했음. 이후 K-뷰티 경쟁심화, 오프라인 구조조정, 중국 로컬브랜드 급성장, 코로나 발병 등에 따른 성장 둔화 및 비용 증가로 2020년 OPM은 3.2%로 하락. 지난해 OPM 7.1%로 5년만에 턴어라운드한 첫년도였다는데 의의가 있음, 올해 코로나로 주춤했던 화장품업이 반등할 것으로 기대하는 가운데, 순수 화장품 Player인 동사의 반등세가 지속될 것으로 전망.

투자의견 Buy 및 목표주가 220,000원 유지

아모레퍼시픽에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 220,000원 유지. 화장품업 내 Top-pick 제시, 올해 실적 반등세에 따라 2015년 고점대비 약 3배 하락한 주가의 반등이 기대됨. 다만, 동사 화장품 매출 내 중국+면세 비중은 54%로, 중국 내 오미크론 확산에 따른 불확실성 존재하기에 보수적인 접근이 필요함.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2020.12	2021.12	2022.12E	2023.12E	2024.12E
매출액(십억원)	4,432	4,863	5,309	5,890	6,635
YoY(%)	-20.6	9.7	9.2	11.0	12.6
영업이익(십억원)	143	343	393	462	551
OP 마진(%)	3.2	7.1	7.4	7.8	8.3
순이익(십억원)	22	181	221	263	316
EPS(원)	456	3,135	3,863	4,634	5,610
YoY(%)	-88.3	587.9	23.2	20.0	21.1
PER(배)	452.1	53.3	40.5	33.8	27.9
PCR(배)	18.7	11.9	11.5	11.3	10.6
PBR(배)	3.2	2.4	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA(배)	20.2	14.4	12.8	12.3	11.4
ROE(%)	0.8	4.2	4.9	5.6	6.4

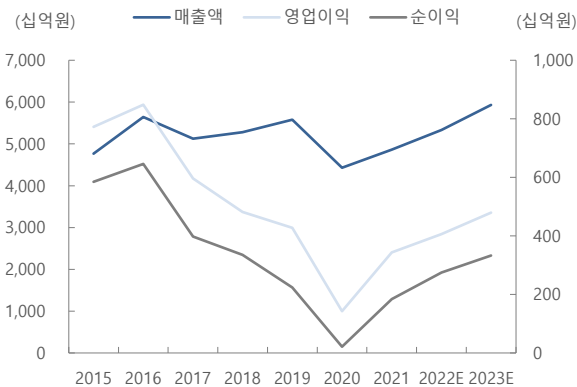
[도표 22] 아모레퍼시픽 채널별 매출액 추정

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
채널별 추정											
매출액	1,253	1,177	1,109	1,325	1,241	1,232	1,268	1,568	4,432	4,863	5,309
국내 화장품	680	626	598	690	689	646	699	851	2,210	2,594	2,885
면세점	301	252	260	344	295	247	309	458	949	1,156	1,308
순수 내수	379	374	338	346	394	400	389	394	1,261	1,437	1,577
내수 온라인									621	875	1,115
내수 오프라인									641	561	462
국내 생활용품	134	116	124	109	136	117	131	113	497	483	497
해외 화장품	447	445	384	526	416	469	438	604	1,745	1,802	1,927
중국	317	303	253	343	291	325	291	406	1,195	1,216	1,314
채널별 YoY(%)											
면세점	16.4	28.0	16.9	26.7	-2.0	-2.2	19.0	33.2	-38.9	21.9	13.1
순수 내수	5.2	11.9	8.0	35.9	4.0	6.8	15.3	13.8	-12.6	13.9	9.7
내수 온라인									39.0	41.1	27.4
내수 오프라인									-35.7	-12.4	-17.7
중국	33.8	4.8	-12.0	-9.9	-8.0	7.0	15.0	18.5	-6.4	1.8	8.0
채널별 비중(% of 전체 매출)											
전체 화장품	90.0%	91.1%	88.5%	91.7%	89.0%	90.5%	89.6%	92.8%	89.2%	90.4%	90.6%
국내 화장품	54.3%	53.2%	53.9%	52.1%	55.5%	52.5%	55.1%	54.3%	49.9%	53.3%	54.3%
면세점	24.0%	21.4%	23.4%	25.9%	23.8%	20.0%	24.4%	29.2%	21.4%	23.8%	24.6%
순수 내수	30.2%	31.8%	30.5%	26.1%	31.7%	32.4%	30.7%	25.1%	28.5%	29.5%	29.7%
내수 온라인									14.0%	18.0%	21.0%
내수 오프라인									14.5%	11.5%	8.7%
국내 생활용품	10.7%	9.8%	11.2%	8.3%	11.0%	9.5%	10.4%	7.2%	11.2%	9.9%	9.4%
해외 화장품	35.7%	37.8%	34.6%	39.7%	33.5%	38.1%	34.5%	38.5%	39.4%	37.1%	36.3%
중국	25.3%	25.8%	22.9%	25.9%	23.5%	26.4%	23.0%	25.9%	27.0%	25.0%	24.7%
채널별 비중(% of 국내 매출)											
국내 화장품+생활용품	814	742	722	799	825	763	830	964	2,707	3,076	3,382
면세점	37.0%	34.0%	36.0%	43.0%	35.7%	32.3%	37.2%	47.5%	35.1%	37.6%	38.7%
순수 내수	63.0%	66.0%	64.0%	57.0%	64.3%	67.7%	62.8%	40.9%	64.9%	62.4%	61.3%
내수 온라인									22.9%	28.5%	33.0%
내수 오프라인									42.0%	33.9%	28.4%

자료: 아모레퍼시픽, 교보증권 리서치센터 주: 중국 매출액은 추정치임. 생활용품 온라인 매출액은 화장품 온라인 매출액에 포함

[도표 23] 아모레퍼시픽 매출 및 이익 추이



자료: 아모레퍼시픽, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 아모레퍼시픽 주가 추이



자료: Quantwise, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 아모레퍼시픽 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
추정 실적											
매출액	1,253	1,177	1,109	1,325	1,241	1,232	1,268	1,568	4,432	4,863	5,309
국내 화장품	680	626	598	690	689	646	699	851	2,210	2,593	2,885
해외 화장품	447	445	384	526	416	469	438	604	1,745	1,802	1,927
국내 생활용품	134	116	124	109	136	117	131	113	497	483	497
영업이익	176	91	50	26	121	91	99	81	143	343	393
국내 화장품	116	82	57	42	100	80	74	68	113	298	321
해외 화장품	52	9	9	-18	10	14	21	22	18	52	66
국내 생활용품	9	-2	1	-8	11	-2	5	-8	5	0	6
순이익	138	59	38	-54	83	59	87	-9	22	181	221
YoY(%)											
매출액	10.8	11.5	1.9	14.5	-1.0	4.7	14.3	18.4	-20.6	9.7	9.2
국내 화장품	9.9	17.9	11.8	31.1	1.3	3.2	16.9	23.4	-26.2	17.3	11.2
해외 화장품	19.7	9.8	-9.2	-3.2	-7.1	5.3	14.0	15.0	-16.0	3.3	6.9
국내 생활용품	-5.9	-7.8	-10.3	20.9	2.0	1.0	6.0	2.9	-4.7	-2.9	3.0
영업이익	189.2	158.9	-10.2	-	-31.2	0.3	97.0	218.2	-66.6	140.1	14.5
국내 화장품	60.8	81.6	124.3	-	-13.9	-3.0	28.6	61.7	-64.4	164.2	7.9
해외 화장품	-	-	-56.9	-	-81.4	50.5	145.2	-	-82.8	189.4	28.3
국내 생활용품	-37.3	-	-86.7	-	27.6	-	233.3	-	39.4	-95.7	2,809.1
수익성(%)											
OPM	14.1%	7.8%	4.5%	1.9%	9.8%	7.4%	7.8%	5.2%	3.2%	7.1%	7.4%
국내 화장품	17.1%	13.1%	9.6%	6.1%	14.6%	12.3%	10.5%	7.9%	5.1%	11.5%	11.1%
해외 화장품	11.7%	2.1%	2.2%	-3.5%	2.3%	3.0%	4.8%	3.6%	1.0%	2.9%	3.4%
국내 생활용품	6.7%	-2.0%	1.1%	-7.1%	8.3%	-2.0%	3.6%	-7.0%	0.9%	0.0%	1.2%
GPM	72.5%	72.3%	72.2%	71.3%	73.2%	73.0%	72.9%	70.7%	71.4%	72.0%	72.3%
NPM	11.0%	5.0%	3.5%	-4.1%	6.7%	4.8%	6.9%	-0.6%	0.5%	3.7%	4.2%
비중(%)											
매출액											
국내 화장품	54.3	53.2	53.9	52.1	55.5	52.5	55.1	54.3	49.9	53.3	54.3
해외 화장품	35.7	37.8	34.6	39.7	33.5	38.1	34.5	38.5	39.4	37.1	36.3
국내 생활용품	10.7	9.8	11.2	8.3	11.0	9.5	10.4	7.2	11.2	9.9	9.4
영업이익											
국내 화장품	66.0	90.0	113.7	163.3	82.6	87.1	74.3	83.0	78.7	86.6	81.6
해외 화장품	29.7	10.3	16.9	-71.9	8.0	15.5	21.0	26.7	12.5	15.1	16.9
국내 생활용품	5.0	-2.5	2.8	-30.5	9.4	-2.5	4.7	-9.7	3.2	0.1	1.5

자료: 아모레퍼시픽, 교보증권 리서치센터

[아모레퍼시픽 090430]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	4,432	4,863	5,309	5,890	6,635
매출원가	1,265	1,363	1,468	1,587	1,739
매출총이익	3,167	3,500	3,840	4,304	4,896
매출총이익률 (%)	71.4	72.0	72.3	73.1	73.8
판매비와관리비	3,024	3,157	3,447	3,841	4,345
영업이익	143	343	393	462	551
영업이익률 (%)	3.2	7.1	7.4	7.8	8.3
EBITDA	602	705	692	708	754
EBITDA Margin (%)	13.6	14.5	13.0	12.0	11.4
영업외손익	-118	-45	-30	-30	-31
관계기업손익	1	1	1	1	1
금융수익	12	10	16	16	14
금융비용	-17	-11	-11	-10	-10
기타	-113	-45	-36	-36	-36
법인세비용차감전순이익	25	298	363	433	520
법인세비용	3	117	143	170	204
계속사업순이익	22	181	221	263	316
종단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	22	181	221	263	316
당기순이익률 (%)	0.5	3.7	4.2	4.5	4.8
비지배지분순이익	-13	-13	-16	-19	-22
지배지분순이익	35	194	236	281	338
지배지분이익률 (%)	0.8	4.0	4.4	4.8	5.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	12	-16	-16	-16	-16
포괄순이익	34	165	205	247	300
비지배지분포괄이익	-13	-13	-16	-20	-24
지배지분포괄이익	47	178	221	267	324

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	554	691	587	559	546
당기순이익	22	181	221	263	316
비현금항목의 가감	609	628	557	531	523
감가상각비	459	362	298	246	203
외환손익	7	-4	-23	-23	-23
지분법평가손익	0	0	-1	-1	-1
기타	143	270	282	309	344
자산부채의 증감	40	-94	-48	-67	-89
기타현금흐름	-116	-23	-142	-169	-204
투자활동 현금흐름	-206	-708	-236	-293	-393
투자자산	-70	-609	-183	-183	-183
유형자산	-183	-91	0	0	0
기타	46	-8	-52	-110	-210
재무활동 현금흐름	-216	-226	-220	-220	-220
단기차입금	61	-16	-16	-16	-16
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-69	-55	-68	-68	-68
기타	-209	-155	-136	-136	-136
현금의 증감	120	-256	653	-37	-170
기초 현금	674	794	538	1,190	1,153
기말 현금	794	538	1,190	1,153	983
NOPLAT	124	208	239	281	335
FCF	439	385	489	460	448

자료: 아모레퍼시픽, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,826	2,019	2,358	2,599	2,869
현금및현금성자산	794	538	1,190	1,153	983
매출채권 및 기타채권	306	335	390	474	603
재고자산	414	493	538	597	673
기타유동자산	311	653	240	375	609
비유동자산	3,876	4,098	3,865	3,795	3,769
유형자산	2,566	2,541	2,243	1,997	1,794
관계기업투자금	53	238	422	605	788
기타금융자산	40	173	63	63	63
기타비유동자산	1,217	1,145	1,137	1,130	1,123
자산총계	5,702	6,117	6,223	6,394	6,638
유동부채	966	1,157	1,126	1,105	1,094
매입채무 및 기타채무	608	712	723	738	757
차입금	154	199	183	167	151
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	204	247	219	200	186
비유동부채	272	215	185	164	149
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	272	215	185	164	149
부채총계	1,238	1,372	1,311	1,269	1,243
지배지분	4,468	4,761	4,930	5,143	5,414
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	724	796	796	796	796
이익잉여금	3,848	3,938	4,106	4,320	4,591
기타자본변동	-118	-19	-19	-19	-19
비지배지분	-3	-17	-17	-18	-19
자본총계	4,464	4,744	4,912	5,125	5,395
총차입금	288	295	252	217	187

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	456	3,135	3,863	4,634	5,610
PER	452.1	53.3	40.5	33.8	27.9
BPS	64,736	68,950	71,428	74,524	78,446
PBR	3.2	2.4	2.2	2.1	2.0
EBITDAPS	8,716	10,217	10,022	10,264	10,922
EV/EBITDA	20.2	14.4	12.8	12.3	11.4
SPS	75,818	83,173	90,810	100,760	113,500
PSR	2.7	2.0	1.7	1.6	1.4
CFPS	6,359	5,573	7,087	6,666	6,496
DPS	800	980	980	980	980

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	-20.6	9.7	9.2	11.0	12.6
영업이익 증가율	-66.6	140.1	14.5	17.6	19.2
순이익 증가율	-90.2	727.0	21.9	19.1	20.3
수익성					
ROIC	4.2	7.4	9.0	11.2	13.8
ROA	0.6	3.3	3.8	4.5	5.2
ROE	0.8	4.2	4.9	5.6	6.4
안정성					
부채비율	27.7	28.9	26.7	24.8	23.0
순차입금비율	5.0	4.8	4.1	3.4	2.8
이자보상배율	8.4	30.1	36.5	45.5	57.7