



기업분석 | 유통/화장품

Analyst

오린아

02 3779 0053

lina.oh @ebestsec.co.kr

**Buy (maintain)**

목표주가	<b>230,000 원</b>
현재주가	178,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(10/5)	2,962.17 pt
시가총액	104,117 억원
발행주식수	58,493 천주
52 주 최고가 /	297,000 / 158,000 원
90 일 일평균거래대금	483.5 억원
외국인 지분율	31.9%
배당수익률(21.12E)	0.6%
BPS(21.12E)	67,559 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -13.2%
	6개월 -26.5%
	12개월 -20.3%
주주구성	아모레퍼시픽그룹 (외 5인) 50.2%
	국민연금공단 (외 1인) 7.4%
	김영소 (외 1인) 0.0%

Stock Price



# 아모레퍼시픽 (090430)

## 3Q21 Preview: 중국 경쟁 심화 지속

### 3Q21 Preview: 중국 경쟁 심화 지속

아모레퍼시픽의 K-IFRS 연결 기준 3Q21 매출액은 전년동기대비 5.1% 증가한 1조 1,437억원, 영업이익은 전년동기대비 17.8% 증가한 660억원을 예상해, 시장 기대치와 당사 기존 예상치를 하회할 것으로 추정한다. 하회의 주요 요인은 기대치를 밑도는 중국 사업 실적이다. 국내 화장품 사업 매출액은 YoY 16.6% 증가한 6,230억원, 영업이익은 YoY 95.4% 증가한 498억원을 예상한다. 전통 채널 또한 매출은 하락을 이어갈 것으로 예상하지만, 면세점 및 이커머스 부문은 각각 YoY 16%, 35% 성장을 추정한다. 면세점은 올해 7월 전체 산업 대비 언더퍼폼한 것으로 추정하지만, 8,9월에는 점차 MoM 개선세가 나타났던 것으로 판단한다.

올해 3분기에도 중국 사업이 예상 대비 부진하다. 3Q21 중국 이니스프리 매출액이 YoY 50% 이상 하락할 것으로 추정하는데, 이니스프리가 강점을 가지고 있는 카테고리 내 브랜드 경쟁이 심화함에 따른 것이다. 특히 그동안 오프라인 매장 폐점에도 이니스프리 온라인 매출액 성장이 나타난다는 것은 긍정적이었는데, 지난 2분기부터 온라인 또한 매출 감소가 나타나면서 브랜드 리포지셔닝이 시급한 상황으로 판단한다. 이에 중국 사업 영업이익은 BEP 수준에 그칠 것으로 추정한다. 다만 럭셔리 브랜드인 설화수 및 오프라인 재 정비와 기능성 제품 집중에 성공할 라네즈와 마몽드 성장은 양호한 추세를 이어가고 있다. 올해 4분기 광군제 또한 이들 브랜드에 마케팅이 집중될 전망이며, 마케팅 비용 수준은 매출 대비 20% 후반 수준 기조가 유지될 것으로 추정했다.

### 투자의견 Buy 유지하나, 목표주가 230,000원으로 하향

아모레퍼시픽에 대해 투자의견 Buy를 유지하나, 목표주가는 230,000원으로 하향한다. 목표주가의 하향은 예상 대비 부진할 3분기 실적을 반영해 추정치를 변경한 것에 따른 것이다(표2). 12MF 예상 실적 기준 현 주가는 27.3배로 추가 레벨은 낮아져 있다.

Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	5,580	4,432	4,806	5,670	6,346
영업이익	428	143	397	552	621
세전계속사업손익	371	25	345	543	637
순이익	224	22	252	407	483
EPS (원)	4,085	601	4,354	6,958	8,196
증감률 (%)	-28.1	-85.3	624.6	59.8	17.8
PER (x)	49.0	342.8	40.9	25.6	21.7
PBR (x)	3.1	3.2	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA (x)	13.5	20.1	16.7	10.4	9.6
영업이익률 (%)	7.7	3.2	8.3	9.7	9.8
EBITDA 마진 (%)	16.4	13.6	12.9	17.0	15.9
ROE (%)	5.4	0.8	5.8	9.2	10.6
부채비율 (%)	33.1	27.7	25.0	24.9	24.4

주: IFRS 연결 기준

자료: 아모레퍼시픽, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 아모레퍼시픽 분기/연간 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>추정 실적</b>											
매출액	11,309.0	10,558.0	10,886.0	11,570.0	12,528.0	11,767.0	11,436.6	12,330.5	44,323.0	48,062.1	56,698.5
국내	7,608.0	6,567.0	6,726.0	6,164.0	8,135.0	7,418.0	7,501.9	6,882.8	27,065.0	29,937.7	34,871.8
화장품	6,168.0	5,314.0	5,343.0	5,260.0	6,798.0	6,263.0	6,229.6	5,989.8	22,085.0	25,280.3	30,460.6
생활용품	1,421.0	1,253.0	1,383.0	904.0	1,337.0	1,155.0	1,272.4	893.0	4,961.0	4,657.4	4,411.2
해외	3,740.0	4,054.0	4,232.0	5,428.0	4,473.0	4,452.0	4,014.7	5,527.7	17,454.0	18,467.4	22,096.2
아시아	3,456.0	3,885.0	3,943.0	5,214.0	4,203.0	4,186.0	3,714.9	5,291.8	16,498.0	17,395.7	20,896.2
유럽	54.0	30.0	50.0	55.0	56.0	50.0	51.9	59.4	189.0	217.3	240.5
북미	230.0	139.0	239.0	159.0	214.0	216.0	247.8	176.5	767.0	854.3	959.4
영업이익	609.4	352.3	560.4	-92.1	1,762.4	912.6	660.2	637.3	1,430.1	3,972.5	5,515.5
국내	866.0	506.0	360.0	-560.0	1,253.0	821.0	597.4	476.6	1,172.0	3,147.9	3,744.2
화장품	724.0	452.0	255.0	-305.0	1,164.0	844.0	498.4	539.1	1,126.0	3,045.4	3,648.6
생활용품	142.0	54.0	105.0	-255.0	89.0	-23.0	99.0	-62.5	46.0	102.5	95.6
해외	-324.0	-210.0	197.0	516.0	529.0	94.6	62.9	160.7	179.0	847.1	1,792.7
<b>성장성(%)</b>											
매출액	-22.1%	-24.2%	-22.4%	-13.2%	10.8%	11.5%	5.1%	6.6%	-20.6%	8.4%	18.0%
국내	-19.1%	-26.4%	-27.7%	-18.3%	6.9%	13.0%	11.5%	11.7%	-23.1%	10.6%	16.5%
화장품	-21.9%	-31.1%	-31.5%	-19.8%	10.2%	17.9%	16.6%	13.9%	-26.3%	14.5%	20.5%
생활용품	-6.1%	4.2%	-8.2%	-8.2%	-5.9%	-7.8%	-8.0%	-1.2%	-4.7%	-6.1%	-5.3%
해외	-28.3%	-20.8%	-13.0%	-2.7%	19.6%	9.8%	-5.1%	1.8%	-16.0%	5.8%	19.6%
아시아	-30.6%	-20.0%	-12.8%	-1.3%	21.6%	7.7%	-5.8%	1.5%	-16.0%	5.4%	20.1%
유럽	-6.9%	-37.5%	-15.3%	3.8%	3.7%	66.7%	3.8%	8.0%	-13.3%	15.1%	10.7%
북미	26.4%	-35.9%	-16.4%	-35.1%	-7.0%	55.4%	3.7%	11.0%	-17.5%	11.4%	12.3%
영업이익	-67.3%	-59.9%	-47.9%	적전	189.2%	159.0%	17.8%	흑전	-66.6%	177.8%	38.9%
국내	-33.1%	-31.3%	-56.6%	적전	44.7%	62.3%	65.9%	흑전	-63.3%	168.6%	18.9%
화장품	-38.4%	-40.5%	-65.5%	적전	60.8%	86.7%	95.4%	흑전	-64.4%	170.5%	19.8%
생활용품	20.3%	흑전	16.7%	적지	-37.3%	적전	-5.7%	적지	39.4%	122.8%	-6.8%
해외	적전	적전	-43.4%	1512.5%	흑전	흑전	-68.1%	-68.9%	-82.8%	373.2%	111.6%
<b>수익성(%)</b>											
영업이익률	5.4%	3.3%	5.1%	-0.8%	14.1%	7.8%	5.8%	5.2%	3.2%	8.3%	9.7%
국내	11.4%	7.7%	5.4%	-9.1%	15.4%	11.1%	8.0%	6.9%	4.3%	10.5%	10.7%
화장품	11.7%	8.5%	4.8%	-5.8%	17.1%	13.5%	8.0%	9.0%	5.1%	12.0%	12.0%
생활용품	10.0%	4.3%	7.6%	-28.2%	6.7%	-2.0%	7.8%	-7.0%	0.9%	2.2%	2.2%
해외	-8.7%	-5.2%	4.7%	9.5%	11.8%	2.1%	1.6%	2.9%	1.0%	4.6%	8.1%

자료: 아모레퍼시픽, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 아모레퍼시픽 추정치 변경 내역

(억원)	기존		신규		Diff. (%)	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	50,542	59,935	48,062	56,699	-4.9%	-5.4%
영업이익	4,562	5,732	3,973	5,516	-12.9%	-3.8%
영업이익률	9.0%	9.6%	8.3%	9.7%	-0.8%p	0.2%p
EPS	5,614	7,407	4,354	6,958	-22.4%	-6.1%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 아모레퍼시픽 (090430)

### 재무상태표

(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	1,803	1,826	2,157	2,676	3,183
현금 및 현금성자산	674	794	642	936	1,217
매출채권 및 기타채권	387	296	399	494	602
재고자산	453	414	466	568	660
기타유동자산	289	322	651	677	705
<b>비유동자산</b>	4,186	3,876	3,666	3,563	3,537
관계기업투자등	5	55	62	64	67
유형자산	2,662	2,566	2,377	2,196	2,091
무형자산	227	209	220	254	287
<b>자산총계</b>	<b>5,989</b>	<b>5,702</b>	<b>5,824</b>	<b>6,239</b>	<b>6,721</b>
<b>유동부채</b>	1,067	966	919	994	1,063
매입채무 및 기타채무	437	393	268	326	379
단기금융부채	297	287	261	261	261
기타유동부채	332	286	390	406	422
<b>비유동부채</b>	424	272	245	251	257
장기금융부채	268	134	104	104	104
기타비유동부채	156	138	141	146	152
<b>부채총계</b>	<b>1,490</b>	<b>1,238</b>	<b>1,164</b>	<b>1,244</b>	<b>1,319</b>
<b>지배주주지분</b>	4,489	4,468	4,663	4,998	5,404
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	724	724	724	724	724
이익잉여금	3,874	3,848	4,043	4,378	4,784
비지배주주지분(연결)	9	-3	-3	-3	-3
<b>자본총계</b>	<b>4,499</b>	<b>4,464</b>	<b>4,660</b>	<b>4,995</b>	<b>5,401</b>

### 현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>718</b>	<b>554</b>	<b>214</b>	<b>701</b>	<b>745</b>
당기순이익(손실)	224	22	252	407	483
비현금수익비용가감	795	609	250	421	396
유형자산감가상각비	485	459	221	415	390
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	6	-10	30	6	6
영업활동 자산부채변동	-161	40	-20	-127	-134
매출채권 감소(증가)	-83	70	-27	-95	-108
재고자산 감소(증가)	-94	0	1	-102	-91
매입채무 증가(감소)	62	-48	1	59	53
기타자산, 부채변동	-47	18	6	12	13
<b>투자활동 현금</b>	<b>-403</b>	<b>-206</b>	<b>-147</b>	<b>-334</b>	<b>-389</b>
유형자산처분(취득)	-219	-158	-142	-234	-286
무형자산 감소(증가)	-32	-32	-30	-34	-34
투자자산 감소(증가)	-159	-8	-337	-26	-27
기타투자활동	7	-8	361	-41	-43
<b>재무활동 현금</b>	<b>-387</b>	<b>-216</b>	<b>-109</b>	<b>-72</b>	<b>-76</b>
차입금의 증가(감소)	-206	-145	-70	0	0
자본의 증가(감소)	-81	-69	-69	-72	-76
배당금의 지급	81	69	69	72	76
기타재무활동	-100	-2	29	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-62</b>	<b>120</b>	<b>-152</b>	<b>295</b>	<b>280</b>
기초현금	736	674	794	642	936
기말현금	674	794	642	936	1,217

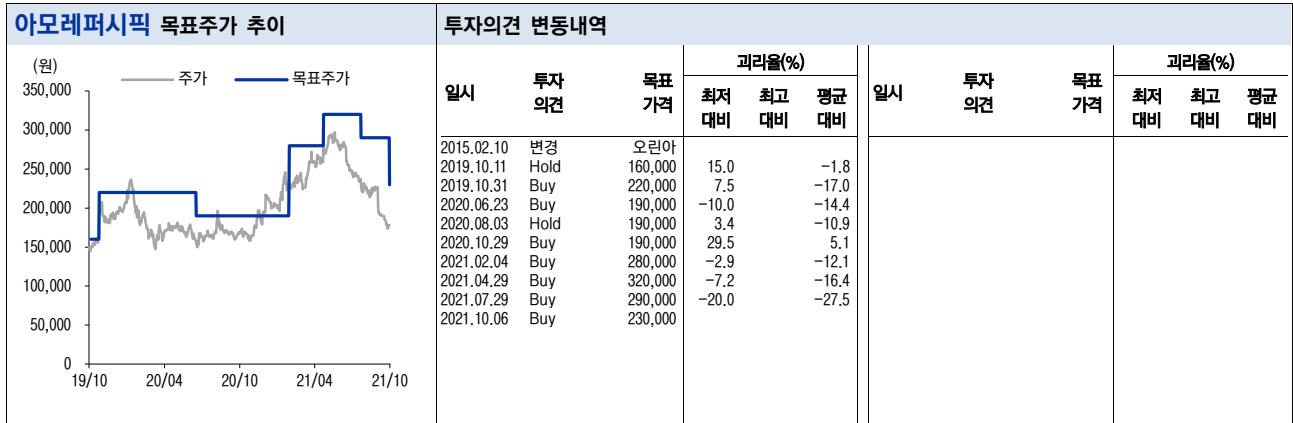
자료: 아모레퍼시픽, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>5,580</b>	<b>4,432</b>	<b>4,806</b>	<b>5,670</b>	<b>6,346</b>
매출원가	1,501	1,265	1,317	1,571	1,749
<b>매출총이익</b>	<b>4,080</b>	<b>3,167</b>	<b>3,490</b>	<b>4,099</b>	<b>4,597</b>
판매비 및 관리비	3,652	3,024	3,092	3,547	3,976
<b>영업이익</b>	<b>428</b>	<b>143</b>	<b>397</b>	<b>552</b>	<b>621</b>
(EBITDA)	913	602	618	966	1,011
금융손익	-4	-23	4	7	8
이자비용	20	17	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	1	0	0	0
기타영업외손익	-53	-96	-56	-16	9
<b>세전계속사업이익</b>	<b>371</b>	<b>25</b>	<b>345</b>	<b>543</b>	<b>637</b>
계속사업법인세비용	147	3	94	136	154
계속사업이익	224	22	252	407	483
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>224</b>	<b>22</b>	<b>252</b>	<b>407</b>	<b>483</b>
지배주주	239	35	265	443	552
<b>총포괄이익</b>	<b>240</b>	<b>26</b>	<b>252</b>	<b>407</b>	<b>483</b>
매출총이익률 (%)	73.1	71.4	72.6	72.3	72.4
영업이익률 (%)	7.7	3.2	8.3	9.7	9.8
EBITDA마진률 (%)	16.4	13.6	12.9	17.0	15.9
당기순이익률 (%)	4.0	0.5	5.2	7.2	7.6
ROA (%)	4.2	0.6	4.6	7.4	8.5
ROE (%)	5.4	0.8	5.8	9.2	10.6
ROIC (%)	6.5	3.1	7.6	11.0	12.3

### 주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	49.0	342.8	40.9	25.6	21.7
P/B	3.1	3.2	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	13.5	20.1	16.7	10.4	9.6
P/CF	13.5	22.5	24.5	14.8	14.0
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	5.7	-20.6	8.4	18.0	11.9
영업이익	-11.2	-66.6	177.8	38.9	12.5
세전이익	-18.2	-93.2	1,264.8	57.2	17.4
당기순이익	-33.2	-90.2	1,050.1	61.8	18.6
EPS	-28.1	-85.3	624.6	59.8	17.8
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	33.1	27.7	25.0	24.9	24.4
유동비율	169.1	189.0	234.7	269.3	299.6
순차입금/자기자본(x)	-7.1	-13.4	-18.0	-23.1	-27.0
영업이익/금융비용(x)	21.4	8.4	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	565	421	366	366	366
순차입금 (십억원)	-319	-600	-837	-1,154	-1,458
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,085	601	4,354	6,958	8,196
BPS	65,050	64,736	67,559	72,412	78,306
CFPS	14,764	9,138	7,274	11,992	12,737
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 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

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

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 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)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)