

2021. 11. 1



▲ 화장품/섬유이복  
Analyst **하누리**  
02. 6454-4892  
nuri.ha@meritz.co.kr

## Hold

적정주가 (12개월) **200,000 원**

현재주가 (10.29) **181,500 원**

상승여력 **10.2%**

KOSPI	2,970.68pt
시가총액	106,164억원
발행주식수	5,849만주
유동주식비율	49.81%
외국인비중	31.75%
52주 최고/최저가	297,000원/158,000원
평균거래대금	501.1억원

### 주요주주(%)

아모레퍼시픽그룹 외 4인	50.19
국민연금공단	6.38

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.8	-34.5	10.0
상대주가	3.9	-30.0	-13.8

### 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	5,580.1	427.8	238.8	3,904	-33.9	65,050	51.2	3.1	13.5	5.4	33.1
2020	4,432.2	143.0	35.1	456	-93.7	64,736	452.1	3.2	20.1	0.8	27.7
2021E	4,753.8	381.3	262.7	4,280	1,770.2	67,891	42.4	2.7	12.4	5.7	25.1
2022E	5,050.8	422.3	305.6	4,977	16.2	71,151	36.5	2.6	13.0	6.4	23.4
2023E	5,269.7	446.3	323.7	5,272	5.9	74,484	34.4	2.4	12.8	6.4	22.8

# 아모레퍼시픽 090430

## 3Q21 Review: 기대하기 어렵다

- ✓ 3Q21: 매출액 1조 1,089억원(+2%), 영업이익 503억원(-10%; OPM -1%p)
- ✓ 국내: 면세 기저 효과(3Q20 -49%, 3Q21 +15% vs. 시장 +13%), 온라인(+30%) 고성장
- ✓ 중국: 판매 부진(-11%; 설화 +50%, 이니 -53%) + 판촉 증가 = 역레버리지(-50%)
- ✓ 한류 부재했던 2013년 대비 2021E: 매출액 +53%, 영업이익 유사 수준
- ✓ 단기 실적 가시성 저하 및 중장기 구조적 위협 요인 상존 → 보수적 접근 권고

### 3Q21 수익성 훼손

아모레퍼시픽은 2021년 3분기 매출액 1조 1,089억원(+1.9% YoY; 이하 YoY), 영업이익 503억원(-10.2%; OPM 4.5%), 순이익 399억원(+314.7%)을 기록했다. 판가 인하 및 판촉 증가가 수익성을 훼손, 이익단이 시장 기대치를 크게 밑돌았다(컨센서스 대비 영업이익: -34.7%, 성과급 총당금 170억원 감안 시 -12.6%).

[국내] ① 화장품: 매출액 5,975억원(+11.8%), 영업이익 572억원(+124.5%)을 시현했다. 면세는 견조했다(3Q20 -49.2%, 3Q21 +15.3% vs. 시장 +12.8%). 온라인(+30.0%) 고성장 또한 고무적이다. 비면세의 경우 역신장 기초를 이어갔으나, 효율화 효과는 나타났다(역신장 폭: 매장 및 카운셀러 손감) 점당 매출액 감소. ② 생활용품: 매출액과 영업이익은 각각 1,240억원(-10.3%), 14억원(-86.5%)으로 역레버리지가 발생했다. 경쟁 심화 속에서(= 판매 감소), 고가 제품 재정부(= 비용 증가)에 집중된 영향이다.

[해외] ① 중국: 매출액 2,393억원(-11.0%), 영업이익 67억원(-50.2%)을 기록했다. '설화수'+50%의 선전이 '이니스프리'(-53%; 매장 수 -34%)와 '라네즈'(-15%) 부진을 상쇄 하기에 역부족이었다. 저효율 마케팅 증가가 폐점 효과를 잠식, OPM은 2.8%(-2.2%p)에 그친 것으로 보인다. ② 기타: 유럽(+1.2%)과 미국(+11.7%)의 회복은 확인되었다.

### 투자의견 Hold 및 적정주가 200,000원 유지

중국향 한류 효과가 부재했던 2013년 대비, 2021E 매출액은 +53% 증가하나, 영업이익은 유사 수준으로 회귀하겠다. 비용 증가를 동반한 매출 성장은 브랜드력 훼손을 의미한다. 비용 증가 대비 저조한 매출은 브랜드 노후화를 방증한다. 판매 회복은 더디고, 이익 개선은 제한적인 배경이다. 중국 역기저 부담과 코로나 장기화에 따른 단기 실적 가시성 저하에, 다이고 영업활동 위축 및 대중국 경쟁 심화 등 구조적 위협 요인 또한 상존한다. 보수적인 접근을 권고한다.

(십억원)	3Q21P	3Q20	(% YoY)	2Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,108.9	1,088.6	1.9	1,176.7	-5.8	1,140.1	-2.7	1,089.8	1.7
영업이익	50.3	56.0	-10.2	91.2	-44.8	77.0	-34.7	63.7	-21.1
순이익	39.9	9.6	314.4	61.1	-34.7	56.2	-29.0	38.1	4.8
영업이익률(%)	4.5	5.1	-0.6	7.8	-3.2	6.8	-2.2	5.8	-1.3

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	4,753.8	5,050.8	4,725.1	4,998.0	0.6	1.1	4,812.6	5,431.2
영업이익	381.3	422.3	388.8	450.5	-1.9	-6.3	399.6	522.8
순이익	262.7	305.6	268.3	326.5	-2.1	-6.4	283.3	389.4

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, 배, 원)	NOPLAT	Target P/E	적정가치	비고
영업가치 (A)	403	26.7	10,780	글로벌 Peer 평균 PER 40% 할인 적용
지분가치 (B)			575	2Q21 현금 및 현금성자산 장부가 기준
적정 시가총액 (C)			11,355	(A)+(B)
주식 수 (D)			57,949	유통 주식 수 기준
적정주가 (원)	195,947		200,000	(C)/(D), 반올림
현재주가 (원)			181,500	
상승여력 (%)			10.2	

자료: 메리츠증권 리서치센터

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
아모레퍼시픽	10,616	4,754	5,051	381	422	263	306	42.4	36.5	2.7	2.6	5.7	6.4	12.4	13.0
LG생활건강	18,289	8,225	8,538	1,314	1,377	857.9	904.2	22.0	20.8	3.8	3.4	16.8	15.6	12.1	11.3
L'Oreal	289,892	42,848	46,540	8,184	9,080	6,548	7,215	44.2	40.2	7.0	6.5	15.6	16.5	27.0	24.9
Estee Lauder	139,175	22,163	24,156	4,369	4,924	3,223	3,654	44.4	39.1	17.3	14.6	43.4	41.9	27.1	24.4
Shiseido	30,830	10,891	11,127	453	955	576	646	61.6	49.7	5.7	5.3	11.2	12.2	26.9	18.9
Proya	6,989	865	1,070	130	162	108	135	64.7	51.8	13.4	11.1	20.9	21.6	48.3	39.1
Shanghai Jahwa	5,289	1,517	1,721	120	178	98	148	53.5	36.2	4.1	3.8	7.7	10.6	34.7	25.2
평균(국내사 제외)								51.7	41.8	10.5	9.0	21.9	22.7	34.3	28.4

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출  
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>1,130.9</b>	<b>1,055.7</b>	<b>1,088.6</b>	<b>1,156.9</b>	<b>1,252.8</b>	<b>1,176.7</b>	<b>1,108.9</b>	<b>1,215.4</b>	<b>4,432.2</b>	<b>4,753.8</b>	<b>5,050.8</b>
<b>국내</b>	<b>760.8</b>	<b>656.7</b>	<b>672.7</b>	<b>616.3</b>	<b>813.5</b>	<b>741.8</b>	<b>721.5</b>	<b>688.0</b>	<b>2,706.5</b>	<b>2,964.8</b>	<b>3,219.4</b>
화장품	618.6	531.4	534.3	526.0	679.8	626.3	597.5	597.4	2,210.3	2,501.0	2,751.4
생활용품	142.1	125.3	138.3	90.4	133.7	115.5	124.0	90.6	496.1	463.8	468.0
<b>해외</b>	<b>373.9</b>	<b>405.4</b>	<b>423.2</b>	<b>542.8</b>	<b>447.4</b>	<b>445.2</b>	<b>384.1</b>	<b>529.8</b>	<b>1,745.3</b>	<b>1,806.5</b>	<b>1,841.0</b>
중국	240.4	283.0	268.8	392.1	324.7	300.7	239.3	368.3	1,184.3	1,232.9	1,224.8
기타 아시아	105.2	105.5	125.4	129.2	95.6	117.9	113.1	135.7	465.4	462.4	493.7
유럽	5.4	3.0	5.0	5.5	5.6	5.0	5.1	5.9	19.0	21.6	23.4
북미	23.0	13.9	23.9	15.9	21.4	21.6	26.7	19.9	76.7	89.6	99.2
<b>영업이익</b>	<b>60.9</b>	<b>35.2</b>	<b>56.0</b>	<b>-9.2</b>	<b>176.2</b>	<b>91.2</b>	<b>50.3</b>	<b>63.6</b>	<b>143.0</b>	<b>381.3</b>	<b>422.3</b>
<b>영업이익률</b>	<b>5.4</b>	<b>3.3</b>	<b>5.1</b>	<b>-0.8</b>	<b>14.1</b>	<b>7.8</b>	<b>4.5</b>	<b>5.2</b>	<b>3.2</b>	<b>8.0</b>	<b>8.4</b>
<b>국내</b>	<b>86.6</b>	<b>50.6</b>	<b>36.0</b>	<b>-56.0</b>	<b>125.3</b>	<b>82.1</b>	<b>58.7</b>	<b>28.8</b>	<b>117.2</b>	<b>294.8</b>	<b>329.1</b>
화장품	72.4	45.2	25.5	-30.5	116.4	84.4	57.2	45.2	112.6	303.3	322.1
생활용품	14.2	5.4	10.5	-25.5	8.9	-2.3	1.4	-16.5	4.6	-8.5	6.9
<b>해외</b>	<b>-32.4</b>	<b>-24.4</b>	<b>19.7</b>	<b>51.6</b>	<b>52.3</b>	<b>9.4</b>	<b>8.5</b>	<b>34.8</b>	<b>14.5</b>	<b>105.0</b>	<b>132.7</b>
중국	-18.1	0.3	13.4	44.2	43.9	8.4	6.7	34.9	39.8	93.9	107.8
기타 아시아	-11.7	-16.5	2.3	5.2	6.6	-0.9	-0.4	-2.3	-20.8	3.1	15.3
유럽	-0.8	-1.8	0.4	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	-1.7	1.4	1.6
북미	-1.7	-6.4	3.6	1.7	1.5	1.6	2.1	1.8	-2.8	7.0	8.0
<b>순이익</b>	<b>71.7</b>	<b>11.0</b>	<b>9.6</b>	<b>-57.2</b>	<b>135.2</b>	<b>61.1</b>	<b>39.9</b>	<b>26.5</b>	<b>35.1</b>	<b>262.7</b>	<b>305.6</b>
<b>순이익률</b>	<b>6.3</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>-4.9</b>	<b>10.8</b>	<b>5.2</b>	<b>3.6</b>	<b>2.2</b>	<b>0.8</b>	<b>5.5</b>	<b>6.1</b>
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>-22.1</b>	<b>-24.2</b>	<b>-22.4</b>	<b>-13.3</b>	<b>10.8</b>	<b>11.5</b>	<b>1.9</b>	<b>5.1</b>	<b>-20.6</b>	<b>7.3</b>	<b>6.2</b>
<b>국내</b>	<b>-19.1</b>	<b>-26.4</b>	<b>-27.7</b>	<b>-18.4</b>	<b>6.9</b>	<b>13.0</b>	<b>7.3</b>	<b>11.6</b>	<b>-23.1</b>	<b>9.5</b>	<b>8.6</b>
화장품	-21.6	-31.1	-31.5	-19.8	9.9	17.9	11.8	13.6	-26.3	13.2	10.0
생활용품	-6.1	4.2	-8.2	-8.2	-5.9	-7.8	-10.3	0.2	-4.7	-6.5	0.9
<b>해외</b>	<b>-28.3</b>	<b>-20.8</b>	<b>-13.0</b>	<b>-2.7</b>	<b>19.7</b>	<b>9.8</b>	<b>-9.2</b>	<b>-2.4</b>	<b>-16.0</b>	<b>3.5</b>	<b>1.9</b>
중국	-33.3	-10.4	-10.6	6.6	35.1	6.3	-11.0	-6.1	-11.9	4.1	-0.7
기타 아시아	-23.4	-37.9	-17.1	-19.4	-9.1	11.8	-9.8	5.0	-24.8	-0.6	6.8
유럽	-7.5	-37.2	-14.6	4.5	4.3	64.5	1.2	6.7	-13.1	13.8	8.2
북미	26.4	-36.2	-16.3	-35.1	-7.1	55.6	11.7	25.2	-17.5	16.8	10.7
<b>영업이익</b>	<b>-67.3</b>	<b>-59.9</b>	<b>-47.9</b>	<b>적전</b>	<b>189.2</b>	<b>158.9</b>	<b>-10.2</b>	<b>흑전</b>	<b>-66.6</b>	<b>166.6</b>	<b>10.7</b>
<b>영업이익률</b>	<b>-7.5</b>	<b>-3.0</b>	<b>-2.5</b>	<b>-4.2</b>	<b>8.7</b>	<b>4.4</b>	<b>-0.6</b>	<b>6.0</b>	<b>-4.4</b>	<b>4.8</b>	<b>0.3</b>
<b>국내</b>	<b>-33.1</b>	<b>-31.3</b>	<b>-56.5</b>	<b>적전</b>	<b>44.7</b>	<b>62.3</b>	<b>62.9</b>	<b>흑전</b>	<b>-63.3</b>	<b>151.5</b>	<b>11.6</b>
화장품	-38.4	-40.5	-65.5	적전	60.8	86.7	124.5	흑전	-64.4	169.4	6.2
생활용품	19.8	흑전	16.7	-68.9	-37.3	적전	-86.5	적지	38.1	적전	흑전
<b>해외</b>	<b>적전</b>	<b>적전</b>	<b>-43.5</b>	<b>1,512.5</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>-56.7</b>	<b>-32.5</b>	<b>-86.1</b>	<b>626.9</b>	<b>26.3</b>
중국	적전	-98.9	-61.6	396.6	흑전	2,875.1	-50.2	-21.1	-66.5	135.8	14.8
기타 아시아	적전	-1,481.4	흑전	흑전	흑전	적지	적전	-143.7	적전	흑전	391.2
유럽	72.2	48.7	흑전	흑전	흑전	흑전	2.0	-17.2	81.0	흑전	15.0
북미	66.0	-1,272.3	181.3	흑전	흑전	흑전	-40.7	5.3	59.1	흑전	14.1
<b>순이익</b>	<b>-42.0</b>	<b>-81.9</b>	<b>-90.7</b>	<b>-15.8</b>	<b>88.6</b>	<b>454.7</b>	<b>314.4</b>	<b>흑전</b>	<b>-85.3</b>	<b>647.8</b>	<b>16.3</b>

주: 중국 및 아시아는 당사 예상치 기준  
 자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

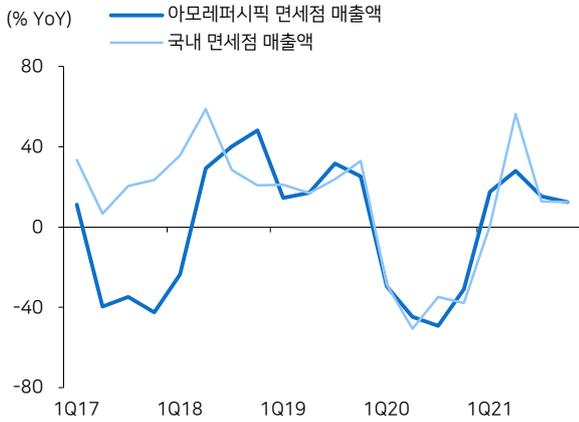
(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E	
<b>국내 (화장품)</b>	<b>618.6</b>	<b>531.4</b>	<b>534.3</b>	<b>526.0</b>	<b>679.8</b>	<b>626.3</b>	<b>597.5</b>	<b>597.4</b>	<b>2,210.3</b>	<b>2,501.0</b>	<b>2,751.4</b>	
<b>매출액</b>												
영업이익	72.4	45.2	25.5	-30.5	116.4	84.4	57.2	45.2	112.6	303.3	322.1	
<b>영업이익률</b>	<i>11.7</i>	<i>8.5</i>	<i>4.8</i>	<i>-5.8</i>	<i>17.1</i>	<i>13.5</i>	<i>9.6</i>	<i>7.6</i>	<i>5.1</i>	<i>12.1</i>	<i>11.7</i>	
<b>면세</b>	<b>258.7</b>	<b>197.0</b>	<b>222.0</b>	<b>271.2</b>	<b>303.9</b>	<b>252.2</b>	<b>256.0</b>	<b>305.1</b>	<b>948.8</b>	<b>1,117.1</b>	<b>1,229.8</b>	
<b>매출액</b>												
영업이익	46.6	31.5	24.4	29.8	59.3	44.1	35.8	33.6	132.3	172.8	194.3	
<b>영업이익률</b>	<i>18.0</i>	<i>16.0</i>	<i>11.0</i>	<i>11.0</i>	<i>19.5</i>	<i>17.5</i>	<i>14.0</i>	<i>11.0</i>	<i>13.9</i>	<i>15.5</i>	<i>15.8</i>	
<b>매출 비중</b>	<b>연결 실적 대비</b>	<b>22.9</b>	<b>18.7</b>	<b>20.4</b>	<b>23.4</b>	<b>24.3</b>	<b>21.4</b>	<b>23.1</b>	<b>25.1</b>	<b>21.4</b>	<b>23.5</b>	<b>24.3</b>
국내 실적 대비	41.8	37.1	41.5	51.6	44.7	40.3	42.8	51.1	42.9	44.7	44.7	
<b>영업이익 비중</b>	<b>연결 실적 대비</b>	<b>76.4</b>	<b>89.5</b>	<b>43.6</b>	<b>-323.9</b>	<b>33.6</b>	<b>48.4</b>	<b>71.2</b>	<b>52.8</b>	<b>92.5</b>	<b>45.3</b>	<b>46.0</b>
국내 실적 대비	64.3	69.7	95.8	-97.8	50.9	52.3	62.6	74.2	117.5	57.0	60.3	
<b>해외</b>	<b>373.9</b>	<b>405.4</b>	<b>423.2</b>	<b>542.8</b>	<b>447.4</b>	<b>445.2</b>	<b>384.1</b>	<b>529.8</b>	<b>1,745.3</b>	<b>1,806.5</b>	<b>1,841.0</b>	
<b>매출액</b>												
영업이익	-32.4	-24.4	19.7	51.6	52.3	9.4	8.5	34.8	14.5	105.0	132.7	
<b>영업이익률</b>	<i>-8.7</i>	<i>-6.0</i>	<i>4.6</i>	<i>9.5</i>	<i>11.7</i>	<i>2.1</i>	<i>2.2</i>	<i>6.6</i>	<i>0.8</i>	<i>5.8</i>	<i>7.2</i>	
<b>중국</b>	<b>240.4</b>	<b>283.0</b>	<b>268.8</b>	<b>392.1</b>	<b>324.7</b>	<b>300.7</b>	<b>239.3</b>	<b>368.3</b>	<b>1,184.3</b>	<b>1,232.9</b>	<b>1,224.8</b>	
<b>매출액</b>												
영업이익	-18.1	0.3	13.4	44.2	43.9	8.4	6.7	34.9	39.8	93.9	107.8	
<b>영업이익률</b>	<i>-7.5</i>	<i>0.1</i>	<i>5.0</i>	<i>11.3</i>	<i>13.5</i>	<i>2.8</i>	<i>2.8</i>	<i>9.5</i>	<i>3.4</i>	<i>7.6</i>	<i>8.8</i>	
<b>매출 비중</b>	<b>연결 실적 대비</b>	<b>21.3</b>	<b>26.8</b>	<b>24.7</b>	<b>33.9</b>	<b>25.9</b>	<b>25.6</b>	<b>21.6</b>	<b>30.3</b>	<b>26.7</b>	<b>25.9</b>	<b>24.2</b>
해외 실적 대비	64.3	69.8	63.5	72.2	72.6	67.5	62.3	69.5	67.9	68.3	66.5	
<b>영업이익 비중</b>	<b>연결 실적 대비</b>	<b>-29.7</b>	<b>0.8</b>	<b>24.0</b>	<b>-480.2</b>	<b>24.9</b>	<b>9.2</b>	<b>13.3</b>	<b>54.9</b>	<b>27.8</b>	<b>24.6</b>	<b>25.5</b>
해외 실적 대비	55.9	-1.2	68.4	85.7	83.9	89.6	78.8	100.2	275.6	89.4	81.2	

주: 면세 및 중국 영업이익은 당사 추정치 기준  
 자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2020	2021E	2022E
<b>국내 (화장품)</b>	<b>618.6</b>	<b>531.4</b>	<b>534.3</b>	<b>526.0</b>	<b>679.8</b>	<b>626.3</b>	<b>597.5</b>	<b>597.4</b>	<b>2,210.3</b>	<b>2,501.0</b>	<b>2,751.4</b>
<b>온라인</b>	<b>182.9</b>	<b>178.3</b>	<b>157.0</b>	<b>156.5</b>	<b>237.7</b>	<b>249.6</b>	<b>204.1</b>	<b>203.5</b>	<b>674.7</b>	<b>895.0</b>	<b>1,074.0</b>
<b>오프라인 - 면세</b>	<b>258.7</b>	<b>197.0</b>	<b>222.0</b>	<b>271.2</b>	<b>303.9</b>	<b>252.2</b>	<b>256.0</b>	<b>305.1</b>	<b>948.8</b>	<b>1,117.1</b>	<b>1,229.8</b>
<b>오프라인 - 비면세</b>	<b>177.1</b>	<b>156.1</b>	<b>155.3</b>	<b>98.3</b>	<b>138.1</b>	<b>124.5</b>	<b>137.4</b>	<b>88.8</b>	<b>586.7</b>	<b>488.9</b>	<b>447.7</b>
방판	115.8	89.1	80.9	60.2	96.5	83.3	76.4	57.0	346.0	313.2	300.0
백화점	56.1	55.8	44.0	36.7	50.6	52.8	40.3	34.7	192.5	178.4	170.0
전문점	42.3	34.2	28.1	20.9	32.4	25.7	20.7	17.6	125.6	96.4	79.4
할인점	11.2	10.2	9.8	7.0	9.8	8.7	8.4	6.0	38.1	33.0	29.5
<b>(% YoY)</b>											
<b>국내 (화장품)</b>	<b>-21.6</b>	<b>-31.1</b>	<b>-31.5</b>	<b>-19.8</b>	<b>9.9</b>	<b>17.9</b>	<b>11.8</b>	<b>13.6</b>	<b>-26.3</b>	<b>13.2</b>	<b>10.0</b>
<b>온라인</b>	<b>80.0</b>	<b>60.0</b>	<b>40.0</b>	<b>30.0</b>	<b>30.0</b>	<b>40.0</b>	<b>30.0</b>	<b>30.0</b>	<b>51.4</b>	<b>32.6</b>	<b>20.0</b>
<b>오프라인 - 면세</b>	<b>-29.5</b>	<b>-44.8</b>	<b>-49.2</b>	<b>-30.9</b>	<b>17.5</b>	<b>28.0</b>	<b>15.3</b>	<b>12.5</b>	<b>-38.9</b>	<b>17.7</b>	<b>10.1</b>
<b>오프라인 - 비면세</b>	<b>-44.8</b>	<b>-48.6</b>	<b>-32.6</b>	<b>-31.4</b>	<b>-22.0</b>	<b>-20.2</b>	<b>-11.5</b>	<b>-9.6</b>	<b>-41.2</b>	<b>-16.7</b>	<b>-8.4</b>
방판	-25.4	-34.2	-32.6	-15.0	-16.7	-6.5	-5.5	-5.3	-29.7	-9.5	-4.2
백화점	-23.1	-22.5	-26.9	-27.8	-9.7	-5.4	-8.4	-5.4	-24.7	-7.3	-4.7
전문점	-56.1	-56.5	-56.7	-51.8	-23.4	-24.9	-26.4	-16.0	-55.7	-23.3	-17.6
할인점	-30.8	-30.8	-30.8	-30.8	-12.2	-14.0	-13.8	-13.5	-30.8	-13.3	-10.7

주: 오프라인 비면세 채널별 매출액은 당사 추정치 기준  
 자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

그림1 아모레퍼시픽 국내 면세 매출 vs. 면세 시장



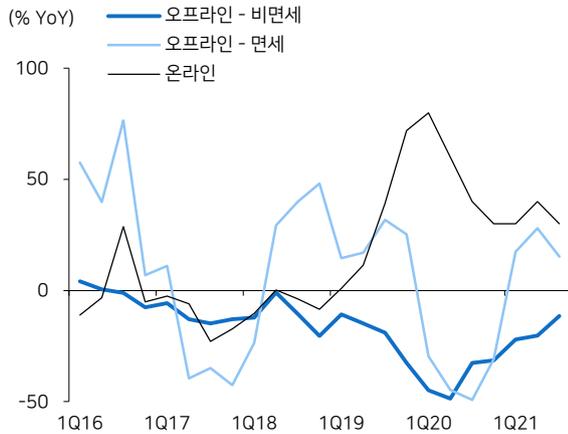
자료: 아모레퍼시픽, 한국면세점협회, 메리츠증권 리서치센터

그림2 아모레퍼시픽 중국 매출 vs. 중국 화장품 소매



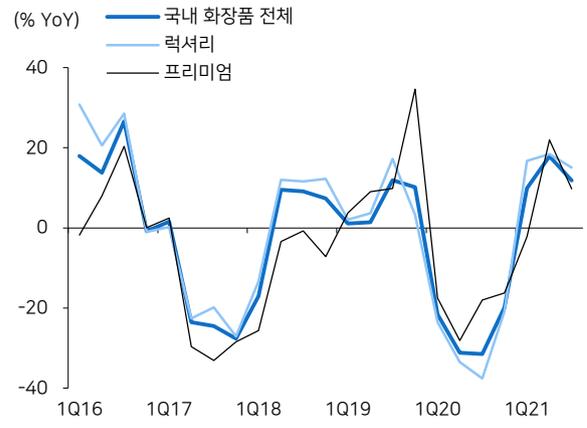
자료: 아모레퍼시픽, 중국 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림3 아모레퍼시픽 국내 화장품 채널별 매출 성장률



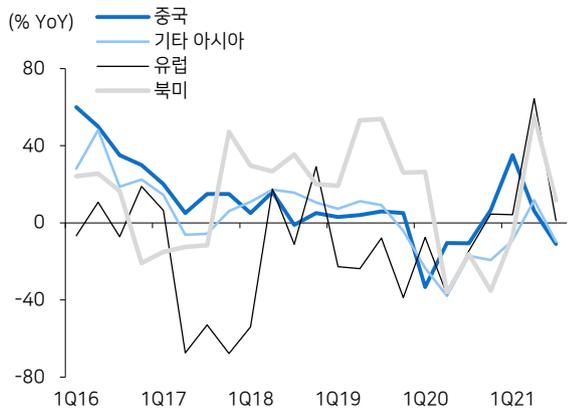
자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

그림4 아모레퍼시픽 국내 화장품 카테고리별 매출 성장률



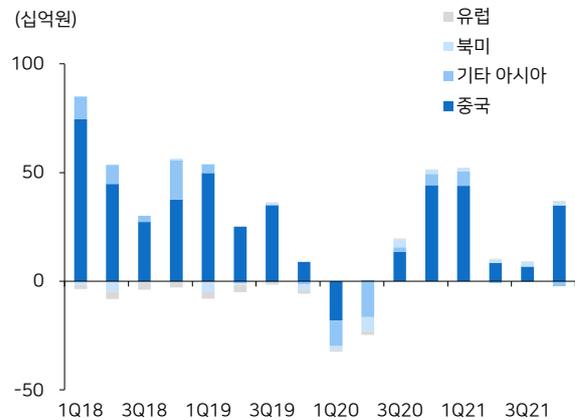
자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

그림5 아모레퍼시픽 해외 권역별 매출 성장률



자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

그림6 아모레퍼시픽 해외 권역별 영업이익



자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

## 아모레퍼시픽 (090430)

### Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>5,580.1</b>	<b>4,432.2</b>	<b>4,753.8</b>	<b>5,050.8</b>	<b>5,269.7</b>
매출액증가율 (%)	5.7	-20.6	7.3	6.2	4.3
매출원가	1,500.5	1,265.4	1,303.0	1,381.0	1,435.5
매출총이익	4,079.6	3,166.8	3,450.8	3,669.9	3,834.2
판매관리비	3,651.8	3,023.8	3,069.4	3,247.6	3,387.9
<b>영업이익</b>	<b>427.8</b>	<b>143.0</b>	<b>381.3</b>	<b>422.3</b>	<b>446.3</b>
영업이익률	7.7	3.2	8.0	8.4	8.5
금융손익	-5.2	-5.2	-5.5	-5.8	-6.2
종속/관계기업손익	-0.3	0.7	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	-51.7	-113.2	-21.1	-3.8	-3.0
세전계속사업이익	370.6	25.3	354.9	412.7	437.2
법인세비용	146.8	3.4	92.2	107.3	113.7
<b>당기순이익</b>	<b>223.8</b>	<b>21.9</b>	<b>262.6</b>	<b>305.4</b>	<b>323.5</b>
지배주주지분 손이익	238.8	35.1	262.7	305.6	323.7

### Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	<b>1,803.1</b>	<b>1,825.7</b>	<b>2,390.1</b>	<b>2,730.2</b>	<b>3,108.3</b>
현금및현금성자산	673.6	793.7	918.3	1,189.6	1,523.6
매출채권	365.9	283.8	317.8	343.3	353.6
재고자산	452.6	414.5	480.8	514.5	540.2
<b>비유동자산</b>	<b>4,185.9</b>	<b>3,876.2</b>	<b>3,470.1</b>	<b>3,327.7</b>	<b>3,201.9</b>
유형자산	2,661.8	2,566.3	2,230.4	2,065.6	1,935.5
무형자산	226.5	208.8	210.8	228.8	228.8
투자자산	48.4	92.9	101.9	106.2	110.6
<b>자산총계</b>	<b>5,989.0</b>	<b>5,701.9</b>	<b>5,860.2</b>	<b>6,057.9</b>	<b>6,310.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,066.6</b>	<b>966.0</b>	<b>926.7</b>	<b>890.3</b>	<b>905.7</b>
매입채무	172.5	117.6	127.0	134.7	141.4
단기차입금	52.8	154.2	137.8	115.8	95.8
유동성장기부채	46.5	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>423.6</b>	<b>271.6</b>	<b>249.2</b>	<b>258.4</b>	<b>265.3</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>1,490.2</b>	<b>1,237.5</b>	<b>1,175.9</b>	<b>1,148.7</b>	<b>1,171.0</b>
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	723.5	723.5	723.5	723.5	723.5
기타포괄이익누계액	-24.7	-20.3	-6.8	-6.8	-6.8
이익잉여금	3,873.8	3,847.8	4,054.3	4,279.5	4,509.6
비지배주주지분	9.3	-3.5	-3.6	-3.8	-4.1
<b>자본총계</b>	<b>4,498.8</b>	<b>4,464.4</b>	<b>4,684.3</b>	<b>4,909.2</b>	<b>5,139.1</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>718.3</b>	<b>554.4</b>	<b>788.4</b>	<b>583.7</b>	<b>679.7</b>
당기순이익(손실)	223.8	21.9	262.6	305.4	323.5
유형자산상각비	485.5	458.5	448.7	344.8	308.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-161.4	39.8	-12.0	-81.1	-5.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-403.2</b>	<b>-206.4</b>	<b>-545.4</b>	<b>-204.2</b>	<b>-185.0</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-246.6	-183.0	-226.5	-180.0	-178.0
투자자산의감소(증가)	6.0	-44.5	-9.0	-4.3	-4.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-387.4</b>	<b>-216.0</b>	<b>-123.3</b>	<b>-108.2</b>	<b>-160.7</b>
차입금의 증감	448.7	-144.1	-39.0	-13.1	-13.4
자본의 증가	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-61.9	120.2	124.6	271.3	334.0
기초현금	735.5	673.6	793.7	918.3	1,189.6
기말현금	673.6	793.7	918.3	1,189.6	1,523.6

### Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	95,455	75,818	81,303	86,350	90,091
EPS(지배주주)	3,904	456	4,280	4,977	5,272
CFPS	17,430	10,789	13,979	13,201	13,661
EBITDAPS	15,624	10,290	14,195	13,115	12,899
BPS	65,050	64,736	67,891	71,151	74,484
DPS	1,000	800	1,163	1,352	1,432
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.6	0.7	0.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	51.2	452.1	42.4	36.5	34.4
PCR	11.5	19.1	13.0	13.7	13.3
PSR	2.1	2.7	2.2	2.1	2.0
PBR	3.1	3.2	2.7	2.6	2.4
EBITDA	913.3	601.5	830.0	767.1	754.5
EV/EBITDA	13.5	20.1	12.4	13.0	12.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	5.4	0.8	5.7	6.4	6.4
EBITDA 이익률	16.4	13.6	17.5	15.2	14.3
부채비율	33.1	27.7	25.1	23.4	22.8
금융비용부담률	0.4	0.4	0.3	0.3	1.0
이자보상배율(x)	21.4	8.4	25.2	28.8	8.3
매출채권회전율(x)	17.1	13.6	15.8	15.3	15.1
재고자산회전율(x)	13.0	10.2	10.6	10.1	10.0

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간 증가대비 3등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자 의견 비율**

투자 의견	비율
매수	80.9%
중립	19.1%
매도	0.0%

2021년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.10.31	기업브리프	Buy	215,000	양지혜	-11.8	-3.5	
2019.11.29	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	-19.2	-16.0	
2019.12.31				Univ out.			
2020.04.22	산업분석	Buy	210,000	하누리	-20.1	-13.6	
2020.08.03	기업브리프	Buy	200,000	하누리	-10.2	8.5	
2021.01.13	기업브리프	Buy	240,000	하누리	-5.5	2.5	
2021.02.04	기업브리프	Buy	270,000	하누리	-11.0	0.7	
2021.04.07	기업브리프	Buy	300,000	하누리	-12.8	-10.0	
2021.04.29	기업브리프	Buy	340,000	하누리	-19.0	-12.6	
2021.07.09	산업브리프	Buy	330,000	하누리	-27.3	-25.8	
2021.07.29	기업브리프	Hold	270,000	하누리	-20.9	-14.1	
2021.09.29	산업분석	Hold	200,000	하누리	-	-	