

2023. 1. 9



▲ 화장품/의류

Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **170,000 원**

현재주가 (1.6) **137,500 원**

상승여력 **23.6%**

KOSPI	2,289.97pt
시가총액	80,428억원
발행주식수	5,849만주
유동주식비율	49.76%
외국인비중	25.29%
52주 최고/최저가	191,000원/89,700원
평균거래대금	419.9억원

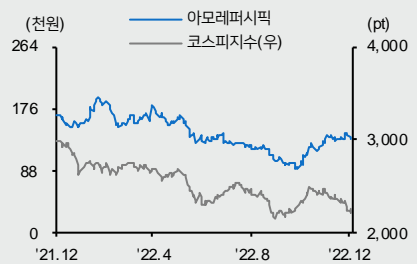
주요주주(%)

아모레퍼시픽그룹 외 10 인	50.15
국민연금공단	7.39

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.9	5.4	-15.9
상대주가	6.4	5.5	7.3

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	4,432.2	143.0	35.1	456	-93.7	64,736	452.1	3.2	20.1	0.8	27.7
2021	4,863.1	343.4	193.7	3,135	1,174.2	68,950	53.3	2.4	13.9	4.2	28.9
2022E	4,149.0	208.9	132.3	2,140	-31.7	70,026	64.2	2.0	9.8	2.8	27.1
2023E	4,449.0	352.7	240.4	3,890	81.7	72,839	35.4	1.9	10.8	4.9	27.9
2024E	4,757.8	403.2	286.3	4,632	19.1	75,770	29.7	1.8	9.9	5.6	27.7

아모레퍼시픽 090430

4Q22E Preview: 영업이익 +102%

- ✓ 4Q22E 매출액 1조 1,018억원(-17%), 영업이익 516억원(+102%, OPM 5%)
- ✓ 국내: 면세 -48%, 온라인 -4% vs. PS 총당금 제거 → 매출 -26%, 영업이익 -6%
- ✓ 중국: 설화수/라네즈 역기저, 이니/마몽드 폐점 vs. 비용 축소 → 매출 -26%, 흑전
- ✓ 서구: 점점 확대 및 타타하퍼 연결 → 미국 +103%, 유럽 +45%
- ✓ 채널 효율화, 제품 프리미엄화, 지역 다변화 기반 구조적 증익 → 매수 접근 추천

4Q22E 드디어 돈 번다

아모레퍼시픽은 2022년 4분기 매출액 1조 1,018억원(-16.8% YoY; 이하 YoY), 영업이익 516억원(+101.8%, OPM 4.7%), 순이익 214억원(흑전)을 기록할 전망이다. 중국향 판매 감소는 여전하나, 구조조정 효과(4Q21 중국 이니스프리 -450억원) 및 일회성 비용 제거(4Q21 인센티브 총당금 400억원)로 수익성은 크게 개선되겠다.

[국내] 화장품 매출액과 영업이익으로 각각 5,115억원(-25.8%), 364억원(-6.0%)을 추정한다. 주력 채널인 면세(-48.0% Y/+19.3% Q)와 온라인(-4.0%; 내수 +15%/비중 7 vs. 역직구 -50%/비중 3) 모두 부진하나, 인건비 축소로 감익 폭은 줄겠다.

[해외] 중국: 매출액 2,408억원(-26.3% Y/+72.7% Q), 영업이익 48억원(흑전)을 예상한다. 설화수(-15.5%)와 라네즈(-31.4%)는 기저 부담, 이니스프리(-52.5%)와 마몽드(-68.3%)는 매장 철수를 감안했다. 4Q21 폐점 비용 제거에 4Q22E 광판비 감액 집행을 감안, 흑자로 전환하겠다. **서구:** 점점 확대(세포라 확장 및 아마존 입점)에 따른 고성장이 기대된다(북미 +103.0%, 유럽 +44.5%), 타타하퍼 인수 비용으로 북미 마진율(OPM 7.6%)이 일시 하락하겠으나, 절대 이익 규모는 배증할 것으로 본다(타타하퍼: 분기 평균 매출액 100억원, 영업이익 28억원 예상, 11월 편입 시작).

투자 의견 Buy 및 적정주가 170,000원 제시

구조적 증익 구간에 진입한다(2023E 영업이익: 연결 +1,439억원/+68.9%, 중국 +713억원/흑전, 북미 +22.7억원/+85.3%). 채널 효율화(오프라인 축소 및 온라인 집중)와 제품 프리미엄화(중국 비중: 설화수 52.9%/+5.3%p vs. 이니 8.1%/-4.6%p), 지역 다변화(2021년/2023E 이익 비중: 면세 49.7%/27.3%, 북미 2.0%/13.9%)에 기반한다. 중국 투자 모멘텀 또한 강화되고 있다. 매수 접근이 유효하다.

(십억원)	4Q22E	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,101.8	1,324.7	-16.8	936.4	17.7	1,124.1	-2.0
영업이익	51.6	25.6	101.8	18.8	174.3	45.4	13.6
순이익	21.4	-42.5	-150.5	24.2	-11.4	34.7	-38.2
영업이익률(%)	4.7	1.9	2.8	2.0	2.7	4.0	0.6

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	4,149.0	4,449.0	4,129.4	4,415.2	0.5	0.8	4,164.3	4,629.1
영업이익	208.8	352.7	212.1	345.9	-1.5	2.0	203.9	361.9
순이익	132.3	240.4	185.7	292.4	-28.8	-17.8	130.5	273.1

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, 천주, 원, %)	적정가치	비고
영업가치	371	12개월 선행 NOPLAT 기준
지분가치	27	글로벌 Peer 12개월 선행 PER 평균에 25% 할인 적용
적정 시가총액	10,178	
주식 수	58,442	유통 주식 수
적정주가 (원)	170,000	
현재주가 (원)	137,500	
상승여력 (%)	23.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
아모레퍼시픽	8,043	4,149	4,449	209	353	132	240	64.2	35.4	2.0	1.9	2.8	4.9	9.8	10.8
LG생활건강	11,339	7,342	8,005	727	922	440	588	26.4	19.9	2.3	2.1	8.0	10.1	12.1	9.8
L'Oreal	246,252	54,805	58,622	10,896	11,798	8,620	9,385	28.5	26.2	6.2	5.7	23.6	23.6	18.9	17.5
Estee Lauder	112,924	24,078	26,281	4,521	5,192	3,334	3,847	35.0	30.0	14.5	13.0	40.0	48.6	21.6	18.8
Shiseido	25,332	10,542	11,231	832	1,128	582	775	43.0	32.2	4.4	4.1	11.1	13.5	18.2	15.8
Proya	8,780	1,390	1,719	212	266	177	227	48.8	38.0	10.6	8.6	23.4	24.1	35.4	27.9
Shanghai Jahwa	3,998	1,608	1,791	168	203	143	174	27.4	22.9	2.7	2.5	10.0	10.9	18.9	16.1
평균(국내사 제외)								44.7	32.5	8.4	7.3	21.1	21.0	25.1	20.4

주: 평균 값은 글로벌 회사 기준 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표5 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	1,252.8	1,176.7	1,108.9	1,324.7	1,165.0	945.7	936.4	1,101.8	4,863.1	4,149.0	4,449.0
국내	813.5	741.8	721.5	798.9	732.8	627.8	587.1	598.9	3,075.7	2,546.6	2,741.0
화장품	679.8	626.3	597.5	689.7	606.9	531.5	488.8	511.5	2,593.3	2,138.7	2,337.9
생활용품	133.7	115.5	124.0	109.3	125.9	96.3	98.3	87.4	482.5	407.9	403.1
해외	447.4	445.2	384.1	525.6	419.9	297.2	334.8	485.9	1,802.3	1,537.8	1,687.0
중국	323.5	300.3	232.6	326.5	292.2	112.0	139.5	240.8	1,183.0	784.5	789.1
기타 아시아	96.8	118.3	119.8	163.5	87.4	143.5	134.7	176.5	498.4	542.1	594.5
유럽	5.6	5.0	5.1	6.4	5.5	5.7	8.1	9.2	22.1	28.5	33.4
북미	21.4	21.6	26.7	29.2	34.8	36.0	52.5	59.3	98.9	182.6	269.9
영업이익	176.2	91.2	50.3	25.6	158.0	-19.5	18.8	51.6	343.4	208.8	352.7
영업이익률	14.1	7.8	4.5	1.9	13.6	-2.1	2.0	4.7	7.1	5.0	7.9
국내	125.3	82.1	58.7	34.0	112.0	36.7	29.4	32.0	300.1	210.1	244.1
화장품	116.4	84.4	57.2	41.8	104.2	40.1	28.6	36.4	299.8	209.3	237.9
생활용품	8.9	-2.3	1.4	-7.8	7.8	-3.4	0.8	-4.5	0.2	0.7	6.2
해외	52.3	9.4	8.5	-18.4	42.1	-42.5	-9.2	12.3	51.8	2.7	110.1
중국	43.7	8.4	6.5	-19.0	27.8	-42.8	-17.7	4.8	39.6	-27.9	43.4
기타 아시아	6.8	-0.9	-0.2	-2.2	6.4	-3.7	-3.4	2.2	3.6	1.6	14.2
유럽	0.3	0.3	0.4	0.6	0.4	0.4	0.9	0.8	1.6	2.5	3.3
북미	1.5	1.6	1.7	2.2	7.5	3.6	11.0	4.5	7.0	26.6	49.3
순이익	135.2	61.1	39.9	-42.5	117.4	-30.8	24.2	21.4	193.7	132.3	240.4
순이익률	10.8	5.2	3.6	-3.2	10.1	-3.3	2.6	1.9	4.0	3.2	5.4
(% YoY)											
매출액	10.8	11.5	1.9	14.5	-7.0	-19.6	-15.6	-16.8	9.7	-14.7	7.2
국내	6.9	13.0	7.3	29.6	-9.9	-15.4	-18.6	-25.0	13.6	-17.2	7.6
화장품	9.9	17.9	11.8	31.1	-10.7	-15.1	-18.2	-25.8	17.3	-17.5	9.3
생활용품	-5.9	-7.8	-10.3	20.9	-5.8	-16.6	-20.7	-20.0	-2.8	-15.5	-1.2
해외	19.7	9.8	-9.2	-3.2	-6.1	-33.2	-12.8	-7.6	3.3	-14.7	9.7
중국	34.6	6.1	-12.9	-13.9	-9.7	-62.7	-40.0	-26.3	1.1	-33.7	0.6
기타 아시아	-8.0	12.1	-5.8	15.1	-9.7	21.3	12.5	8.0	3.8	8.8	9.7
유럽	4.3	64.5	1.2	15.5	-2.3	14.0	58.8	44.5	16.4	29.0	17.1
북미	-7.1	55.6	11.7	83.8	62.6	66.7	96.6	103.0	28.9	84.6	47.9
영업이익	189.2	158.9	-10.2	흑전	-10.4	적전	-62.6	101.8	140.1	-39.2	68.9
영업이익률	8.7	4.4	-0.6	2.7	-0.5	-9.8	-2.5	2.8	3.8	-2.0	2.9
국내	44.7	62.3	62.9	흑전	-10.6	-55.3	-49.9	-6.0	156.0	-30.0	16.2
화장품	60.8	86.7	124.5	흑전	-10.5	-52.5	-50.0	-12.8	166.3	-30.2	13.6
생활용품	-37.3	적전	-86.5	적지	-12.4	적지	-43.7	적지	-95.2	221.8	777.1
해외	흑전	흑전	-56.7	적전	-19.5	적전	적전	흑전	258.5	-94.8	3,951.0
중국	흑전	2,871.6	-51.2	적전	-36.4	적전	적전	흑전	3.5	적전	흑전
기타 아시아	흑전	-94.7	적전	적전	-5.3	적지	적지	흑전	흑전	-56.3	807.9
유럽	흑전	흑전	2.0	15.5	36.8	23.5	118.4	44.5	흑전	58.3	31.1
북미	흑전	흑전	-51.4	30.2	398.5	132.0	530.3	103.0	흑전	278.9	85.3
순이익	88.6	454.7	314.4	25.7	-13.1	적전	-0.4	흑전	451.3	-31.7	81.7

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

아모레퍼시픽 (090430)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	4,432.2	4,863.1	4,149.0	4,449.0	4,757.8
매출액증가율 (%)	-20.6	9.7	-14.7	7.2	6.9
매출원가	1,265.4	1,362.6	1,339.4	1,342.3	1,416.8
매출총이익	3,166.8	3,500.5	2,809.6	3,106.7	3,341.1
판매관리비	3,023.8	3,157.1	2,600.7	2,754.0	2,937.9
영업이익	143.0	343.4	208.9	352.7	403.2
영업이익률	3.2	7.1	5.0	7.9	8.5
금융손익	-5.2	-0.9	-13.2	-14.5	-15.5
중속/관계기업손익	0.7	0.9	7.4	7.4	7.4
기타영업외손익	-113.2	-45.5	-2.9	1.2	18.0
세전계속사업이익	25.3	297.9	200.2	346.9	413.2
법인세비용	3.4	117.0	76.6	122.4	145.8
당기순이익	21.9	180.9	123.5	224.5	267.4
지배주주지분 손이익	35.1	193.7	132.3	240.4	286.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,825.7	2,018.5	2,369.8	2,736.6	3,049.0
현금및현금성자산	793.7	537.7	919.4	1,233.7	1,497.9
매출채권	283.8	295.8	319.4	329.0	338.9
재고자산	414.5	493.2	527.8	554.1	581.8
비유동자산	3,876.2	4,098.2	3,738.4	3,640.3	3,550.3
유형자산	2,566.3	2,541.4	2,329.9	2,200.5	2,094.8
무형자산	208.8	201.7	218.7	218.7	218.7
투자자산	92.9	411.5	292.0	323.3	339.0
자산총계	5,701.9	6,116.7	6,108.2	6,376.9	6,599.3
유동부채	966.0	1,157.5	1,129.8	1,208.5	1,241.5
매입채무	117.6	123.4	130.8	137.4	144.2
단기차입금	154.2	199.1	224.7	204.7	184.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	271.6	214.9	170.8	182.5	188.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,237.5	1,372.4	1,300.6	1,391.0	1,430.0
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	723.5	795.8	796.0	796.0	796.0
기타포괄이익누계액	-20.3	11.9	26.6	26.6	26.6
이익잉여금	3,847.8	3,937.8	3,997.8	4,192.0	4,394.4
비지배주주지분	-3.5	-16.7	-27.8	-43.7	-62.6
자본총계	4,464.4	4,744.3	4,807.6	4,985.9	5,169.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	554.4	691.4	557.3	584.7	561.6
당기순이익(손실)	21.9	180.9	123.5	224.5	267.4
유형자산상각비	458.5	361.9	554.1	307.4	283.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	39.8	-94.5	-150.0	52.8	10.5
투자활동 현금흐름	-206.4	-708.4	-44.4	-213.6	-198.2
유형자산의증가(CAPEX)	-183.0	-91.2	-245.9	-178.0	-178.0
투자자산의감소(증가)	-44.5	-318.6	119.6	-31.3	-15.7
재무활동 현금흐름	-216.0	-226.0	-155.3	-56.8	-99.2
차입금의 증감	-144.1	-30.7	-14.6	-10.6	-15.3
자본의 증가	0.0	72.3	0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	120.2	-256.0	381.7	314.3	264.2
기초현금	673.6	793.7	537.7	919.4	1,233.7
기말현금	793.7	537.7	919.4	1,233.7	1,497.9

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	75,818	83,173	70,931	76,060	81,341
EPS(지배주주)	456	3,135	2,140	3,890	4,632
CFPS	10,789	13,842	14,090	11,931	12,633
EBITDAPS	10,290	12,062	13,043	11,286	11,744
BPS	64,736	68,950	70,026	72,839	75,770
DPS	800	980	669	1,216	1,448
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.5	0.9	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	452.1	53.3	64.2	35.4	29.7
PCR	19.1	12.1	9.8	11.5	10.9
PSR	2.7	2.0	1.9	1.8	1.7
PBR	3.2	2.4	2.0	1.9	1.8
EBITDA	601.5	705.2	762.9	660.1	686.9
EV/EBITDA	20.1	13.9	9.8	10.8	9.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.8	4.2	2.8	4.9	5.6
EBITDA 이익률	13.6	14.5	18.4	14.8	14.4
부채비율	27.7	28.9	27.1	27.9	27.7
금융비용부담률	0.4	0.2	0.3	1.0	0.9
이자보상배율(x)	8.4	30.1	18.9	8.1	9.6
매출채권회전율(x)	13.6	16.8	13.5	13.7	14.2
재고자산회전율(x)	10.2	10.7	8.1	8.2	8.4

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 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	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 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 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)	
2020.11.19	산업분석	Buy	200,000	하누리	4.2	23.0	
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	-10.8	-3.8	
2022.01.10	기업브리프	Hold	170,000	하누리	-9.1	-3.8	
2022.02.10	기업브리프	Hold	190,000	하누리	-10.7	0.5	
2022.04.08	산업브리프	Hold	180,000	하누리	-9.2	-1.1	
2022.04.29	기업브리프	Buy	210,000	하누리	-28.4	-13.8	
2022.07.12	산업분석	Buy	180,000	하누리	-24.8	-21.4	
2022.07.29	기업브리프	Buy	150,000	하누리	-24.5	-14.0	
2022.11.09	산업분석	Buy	160,000	하누리	-22.3	-12.8	
2022.12.09	기업분석	Buy	170,000	하누리	-	-	