

아모레퍼시픽 (090430)

4Q23 Review: 희망은 북미 & CosRX

중국 흐름, 국내 맑음

23년도 4분기 매출액은 9,260억원(-14.9% YoY), 영업이익은 207억원(-63.7% YoY)을 기록하며 시장 기대치(매출액 10,139억원, 영업이익 343억원)를 하회하였다. 4분기 실적의 주요 특징은 ① 중국 사업 적자, ② 국내 사업 영업이익 개선이다. 중국 매출은 현지화 기준으로 40% 이상 하락하였다. 매출 하락 주원인은 채널 재고 축소 영향이 제일 크다. 설화수 -60% YoY, 러 -50% YoY를 기록하였다. 국내는 프리미엄 브랜드 매출은 증가하였으나, 데일리 뷰티 저수익성 제품 매출액이 축소되었다. 전체적으로 상품 믹스 개선되어 수익성이 증가하였다. 면세 매출은 전년동기 대비 29.3% 감소한 1,345억원(비중 24%)이 추정된다.

2024년 Preview: 북미 고성장 중인 CosRX

2023년 동사 관계기업투자손익은 417억원으로 추정된다. 대부분 CosRX 이익이다. 2023년 CosRX 실적은 북미 실적 고성장으로 동사가 제시한 가이드런스 매출액 4,667억원(+101% YoY), 영업이익 1,553억원(+117% YoY, 33% OPM)을 넘어선 것으로 추정된다. 2024년 CosRX 매출액은 6,000억원, 영업이익은 1,980억원(OPM 33%)이 예상된다. CosRX 추가 성장 동력은 틱톡샵 추가 진출이다. 현재 CosRX가 진출한 미국 오프라인 매장은 얼타 뷰티(Ulta Beauty), 온라인은 미국 아마존, 일본 큐텐, 아세안 쇼피에 진출하였다.

투자의견 Buy, 목표주가 145,000원 하향

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 2024년 예상 실적을 반영하여 145,000원으로 하향한다. 목표주가는 2024F~2025년 12M FWD EPS에 목표 PER 31배(2012~2016년 PER 평균)를 적용하였다. 2012년부터 2016년은 아모레퍼시픽 중국 시장 점유율 확장 시기이다. 중국 외 해외지역 매출 성장 다변화 시기로 판단된다.



이승은 화장품/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **145,000원 (D)**

현재주가 (2/02) **123,100원**

상승여력 **18%**

시가총액	75,742억원
총발행주식수	69,050,589주
60일 평균 거래대금	197억원
60일 평균 거래량	148,958주
52주 고/저	153,000원 / 94,700원
외인지분율	28.25%
배당수익률	0.49%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 8인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.8)	(5.9)	(18.5)
상대	(11.0)	(15.7)	(23.0)
절대 (달러환산)	(14.3)	(4.4)	(24.8)

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	48,631	41,349	36,740	42,365
영업이익	3,434	2,142	1,082	3,065
지배순이익	1,937	1,345	1,801	2,586
PER	72.2	64.6	49.1	28.6
PBR	3.3	2.0	2.0	1.7
EV/EBITDA	18.9	16.4	22.8	13.9
ROE	4.2	2.8	3.7	5.2

자료: 유안타증권

[표 1] 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.23	2Q.23	3Q.23	4Q.23P	2023P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E
매출액	9,137	9,454	8,888	9,260	36,740	8,915	10,800	11,227	11,423	42,365
Korea	5,522	5,550	5,432	5,604	22,108	5,086	5,443	5,411	5,599	21,540
Cosmetics	4,551	4,591	4,456	4,647	18,245	4,241	4,481	4,430	4,680	17,832
Luxury Brands	3,101	3,017	2,988	2,960	12,066	2,946	2,806	2,809	2,812	11,372
Premium Brands	1,142	1,176	1,110	1,366	4,794	994	1,247	1,221	1,516	4,977
기타	308	397	357	320	1,382	302	429	400	352	1,482
Daily Beauty	971	959	977	957	3,864	845	962	982	919	3,707
Overseas & Export	3,494	3,723	3,177	3,569	13,963	3,527	4,953	5,068	5,530	19,077
Asia	2,752	2,852	2,346	2,627	10,577	2,477	3,137	2,815	3,205	11,634
Europe	114	132	124	148	518	171	264	343	459	1,237
North America	628	739	707	794	2,868	879	1,552	1,909	1,866	6,206
매출액 YoY	-22	0	-5	-15	-11	-2	14	26	23	15
Korea	-25	-12	-7	-12	-14	-8	-2	-0	-0	-3
Cosmetics	-25	-14	-9	-12	-15	-7	-2	-1	1	-2
Luxury Brands	-21	-12	-12	-20	-16	-5	-7	-6	-5	-6
Premium Brands	-38	-24	-4	8	-18	-13	6	10	11	4
기타	-4	21	7	1	6	-2	8	12	10	7
Daily Beauty	-23	-0	-1	-8	-9	-13	0	1	-4	-4
Overseas & Export	-17	28	-5	-19	-7	1	33	60	55	37
Asia	-28	14	-14	-29	-17	-10	10	20	22	10
Europe	107	124	53	30	72	50	100	177	210	139
North America	80	105	35	37	58	40	110	170	135	116
영업이익	644	59	173	207	1,082	419	713	831	1,102	3,065
Korea	439	368	191	520	1,518	582	673	721	862	2,838
Cosmetics	395	314	218	479	1,406	527	583	674	774	2,558
Daily Beauty	44	54	-27	41	112	55	90	47	88	280
Overseas & Export	266	-327	-83	-337	-481	-205	-11	55	179	18
영업이익 YoY	-59	흑전	-8	-64	-50	-35	1111	382	433	183
Korea	-61	0	-35	30	-30	33	83	277	66	87
Cosmetics	-62	-22	-24	25	-33	33	86	209	62	82
Daily Beauty	-44	흑전	적전	128	60	25	67	흑전	115	150
Overseas & Export	-37	적축	적축	적전	적전	적전	적축	흑전	흑전	흑전

자료: 아모레퍼시픽, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 아모레퍼시픽 목표주가 산정 PER Mutiple

	2024F	2025F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	2,585	3,851	
주식수 (만주)	5,841	5,841	보통주 기말 발행 주식수
EPS (원)	4,426	6,593	12M FWD EPS
적정 PER (배)	31	31	2012~2016년 PER 평균
적정주가 (원)	139,406	207,680	145,000 원(상승여력 16%)

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	48,631	41,349	36,740	42,365	46,676
매출원가	13,626	13,375	11,551	12,745	13,955
매출총이익	35,005	27,974	25,189	29,620	32,721
판매비	31,571	25,832	24,107	26,555	27,897
영업이익	3,434	2,142	1,082	3,065	4,824
EBITDA	7,052	5,029	3,533	5,147	6,593
영업외손익	-455	103	1,722	203	258
외환관련손익	266	149	754	-180	-109
이자손익	-54	-34	-25	-34	-50
관계기업관련손익	9	89	427	9	10
기타	-676	-102	566	408	406
법인세비용차감전순손익	2,979	2,245	2,804	3,268	5,082
법인세비용	1,170	952	1,065	791	1,230
계속사업순손익	1,809	1,293	1,738	2,477	3,852
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,809	1,293	1,738	2,477	3,852
지배지분순이익	1,937	1,345	1,801	2,586	4,006
포괄순이익	1,652	1,022	1,468	2,207	3,581
지배지분포괄이익	1,785	1,086	1,560	2,345	3,805

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	6,914	1,510	-439	1,170	2,396
당기순이익	1,809	1,293	1,738	2,477	3,852
감가상각비	3,619	2,886	2,451	2,082	1,769
외환손익	-36	213	-754	180	109
중속, 관계기업관련손익	0	0	-427	-9	-10
자산부채의 증감	-945	-3,451	-3,975	-4,505	-4,268
기타현금흐름	2,468	570	527	944	944
투자활동 현금흐름	-7,084	-685	-1,068	-8,874	-4,827
투자자산	-6,090	1,843	317	-6,467	-2,415
유형자산 증가 (CAPEX)	-912	-993	-914	-952	-967
유형자산 감소	33	40	50	55	61
기타현금흐름	-115	-1,576	-521	-1,510	-1,506
재무활동 현금흐름	-2,260	-1,546	-1,211	-942	-899
단기차입금	69	-15	-77	94	72
사채 및 장기차입금	-375	-314	-147	54	16
자본	723	-42	0	0	0
현금배당	-548	-681	-470	-470	-469
기타현금흐름	-2,128	-493	-518	-620	-518
연결범위변동 등 기타	-131	-161	5,509	6,661	4,440
현금의 증감	-2,560	-881	2,791	-1,985	1,110
기초 현금	7,937	5,377	4,496	7,287	5,302
기말 현금	5,377	4,496	7,287	5,302	6,412
NOPLAT	3,434	2,142	1,082	3,065	4,824
FCF	6,003	517	-1,353	218	1,429

자료: 유안타증권

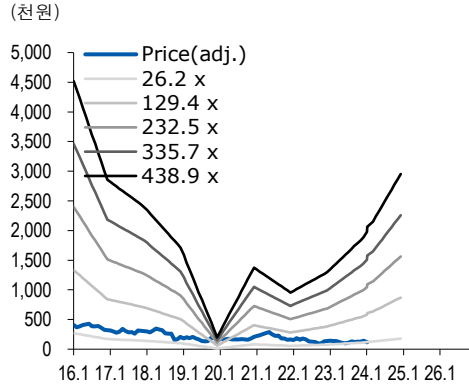
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	20,185	17,350	19,288	16,565	18,735
현금및현금성자산	5,377	4,496	7,287	5,302	6,412
매출채권 및 기타채권	3,347	3,175	3,285	3,787	4,173
재고자산	4,932	4,089	4,337	5,001	5,510
비유동자산	40,982	40,668	38,763	44,045	45,597
유형자산	25,414	24,753	23,165	21,980	21,117
관계기업 등 지분관련 자산	2,384	2,473	2,197	8,614	10,990
기타투자자산	1,731	518	477	527	566
자산총계	61,167	58,018	58,051	60,610	64,333
유동부채	11,575	8,311	7,634	8,460	9,094
매입채무 및 기타채무	7,117	4,067	3,613	4,167	4,590
단기차입금	1,991	2,234	2,234	2,234	2,234
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,149	1,914	1,626	1,724	1,701
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	13,724	10,225	9,260	10,184	10,795
지배지분	47,610	47,986	49,047	50,790	54,056
자본금	345	345	345	345	345
자본잉여금	7,958	7,916	7,916	7,916	7,916
이익잉여금	39,378	40,101	41,432	43,549	47,085
비지배지분	-167	-193	-256	-365	-519
자본총계	47,443	47,793	48,791	50,425	53,537
순차입금	-7,432	-5,916	-7,786	-3,667	-4,793
총차입금	3,901	3,572	3,348	3,496	3,584

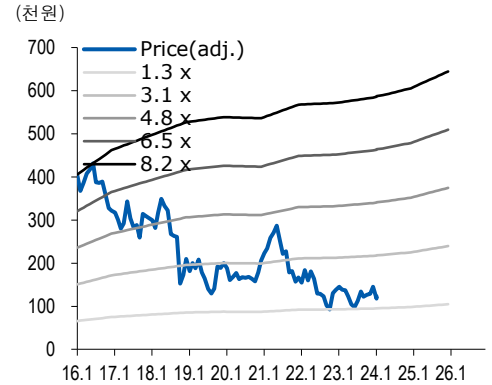
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,135	2,175	2,955	4,298	6,725
BPS	69,064	69,550	71,059	73,673	78,411
EBITDAPS	10,217	7,282	5,117	7,454	9,548
SPS	70,452	59,883	53,207	61,354	67,597
DPS	980	680	680	680	680
PER	72.2	64.6	49.1	28.6	18.3
PBR	3.3	2.0	2.0	1.7	1.6
EV/EBITDA	18.9	16.4	22.8	13.9	10.7
PSR	3.2	2.3	2.7	2.0	1.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	9.7	-15.0	-11.1	15.3	10.2
영업이익 증가율 (%)	140.1	-37.6	-49.5	183.3	57.4
지배순이익 증가율 (%)	451.3	-30.6	33.9	43.6	54.9
매출총이익률 (%)	72.0	67.7	68.6	69.9	70.1
영업이익률 (%)	7.1	5.2	2.9	7.2	10.3
지배순이익률 (%)	4.0	3.3	4.9	6.1	8.6
EBITDA 마진 (%)	14.5	12.2	9.6	12.1	14.1
ROIC	7.4	4.2	1.9	7.8	12.3
ROA	3.3	2.3	3.1	4.4	6.4
ROE	4.2	2.8	3.7	5.2	7.6
부채비율 (%)	28.9	21.4	19.0	20.2	20.2
순차입금/자기자본 (%)	-15.6	-12.3	-15.9	-7.2	-8.9
영업이익/금융비용 (배)	30.1	17.5	9.5	27.3	41.5

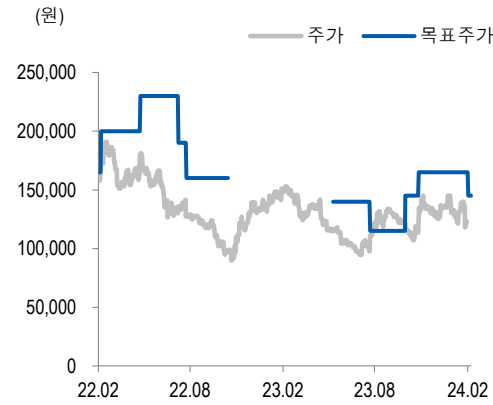
P/E band chart



P/B band chart



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-02-05	BUY	145,000	1년		
2023-10-31	BUY	165,000	1년	-19.44	-12.12
2023-10-05	BUY	145,000	1년	-21.95	-18.07
2023-07-27	BUY	115,000	1년	8.88	16.43
2023-05-15	BUY	140,000	1년	-25.23	-15.57
담당자변경					
2022-07-29	BUY	160,000	1년	-26.78	-19.38
2022-07-13	BUY	190,000	1년	-28.56	-25.53
2022-04-29	BUY	230,000	1년	-35.09	-22.17

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자이견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.8
Hold(중립)	11.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-02-05

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승은)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.