

아모레퍼시픽 (090430)

예상치 못한 Big 서프라이즈

1Q24 Review: 북미 & 면세 +40% 성장, 중국 적자 축소

2024년 1분기 실적은 매출액 9,115억원(-0.2% YoY), 영업이익 727억원(+12.9% YoY)을 기록하며 영업이익 시장기대치 510억원을 43% 상회하였다. 실적 서프라이즈의 원인은 중국 적자 축소와 국내 면세 채널 매출액 40% 성장에 따른 영업이익 개선이다.

① 국내: 매출액 5,636억원(+2% YoY), 영업이익 491억원(+28% YoY)을 기록하였다. 면세 채널 매출액은 국내 매출의 20%인 1,130억원으로 추정된다.

② 해외: 매출액 3,368억원(-2.4% YoY), 영업이익 316억원(-0% YoY)으로 매출액 기준 중화권 -19.3%, 기타 아시아 -4.1%, 서구권 +41.6% 성장하였다. 중국 영업이익은 시장예상치(-200억원)보다 적자 축소(-80억원 추정)되었다.

③ CosRx: 2분기부터 연결 실적으로 편입되는 1분기 실적은 매출액 1,563억원, 영업이익 595억원(OPM 38%)을 기록하며 당초 당사가 제시한 가이드نس 영업이익률 30%를 8%p 넘어서는 실적을 기록하였다. 당사는 동사가 제시한 2024년 매출액 가이드نس를 전년대비 30% 성장으로 제시하였었는데, 이를 전년대비 55.4% 성장으로 상향조정하였다.

투자의견 Buy, 목표주가 200,000원으로 상향

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 CosRX 추정치 변경 및 중국 사업 적자축소에 따른 2024년 예상 실적을 반영하여 200,000원으로 상향한다. 목표주가는 2024F~2025년 12M FWD EPS에 목표 PER 30배(2012~2016년 PER 평균)를 적용하였다. 동사 주가 상승의 핵심은 CosRX 성장과 해외 실적 개선이다. 당사는 CosRX 가이드نس 변경에 따라 CosRX 2024년 매출액을 6,327억원(+30% YoY)에서 7,563억원(+55.4%)으로 변경하였다. 미국 매출의 50%를 차지할 것으로 추정되는 아마존에서 코스메틱 부문 Top 5를 유지하고 있고, 북미 현지 구매 단가가 상승하고 있는 것으로 판단된다. 코스알엑스의 기업가치는 목표 PER 30배 적용 시 5.8조로 추정된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	41,349	36,740	41,955	47,100
영업이익	2,142	1,082	3,857	5,300
지배순이익	1,345	1,801	3,290	4,520
PER	64.6	43.2	30.9	22.3
PBR	2.0	1.8	2.3	2.1
EV/EBITDA	16.4	19.2	16.4	13.6
ROE	2.8	3.7	6.6	8.5

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

BUY (M)**목표주가 200,000원 (U)**현재주가 (5/3) **168,700원**상승여력 **19%**

시가총액 98,677억원

총발행주식수 69,050,589주

60일 평균 거래대금 313억원

60일 평균 거래량 231,694주

52주 고/저 173,400원 / 94,700원

외인지분율 28.45%

배당수익률 0.63%

주요주주 아모레퍼시픽그룹 외 9인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 24.3 37.0 46.1

상대 25.7 33.9 36.5

절대 (달러환산) 23.1 33.0 43.4

[표 1] 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.23	2Q.23	3Q.23	4Q.23	2023	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E
매출액	9,137	9,454	8,888	9,260	36,740	9,115	10,390	10,990	11,460	41,955
Korea	5,522	5,550	5,432	5,604	22,108	5,636	5,760	5,540	5,820	22,756
Luxury Brands	3,101	3,017	2,988	2,960	12,066	3,231	3,200	3,100	3,150	12,681
Premium Brands	1,142	1,176	1,110	1,366	4,794	1,261	1,350	1,250	1,550	5,411
Daily Beauty	971	959	977	957	3,864	952	930	950	900	3,732
기타	308	397	357	320	1,382	193	280	240	220	933
Overseas & Export	3,449	3,723	3,177	3,569	13,963	3,368	3,230	3,100	3,330	13,028
Asia	2,707	2,852	2,346	2,627	10,532	2,317	2,180	2,140	2,250	8,887
중화권	1,836	1,825	1,501	1,681	6,844	1,482	1,200	1,200	1,250	5,132
기타 아시아	871	1,027	845	946	3,688	835	980	940	1,000	3,755
EMEA	114	132	124	148	518	173	220	160	180	733
North America	628	739	707	794	2,868	878	830	800	900	3,408
CosRX(24.04.30 연결편입)	-	-	-	-	-	0	1,200	2,000	2,200	5,400
CosRX	930	1,000	1,300	1,637	4,867	1,563	1,800	2,000	2,200	7,563
연결 조정	166	181	279	87	669	111	200	350	110	771
매출액 YoY	-21.6	0.0	-5.1	-14.9	-11.1	-0.2	9.9	23.6	23.8	14.2
Korea	-24.6	-11.6	-7.5	-11.6	-14.4	2.1	3.8	2.0	3.9	2.9
Luxury Brands	-20.6	-12.1	-12.0	-20.2	-16.4	4.2	6.1	3.7	6.4	5.1
Premium Brands	-38.0	-24.3	-4.3	7.7	-17.7	10.4	14.8	12.6	13.5	12.9
Daily Beauty	-22.9	-0.4	-0.6	-8.4	-9.1	-2.0	-3.0	-2.8	-6.0	-3.4
기타	-4.3	20.7	6.9	1.3	6.2	-37.3	-29.5	-32.8	-31.3	-32.5
Overseas & Export	-17.9	27.5	-5.1	-19.2	-6.5	-3.6	-13.2	-2.4	-6.7	-6.7
Asia	-28.7	14.0	-14.4	-28.6	-17.8	-14.4	-23.6	-8.8	-14.4	-15.6
중화권	-	-	-	-	-	-19.3	-34.3	-20.1	-25.7	-25.0
기타 아시아	-	-	-	-	-	-4.1	-4.6	11.3	5.7	1.8
EMEA	107.3	123.7	53.1	29.8	72.1	51.8	66.7	29.0	21.6	41.5
North America	80.5	105.3	34.7	36.9	58.1	39.8	12.3	13.2	13.4	18.8
CosRX	-	-	-	-	-	68.1	80.0	53.8	34.4	55.4
영업이익	644	59	173	207	1,082	727	840	1,000	1,290	3,857
Korea	384	368	191	520	1,463	491	531	361	571	1,954
Cosmetics	349	314	218	479	1,360	474	500	340	540	1,854
Daily Beauty	35	54	-27	41	103	17	31	21	31	100
Overseas & Export	316	-327	-83	-337	-431	316	0	50	80	446
CosRX(24.04.30 연결편입)	-	-	-	-	-	0	360	600	660	1,620
CosRX	-	-	-	-	1,640	595	540	600	660	2,395

주1: 해외 일부 국가(중동 등) 구분 기준 및 연결 조정 항목 변경. 23년 2분기부터 23년 4분기 실적은 변경전 수치

주2: 2023년 CosRX, 중화권 및 기타 아시아 실적은 유안타증권 추정치

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 아모레퍼시픽 목표주가 산정 PER Mutiple

	2024F	2025F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	3,290	4,520	
주식수 (만주)	5,841	5,841	보통주 기말 발행 주식수
EPS (원)	5,633	7,738	12M FWD EPS
적정 PER (배)	30.0	30.0	2012~2016년 PER 평균
적정주가 (원)	168,977	232,151	200,000 원(상승여력 19%)

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	41,349	36,740	41,955	47,100	50,660
매출원가	13,375	11,551	12,800	14,000	15,300
매출총이익	27,974	25,189	29,155	33,100	35,360
판매비	25,832	24,107	25,298	27,800	29,360
영업이익	2,142	1,082	3,857	5,300	6,000
EBITDA	5,029	3,600	6,023	7,163	7,603
영업외손익	103	1,725	623	700	1,000
외환관련손익	149	64	-280	-397	-497
이자손익	-34	-44	-52	-71	-42
관계기업관련손익	89	417	251	12	12
기타	-102	1,288	704	1,156	1,527
법인세비용차감전순손익	2,245	2,806	4,480	6,000	7,000
법인세비용	952	1,068	1,279	1,600	1,880
계속사업순손익	1,293	1,739	3,200	4,400	5,120
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,293	1,739	3,200	4,400	5,120
지배지분순이익	1,345	1,801	3,290	4,520	5,261
포괄순이익	1,022	1,334	2,795	3,995	4,715
지배지분포괄이익	1,086	1,393	2,918	4,170	4,922

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,510	3,482	3,457	4,721	5,540
당기순이익	1,293	1,739	3,200	4,400	5,120
감가상각비	2,886	2,518	2,166	1,863	1,603
외환손익	213	33	280	397	497
중속, 관계기업관련손익	0	0	-251	-12	-12
자산부채의 증감	-3,451	-356	-1,047	-1,036	-777
기타현금흐름	570	-452	-891	-891	-891
투자활동 현금흐름	-685	-1,862	-7,319	-3,484	-729
투자자산	1,843	-945	-6,598	-2,756	-983
유형자산 증가 (CAPEX)	-993	-1,345	-952	-967	0
유형자산 감소	40	266	55	61	0
기타현금흐름	-1,576	162	175	179	254
재무활동 현금흐름	-1,546	-983	-1,125	-1,052	-1,092
단기차입금	-15	70	79	78	54
사채 및 장기차입금	-314	-138	46	16	0
자본	-42	23	0	0	0
현금배당	-681	-470	-629	-628	-628
기타현금흐름	-493	-468	-620	-518	-518
연결범위변동 등 기타	-161	0	3,972	763	722
현금의 증감	-881	637	-1,015	949	4,442
기초 현금	5,377	4,496	5,133	4,119	5,067
기말 현금	4,496	5,133	4,119	5,067	9,509
NOPLAT	2,142	1,082	3,857	5,300	6,000
FCF	517	2,137	2,505	3,754	5,540

자료: 유안타증권

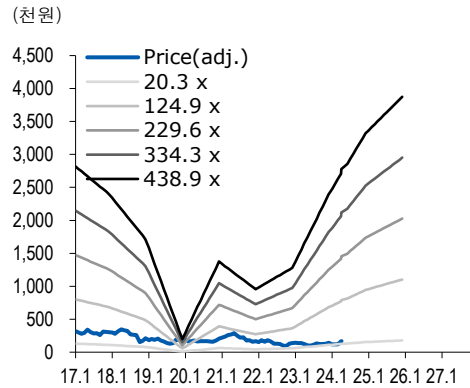
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	17,350	19,522	16,812	19,160	24,507
현금및현금성자산	4,496	5,064	4,119	5,067	9,509
매출채권 및 기타채권	3,175	3,242	3,702	4,156	4,471
재고자산	4,089	3,943	4,503	5,055	5,437
비유동자산	40,668	39,343	44,672	46,470	45,850
유형자산	24,753	24,416	23,147	22,189	20,586
관계기업 등 지분관련 자산	2,473	2,871	9,358	12,006	12,913
기타투자자산	518	928	1,039	1,147	1,223
자산총계	58,018	58,865	61,483	65,631	70,357
유동부채	8,311	8,133	8,941	9,738	10,289
매입채무 및 기타채무	3,945	3,741	4,272	4,796	5,158
단기차입금	2,234	2,441	2,441	2,441	2,441
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,914	2,005	1,751	1,735	1,823
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	10,225	10,138	10,692	11,473	12,112
지배지분	47,986	48,980	51,134	54,621	58,849
자본금	345	345	345	345	345
자본잉여금	7,916	7,939	7,939	7,939	7,939
이익잉여금	40,101	41,014	43,675	47,567	52,200
비지배지분	-193	-253	-342	-463	-604
자본총계	47,793	48,727	50,791	54,158	58,245
순차입금	-5,916	-8,420	-4,507	-5,698	-10,255
총차입금	3,572	3,504	3,628	3,722	3,775

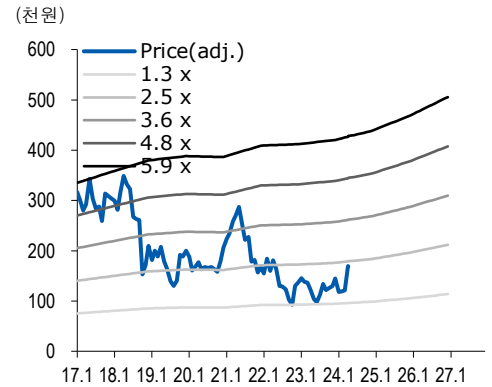
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	2,175	2,914	5,459	7,563	8,829
BPS	69,550	70,961	74,162	79,220	85,352
EBITDAPS	7,282	5,214	8,723	10,374	11,011
SPS	59,883	53,207	60,760	68,211	73,366
DPS	680	910	910	910	910
PER	64.6	43.2	30.9	22.3	19.1
PBR	2.0	1.8	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	16.4	19.2	16.4	13.6	12.2
PSR	2.3	2.4	2.8	2.5	2.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	-15.0	-11.1	14.2	12.3	7.6
영업이익 증가율 (%)	-37.6	-49.5	256.6	37.4	13.2
지배순이익 증가율 (%)	-30.6	33.9	82.7	37.4	16.4
매출총이익률 (%)	67.7	68.6	69.5	70.3	69.8
영업이익률 (%)	5.2	2.9	9.2	11.3	11.8
지배순이익률 (%)	3.3	4.9	7.8	9.6	10.4
EBITDA 마진 (%)	12.2	9.8	14.4	15.2	15.0
ROIC	4.2	2.2	8.4	13.1	15.8
ROA	2.3	3.1	5.5	7.1	7.7
ROE	2.8	3.7	6.6	8.5	9.3
부채비율 (%)	21.4	20.8	21.1	21.2	20.8
순차입금/자기자본 (%)	-12.3	-17.2	-8.8	-10.4	-17.4
영업이익/금융비용 (배)	17.5	6.6	23.5	31.3	34.7

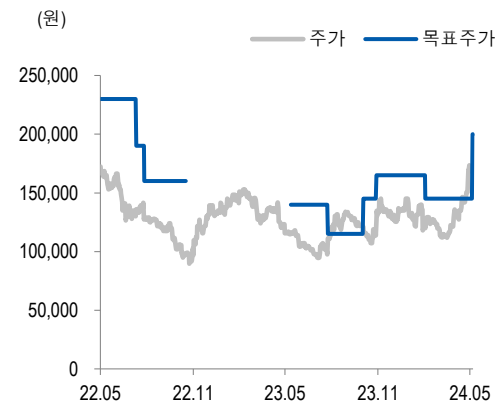
P/E band chart



P/B band chart



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-05-07	BUY	200,000	1년		
2024-02-05	BUY	145,000	1년	-11.11	19.59
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

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	83.9
Hold(중립)	16.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-05-03

※ 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.