

아모레퍼시픽 (090430)

앞으로가 더 중요하다

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 160,000원

현재 주가(3/27)	122,300 원
상승여력	▲30.8%
시가총액	71,537 억원
발행주식수	58,493 천주
52 주 최고가 / 최저가	145,000 / 94,700 원
90 일 일평균 거래대금	214.64 억원
외국인 지분율	28.1%

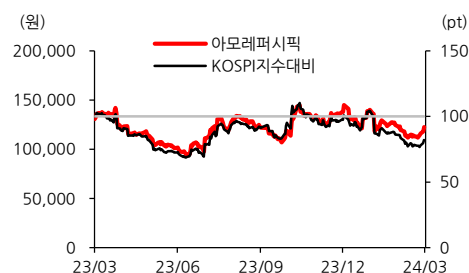
주주 구성	
아모레퍼시픽그룹 (외 10 인)	50.2%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
MassachusettsFinancialServices Company (외 1 인)	5.0%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.0	-11.2	0.2	-6.3
상대수익률(KOSPI)	-5.0	-16.7	-11.5	-20.6

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	4,135	3,674	4,408	5,087
영업이익	214	108	377	488
EBITDA	503	360	653	744
지배주주순이익	134	180	239	309
EPS	2,175	2,958	3,916	5,073
순차입금	-200	-330	-365	-599
PER	63.2	49.0	31.2	24.1
PBR	2.0	2.0	1.7	1.6
EV/EBITDA	16.6	23.7	11.0	9.3
배당수익률	0.5	0.6	1.0	1.2
ROE	2.8	3.7	4.8	5.9

주가 추이



기대치에 부합할 1분기

2024년 1분기 아모레퍼시픽의 연결 매출액은 9,661억원(+5.7% YoY, +4.3% QoQ), 영업이익은 542억원(-15.9% YoY, +161.9% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 469억원에 상회하나 컨센서스 영업이익 540억원에는 부합할 전망이다. **[국내]** 1) 포트폴리오, 재고 조정으로 글로벌 이커머스, 해외 면세 매출액은 전년 동기 대비 각각 50%, 20% 감소할 전망이다이나 2) 1~2월 강한 반등으로 국내 면세 매출액이 40% 성장하고 3) 한국 화장품의 독보적인 채널로 자리잡은 MBS(Multi-Brand Shop)의 견조한 두자리 성장세에 힘입어 국내 전통채널 매출 역시 전년 동기 대비 10% 성장할 전망이다. **[해외]** 4) 채널은 온라인, 브랜드는 설화수 중심으로 Sell through 회복세가 이어지며 원화 기준 중국 매출액은 9% 하락에 그칠 것으로 예상되며, 5) EMEA, 북미 매출액은 30% 이상의 고성장세가 지속될 전망이다.

2분기부터는 성장 전환할 설화수

2022년 말부터 시작된 설화수 브랜드 리뉴얼은 여전히 진행 중이나 (1H24 진설라인 리뉴얼 완료, 2H24 자음생라인 리뉴얼 시작 예정) 자음 2종 디마케팅 영향이 일단락되고 2023년 리뉴얼된 윤조라인 중심으로 출고가 증가하며 2024년 2분기부터 중국 설화수 매출액은 성장 전환할 것으로 기대한다. 참고로 분기별 원화 기준 중국 설화수 매출액 추정치는 -8%/+19%/+18%/+20% YoY다. 2분기부터 라네즈 중국 오프라인 매장 정예화 작업이 본격화될 것으로 예상되어 라네즈 오프라인 매출 감소가 설화수 매출 성장을 일부 희석시키겠으나 이 또한 2분기부터 개선될 YoY, QoQ 수익성 개선 흐름에 힘을 보태줄 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 160,000원 유지

2024년 5월 1일 연결 편입 예정인 코스알엑스는 1분기에도 전년 대비 매출 성장률이 30%를 초과할 전망이다. 또한 라네즈의 글로벌 뷰티 플랫폼(세프라, 쇼피, @COSME 등) 매출 확대가 북미, EMEA 고성장을 견인 중으로 2024년 중국 및 면세 합산 매출 비중은 24%까지 축소될 것으로 추정한다. 성장은 코스알엑스를 포함한 북미, EMEA에서, 손익 개선은 중국에서 주도하며 2024년 아모레퍼시픽의 영업이익 증가율은 248%에 달할 전망이다(COSRX 합병 효과 제외 시 135%). 상반기 중국 부진에 대한 실망감은 충분히 선반영되었다. 앞으로의 개선에 기대할 때다.



[표1] 아모레퍼시픽 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	914	945	889	926	966	1,109	1,129	1,204	3,674	4,408	5,087
한국	552	555	543	560	589	594	591	608	2,211	2,383	2,632
화장품	455	459	446	465	482	492	490	511	1,825	1,975	2,206
면세점	83	111	122	135	110	122	137	148	451	516	593
디지털	273	235	186	197	264	244	201	213	891	922	1,012
그외 전통채널	99	113	137	133	109	126	152	150	483	537	601
Daily Beauty	97	96	98	95	106	103	101	98	386	408	426
해외	349	372	318	357	364	410	370	430	1,396	1,574	1,887
아시아	275	285	235	263	266	292	258	296	1,058	1,112	1,259
중국	151	157	113	122	138	157	116	128	543	540	592
그외 아세안	124	128	122	141	128	135	141	168	515	573	667
EMEA	11	13	12	15	16	17	17	20	52	69	89
북미	63	74	71	79	83	101	96	113	287	393	539
COSRX	-	-	-	-	-	83	138	155	-	376	638
기타	12	18	28	9	13	21	31	11	67	76	86
YoY(%)	-21.6	0.0	-5.1	-14.9	5.7	17.3	27.0	30.0	-11.1	20.0	15.4
한국	-24.6	-11.6	-7.5	-11.6	6.6	7.1	8.8	8.6	-14.4	7.8	10.5
화장품	-25.0	-13.6	-8.9	-12.2	6.0	7.2	9.9	9.8	-15.4	8.2	11.7
면세점	-52.9	-19.6	-16.7	-29.2	32.2	10.2	11.8	10.0	-30.8	14.6	14.9
디지털	-20.8	-25.0	-16.4	-10.0	-3.3	3.9	7.8	8.1	-19.0	3.4	9.8
그외 전통채널	15.2	41.0	14.8	10.8	9.9	10.9	11.0	12.3	18.9	11.1	12.0
Daily Beauty	-22.9	-0.4	-0.6	-8.7	9.6	6.9	3.5	2.6	-9.2	5.7	4.5
해외	-16.8	25.3	-3.6	-18.4	4.2	10.2	16.4	20.4	-5.9	12.7	19.9
아시아	-27.4	14.0	-12.5	-28.6	-3.4	2.5	9.8	12.9	-16.4	5.2	13.2
중국	-43.0	25.4	-22.2	-44.6	-8.8	0.0	3.4	5.1	-28.2	-0.6	9.7
그외 아세안	8.9	2.6	-1.1	-4.5	3.3	5.5	15.8	19.6	1.1	11.3	16.5
EMEA	93.2	123.2	40.9	29.8	36.0	25.8	33.5	35.8	61.8	32.7	29.3
북미	80.5	105.4	34.7	36.9	31.6	37.3	35.3	42.7	58.2	37.1	37.2
COSRX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	69.6
기타	-1.9	-12.7	41.0	-48.5	8.3	17.6	10.8	21.7	-4.2	13.6	13.8
영업이익	64	6	17	21	54	82	113	127	108	377	488
한국	44	37	19	52	60	54	48	57	152	219	250
화장품	40	31	22	48	55	48	47	53	141	203	232
Daily Beauty	4	5	-3	4	5	6	1	4	11	16	18
해외	27	-33	-8	-34	-6	0	14	18	-48	26	85
아시아	8	-35	-15	-42	-17	-10	4	6	-84	-18	25
EMEA	2	1	0	1	3	1	0	2	4	6	8
북미	16	2	7	7	8	9	9	11	32	38	52
COSRX	-	-	-	-	-	27	45	50	-	122	191
기타	-6	2	6	2	0	1	7	2	4	10	9
YoY(%)	-59.3	흑전	-8.2	-63.7	-15.9	1,287.6	557.1	515.9	-49.5	248.1	29.6
한국	-60.8	0.3	-34.6	16.5	36.4	46.6	152.9	9.1	-31.8	44.2	14.0
화장품	-62.1	-21.7	-23.8	13.9	38.4	52.2	117.8	10.3	-34.6	44.3	14.2
Daily Beauty	-43.6	흑전	적전	62.4	18.5	13.9	흑전	-4.6	45.0	43.6	11.6
해외	-36.8	적지	적지	적전	적전	적지	흑전	흑전	적전	흑전	228.4
아시아	-74.4	적지	적지	적전	적전	적지	흑전	흑전	적지	적지	흑전
EMEA	97.5	67.4	-72.1	흑전	39.0	34.2	60.2	42.6	81.7	40.3	35.6
북미	84.5	-22.3	-42.1	57.5	-49.1	474.2	39.9	44.4	17.8	17.3	37.4
COSRX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56.6
기타	적전	흑전	흑전	흑전	-105.8	-60.0	4.7	-19.9	흑전	119.3	-8.1
영업이익률 (%)	7.0	0.6	1.9	2.2	5.6	7.4	10.0	10.6	2.9	8.5	9.6
한국	8.0	6.6	3.5	9.3	10.2	9.1	8.2	9.3	6.9	9.2	9.5
화장품	8.7	6.8	4.9	10.3	11.3	9.7	9.7	10.3	7.7	10.3	10.5
Daily Beauty	4.5	5.6	-2.8	4.3	4.9	6.0	0.8	4.0	2.9	3.9	4.2
해외	7.6	-8.8	-2.6	-9.4	-1.7	0.0	3.7	4.3	-3.4	1.6	4.5
아시아	3.0	-12.3	-6.5	-16.1	-6.5	-3.5	1.5	2.0	-8.0	-1.6	2.0
EMEA	18.4	6.0	2.0	8.0	18.8	6.4	2.4	8.4	8.3	8.8	9.2
북미	25.9	2.2	9.5	9.4	10.0	9.0	9.8	9.5	11.2	9.5	9.6
COSRX	-	-	-	-	-	32.5	32.5	32.5	-	32.5	30.0
기타	-50.8	9.9	23.1	26.7	2.7	3.4	21.8	17.6	6.6	12.8	10.3

주1: 화장품 채널별 매출액, 중국 매출액, 해외 지역별 영업이익은 한화투자증권 추정치, 주2: COSRX는 2024년 5월 1일 연결 판입 예정

자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	4,863	4,135	3,674	4,408	5,087
매출총이익	3,500	2,797	2,519	3,400	3,968
영업이익	343	214	108	377	488
EBITDA	705	503	360	653	744
순이자손익	-5	-3	-4	-1	0
외화관련손익	27	15	6	11	9
지분법손익	1	9	39	12	13
세전계속사업손익	298	224	281	371	478
당기순이익	181	129	174	225	289
지배주주순이익	194	134	180	239	309
증가율(%)					
매출액	9.7	-15.0	-11.1	20.0	15.4
영업이익	140.1	-37.6	-49.5	248.1	29.6
EBITDA	17.2	-28.7	-28.4	81.3	14.0
순이익	727.0	-28.5	34.5	29.2	28.8
이익률(%)					
매출총이익률	72.0	67.7	68.6	77.1	78.0
영업이익률	7.1	5.2	2.9	8.5	9.6
EBITDA 이익률	14.5	12.2	9.8	14.8	14.6
세전이익률	6.1	5.4	7.6	8.4	9.4
순이익률	3.7	3.1	4.7	5.1	5.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	691	151	348	245	457
당기순이익	181	129	174	225	289
자산상각비	362	289	252	276	256
운전자본증감	-94	-345	-36	-263	-101
매출채권 감소(증가)	-3	2	-13	-145	-67
재고자산 감소(증가)	-91	55	-11	-104	-71
매입채무 증가(감소)	-13	-53	7	3	54
투자현금흐름	-708	-69	-186	-171	-168
유형자산처분(취득)	-88	-95	-108	-100	-96
무형자산 감소(증가)	-29	-36	-39	-41	-41
투자자산 감소(증가)	-469	212	-82	-7	-7
재무현금흐름	-226	-155	-99	-67	-79
차입금의 증가(감소)	-156	-83	-49	-20	-16
자본의 증가(감소)	-74	-71	-47	-47	-63
배당금의 지급	-55	-68	-47	-47	-63
총현금흐름	809	626	441	507	559
(-)운전자본증감(감소)	220	127	119	263	101
(-)설비투자	91	99	134	100	96
(+)자산매각	-26	-31	-12	-41	-41
Free Cash Flow	472	369	176	103	320
(-)기타투자	-3	368	-125	22	23
잉여현금	475	1	301	81	297
NOPLAT	208	123	67	228	295
(+) Dep	362	289	252	276	256
(-)운전자본투자	220	127	119	263	101
(-)Capex	91	99	134	100	96
OpFCF	260	186	66	141	354

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	2,019	1,735	1,952	2,238	2,617
현금성자산	642	557	681	695	913
매출채권	335	317	324	469	536
재고자산	493	409	394	499	569
비유동자산	4,098	4,067	3,934	3,834	3,751
투자자산	1,355	1,234	1,152	1,187	1,222
유형자산	2,541	2,475	2,442	2,266	2,105
무형자산	202	358	341	382	423
자산총계	6,117	5,802	5,887	6,073	6,368
유동부채	1,157	831	813	813	863
매입채무	712	395	374	377	431
유동성이자부채	294	292	299	291	281
비유동부채	215	191	201	196	195
비유동이자부채	96	65	51	40	33
부채총계	1,372	1,023	1,014	1,009	1,059
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	796	792	794	794	794
이익잉여금	3,938	4,010	4,101	4,293	4,539
자본조정	-7	-38	-32	-33	-33
자기주식	-19	-9	-4	-4	-4
자본총계	4,744	4,779	4,873	5,063	5,310

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,134	2,175	2,958	3,916	5,073
BPS	68,950	69,494	70,933	73,694	77,260
DPS	980	680	910	1,180	1,510
CFPS	11,721	9,070	6,391	7,346	8,090
ROA(%)	3.3	2.3	3.1	4.0	5.0
ROE(%)	4.2	2.8	3.7	4.8	5.9
ROIC(%)	5.1	2.9	1.6	5.3	6.7
Multiples(x, %)					
PER	53.3	63.2	49.0	31.2	24.1
PBR	2.4	2.0	2.0	1.7	1.6
PSR	2.4	2.3	2.7	1.9	1.7
PCR	14.2	15.2	22.7	16.6	15.1
EV/EBITDA	14.6	16.6	23.7	11.0	9.3
배당수익률	0.6	0.5	0.6	1.0	1.2
안정성(%)					
부채비율	28.9	21.4	20.8	19.9	19.9
Net debt/Equity	-5.3	-4.2	-6.8	-7.2	-11.3
Net debt/EBITDA	-35.8	-39.8	-91.7	-55.9	-80.4
유동비율	174.4	208.8	240.0	275.2	303.1
이자보상배율(배)	30.1	17.5	6.6	39.0	53.2
자산구조(%)					
투하자본	67.5	70.7	69.8	70.0	67.4
현금+투자자산	32.5	29.3	30.2	30.0	32.6
자본구조(%)					
차입금	7.6	7.0	6.7	6.1	5.6
자기자본	92.4	93.0	93.3	93.9	94.4

[Compliance Notice]

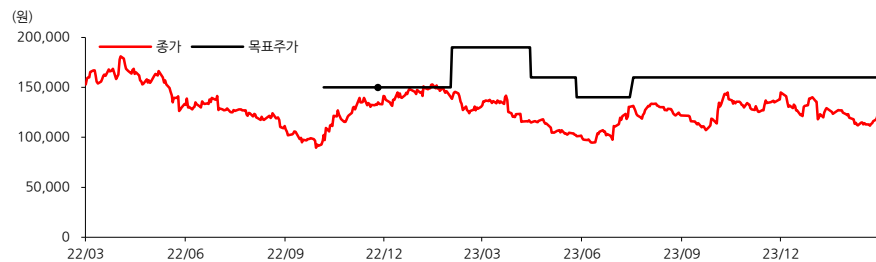
(공표일: 2024년 3월 28일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[아모레퍼시픽 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.11.02	2022.11.02	2022.12.01	2023.02.28	2023.04.18
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		한유정	150,000	150,000	190,000	190,000
일 시	2023.05.12	2023.06.23	2023.08.14	2023.09.26	2023.11.01	2023.11.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	160,000	140,000	160,000	160,000	160,000	160,000
일 시	2024.02.01	2024.02.29	2024.03.28			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	160,000	160,000	160,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.02	Buy	150,000	-10.02	2.00
2023.02.28	Buy	190,000	-31.30	-23.32
2023.05.12	Buy	160,000	-31.82	-26.13
2023.06.23	Buy	140,000	-23.80	-6.79
2023.08.14	Buy	160,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%