

아모레퍼시픽 (090430)

성공적인 M&A, 자사주 취득

3Q23 Review: 일회성 비용을 제외하면 나쁘지 않은 실적

23년도 3분기 매출액은 8,888억원(-5.1% YoY), 영업이익은 173억원(-8.2% YoY)을 기록하며 시장 기대치(매출액 9,241억원, 영업이익 366억원)를 하회하였다. 일회성 비용(323억원) 인식으로 인건비 증가 및 미주, 유럽 지역 주요 브랜드 투자 증가로 광고판촉비 4% YoY 증가한 영향이다. 일회성 비용을 제외할 경우 전년동기 대비 영업이익은 163.8% 성장한 것으로 추정된다. 면세점 채널은 전년동기 대비 15% 감소한 1,249억원, 아시아 지역은 전년동기 대비 매출액이 13% 감소하였다.

코스알엑스의 잔여 지분 주식매수청구권(Call-option)의 행사 최종 결정

동사는 2023년 10월 30일 코스알엑스의 잔여 지분을 추가 매수할 수 있는 주식매수청구권(Call-option)의 행사를 최종 결정하고 주식매매계약을 체결하였다. 코스알엑스 최대주주 및 특수관계인 잔여지분 288,000주를 최대 7,551억원에 인수하며, 2차수 분할하여 거래 예정이다. 2021년 9월 17일 동사는 코스알엑스 지분 38.4%를 1,800억원에 인수했다. 동사가 보유한 현금은 23년 반기 별도 기준 7,109억원(현금+예금+당기손익 공정가치)을 보유중이다. 코스알엑스는 올해 상반기 매출 134%, 영업이익 289% YoY 성장, 영업이익률 38% 달성했다. 영업이익률이 30%이라는 가정하에 당사가 적용한 아모레퍼시픽 목표 PER 28배를 적용할 경우 기업가치는 2023년 3.3조원, 2024년 4.8조원, 2025년 6.7조원이 전망된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 165,000으로 유지

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 3분기 실적 및 코스알엑스 기업가치를 반영하여 165,000원으로 유지한다. 목표주가는 2024년 EPS에 목표 PER 28배(11~15년 PER 평균)를 적용하였다. 24년 5월 1일(24년 4월 30일 1차 거래 종결 직후/지분을 84.8%)부터 코스알엑스 경영 실적이 연결 편입될 예정이다. 동사가 공시한 자사주 처분 2,915주(23.11.06), 취득 85,471주(23.11.07~24.01.30) 부분을 반영하였다. 동사 실적은 24년 중국 외 지역 성장 및 코스알엑스 인수효과가 더해져 고성장이 전망된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	4,863	4,135	3,869	5,087
영업이익	343	214	112	350
지배순이익	194	134	169	345
PER	72.2	64.6	49.1	23.5
PBR	3.3	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	18.9	16.4	21.0	14.2
ROE	4.2	2.8	3.5	6.9

자료: 유안타증권



이승은 회장/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

박현주 Research Assistant

hyunjoo.park@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 165,000원 (M)
현재주가 (11/17) 135,700원
상승여력 22%

시가총액	83,307억원
총발행주식수	69,050,589주
60일 평균 거래대금	319억원
60일 평균 거래량	253,747주
52주 고/저	153,000원 / 94,700원
외인지분율	26.91%
배당수익률	0.49%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 9인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	22.1	10.1	12.6
상대	21.7	12.4	11.4
절대 (달러환산)	27.5	14.0	16.3

[표 1] 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.22	2Q.22	3Q.22	4Q.22	1Q.23	2Q.23	3Q.23P	4Q.23E	2022	2023E
매출액	11,650	9,457	9,364	10,878	9,137	9,454	8,888	11,213	41,349	38,692
YoY	-7.0	-19.6	-15.6	-17.9	-21.6	0.0	-5.1	3.1	-15.0	-6.4
Korea	7,328	6,278	5,871	6,337	5,522	5,550	5,432	5,878	25,813	22,382
Cosmetics	6,069	5,315	4,888	5,292	4,551	4,591	4,456	4,864	21,564	18,462
Luxury Brands	3,906	3,433	3,394	3,707	3,101	3,017	2,988	3,321	14,440	12,427
Premium Brands	1,841	1,554	1,160	1,268	1,142	1,176	1,110	1,205	5,823	4,633
기타	322	329	334	316	308	397	357	338	1,301	1,400
Daily Beauty	1,259	963	983	1,045	971	959	977	1,014	4,249	3,921
Overseas & Export	4,199	2,972	3,348	4,416	3,494	3,723	3,177	4,977	14,935	15,371
Asia	3,796	2,555	2,742	3,727	2,752	2,852	2,346	3,876	12,820	11,826
Europe	55	57	81	108	114	132	124	173	301	543
North America	348	360	525	580	628	739	707	928	1,814	3,002
영업이익	1,580	-195	188	570	644	59	173	248	2,142	1,123
YoY	-10.4	적전	-62.6	122.9	-59.3	흑전	-8.2	-56.5	-37.6	-47.6
Korea	1,120	367	294	401	439	368	191	145	2,182	1,143
Cosmetics	1,042	401	286	383	395	314	218	195	2,112	1,122
Daily Beauty	78	-34	8	18	44	54	-27	-50	70	21
Overseas & Export	421	-425	-92	178	266	-327	-83	62	81	-82

자료: 아모레퍼시픽, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 아모레퍼시픽 목표주가 산정 PER Multiple

	2024F	비고
[지배주주] 순이익 (억원)	3,446	
주식수 (만주)	5,841	자사주 제외(23.24년 자기주식 처분/취득 반영)
EPS (원)	5,900	
적정 PER (배)	28	과거 5년 평균 PER(2011~2015년)
적정주가 (원)	165,000	
현재주가(11/17) (원)	135,700	상승여력 22%

주: 코스알엑스 기업가치는 연결 편입될 예정일인 5월1일부터 적용함. 자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 코스알엑스 실적 추정

(단위: 억원)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023.1H	2023F	2024F	2025F
매출액	366	478	803	1,233	2,044	1,902	4,667	7,467	10,454
YoY(%)	-	31	68	54	66	134	101	60	40
영업이익	102	126	223	227	510	717	1,553	2,240	3,136
OPM(%)	28	26	28	18	25	38	33	30	30
순이익	84	104	167	180	368	588	1,167	1,717	2,404
예상 기업가치							32,669	48,089	67,324

자료: 아모레퍼시픽, DART, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 코스알엑스 계약내용

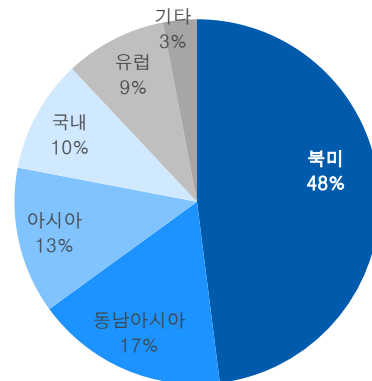
	1차 추가 매수	2차 추가 매수
양수 주식수(주)	240,000	48,000
양수 금액(억원)	6,080	1,471
양수 지분비율	47.1%	9.3%
누계 지분비율	84.8%	93.2%
발행주식총수	509,500	515,000

*누계 지분비율: 21.09.17에 매수한 주식수 (192,000주) 포함 기준

*발행주식총수: 자사주(20,000주) 및 주식매수선택권(24.04.30 기준 9,500주, 25.04.30 기준 15,000주) 포함

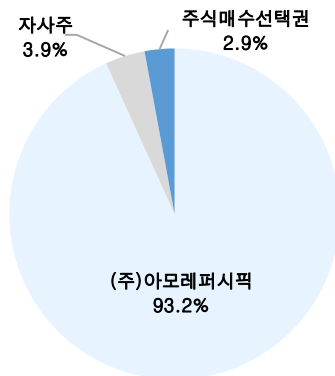
자료: DART, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 코스알엑스 지역 매출 비중(23.1H 기준)



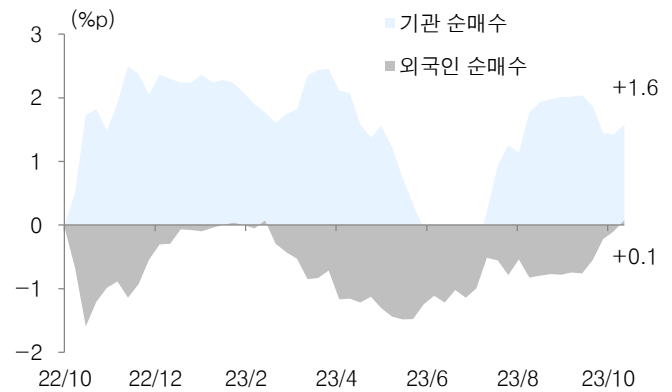
자료: 아모레퍼시픽, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 코스알엑스 지분 구성(2025년 5월 1일 예상)



자료: 아모레퍼시픽, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 국내 기관과 외국인 누적순매수 비중



자료: Quantiwise, 유안타증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	4,863	4,135	3,869	5,087	5,866
매출원가	1,363	1,338	1,239	1,618	1,853
매출총이익	3,500	2,797	2,630	3,468	4,013
판매비	3,157	2,583	2,518	3,118	3,494
영업이익	343	214	112	350	519
EBITDA	705	503	357	558	695
영업외손익	-45	10	80	73	69
외환관련손익	27	15	16	25	20
이자손익	-5	-3	-3	-4	-5
관계기업관련손익	1	9	9	1	2
기타	-68	-10	57	51	52
법인세비용차감전순이익	298	224	192	423	588
법인세비용	117	95	29	93	128
계속사업순이익	181	129	163	330	460
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	181	129	163	330	460
지배지분순이익	194	134	169	345	477
포괄순이익	165	102	136	303	433
지배지분포괄이익	178	109	145	322	460

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	691	151	85	51	228
당기순이익	181	129	163	330	460
감가상각비	362	289	245	208	177
외환손익	-4	21	-16	-25	-20
중속, 관계기업관련손익	0	0	-9	-1	-2
자산부채의 증감	-94	-345	-394	-556	-482
기타현금흐름	247	57	94	94	94
투자활동 현금흐름	-708	-69	-120	-934	-539
투자자산	-609	184	18	-692	-297
유형자산 증가 (CAPEX)	-91	-99	-91	-95	-97
유형자산 감소	3	4	5	6	6
기타현금흐름	-12	-158	-52	-153	-151
재무활동 현금흐름	-226	-155	-118	-83	-84
단기차입금	7	-1	-4	20	13
사채 및 장기차입금	-38	-31	-15	5	2
자본	72	-4	0	0	0
현금배당	-55	-68	-47	-47	-47
기타현금흐름	-213	-49	-52	-62	-52
연결범위변동 등 기타	-13	-16	439	764	508
현금의 증감	-256	-88	286	-203	113
기초 현금	794	538	450	735	533
기말 현금	538	450	735	533	645
NOPLAT	343	214	112	350	519
FCF	600	52	-7	-45	131

자료: 유안타증권

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

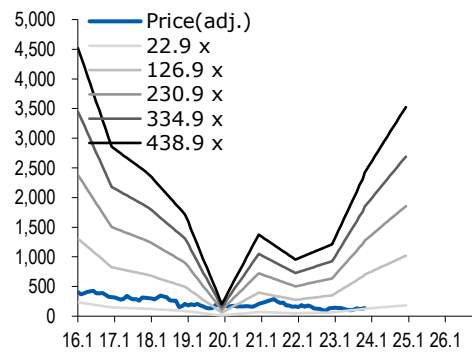
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	2,019	1,735	1,940	1,798	2,087
현금및현금성자산	538	450	735	533	645
매출채권 및 기타채권	335	317	330	434	500
재고자산	493	409	434	570	657
비유동자산	4,098	4,067	3,890	4,463	4,673
유형자산	2,541	2,475	2,317	2,198	2,112
관계기업 등 지분관련자산	238	247	231	912	1,202
기타투자자산	173	52	49	60	67
자산총계	6,117	5,802	5,829	6,261	6,760
유동부채	1,157	831	792	971	1,085
매입채무 및 기타채무	712	407	381	500	577
단기차입금	199	223	223	223	223
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	215	191	169	175	174
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,372	1,023	961	1,146	1,260
지배지분	4,761	4,799	4,894	5,154	5,557
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	796	792	792	792	792
이익잉여금	3,938	4,010	4,132	4,430	4,860
비지배지분	-17	-19	-25	-39	-56
자본총계	4,744	4,779	4,869	5,115	5,501
순차입금	-743	-592	-782	-357	-466
총차입금	390	357	338	364	378

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,135	2,175	2,766	5,767	8,034
BPS	69,064	69,550	70,898	74,669	80,510
EBITDAPS	10,217	7,282	5,177	8,084	10,072
SPS	70,452	59,883	56,034	73,665	84,945
DPS	980	680	680	680	680
PER	72.2	64.6	49.1	23.5	16.9
PBR	3.3	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	18.9	16.4	21.0	14.2	11.2
PSR	3.2	2.3	2.4	1.8	1.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	9.7	-15.0	-6.4	31.5	15.3
영업이익 증가율 (%)	140.1	-37.6	-47.6	211.7	48.2
지배순이익 증가율 (%)	451.3	-30.6	25.7	103.9	38.5
매출총이익률 (%)	72.0	67.7	68.0	68.2	68.4
영업이익률 (%)	7.1	5.2	2.9	6.9	8.8
지배순이익률 (%)	4.0	3.3	4.4	6.8	8.1
EBITDA 마진 (%)	14.5	12.2	9.2	11.0	11.9
ROIC	7.4	4.2	3.0	9.0	13.5
ROA	3.3	2.3	2.9	5.7	7.3
ROE	4.2	2.8	3.5	6.9	8.9
부채비율 (%)	28.9	21.4	19.7	22.4	22.9
순차입금/자기자본 (%)	-15.6	-12.3	-16.0	-6.9	-8.4
영업이익/금융비용 (배)	30.1	17.5	9.8	30.4	42.6

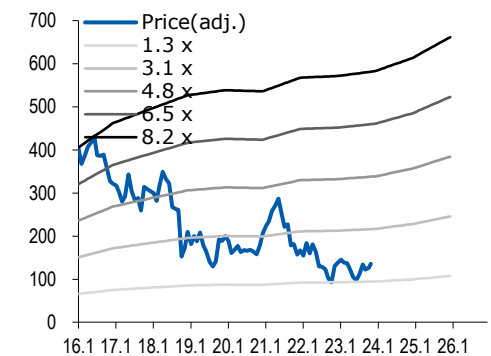
P/E band chart

(천원)

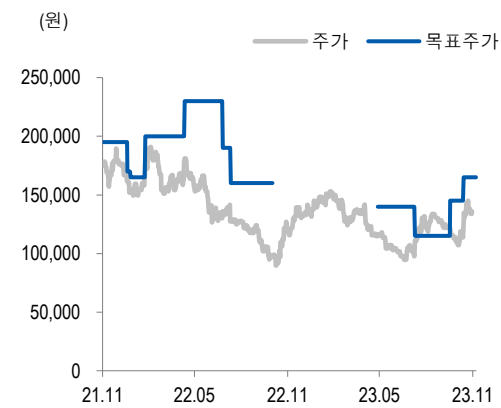


P/B band chart

(천원)



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-20	BUY	165,000	1년		
2023-10-31	BUY	165,000	1년		
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
2022-01-06	HOLD	170,000	1년	-8.73	-5.59

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자 의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-18

※ 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 투자사결정은 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.