

(Analyst) 배송이 songyi.bae@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

090430 · 화장품

아모레퍼시픽

마지막 고비를 넘는 중국

(유지)

매수

목표주가

180,000원

상승여력

27.5%

현재주가(24/1/2)

141,200원

KOSPI	2,669.81	시가총액(십억원)	8,259	발행주식수(백만주)	58	외국인 보유비중(%)	27.6
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

4Q23 Preview: 중국 부진으로 시장 기대치 하회 예상

아모레퍼시픽의 4Q23 실적은 매출액 9,703억원(YoY -11%), 영업이익 320억원(YoY -44%)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 중국이 예상보다 부진한 영향이며(중국 매출 YoY -23%, 영업적자 290억원 추정), 중국 외 부문은 예상 수준으로 기대한다. 중국은 리뉴얼 및 채널 재고 조정을 위해 주력 브랜드 전반적으로 Sell-in을 축소할 것으로 파악된다.

중국 부진은 아쉽지만 4분기가 저점일 가능성. 손익 개선 가시화 시점에 탄력적인 모멘텀 기대

중국 부진은 아쉽지만 4분기가 저점일 가능성이 높다. Sell-in 조정은 일시적 영향이 크고, Sell-through에 비추어 채널 재고가 예상대로 조정 중인 것으로 파악되기 때문이다. 사측에서는 1분기부터 중국 손익 소폭 적자~BEP 수준을 목표하고 있다. 단기 주가는 4분기 실적 및 중국 가시성 하락으로 둔화될 수 있으나, 중국 적자 개선 가능성 및 코스알렉스 편입 등의 모멘텀에 대비하여 조정 시 매수 전략이 바람직하다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	10.3	44.7	4.6
상대주가	3.5	39.0	-12.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	4,863	4,135	3,718	4,402	4,973
영업이익 (십억원)	343	214	119	380	493
영업이익률 (%)	7.1	5.2	3.2	8.6	9.9
순이익 (십억원)	194	134	161	303	384
EPS (원)	3,312	2,299	2,748	5,174	6,563
ROE (%)	4.2	2.8	3.3	6.0	7.2
P/E (배)	50.4	59.8	52.8	27.3	21.5
P/B (배)	2.0	1.7	1.7	1.6	1.5
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Preview

아모레퍼시픽의 4Q23 실적은 매출액 9,703억원(YoY -11%), 영업이익 320억원(YoY -44%)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 중국이 예상보다 부진한 영향이며(중국 매출 YoY -23%, 영업적자 290억원 추정), 중국 외 부문은 예상 수준으로 기대한다.

[국내]

매출액 5,436억원(YoY -14%), 영업이익 419억원(YoY +4%)을 추정한다.

면세가 어려운 시장 환경에 비롯해 YoY -37% 하락 예상되며, 온라인도 역직구 축소 전략으로 인해 YoY -6% 축소될 전망이다. 매출 자체는 부진하나, 2023년 연중 내내 유사한 흐름이었던 만큼 예상 대비로는 크게 벗어나지 않는 수준이다.

이익은 오히려 개선될 수 있다. 직전 분기 매출은 하락했으나, 영업이익률은 일회성 비용 300억원을 제외하면 10% 수준까지 회복되었다. 금번 분기 비용 부담이 경감되면서 전년 동기 대비 개선된 7% 이상 영업이익률을 예상한다.

[해외]

매출액 4,261억원(YoY -4%), 영업적자 90억원(적전, YoY -268억원)을 추정한다.

미국(+48%), 유럽(+38%), 일본(+24%) 등 지역은 강한 모멘텀이 유지되었으나, 중국이 YoY -23%로 하락 폭이 클 전망이다. 주력 브랜드 전반적으로 리뉴얼 및 채널 재고 조정을 위해 Sell-in을 축소한 것으로 파악된다. 설화수는 자음생 라인의 리뉴얼을 예정하고 있고, 이니스프리는 브랜드 리뉴얼 이후 일부 제품을 단종했다. 려와 라네즈도 채널 조정을 진행 중이다.

중국 매출이 예상보다 부진한 영향으로 영업적자도 QoQ 확대될 가능성이 있다. 동사의 해외 실적은 중국을 제외하면 분기 200억원 내외 이익을 내고 있지만, 중국에서만 2Q23부터 분기 2~300억원의 적자를 기록하면서 해외 사업 전체적으로 적자 전환한 상태이다. 2/3분기는 과도한 마케팅 투자, 4분기는 매출 부진을 대규모 적자의 원인으로 판단한다.

투자 판단

중국 부진은 아쉽지만 4분기가 저점일 가능성이 높다. Sell-in 축소는 1~2개 분기 정도 단기적인 영향을 크게 미치는 이슈이며, Sell-through 흐름에 비추어 채널 재고가 예상대로 조정 중인 것으로 파악되기 때문이다. 아모레퍼시픽 측에서는 재고 조정을 마무리 짓고 1분기부터 중국 손익 소폭 적자~BEP 수준을 목표하고 있다. 목표치를 반영하여 2024년 실적 전망은 유지하였다.

1분기까지는 코스알엑스 연결 효과가 없기 때문에 자체 실적이 중요한 모멘텀이다. 단기 주가는 4분기 실적 및 중국 가시성 하락으로 인해 둔화될 수 있다. 다만 중국 손익 개선이 가시화되는 시점부터는 탄력적인 모멘텀이 기대된다. 중국 적자 개선 가능성 및 코스알엑스 편입에 대비하여 조정 시 매수 전략을 추천한다.

표 1. 아모레퍼시픽 연간 실적 전망

(십억원)

	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	4,432	4,863	4,135	3,718	4,402	4,973
국내	2,706	3,076	2,581	2,194	2,342	2,437
화장품	2,210	2,593	2,156	1,803	1,955	2,046
생활용품	496	483	425	391	387	391
해외	1,745	1,802	1,483	1,465	2,039	2,511
영업이익	143	343	214	119	380	493
국내	117	300	218	142	174	184
화장품	113	300	211	135	168	177
생활용품	5	0	7	7	6	7
해외	18	52	8	(23)	216	326
세전이익	25	298	224	184	414	504
순이익	22	181	129	156	319	388
지배주주순이익	35	194	134	161	303	384
영업이익률(%)	3.2	7.1	5.2	3.2	8.6	9.9
국내	4.3	9.8	8.5	6.5	7.4	7.5
화장품	4.2	9.7	8.2	6.1	7.2	7.3
생활용품	0.9	0.0	1.6	1.8	1.6	1.7
해외	1.0	2.9	0.6	(1.6)	10.6	13.0
매출액(YoY %)	(20.6)	9.7	(15.0)	(10.1)	18.4	13.0
국내	(26.3)	17.3	(16.8)	(16.4)	8.4	4.7
해외	(16.0)	3.3	(17.7)	(1.2)	39.2	23.1
영업이익(YoY %)	(66.6)	140.1	(37.6)	(44.2)	217.7	30.0
국내	(63.3)	156.0	(27.3)	(35.1)	22.8	5.5
해외	(82.8)	189.4	(84.2)	적전	흑전	50.8
순이익(YoY %)	(85.3)	451.3	(30.6)	19.6	88.2	26.9

Note: 코스알엑스는 해외로 분류

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 아모레퍼시픽 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023년	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	914	945	889	970	3,718	989	1,111	1,069	1,232	4,402
국내	552	555	543	544	2,194	591	593	565	593	2,342
화장품	455	459	446	443	1,803	495	500	469	492	1,955
생활용품	97	96	98	100	391	96	93	97	101	387
해외	349	372	318	426	1,465	395	514	499	632	2,039
영업이익	64	6	17	32	119	81	78	82	139	380
국내	44	37	19	42	142	54	44	29	46	174
화장품	40	31	22	42	135	52	40	29	46	168
생활용품	4	5	(3)	(0)	7	2	4	0	(0)	6
해외	27	(33)	(8)	(9)	(23)	28	35	55	98	216
세전이익	99	19	38	27	184	109	91	90	124	414
순이익	90	19	27	20	156	84	70	69	96	319
지배주주순이익	87	22	28	23	161	83	65	64	90	303
영업이익률(%)	7.0	0.6	1.9	3.3	3.2	8.2	7.0	7.7	11.3	8.6
국내	8.0	6.6	3.5	7.7	6.5	9.2	7.5	5.2	7.8	7.4
화장품	8.7	6.8	4.9	9.5	7.5	10.5	8.1	6.3	9.4	8.6
생활용품	4.5	5.6	(2.8)	(0.3)	1.8	2.5	4.3	0.1	(0.3)	1.6
해외	7.6	(8.8)	(2.6)	(2.1)	(1.6)	7.1	6.9	11.1	15.4	10.6
세전이익률(%)	10.8	2.0	4.3	2.8	4.9	11.0	8.2	8.4	10.1	9.4
순이익률(%)	9.8	2.0	3.0	2.1	4.2	8.5	6.3	6.5	7.8	7.2
매출액(YoY %)	(21.6)	(0.0)	(5.1)	(10.8)	(10.1)	8.3	17.6	20.3	27.0	18.4
국내	(24.6)	(11.6)	(7.5)	(14.2)	(15.0)	7.0	6.8	4.0	9.1	6.7
해외	(16.8)	27.5	(3.6)	(3.5)	(1.2)	12.9	37.9	57.1	48.4	39.2
영업이익(YoY %)	(59.3)	흑전	(8.2)	(43.9)	(44.2)	25.5	1,223.7	374.6	334.5	217.7
국내	(60.8)	0.3	(35.0)	4.4	(35.1)	23.3	20.3	54.2	10.3	22.8
해외	(36.8)	적지	적지	적전	적전	5.5	흑전	흑전	흑전	흑전
순이익(YoY %)	(25.7)	(171.8)	15.7	(1.0)	19.6	(5.0)	194.6	129.8	286.0	88.2

Note: 코스알엑스는 해외로 분류

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 아모레퍼시픽 실적 추정 상세

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F	2025F
매출액	914	945	889	970	989	1,111	1,069	1,232	3,718	4,402	4,973
국내	552	555	543	544	591	593	565	593	2,194	2,342	2,437
전문점	18	18	17	13	16	16	15	11	65	58	54
방판	89	71	76	70	85	70	75	69	307	299	303
온라인	224	213	152	221	226	228	164	245	810	863	926
해외	349	372	318	426	395	514	499	632	1,465	2,039	2,511
아시아	275	285	235	326	289	298	248	349	1,121	1,184	1,253
중국	151	157	117	172	156	160	122	185	597	623	660
유럽	11	13	12	15	15	16	17	21	52	69	87
미국	63	74	71	86	91	108	95	116	293	411	542
코스알엑스						91	138	147		376	628
YoY %	(21.6)	(0.0)	(5.1)	(10.8)	8.3	17.6	20.3	27.0	(10.1)	18.4	13.0
국내	(24.6)	(11.6)	(7.5)	(14.2)	7.0	6.8	4.0	9.1	(15.0)	6.7	4.1
전문점	(22.0)	(15.0)	(12.0)	(11.5)	(13.0)	(11.0)	(10.0)	(9.4)	(15.7)	(11.0)	(7.7)
방판	(8.0)	(8.0)	(12.0)	(7.4)	(4.0)	(2.0)	(2.0)	(1.6)	(8.9)	(2.5)	1.3
백화점	3.0	(2.0)	(3.3)	1.3	0.5	0.5	0.5	0.5	(0.3)	0.5	0.5
면세점	(52.9)	(19.6)	(14.9)	(36.6)	52.0	26.0	11.0	22.2	(32.5)	25.6	5.1
온라인	(23.0)	(25.0)	(14.0)	(6.4)	1.0	7.0	8.0	10.9	(18.0)	6.6	7.3
해외	(16.8)	27.5	(3.6)	(3.5)	12.9	37.9	57.1	48.4	(1.2)	39.2	23.1
아시아	(27.4)	14.0	(12.5)	(12.7)	4.9	4.4	5.9	7.2	(11.8)	5.7	5.9
중국	(48.3)	18.3	(17.9)	(23.3)	3.0	2.2	4.0	7.6	(24.6)	4.3	5.9
유럽	93.2	123.7	40.9	37.8	29.0	24.6	36.3	39.4	65.2	32.6	26.1
미국	80.5	105.3	34.7	47.7	45.3	46.1	35.0	35.2	61.7	40.1	32.1
코스알엑스											67.0
영업이익	64	6	17	32	81	78	82	139	119	380	493
국내	44	37	19	42	54	44	29	46	142	174	184
해외	27	(33)	(8)	(9)	28	35	55	98	(23)	216	326
아시아	11	(38)	(16)	(22)	6	2	7	14	(64)	29	33
중국	2	(39)	(21)	(29)	(3)	1	2	5	(87)	4	7
유럽	3	2	1	1	3	2	1	2	6	8	10
미국	13	3	7	12	19	6	10	16	35	52	69
코스알엑스						31	47	50		128	214
OPM %	7.0	0.6	1.9	3.3	8.2	7.0	7.7	11.3	3.2	8.6	9.9
국내	8.0	6.6	3.5	7.7	9.2	7.5	5.2	7.8	6.5	7.4	7.5
해외	7.6	(8.8)	(2.6)	(2.1)	7.1	6.9	11.1	15.4	(1.6)	10.6	13.0
아시아	4.0	(13.2)	(6.7)	(6.8)	2.0	0.8	2.8	3.9	(5.7)	2.4	2.6
중국	1.5	(25.0)	(17.5)	(17.0)	(2.0)	0.5	1.6	2.6	(14.5)	0.7	1.1
유럽	22.0	12.0	4.2	8.1	21.0	12.1	5.9	8.3	11.2	11.3	11.4
미국	21.0	4.5	9.6	13.8	21.0	5.6	11.0	13.8	12.0	12.6	12.7
코스알엑스						34.0	34.1	33.9		34.0	34.1

Note: 코스알엑스는 해외로 분류

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 아모레퍼시픽 Valuation Table (원)

구분	내용	비고
12MF EPS	5,177	
Target PER(배)	35 해외 확장기(2013~2015년) 평균값 적용	
적정 주가	183,730	
목표 주가	180,000	
현재 주가	141,200	
상승 여력(%)	27.5	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	4,135	3,718	4,402	4,973
매출원가	1,338	1,167	1,202	1,332
매출총이익	2,797	2,551	3,200	3,641
판매비와관리비	2,583	2,432	2,821	3,148
조정영업이익	214	119	380	493
영업이익	214	119	380	493
비영업손익	10	65	34	11
금융손익	-3	-8	-14	-18
관계기업등 투자손익	9	44	20	0
세전계속사업손익	224	184	414	504
계속사업법인세비용	95	28	95	116
계속사업이익	129	156	319	388
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	129	156	319	388
지배주주	134	161	303	384
비지배주주	-5	-5	16	4
총포괄이익	102	156	319	388
지배주주	109	178	364	443
비지배주주	-6	-22	-45	-55
EBITDA	503	387	624	723
FCF	52	338	372	430
EBITDA 마진율 (%)	12.2	10.4	14.2	14.5
영업이익률 (%)	5.2	3.2	8.6	9.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.2	4.3	6.9	7.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,735	1,927	1,888	2,127
현금 및 현금성자산	450	755	469	554
매출채권 및 기타채권	306	267	353	404
재고자산	409	356	471	544
기타유동자산	570	549	595	625
비유동자산	4,067	3,909	4,387	4,595
관계기업투자등	247	221	794	1,072
유형자산	2,475	2,328	2,204	2,124
무형자산	358	378	398	403
자산총계	5,802	5,836	6,275	6,723
유동부채	831	770	907	995
매입채무 및 기타채무	81	76	87	98
단기금융부채	292	285	302	312
기타유동부채	458	409	518	585
비유동부채	191	178	208	227
장기금융부채	65	65	65	65
기타비유동부채	126	113	143	162
부채총계	1,023	948	1,115	1,222
지배주주지분	4,798	4,912	5,168	5,505
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	792	792	792	792
이익잉여금	4,010	4,124	4,380	4,716
비지배주주지분	-19	-24	-8	-4
자본총계	4,779	4,888	5,160	5,501

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	151	458	492	580
당기순이익	129	156	319	388
비현금수익비용가감	497	303	354	364
유형자산감가상각비	289	267	244	230
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	208	36	110	134
영업활동으로인한자산및부채의변동	-345	34	-71	-38
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	37	-80	-51
재고자산 감소(증가)	55	53	-115	-73
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-53	-4	10	11
법인세납부	-125	-28	-95	-116
투자활동으로 인한 현금흐름	-69	-124	-783	-327
유형자산처분(취득)	-95	-120	-120	-150
무형자산감소(증가)	-36	-20	-20	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	23	16	-35	-24
기타투자활동	39	0	-608	-148
재무활동으로 인한 현금흐름	-155	-54	-30	-37
장단기금융부채의 증가(감소)	-33	-7	17	10
자본의 증가(감소)	-4	0	0	0
배당금의 지급	-68	-47	-47	-47
기타재무활동	-50	0	0	0
현금의 증가	-88	306	-286	86
기초현금	538	450	755	469
기말현금	450	755	469	554

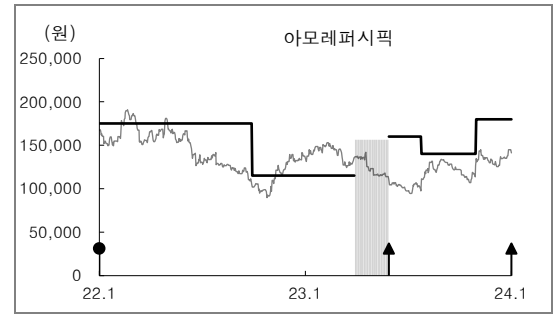
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	59.8	52.8	27.3	21.5
P/CF (x)	12.8	18.5	12.3	11.0
P/B (x)	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (x)	16.6	20.6	12.9	11.0
EPS (원)	2,299	2,748	5,174	6,563
CFPS (원)	10,707	7,852	11,490	12,853
BPS (원)	82,185	84,128	88,498	94,259
DPS (원)	680	680	680	680
배당성향 (%)	30.7	25.5	12.5	10.3
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	-15.0	-10.1	18.4	13.0
EBITDA증가율 (%)	-28.7	-23.1	61.3	16.0
조정영업이익증가율 (%)	-37.6	-44.2	217.7	30.0
EPS증가율 (%)	-30.6	19.6	88.2	26.9
매출채권 회전율 (회)	14.2	13.9	15.3	14.0
재고자산 회전율 (회)	9.2	9.7	10.6	9.8
매입채무 회전율 (회)	13.1	14.9	14.8	14.4
ROA (%)	2.2	2.7	5.3	6.0
ROE (%)	2.8	3.3	6.0	7.2
ROIC (%)	3.8	2.7	9.6	12.0
부채비율 (%)	21.4	19.4	21.6	22.2
유동비율 (%)	208.8	250.3	208.2	213.7
순차입금/자기자본 (%)	-4.2	-18.3	-11.9	-12.9
조정영업이익/금융비용 (x)	17.5	2.5	7.9	9.9

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
아모레퍼시픽 (090430)				
2023.11.01	매수	180,000	-	-
2023.07.27	매수	140,000	-12.82	-4.36
2023.05.30	매수	160,000	-36.22	-33.00
2023.03.31	분석 대상 제외		-	-
2022.09.30	중립	115,000	11.80	33.04
2021.11.29	중립	175,000	-13.38	9.14



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 아모레퍼시픽 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.