

2023. 11. 1



Company Analysis | 음식료/화장품/의류

Analyst 오지우

02 3779 8431_jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	180,000 원
현재주가	126,400 원
상승여력	42.4 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (10/31)	2,277.99 pt
시가총액	73,935 억원
발행주식수	58,493 천주
52 주 최고가/최저가	153,000 / 91,500 원
90 일 일평균거래대금	389.64 억원
외국인 지분율	25.4%
배당수익률(23.12E)	0.5%
BPS(23.12E)	71,503 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 11.2%
	6개월 11.5%
	12개월 37.0%
주주구성	아모레퍼시픽그룹(외 9인) 50.1%
	국민연금공단 (외 1인) 7.4%
	MFS (외 1인) 5.0%

Stock Price



아모레퍼시픽 (090430)

3Q23 Review: 희망이 보인다

COSRX 자회사 편입 긍정적

아모레퍼시픽의 2023년 3분기 실적은 매출액 8,888억원(-5.1% YoY), 영업이익 173억원(-8.2%, OPM 1.9%), 지배주주순이익 280억원(+15.7%, NPM 3.2%)을 기록하며 시장 컨센서스 366억원을 크게 하회했다. 기대치 하회의 주 원인은 국내 일회성 인건비 323억원이 반영된 영향이다(PS 총당금, 뉴커머스 조직 재정비 비용 등). 일회성 비용을 제외할 시 국내 사업 영업이익은 +76.0% YoY 증가한 수준이다.

[국내] 매출액 5,433억원(-7.5%), 영업이익 191억원(-34.6%, OPM 3.5%)을 기록했다. 부문별로는 화장품 영업이익 218억원(-23.2%, OPM 4.9%), DB 영업적자 27억원(적전)을 기록했다. 금번 분기 면세 매출액(비중 23%)은 1,239억원으로 전년대비 -14.9% 감소했으나, MBS 채널은 +50% 이상 고성장했다. DB는 마케팅 투자 확대로 적자전환했으나, 일리윤, 라보에이치 등 고마진 제품 확대로 향후 수익성 개선이 가능할 전망이다.

[해외] 매출액 3,177억원(-3.6%), 영업적자 83억원(적지)을 기록했다. 지역별 매출액은 아시아 2,346억원(-12.5%) vs 북미 707억원(+34.7%), EMEA 124억원(+40.9%)으로 여전히 서구권 고성장세가 돋보이는 구간이다. 중국 매출액은 -21.3% 감소한 1,263억원으로 추정되며, 환율 약세에 따라 감소폭이 커졌다(3Q23 원/위안 -7%). 영업단에서는 판매 감소로 적자가 지속되었으나, 1Q24E에는 BEP 달성이 가능할 것으로 예상된다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 180,000원으로 상향

아모레퍼시픽에 대한 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 180,000원으로 상향한다(Target P/E 30배). 금일 발표된 **COSRX 자회사 편입**이 동사 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다. 동사는 '21년 9월 COSRX의 지분 38.4%를 취득하고 잔여 지분을 매수할 수 있는 Call Option을 부여받았으며, '23년 10월 주식매수청구권 행사를 최종 결정하고 주식매매계약을 체결했다. COSRX의 최대주주 및 특수관계인 잔여 지분 288,000주를 최대 7,551억원에 인수하며, '24년 5월 1일부터의 실적이 연결 편입 예정이다.

COSRX 편입 기대 효과는 1)글로벌 리밸런싱 및 북미 익스포저 확대, 2)중저가 기능성·더마 포트폴리오 강화, 3)인하우스 디지털 역량 활용, 4)재무적 이익 등이다. COSRX의 '23F 실적은 매출 4,667억원(+128%), 영업이익 1,553억원(+205%, OPM 33%)이며, '24F 연결 실적 추정치 내 COSRX 반영분은 매출 2,754억원, 영업이익 826억원이다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	4,863	4,135	3,829	4,532	5,266
영업이익	343	214	144	387	581
순이익	181	129	183	376	526
EPS (원)	3,139	2,177	3,080	6,450	9,073
증감률 (%)	582.9	-30.6	41.5	109.4	40.7
PER (x)	53.2	63.2	41.0	19.6	13.9
PBR (x)	2.4	2.0	1.8	1.7	1.5
영업이익률 (%)	7.1	5.2	3.8	8.5	11.0
EBITDA 마진 (%)	14.5	12.2	10.8	14.5	15.8
ROE (%)	4.2	2.8	3.8	7.5	9.7

주: IFRS 연결 기준

자료: 아모레퍼시픽, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 아모레퍼시픽 3Q23 Review

(십억원, %)	3Q23P	3Q22	YoY(%)	2Q23	QoQ(%)	컨센서스	컨센 대비(%)
매출액	888.8	936.4	-5.1	945.4	-6.0	924.1	-3.8
영업이익	17.3	18.8	-8.2	5.9	193.0	36.6	-52.8
지배주주순이익	28.0	24.2	15.7	22.1	26.7	35.2	-20.4
OPM(%)	1.9	2.0	-0.1	0.6	1.3	4.0	-2.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 아모레퍼시픽 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,165.0	945.7	936.4	1,087.8	913.7	945.4	888.8	1,080.8	4,134.9	3,828.8	4,531.7
국내	732.8	627.8	587.1	633.7	552.2	555.0	543.3	591.3	2,581.4	2,241.8	2,407.6
Cosmetic	606.9	531.5	488.8	529.2	455.1	459.1	445.6	488.3	2,156.4	1,848.1	2,008.4
Daily Beauty	125.9	96.3	98.3	104.5	97.1	95.9	97.7	103.0	425.0	393.7	399.3
해외	419.9	292.0	329.5	441.9	349.4	372.3	317.7	470.2	1,483.3	1,509.7	2,049.0
아시아	379.2	250.1	268.2	372.7	275.2	285.2	234.6	376.3	1,270.2	1,171.3	1,294.9
EMEA	5.9	5.9	8.8	11.2	11.4	13.2	12.4	13.3	31.8	50.3	60.4
북미	34.8	36.0	52.5	58.0	62.8	73.9	70.7	80.6	181.3	288.0	693.7
매출액 YoY (%)	-7.0	-19.6	-15.6	-17.9	-21.6	0.0	-5.1	-0.6	-15.0	-7.4	18.4
국내	-9.9	-15.4	-18.6	-20.7	-24.6	-11.6	-7.5	-6.7	-16.1	-13.2	7.4
Cosmetic	-10.7	-15.1	-18.2	-23.3	-25.0	-13.6	-8.8	-7.7	-16.8	-14.3	8.7
Daily Beauty	-5.8	-16.6	-20.7	-4.4	-22.9	-0.4	-0.6	-1.4	-11.9	-7.4	1.4
해외	-6.1	-34.4	-14.2	-15.9	-16.8	27.5	-3.6	6.4	-17.7	1.8	35.7
아시아	-9.8	-40.3	-23.9	-23.9	-27.4	14.0	-12.5	1.0	-24.5	-7.8	10.6
EMEA	5.4	18.0	72.5	75.0	93.9	123.7	40.9	18.7	43.9	58.3	20.0
북미	62.6	66.7	96.6	98.6	80.5	105.3	34.7	39.0	83.3	58.9	140.9
영업이익	158.0	-19.5	18.8	57.0	64.4	5.9	17.3	56.2	214.2	143.7	386.8
국내	112.0	36.7	29.2	40.1	43.9	36.8	19.1	35.7	218.0	135.6	166.6
Cosmetic	104.2	40.1	28.4	38.3	39.5	31.4	21.8	34.2	211.0	126.9	150.7
Daily Beauty	7.8	-3.4	0.8	1.8	4.4	5.4	-2.7	1.5	7.0	8.7	15.9
해외	42.1	-43.2	-9.0	17.8	26.6	-32.7	-8.3	16.0	7.7	1.6	222.6
영업이익 YoY (%)	-10.4	적전	-62.6	122.9	-59.3	흑전	-8.2	-1.3	-37.6	-32.9	169.1
국내	-10.6	-55.3	-50.2	17.9	-60.8	0.3	-34.6	-10.9	-27.3	-37.8	22.9
Cosmetic	-10.5	-52.5	-50.3	-8.4	-62.1	-21.7	-23.2	-10.8	-29.6	-39.9	18.8
Daily Beauty	-12.4	적지	-42.9	흑전	-43.1	흑전	적전	-14.1	3,400.0	24.1	83.2
해외	-19.6	적전	적전	흑전	-36.7	적지	적지	-10.2	-85.2	-79.0	13,688.5
OPM (%)	13.6	-2.1	2.0	5.2	7.0	0.6	1.9	5.2	5.2	3.8	8.5
국내	15.3	5.8	5.0	6.3	8.0	6.6	3.5	6.0	8.4	6.0	6.9
Cosmetic	17.2	7.5	5.8	7.2	8.7	6.8	4.9	7.0	9.8	6.9	7.5
Daily Beauty	6.2	-3.5	0.8	1.7	4.6	5.6	-2.8	1.5	1.6	2.2	4.0
해외	10.0	-14.8	-2.7	4.0	7.6	-8.8	-2.6	3.4	0.5	0.1	10.9

자료: 아모레퍼시픽, 이베스트투자증권 리서치센터

주: K-IFRS 연결기준. COSRX 예상 실적 반영(2024년 5월부터 연결 편입)

그림6 아모레퍼시픽, 코스알엑스(COSRX) 잔여 지분 추가 매수 결정

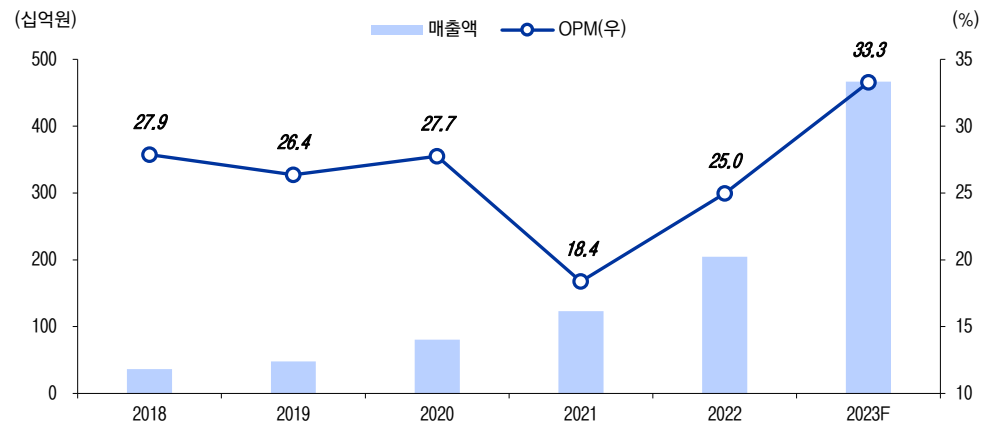
	1차 추가 매수 (2024년 4월 30일)	2차 추가 매수 (2025년 4월 30일)
양수 주식 수 (주)	240,000	48,000
양수 금액 (십억원)	608.0	147.1
양수 지분비율 (%)	47.1	9.3
누계 지분비율 (%)	84.9	93.2
발행주식총수 (주)	509,500	515,000

자료: 아모레퍼시픽, 코스알엑스, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 누계 지분비율은 '21.09.17에 기 매수한 192,000주 포함,

발행주식총수는 자사주 20,000주 및 주식매수선택권('24.4.30 기준 9,500주, '25.4.30 기준 15,000주 포함 기준

그림7 코스알엑스(COSRX) 연간 실적 추이 및 전망



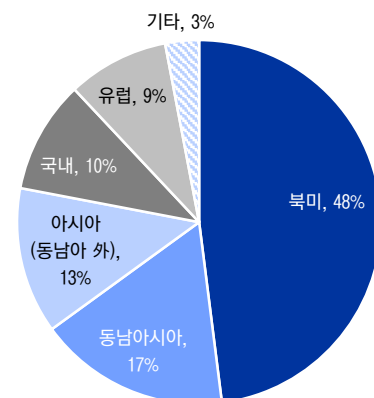
자료: 아모레퍼시픽, 코스알엑스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 코스알엑스(COSRX) 대표 제품



자료: 아모레퍼시픽, 코스알엑스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 코스알엑스(COSRX) 지역별 매출액 비중



자료: 아모레퍼시픽, 코스알엑스, 이베스트투자증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	2,019	1,735	1,974	2,475	3,077
현금 및 현금성자산	538	450	618	898	1,329
매출채권 및 기타채권	335	317	387	481	551
재고자산	493	409	433	538	616
기타유동자산	653	559	536	558	581
비유동자산	4,098	4,067	3,983	3,903	3,859
관계기업투자등	348	262	286	298	310
유형자산	2,541	2,475	2,373	2,213	2,088
무형자산	202	358	378	408	438
자산총계	6,117	5,802	5,957	6,378	6,936
유동부채	1,157	831	846	924	986
매입채무 및 기타채무	712	407	280	347	398
단기금융부채	294	292	305	305	305
기타유동부채	152	132	262	272	283
비유동부채	215	191	193	198	204
장기금융부채	96	65	53	53	53
기타비유동부채	119	127	140	145	151
부채총계	1,372	1,023	1,039	1,123	1,190
지배주주지분	4,761	4,799	4,937	5,275	5,765
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	796	792	791	791	791
이익잉여금	3,938	4,010	4,147	4,484	4,975
비지배주주지분(연결)	-17	-19	-19	-19	-19
자본총계	4,744	4,779	4,918	5,255	5,746

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	691	151	319	480	650
당기순이익(손실)	181	129	183	376	526
비현금수익비용가감	628	497	221	242	229
유형자산감가상각비	362	289	270	269	252
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타현금수익비용	267	208	-129	-109	-105
영업활동 자산부채변동	-94	-345	-49	-138	-105
매출채권 감소(증가)	-3	2	-76	-94	-70
재고자산 감소(증가)	-91	55	-37	-105	-78
매입채무 증가(감소)	-13	-53	8	68	51
기타자산, 부채변동	13	-349	56	-7	-7
투자활동 현금	-708	-69	-83	-152	-172
유형자산처분(취득)	-88	-95	-119	-109	-126
무형자산 감소(증가)	-29	-36	-34	-30	-30
투자자산 감소(증가)	-652	212	55	25	24
기타투자활동	61	-149	15	-38	-40
재무활동 현금	-226	-155	-66	-47	-47
차입금의 증가(감소)	-156	-83	-19	0	0
자본의 증가(감소)	-74	-71	-47	-47	-47
배당금의 지급	55	68	-47	-47	-47
기타재무활동	4	-1	0	0	0
현금의 증가	-256	-88	168	281	431
기초현금	794	538	450	618	898
기말현금	538	450	618	898	1,329

자료: 아모레퍼시픽, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	4,863	4,135	3,829	4,532	5,266
매출원가	1,363	1,338	1,199	1,397	1,577
매출총이익	3,500	2,797	2,629	3,135	3,689
판매비 및 관리비	3,157	2,583	2,486	2,748	3,108
영업이익	343	214	144	387	581
(EBITDA)	705	503	414	656	834
금융손익	21	12	4	9	9
이자비용	11	12	0	0	0
관계기업등 투자손익	1	9	38	41	41
기타영업외손익	-68	-10	53	54	54
세전계속사업이익	298	224	239	490	686
계속사업법인세비용	117	95	56	114	160
계속사업이익	181	129	183	376	526
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	181	129	183	376	526
지배주주	194	134	187	384	537
총포괄이익	213	98	183	376	526
매출총이익률 (%)	72.0	67.7	68.7	69.2	70.1
영업이익률 (%)	7.1	5.2	3.8	8.5	11.0
EBITDA 마진률 (%)	14.5	12.2	10.8	14.5	15.8
당기순이익률 (%)	3.7	3.1	4.8	8.3	10.0
ROA (%)	3.3	2.3	3.2	6.2	8.1
ROE (%)	4.2	2.8	3.8	7.5	9.7
ROIC (%)	5.1	2.9	2.6	6.9	10.3

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	53.2	63.2	41.0	19.6	13.9
P/B	2.4	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	14.6	16.6	17.9	10.9	8.0
P/CF	14.2	15.2	21.6	14.1	11.6
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	9.7	-15.0	-7.4	18.4	16.2
영업이익	140.1	-37.6	-32.9	169.1	50.3
세전이익	1,077.7	-24.6	6.4	105.2	39.9
당기순이익	727.0	-28.5	41.6	105.2	39.9
EPS	582.9	-30.6	41.5	109.4	40.7
안정성 (%)					
부채비율	28.9	21.4	21.1	21.4	20.7
유동비율	174.4	208.8	233.3	267.8	312.0
순차입금/자기자본(x)	-5.3	-4.2	-7.4	-12.4	-18.9
영업이익/금융비용(x)	30.1	17.5	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	390	357	358	358	358
순차입금 (십억원)	-252	-200	-365	-650	-1,085
주당지표 (원)					
EPS	3,139	2,177	3,080	6,450	9,073
BPS	68,950	69,494	71,503	76,387	83,491
CFPS	11,721	9,070	5,858	8,945	10,930
DPS	980	680	680	680	680

아모레퍼시픽 목표주가 추이

(원)

250,000

200,000

150,000

100,000

50,000

0

— 주가

— 목표주가

21/11

22/05

22/11

23/05

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2021.11.01	Buy	230,000	-17.0		-23.7
2022.01.12	Hold	170,000	12.4		-3.2
2022.04.29	Buy	220,000	-17.7		-31.2
2022.07.07	Buy	175,000	-19.1		-22.9
2022.07.29	Buy	155,000	-16.8		-22.6
2022.10.11	Buy	130,000	11.5		-7.6
2023.01.12	Buy	172,000	-11.0		-18.3
2023.04.10	변경	오지우			
2023.04.10	Buy	170,000	-16.5		-33.3
2023.07.10	Buy	140,000	-4.4		-15.3
2023.11.01	Buy	180,000			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오지우).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

— 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

— 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	91.4% 8.6% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경 투자 의견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)