

아모레퍼시픽 (090430)

화장품



이승은

02 3770 5588
seungeun.lee@yuantakorea.com

RA 강순건

02 3770 5598
sungeon.kang@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	115,000원 (D)
현재주가 (7/26)	97,600원
상승여력	18%

시가총액	60,283억원
총발행주식수	69,050,589주
60일 평균 거래대금	294억원
60일 평균 거래량	275,324주
52주 고	153,000원
52주 저	89,700원
외인지분율	24.97%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 8 인 50.14%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.7)	(19.1)	(29.0)
상대	(4.1)	(22.5)	(33.9)
절대(달러환산)	(1.3)	(15.2)	(27.2)

시련의 시기

2Q23 Review: 영업이익 시장 기대치 84% 하회

23년도 2분기 매출액은 9,454억원(-0.04% YoY), 영업이익은 59억원(흑자전환 YoY)을 기록하며 매출액은 시장 기대치 9,437억원에 부합하였으나, 영업이익은 시장 기대치 377억원을 84% 하회하였다. 2분기 실적 관련 중요 사항은 크게 3가지가 있다. ① 국내외 오프라인 리오프닝 수요 대응 및 주요 브랜드 리브랜딩 투자로 광고판촉비(1,627억원)가 전년대비 24.3% 증가하였다. 중국지역 매출액 대비 마케팅 비용(설화수 리브랜딩 투자, 광고비)이 40% 수준까지 확대된 것으로 추정된다. ② 동사 회계 결산 시점(6월) 맞이하여 중국을 제외하고 고성장을 기록한 모든 지역(북미, 유럽, 아세안)에서 인센티브 지급 이슈가 발생하였다. 북미와 유럽의 경우 두 자릿수 영업이익률에서 한 자릿수로 하락한 것으로 추정된다. ③ 면세점 실적은 전년 동기 대비 30% 하락한 것으로 추정된다. 일반 관광객 매출액이 세 자릿수 성장하였고, 브랜드 별로 설화수뿐만 아니라 라네즈, 헤라, 프리메라에서도 고성장을 기록하여 1분기 대비 매출 하락폭이 둔화된 것으로 추정된다.

3Q23 Preview: 실질적인 해외 구매력이 중요한 시점

국내 채널(방판, 아리따움, 원브랜드샵) 매출성장률이 하락하고 있는 가운데, 동사 주가 상승 포인트는 2분기를 기점으로 해외 부문 실적 턴어라운드에 있다. 마케팅 비용 투자에 따른 설화수 및 주요 브랜드 매출 성과가 전 지역에서 나타나는지가 중요하다. 설화수와 라네즈는 고성장 중인 북미에서도 마케팅을 진행하고 있기 때문에 중국 외 지역에서도 오프라인 매출 고 성장이 기대되는 시점이다.

투자의견 Buy, 목표주가 115,000원으로 하향

아모레퍼시픽에 대해 투자의견 Buy 유지, 목표주가는 동사 2분기 실적을 반영하여 115,000원으로 하향한다. 목표주가는 2023F EPS에 목표 PER 28.7배(2014년 평균 PER)를 적용하였다. 2014년 평균을 적용한 이유는 중국 설화수 진출 초기 PER이다. 동사가 주요 브랜드에 대해 리브랜딩을 진행하고 있는 점은 긍정적인 변화로 판단되나, 리브랜딩에 대한 가시적인 성과가 실적으로 증명되기 까지 동사 주가는 기다림의 시간이 필요할 것으로 전망된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	48,631	41,349	41,653	47,540
영업이익	3,434	2,142	1,677	2,901
지배순이익	1,937	1,345	1,844	2,723
PER	72.2	64.6	33.6	22.1
PBR	3.3	2.0	1.4	1.3
EV/EBITDA	18.8	16.2	13.0	10.1
ROE	4.2	2.8	3.8	5.4

자료: 유안타증권

[표 1] 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.22	2Q.22	3Q.22	4Q.22	1Q.23	2Q.23P	3Q.23E	4Q.23E	2022	2023E
매출액	11,650	9,457	9,364	10,878	9,137	9,454	10,184	12,423	41,349	41,653
YoY	-7.0	-19.6	-15.6	-17.9	-21.6	0.0	8.8	14.2	-15.0	0.7
Korea	7,328	6,278	5,871	6,337	5,522	5,550	5,491	6,303	25,813	22,866
Cosmetics	6,069	5,315	4,888	5,292	4,551	4,591	4,459	5,185	21,564	18,786
Luxury Brands	3,906	3,433	3,394	3,707	3,101	3,017	3,122	3,663	14,440	12,903
Premium Brands	1,841	1,554	1,160	1,268	1,142	1,176	986	1,205	5,823	4,509
기타	322	329	334	316	308	397	351	318	1,301	1,374
Mass & OSULLOC	1,259	963	983	1,045	971	959	1,032	1,118	4,249	4,080
Overseas & Export	4,199	2,972	3,348	4,416	3,494	3,723	4,557	5,999	14,935	17,773
Asia	3,796	2,555	2,742	3,727	2,752	2,852	2,961	4,137	12,820	12,702
Europe	55	57	81	108	114	132	178	238	301	662
North America	348	360	525	580	628	739	1,418	1,624	1,814	4,409
영업이익	1,580	-195	188	570	644	59	357	617	2,142	1,677
YoY	-10.4	적전	-62.6	122.9	-59.3	흑전	90.1	8.3	-37.6	-21.7
Korea	1,120	367	294	401	439	368	198	418	2,182	1,423
Cosmetics	1,042	401	286	383	395	314	183	363	2,112	1,255
Mass & OSULLOC	78	-34	8	18	44	54	16	55	70	169
Overseas & Export	421	-425	-92	178	266	-327	159	199	81	297

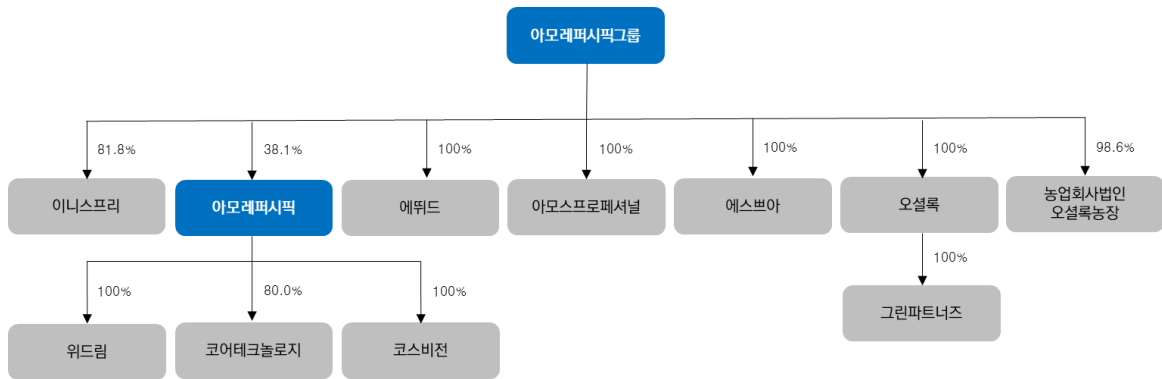
자료: 아모레퍼시픽, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 아모레퍼시픽 목표주가 산정 PER Mutiple

	2023F	2024F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	1,844	2,723	
주식수 (만주)	5,849	5,849	보통주 기말 발행 주식수
EPS (원)	3,152	4,655	
적정 PER (배)	28.7	28.7	2014년 PER 평균
적정주가 (원)	90,470	133,596	115,000원
현재주가(7/26) (원)	97,600	97,600	
상승여력 (%)	-7.3	36.9	17.8%

자료: 유안타증권 리서치센터

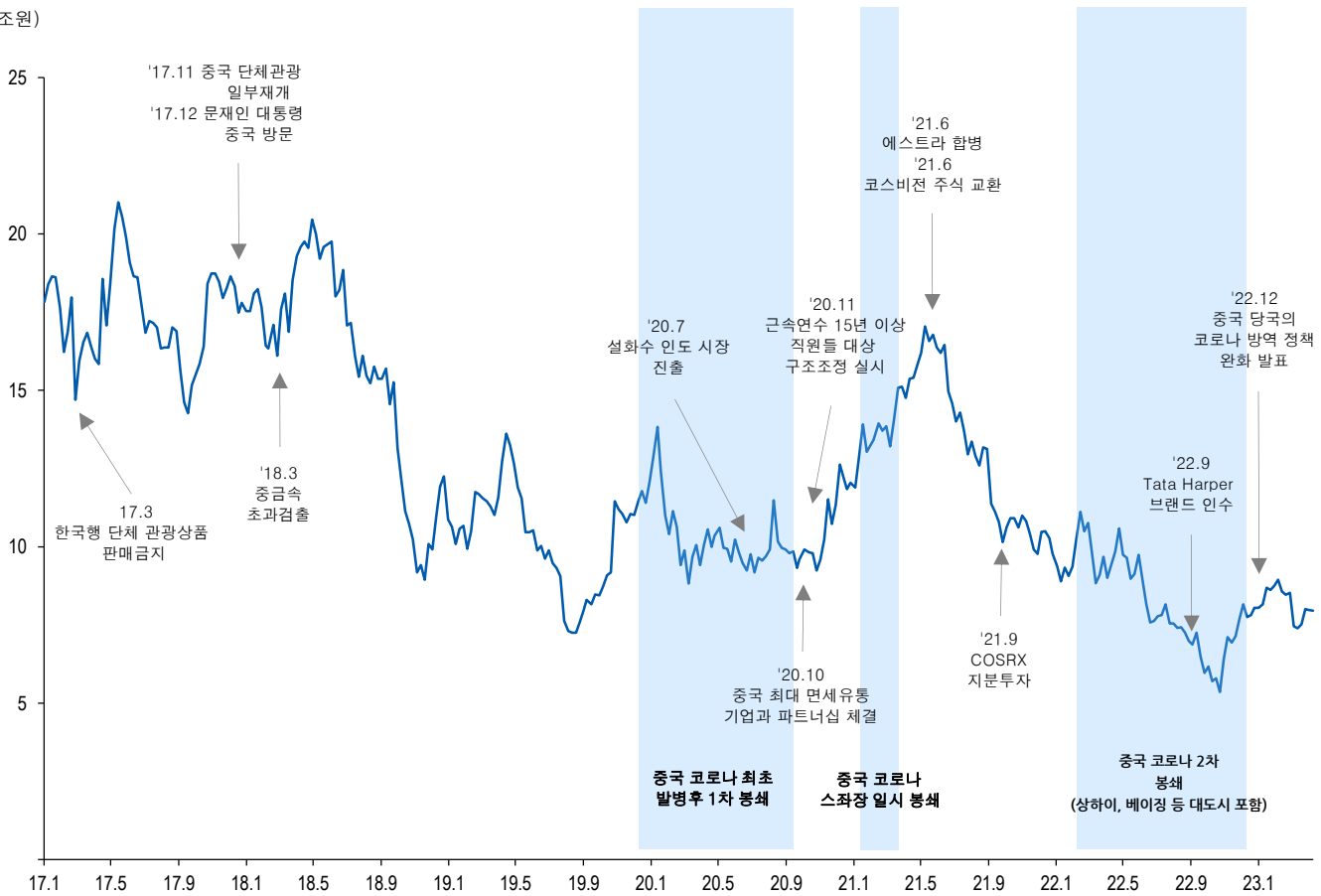
[그림 1] 아모레퍼시픽 지배구조



주: 2023.03 기준, 자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 아모레퍼시픽 주요 이벤트

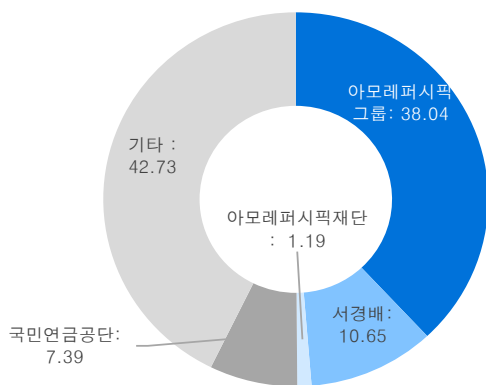
(조원)



자료: Bloomberg, 언론사, 유안타증권 리서치센터

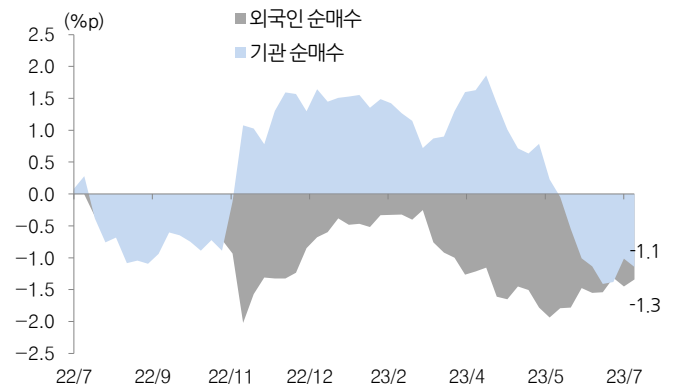
[그림 3] 아모레퍼시픽 지분

(%)



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 국내 기관과 외국인 누적순매수 비중



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	48,631	41,349	41,653	47,540	51,001
매출원가	13,626	13,375	13,580	15,469	16,491
매출총이익	35,005	27,974	28,073	32,071	34,510
판매비	31,571	25,832	26,396	29,170	30,737
영업이익	3,434	2,142	1,677	2,901	3,773
EBITDA	7,052	5,029	4,002	4,894	5,481
영업외손익	-455	103	386	400	409
외환관련손익	266	149	362	362	362
이자손익	-54	-34	91	127	172
관계기업관련손익	9	89	4	4	4
기타	-676	-102	-72	-94	-129
법인세비용차감전순손익	2,979	2,245	2,063	3,301	4,182
법인세비용	1,170	952	328	742	948
계속사업순손익	1,809	1,293	1,735	2,559	3,234
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,809	1,293	1,735	2,559	3,234
지배지분순이익	1,937	1,345	1,844	2,723	3,444
포괄순이익	1,652	1,022	1,464	2,289	2,963
지배지분포괄이익	1,785	1,086	1,537	2,403	3,112

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	6,914	1,510	501	1,242	2,005
당기순이익	1,809	1,293	1,735	2,559	3,234
감가상각비	3,619	2,886	2,325	1,993	1,708
외환손익	-36	213	-362	-362	-362
중속, 관계기업관련손익	0	0	-4	-4	-4
자산부채의 증감	-945	-3,451	-4,317	-4,175	-3,935
기타현금흐름	2,468	570	1,124	1,231	1,364
투자활동 현금흐름	-7,084	-685	-325	-122	-79
투자자산	-6,090	1,843	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-912	-993	0	0	0
유형자산 감소	33	40	0	0	0
기타현금흐름	-115	-1,576	-325	-122	-79
재무활동 현금흐름	-2,260	-1,546	-1,305	-1,262	-1,401
단기차입금	-161	226	197	223	77
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	38	55	62
현금배당	-548	-681	-475	-475	-475
기타현금흐름	-1,551	-1,090	-1,065	-1,065	-1,065
연결범위변동 등 기타	-131	-161	2,809	2,537	2,423
현금의 증감	-2,560	-881	1,679	2,395	2,948
기초 현금	7,937	5,377	4,496	6,175	8,571
기말 현금	5,377	4,496	6,175	8,571	11,519
NOPLAT	3,434	2,142	1,677	2,901	3,773
FCF	6,003	517	501	1,242	2,005

자료: 유안타증권

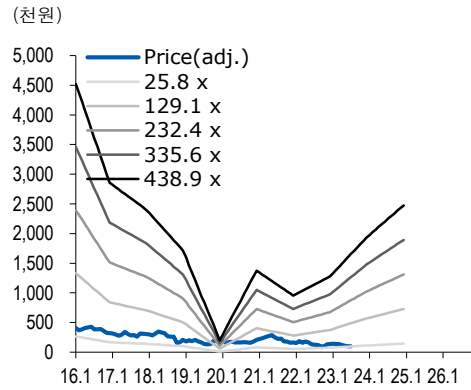
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	20,185	17,350	20,491	23,981	27,891
현금및현금성자산	5,377	4,496	6,175	8,571	11,519
매출채권 및 기타채권	3,347	3,175	3,457	3,666	3,966
재고자산	4,932	4,089	5,002	5,654	6,003
비유동자산	40,982	40,668	39,629	38,518	37,549
유형자산	25,414	24,753	22,428	20,435	18,726
관계기업등 지분관련자산	2,384	2,473	2,473	2,473	2,473
기타투자자산	1,731	518	580	651	702
자산총계	61,167	58,018	60,121	62,499	65,440
유동부채	11,575	8,311	8,881	9,335	9,598
매입채무 및 기타채무	7,117	4,067	4,359	4,494	4,645
단기차입금	1,991	2,234	2,431	2,654	2,731
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,149	1,914	2,054	2,167	2,300
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	13,724	10,225	10,935	11,502	11,898
지배지분	47,610	47,986	49,388	51,218	53,776
자본금	345	345	345	345	345
자본잉여금	7,958	7,916	7,954	8,009	8,071
이익잉여금	39,378	40,101	41,475	43,258	45,763
비지배지분	-167	-193	-202	-221	-234
자본총계	47,443	47,793	49,186	50,997	53,542
순차입금	-8,379	-6,606	-8,102	-10,395	-13,446
총차입금	2,953	2,882	3,219	3,555	3,765

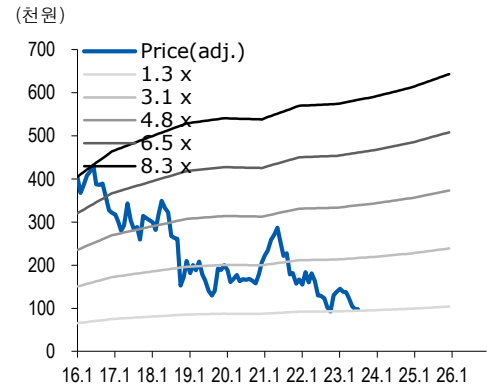
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,135	2,175	2,905	4,408	5,641
BPS	69,064	69,552	71,583	74,236	77,943
EBITDAPS	10,217	7,282	5,796	7,088	7,938
SPS	70,452	59,883	60,322	68,848	73,860
DPS	980	680	680	680	680
PER	72.2	64.6	33.6	22.1	17.3
PBR	3.3	2.0	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	18.8	16.2	13.0	10.1	8.5
PSR	3.2	2.3	1.6	1.4	1.3

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	9.7	-15.0	0.7	14.1	7.3
영업이익 증가율 (%)	140.1	-37.6	-21.7	73.0	30.1
지배순이익 증가율 (%)	451.3	-30.6	37.1	47.7	26.5
매출총이익률 (%)	72.0	67.7	67.4	67.5	67.7
영업이익률 (%)	7.1	5.2	4.0	6.1	7.4
지배순이익률 (%)	4.0	3.3	4.4	5.7	6.8
EBITDA 마진 (%)	14.5	12.2	9.6	10.3	10.7
ROIC	7.4	4.2	4.7	7.8	10.6
ROA	3.3	2.3	3.1	4.4	5.4
ROE	4.2	2.8	3.8	5.4	6.6
부채비율 (%)	28.9	21.4	22.2	22.6	22.2
순차입금/자기자본 (%)	-17.6	-13.8	-16.4	-20.3	-25.0
영업이익/금융비용 (배)	30.1	17.5	72.9	126.1	164.0

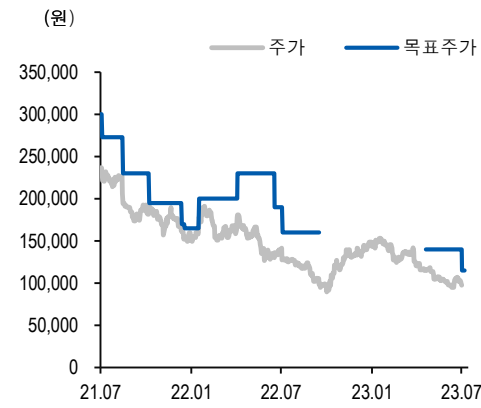
P/E band chart



P/B band chart



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-07-27	BUY	115,000	1년		
2023-05-15	BUY	140,000	1년	-25.23	-15.57
담당자변경					
2022-07-29	BUY	160,000	1년	-20.69	-4.38
2022-07-13	BUY	190,000	1년	-28.56	-25.53
2022-04-29	BUY	230,000	1년	-35.09	-22.17
2022-02-10	BUY	200,000	1년	-16.14	-4.50
2022-01-12	HOLD	165,000	1년	-6.26	-
2022-01-06	HOLD	170,000	1년	-8.73	-
2021-11-01	HOLD	195,000	1년	-9.42	-

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)	0.0
Buy(매수)	91.4
Hold(중립)	8.6
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-07-24

※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.