

# 아모레퍼시픽 (090430)

## 글로벌 시장 다변화로 레벨업

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 145,000으로 상향

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 145,000원으로 상향한다. 목표주가는 2024년 EPS에 목표 PER 31배(2012~2016년 PER 평균)를 적용하였다. 2012년부터 2016년은 아모레퍼시픽 중국 시장 점유율 확장 시기이다. 중국 외 해외지역 매출 성장 다변화 시기로 판단된다.

### 중국 부진을 만회해 주고 있는 미국/유럽

23년도 3분기 매출액은 9,046억원(-3.4% YoY), 영업이익은 357억원(+89.9% YoY)이 전망되며 시장 기대치(매출액 9,694억원, 영업이익 470억원)를 하회할 것으로 예상된다. 면세점과 중국 실적부진이 여전히 이어져 오고 있는 것으로 판단된다. 동사는 2022년부터 북미, 유럽에서 고성장 중인데 2022년 북미/유럽 매출 비중은 5%에 불과 하였으나 2023년 10%, 2024년 15%까지 상승할 것으로 전망된다. 중국 외 지역 매출 비중 상승은 동사 주가 상승 포인트로 작용할 것으로 전망된다

### 코스알엑스 잔여지분 57.6% 추가 인수 논의 중

2021년 9월 17일 동사는 코스알엑스 지분 38.4%를 1,800억원에 인수했다. 코스알엑스의 자기주식 4%를 제외한 잔여지분 57.6%에 대하여 2024년~2025년에 걸쳐 매수할 수 있는 콜옵션을 확보했다.(콜옵션 행사가격은 코스알엑스 2022~2024년 영업성과에 기초하여 산정됨). 동사 콜옵션 행사 기한은 2025년까지 남은 상황이지만 최초 취득 계약체결일로부터 2년이 되는 날까지 콜옵션 행사 여부를 결정해야 한다. 동사가 보유한 현금은 23년 반기 별도 기준 7,109억원(현금+예금+당기손익 공정가치)을 보유중이다. 코스알엑스는 저자극 스킨케어 브랜드로 2023년 예상 매출액 4,100억원(+101% YoY), 순이익 1,025억원(+178% YoY)으로 추정된다. 매출비중은 해외 90% 국내 10% 이다. 콜옵션 행사 시 해외 매출 비중 확대에 따른 주가 상승이 전망된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	48,631	41,349	38,823	43,501
영업이익	3,434	2,142	1,677	2,901
지배순이익	1,937	1,345	1,844	2,723
PER	72.2	64.6	41.9	27.6
PBR	3.3	2.0	1.7	1.6
EV/EBITDA	18.8	16.2	16.6	13.1
ROE	4.2	2.8	3.8	5.4

자료: 유안타증권



이승은 회장/유동  
seungeun.lee@yuantakorea.com

박현주 Research Assistant  
hyunjoo.park@yuantakorea.com

**BUY (M)**

목표주가 **145,000원 (U)**

현재주가 (10/4) **121,700원**

상승여력 **19%**

시가총액	74,934억원
총발행주식수	69,050,589주
60일 평균 거래대금	384억원
60일 평균 거래량	321,019주
52주 고	153,000원
52주 저	89,700원
외인지분율	24.82%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 9인 50.14%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.0)	24.4	18.2
상대	(2.2)	34.1	8.5
절대(달러환산)	(11.9)	18.8	23.6

[표 1] 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망 (단위: 억원, %)

	1Q.22	2Q.22	3Q.22	4Q.22	1Q.23	2Q.23	3Q.23E	4Q.23E	2022	2023E
매출액	11,650	9,457	9,364	10,878	9,137	9,454	9,046	11,187	41,349	38,823
YoY	-7.0	-19.6	-15.6	-17.9	-21.6	0.0	-3.4	2.8	-15.0	-6.1
Korea	7,328	6,278	5,871	6,337	5,522	5,550	5,094	5,794	25,813	21,960
Cosmetics	6,069	5,315	4,888	5,292	4,551	4,591	4,062	4,717	21,564	17,922
Luxury Brands	3,906	3,433	3,394	3,707	3,101	3,017	2,946	3,321	14,440	12,385
Premium Brands	1,841	1,554	1,160	1,268	1,142	1,176	766	1,078	5,823	4,161
기타	322	329	334	316	308	397	351	318	1,301	1,374
Daily Beauty	1,259	963	983	1,045	971	959	1,032	1,076	4,249	4,039
Overseas & Export	4,199	2,972	3,348	4,416	3,494	3,723	3,680	5,151	14,935	16,047
Asia	3,796	2,555	2,742	3,727	2,752	2,852	2,605	3,876	12,820	12,085
Europe	55	57	81	108	114	132	130	173	301	548
North America	348	360	525	580	628	739	945	1,102	1,814	3,414
영업이익	1,580	-195	188	570	644	59	357	618	2,142	1,677
YoY	-10.4	적전	-62.6	122.9	-59.3	흑전	89.9	8.5	-37.6	-21.7
Korea	1,120	367	294	401	439	368	179	300	2,182	1,286
Cosmetics	1,042	401	286	383	395	314	158	250	2,112	1,117
Daily Beauty	78	-34	8	18	44	54	21	50	70	168
Overseas & Export	421	-425	-92	178	266	-327	159	262	81	360

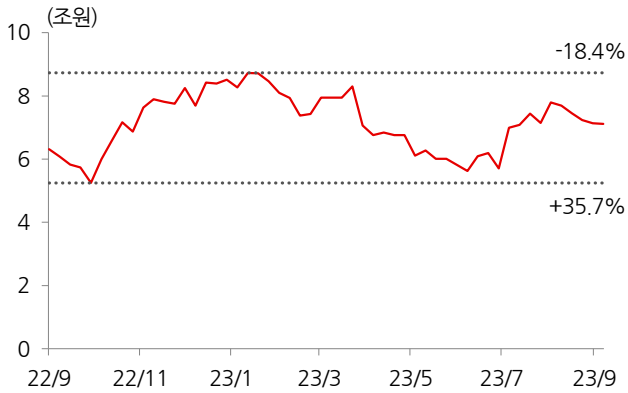
자료: 아모레퍼시픽, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 아모레퍼시픽 목표주가 산정 PER Multiple

	2024F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	2,723	
주식수 (만주)	5,849	보통주 기말 발행 주식수
EPS (원)	4,655	
적정 PER (배)	31	과거 5년 평균 PER(2012~2016년)
적정주가 (원)	<b>145,000</b>	
현재주가(10/04) (원)	121,700	<b>상승여력 19.1%</b>

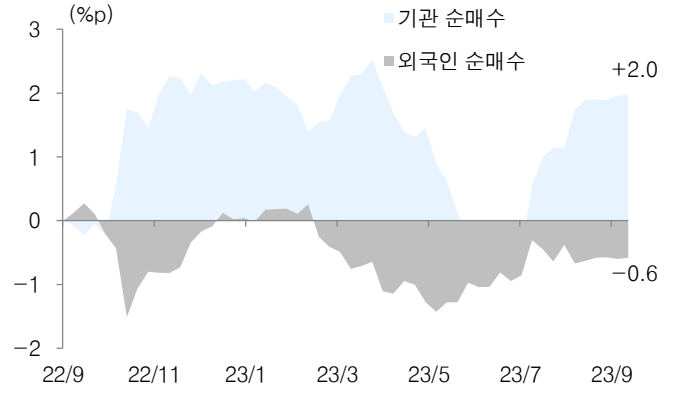
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 시가총액과 최고/최저가 대비 현재가 괴리율



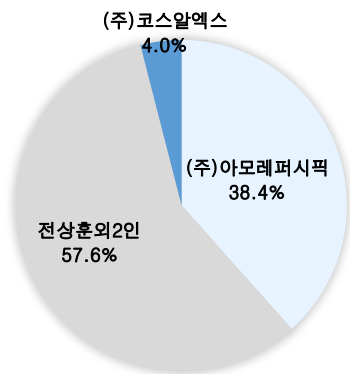
자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 국내 기관과 외국인 누적순매수 비중



자료: Quantwise, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 코스알엑스 주주구성



자료: DART, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 코스알엑스 주요 상품



자료: 올리브영, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 코스알엑스 실적 추정

(단위: 억원)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	366	478	803	1,233	2,044	4,100
YoY(%)	-	31	68	54	66	101
영업이익	102	126	223	227	510	1,230
OPM(%)	28	26	28	18	25	30
순이익	84	104	167	180	368	1,025

자료: DART, 유안타증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	48,631	41,349	38,823	43,501	48,001
매출원가	13,626	13,375	12,658	13,885	15,189
매출총이익	35,005	27,974	26,166	29,616	32,812
판매비	31,571	25,832	24,489	26,715	29,039
영업이익	3,434	2,142	1,677	2,901	3,773
EBITDA	7,052	5,029	4,003	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
법인세비용차감전순이익	2,979	2,245	2,063	3,301	4,182
법인세비용	1,170	952	328	742	948
계속사업순이익	1,809	1,293	1,735	2,559	3,234
중단사업순이익	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	1,465	2,289	2,963
지배지분포괄이익	1,785	1,086	1,538	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	2,422
현금의 증감	-2,560	-881	1,680	2,395	2,948
기초 현금	7,937	5,377	4,496	6,176	8,571
기말 현금	5,377	4,496	6,176	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

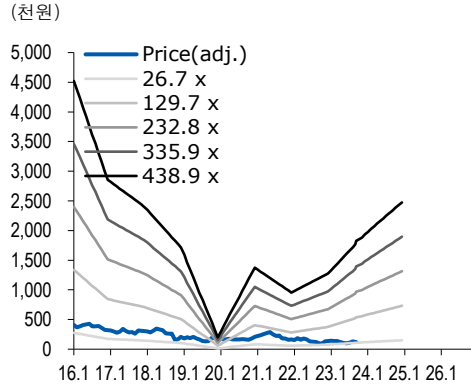
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	20,185	17,350	20,492	23,981	27,891
현금및현금성자산	5,377	4,496	6,176	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	43,259	45,763
비지배지분	-167	-193	-202	-221	-234
자본총계	47,443	47,793	49,186	50,997	53,542
순차입금	-8,379	-6,606	-8,103	-10,395	-13,445
총차입금	2,953	2,882	3,219	3,555	3,765

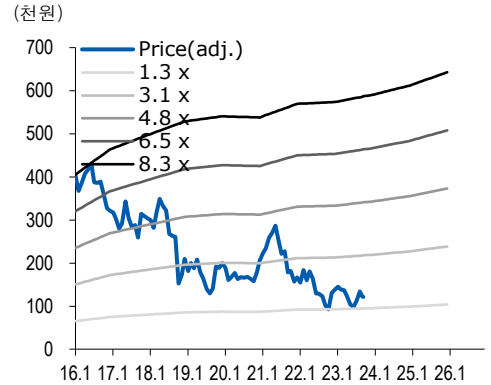
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,135	2,175	2,906	4,408	5,641
BPS	69,064	69,550	71,554	74,205	77,910
EBITDAPS	10,217	7,282	5,797	7,088	7,938
SPS	70,452	59,883	56,225	62,999	69,516
DPS	980	680	680	680	680
PER	72.2	64.6	41.9	27.6	21.6
PBR	3.3	2.0	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA	18.8	16.2	16.6	13.1	11.2
PSR	3.2	2.3	2.2	1.9	1.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	9.7	-15.0	-6.1	12.0	10.3
영업이익 증가율 (%)	140.1	-37.6	-21.7	72.9	30.1
지배순이익 증가율 (%)	451.3	-30.6	37.2	47.6	26.5
매출총이익률 (%)	72.0	67.7	67.4	68.1	68.4
영업이익률 (%)	7.1	5.2	4.3	6.7	7.9
지배순이익률 (%)	4.0	3.3	4.8	6.3	7.2
EBITDA 마진 (%)	14.5	12.2	10.3	11.3	11.4
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

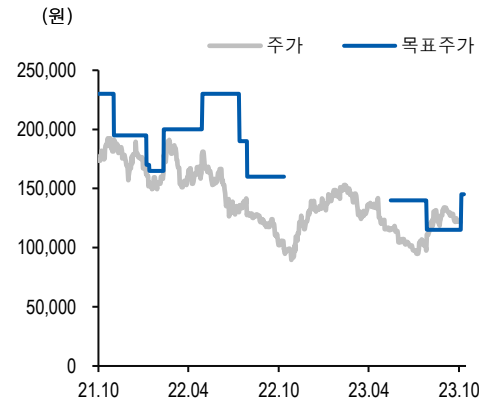
P/E band chart



P/B band chart



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-10-05	BUY	145,000	1년		
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	-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	-

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)	90.0
Hold(중립)	10.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2023-10-03

※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.