

아모레퍼시픽 (090430)

코스알엑스 살아나라!

2Q24 Review: 잘못 본 것이라고 생각했던 영업이익

2024년 2분기 실적은 매출액 9,048억원(-4.3% YoY), 영업이익 42억원(-29.5% YoY)을 기록하며 영업이익 시장기대치 695억원을 94% 하회하였다. 코스알엑스 제외시 매출액은 8,208억원(-13.2% YoY), 영업이익은 -210억원(적자전환)으로 추정된다. 영업이익 감소 주요인은 ① 중국 매출 50% YoY 하락(영업적자 370억원 추정), ② 국내 채널 럭셔리 브랜드 매출이 하락하며 화장품 부문 영업이익이 35% 감소한 점에 있다. 면세 매출은 전년동기대비 26% 감소한 819억원으로 추정된다(국내 매출의 16%). 데일리뷰티 부문에서 e커머스와 MBS 등 신성장 채널과 프리미엄 제품 마케팅 투자가 확대된 영향으로 적자전환하였다. CosRx(2024.05.01 연결 편입, 지분율 86%) 실적은 매출액 840억원, 영업이익 252억원(OPM 30%)으로 추정된다. 2분기 전체 매출액은 1,367억원(29% YoY, -12.5% QoQ), 영업이익 410억원으로 추정된다. 동사 2024년 연간 가이던스 매출 성장률 +50% YoY 대비 낮은 매출 성장률을 기록하였다. 2분기가 전통적인 비수기인 것도 있지만, 지난 5월말부터 6월초까지, 북미 매출의 50%를 차지하는 미국 아마존에서 1.2위를 유지하던 뮤신 에센스 제품이 SKU조정 이슈로 순위권을 이탈한 것이 매출 하락의 주요인으로 추정된다.

3Q24 Preview: 더 걱정되는 3분기

① 중국: 3분기 중화권 매출액은 전년대비 50% 감소, 적자는 2분기 대비 소폭 증가한 400억원이 예상된다. 2023년 중국 적자는 1,200억원이었는데, 24년은 적자 소폭 축소에 그칠 것으로 전망된다.

② CosRx: CosRX의 영업이익률은 1분기에 가장 높고, 2.3.4분기 30%를 유지할 것으로 전망된다. 이는 3분기 아마존 프라임데이와 4분기 할리데이 시즌은 특히 마케팅 비용이 증가한다. 하반기 매출도 크지만 마케팅 비용도 커져 영업이익률은 24년 1분기 대비 하락할 것으로 예상된다. 23년 영업이익률은 33%였고, 24년 1분기 38% 수준을 연간으로 유지하기 어려울 것으로 예상된다. 따라서 코스알엑스의 영업이익률은 보수적으로 30%로 추정하였다.

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가는 200,000원을 유지한다. 동사 주가 상승의 핵심은 CosRX 성장과 해외 실적 개선이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	41,349	36,740	42,131	47,400
영업이익	2,142	1,082	2,508	5,300
지배순이익	1,345	1,801	6,789	5,321
PER	64.6	43.2	14.5	18.6
PBR	2.0	1.8	2.1	1.9
EV/EBITDA	16.4	19.2	16.5	10.3
ROE	2.8	3.7	13.1	9.4

자료: 유안타증권

이승은 화장품/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com**BUY (M)****목표주가 200,000원 (M)**현재주가 (8/6) **165,800원**상승여력 **21%**

시가총액 101,896억원

총발행주식수 69,050,589주

60일 평균 거래대금 572억원

60일 평균 거래량 327,365주

52주 고/저 194,200원 / 107,100원

외인지분율 30.47%

배당수익률 0.63%

주요주주 아모레퍼시픽그룹 외 10인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 10.9 (1.7) 36.7

상대 25.9 4.3 41.1

절대 (달러환산) 11.3 (2.6) 30.1

[Fig. 1] 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

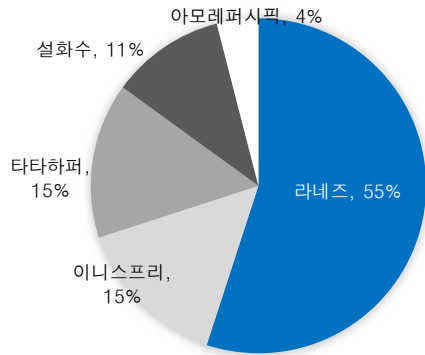
	1Q.23	2Q.23	3Q.23	4Q.23	2023	1Q24	2Q24P	3Q24E	4Q24E	2024E
매출액	9,137	9,454	8,888	9,260	36,740	9,115	9,048	11,529	12,440	42,131
Korea	5,522	5,550	5,432	5,604	22,108	5,636	5,119	5,200	5,430	21,385
Luxury Brands	3,101	3,017	2,988	2,960	12,066	3,231	2,811	2,800	2,850	11,692
Premium Brands	1,142	1,176	1,110	1,366	4,794	1,261	1,217	1,250	1,470	5,198
Daily Beauty	971	959	977	957	3,864	952	885	900	890	3,627
기타	308	397	357	320	1,382	193	206	250	220	869
Overseas & Export	3,494	3,723	3,177	3,569	13,963	3,368	3,815	3,849	4,510	15,542
Asia	2,707	2,852	2,346	2,627	10,532	2,317	2,223	1,740	2,020	8,300
중화권	1,836	1,825	1,501	1,681	6,844	1,482	1,077	800	1,000	4,359
기타 아시아	871	1,027	845	946	3,688	835	1,146	940	1,020	3,941
Europe	114	132	124	148	518	173	373	384	400	1,330
North America	628	739	707	794	2,868	878	1,218	1,725	2,090	5,911
CosRX(24.04.30 연결편입)	-	-	-	-	-	0	840	1,700	2,200	4,740
CosRX	930	1,000	1,300	1,637	4,867	1,563	1,367	1,700	2,200	6,830
매출액 YoY	-21.6	0.0	-5.1	-14.9	-11.1	-0.2	-4.3	29.7	34.3	14.7
Korea	-24.6	-11.6	-7.5	-11.6	-14.4	2.1	-7.8	-4.3	-3.1	-3.3
Luxury Brands	-20.6	-12.1	-12.0	-20.2	-16.4	4.2	-6.8	-6.3	-3.7	-3.1
Premium Brands	-38.0	-24.3	-4.3	7.7	-17.7	10.4	3.5	12.6	7.6	8.4
Daily Beauty	-22.9	-0.4	-0.6	-8.4	-9.1	-2.0	-7.7	-7.9	-7.0	-6.1
기타	-4.3	20.7	6.9	1.3	6.2	-37.3	-48.1	-30.0	-31.3	-37.1
Overseas & Export	-16.8	27.5	-5.1	-19.2	-6.5	-3.6	2.5	21.2	26.4	11.3
Asia	-28.7	14.0	-14.4	-28.6	-17.8	-14.4	-22.1	-25.8	-23.1	-21.2
중화권	-	-	-	-	-	-19.3	-41.0	-46.7	-40.5	-36.3
기타 아시아	-	-	-	-	-	-4.1	11.6	11.3	7.9	6.9
Europe	107.3	123.7	53.1	29.8	72.1	51.8	182.6	209.7	170.3	156.8
North America	80.5	105.3	34.7	36.9	58.1	39.8	64.8	144.0	163.2	106.1
CosRX	-	-	-	-	-	68.1	29.0	30.8	34.4	40.3
영업이익	644	59	173	207	1,082	727	42	660	1,080	2,508
Korea	384	368	191	520	1,463	491	152	120	340	1,103
Cosmetics	349	314	218	479	1,360	474	206	180	380	1,240
Daily Beauty	35	54	-27	41	103	17	-54	-60	-40	-137
Overseas & Export	316	-327	-83	-337	-431	316	51	150	220	737
CosRX(24.04.30 연결편입)	-	-	-	-	-	0	252	510	660	1,422
CosRX	-	-	-	-	1,640	595	410	510	660	2,174

주1: 해외 일부 국가(중동 등) 구분 기준 및 연결 조정 항목 변경. 23년 2분기부터 23년 4분기 실적은 변경전 수치

주2: 2023년 CosRX, 중화권 및 기타 아시아 실적은 유안타증권 추정치

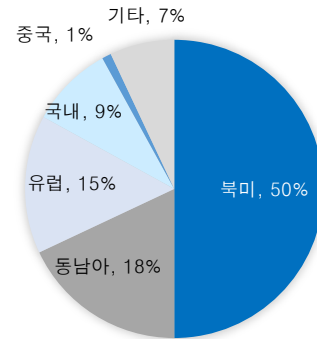
자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] CosRX 제외한 아모레퍼시픽 북미 브랜드별 매출 비중 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 3] 코스알엑스(CosRX) 지역별 매출 비중 추정



자료: 유안타증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	41,349	36,740	42,131	47,400	51,800
매출원가	13,375	11,551	12,800	14,000	15,200
매출총이익	27,974	25,189	29,331	33,400	36,600
판매비	25,832	24,107	26,823	28,100	30,600
영업이익	2,142	1,082	2,508	5,300	6,000
EBITDA	5,029	3,600	5,508	8,600	9,600
영업외손익	103	1,725	4,722	1,500	120
외환관련손익	149	64	0	0	0
이자손익	-34	-44	-9	42	88
관계기업관련손익	89	417	435	35	43
기타	-102	1,288	4,296	1,423	-11
법인세비용차감전순손익	2,245	2,806	7,230	6,800	6,120
법인세비용	952	1,068	528	1,598	1,420
계속사업순손익	1,293	1,739	6,702	5,202	4,700
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,293	1,739	6,702	5,202	4,700
지배지분순이익	1,345	1,801	6,789	5,321	4,841
포괄순이익	1,022	1,334	6,297	4,797	4,295
지배지분포괄이익	1,086	1,393	6,574	5,007	4,484

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,510	3,482	7,110	6,695	6,632
당기순이익	1,293	1,739	6,702	5,202	4,700
감가상각비	2,886	2,518	3,000	3,300	3,600
외환손익	213	33	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	-435	-35	-43
자산부채의 증감	-3,451	-356	-1,266	-1,080	-934
기타현금흐름	570	-452	-891	-691	-691
투자활동 현금흐름	-685	-1,862	-4,538	-4,019	-4,491
투자자산	1,843	-945	-535	-523	-437
유형자산 증가 (CAPEX)	-993	-1,345	-4,200	-3,700	-4,300
유형자산 감소	40	266	30	31	32
기타현금흐름	-1,576	162	167	173	214
재무활동 현금흐름	-1,546	-983	-1,565	-2,066	-1,379
단기차입금	-15	70	-419	-921	-234
사채 및 장기차입금	-314	-138	0	0	0
자본	-42	23	0	0	0
현금배당	-681	-470	-629	-628	-628
기타현금흐름	-493	-468	-518	-518	-518
연결범위변동 등 기타	-161	0	474	833	872
현금의 증감	-881	637	1,481	1,443	1,633
기초 현금	5,377	4,496	5,133	6,615	8,058
기말 현금	4,496	5,133	6,615	8,058	9,691
NOPLAT	2,142	1,082	2,508	5,300	6,000
FCF	517	2,137	2,910	2,995	2,332

자료: 유안타증권

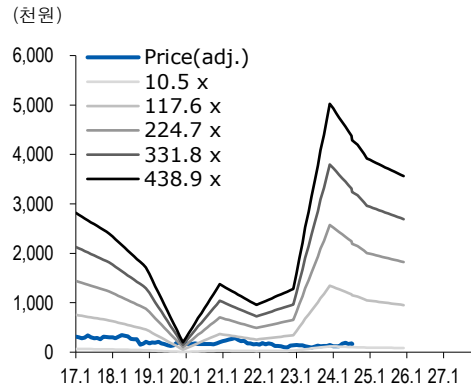
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	17,350	19,522	22,449	25,233	27,985
현금및현금성자산	4,496	5,064	6,615	8,058	9,691
매출채권 및 기타채권	3,175	3,242	3,724	4,190	4,579
재고자산	4,089	3,943	4,522	5,087	5,559
비유동자산	40,668	39,343	41,048	41,940	43,045
유형자산	24,753	24,416	25,586	25,955	26,623
관계기업등 지분관련자산	2,473	2,871	3,292	3,704	4,047
기타투자자산	518	928	1,042	1,154	1,247
자산총계	58,018	58,865	63,498	67,173	71,031
유동부채	8,311	8,133	6,877	6,169	6,180
매입채무 및 기타채무	3,945	3,741	3,301	3,714	4,059
단기차입금	2,234	2,441	1,941	941	641
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,914	2,005	2,225	2,440	2,619
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	10,225	10,138	9,102	8,609	8,799
지배지분	47,986	48,980	54,736	59,024	62,832
자본금	345	345	345	345	345
자본잉여금	7,916	7,939	7,939	7,939	7,939
이익잉여금	40,101	41,014	47,175	51,868	56,081
비지배지분	-193	-253	-340	-460	-601
자본총계	47,793	48,727	54,396	58,565	62,232
순차입금	-5,916	-8,420	-10,645	-13,259	-15,335
총차입금	3,572	3,504	3,085	2,165	1,931

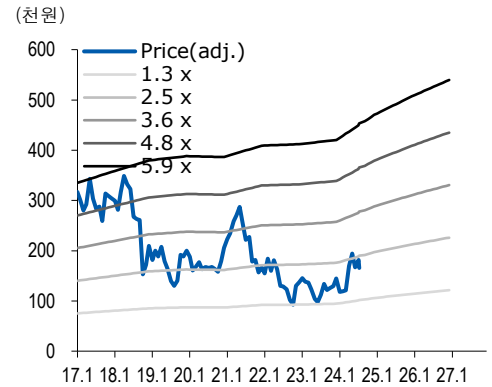
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	2,175	2,914	11,442	8,932	8,111
BPS	69,550	70,961	79,374	85,593	91,115
EBITDAPS	7,282	5,214	7,977	12,455	13,903
SPS	59,883	53,207	61,015	68,645	75,017
DPS	680	910	910	910	910
PER	64.6	43.2	14.5	18.6	20.4
PBR	2.0	1.8	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	16.4	19.2	16.5	10.3	9.0
PSR	2.3	2.4	2.7	2.4	2.2

재무비율	(단위: 배, %)				
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	-15.0	-11.1	14.7	12.5	9.3
영업이익 증가율 (%)	-37.6	-49.5	131.9	111.3	13.2
지배순이익 증가율 (%)	-30.6	33.9	277.0	-21.6	-9.0
매출총이익률 (%)	67.7	68.6	69.6	70.5	70.7
영업이익률 (%)	5.2	2.9	6.0	11.2	11.6
지배순이익률 (%)	3.3	4.9	16.1	11.2	9.3
EBITDA 마진 (%)	12.2	9.8	13.1	18.1	18.5
ROIC	4.2	2.2	7.8	12.4	13.4
ROA	2.3	3.1	11.1	8.1	7.0
ROE	2.8	3.7	13.1	9.4	7.9
부채비율 (%)	21.4	20.8	16.7	14.7	14.1
순차입금/자기자본 (%)	-12.3	-17.2	-19.4	-22.5	-24.4
영업이익/금융비용 (배)	17.5	6.6	16.5	43.8	63.6

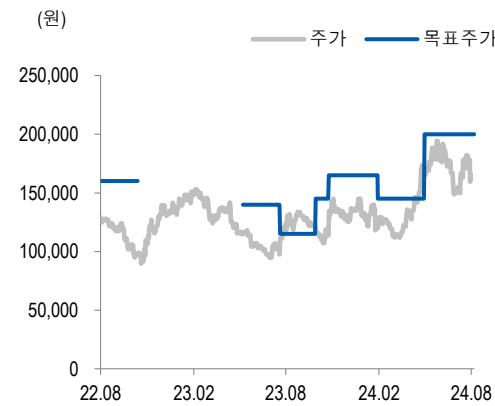
P/E band chart



P/B band chart



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-08-07	BUY	200,000	1년		
2024-05-07	BUY	200,000	1년		
2024-02-05	BUY	145,000	1년	-11.11	19.59
2023-10-31	BUY	165,000	1년	-19.44	-12.12
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

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)	84
Hold(중립)	16
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-08-07

※ 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: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%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.