

2024.06.28.(금) 증권사리포트

풍산

2분기 큰 폭의 영업실적 개선 예상

[출처] 하나증권 박성봉 애널리스트

2분기 동가격 급등과 방산 매출 증가로 영업이익 시장컨센서스 상회 예상

2024년 2분기 풍산의 매출액과 영업이익은 각각 1.2조원(YoY +17.3%, QoQ +26.1%)과 1,243억원(YoY +130.8%, QoQ +129.3%)으로 영업이익은 시장컨센서스인 1,193억원을 상회할 것으로 예상된다. 1) 전 분기와 유사한 신동 판매량(4.6만톤: YoY +0.8%, QoQ +0.2%)이 예상되는 가운데 2) 2분기 LME 전기동 평균 가격이 9,780불/톤(YoY +15.5%, QoQ +15.9%)으로 대략 200억원에 가까운 메탈 관련 이익이 발생할 것으로 전망된다. 3) 동시에 수출 확대의 영향으로 3,314억원(YoY +55.1%, QoQ +90.1%)의 방산 매출이 예상된다. 뿐만 아니라 4) 전기동 가격 상승으로 해외 주력 자회사인 PMX 또한 1분기대비 수익성이 더욱 개선될 것으로 전망된다.

3분기는 전기동 가격 소폭 조정 예상

LME 전기동 가격이 지난달 중순 사상최고치인 11,000불/톤을 기록한 이후 조정에 들어갔고 6월말 현재는 9,000불 중반을 기록 중이다. 1) 3월 중국 동 제련소들의 감산 합의에도 불구하고, 4월 중국 전기동 생산이 전년동기대비 9.2% 증가했고 2) 동 수출을 큰 폭으로 확대할 정도로 중국의 동 공급과잉 현상이 확인되었으며 3) 가격 급등에 따른 중국 제조 업체들의 구매 보류 등이 최근 전기동 가격의 하락 요인으로 작용한 것으로 판단된다. 참고로 5월 중국의 동 수출은 전년동기대비 두 배 가까이 증가한 15만톤을 기록했고 상해선물거래소의 동 재고는 2020년 이후 최고치인 33만톤에 달하는 것으로 파악된다. 중장기적으로 전기차 및 AI 데이터센터 등 새로운 시장이 전기동 수요 성장세를 견인할 것으로 기대되나 단기적으로는 가격이 사상최고치에 근접한 수준까지 상승한 상황에서 전세계 수요의 절반을 차지하는 중국의 실물 수요 회복 여부가 전기동 가격의 방향성을 결정할 것으로 예상된다. 3분기 예상 평균 전기동 가격은 9,500 불/톤(YoY +13.7%, QoQ -2.9%)으로 풍산의 3분기 영업이익은 605억원(YoY +89.7%, QoQ -51.3%)을 기록할 전망이다.

투자의견 BUY와 목표주가 80,000원 유지

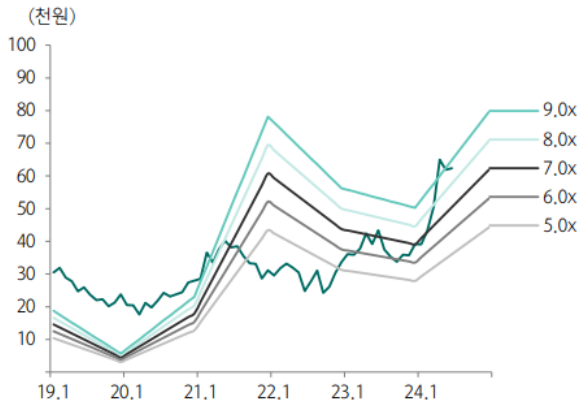
풍산에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 80,000원을 유지한다. 현재 주가는 PBR 0.8배 수준으로 올해 예상 ROE 11.9%와 국내 기타 방산 업체들과의 상대 비교 시, 부담스러운 수준은 아니라 판단된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

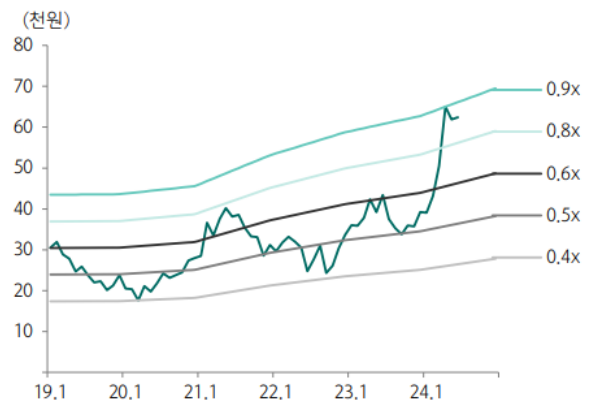
| 투자지표 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 4,373.0 | 4,125.3 | 4,508.7 | 4,481.5 |
| 영업이익 | 231.6 | 228.6 | 329.8 | 277.8 |
| 세전이익 | 219.8 | 201.1 | 313.6 | 261.1 |
| 순이익 | 175.1 | 156.4 | 247.6 | 205.8 |
| EPS | 6,250 | 5,582 | 8,836 | 7,344 |
| 증감율 | (28.01) | (10.69) | 58.29 | (16.89) |
| PER | 5.38 | 7.02 | 7.24 | 8.71 |
| PBR | 0.51 | 0.55 | 0.81 | 0.76 |
| EV/EBITDA | 5.42 | 4.30 | 5.11 | 5.42 |
| ROE | 9.94 | 8.22 | 11.94 | 9.09 |
| BPS | 66,466 | 70,959 | 78,626 | 84,605 |
| DPS | 1,000 | 1,200 | 1,400 | 1,400 |

도표 2. 풍산 PER밴드



자료: 하나증권

도표 3. 풍산 PBR밴드



자료: 하나증권



LG이노텍

호전된 실적 흐름과 고객사 점유율 회복 기대

[출처] BNK투자증권 이민희 애널리스트

2Q24 영업이익 1,014억원으로 상향 조정, 시장기대치 상회 전망

2Q24 매출액을 4.49조원(4%QoQ, 15%YoY)로 1% 소폭 상향하고, 영업이익을 1,014억원(-42%QoQ, 452%YoY)으로 56% 상향 조정한다. 평균 환율이 당초 예상 보다 높아진 점과 북미 고객사의 재고조정이 마무리되고 가격 인하를 통한 판매촉진 정책으로 아이폰15 수요가 개선되고 있기 때문이다. 광학솔루션 사업부의 수익성이 높아진게 실적 호전 주요인이다.

고가 스마트폰 시장에서 고객사 점유율 회복 기대

글로벌 고가폰 시장이 역성장을 벗어나 점차 안정화되고 있으나, 북미 고객사의 점유율은 지난 1Q24 55%(vs. 1Q23 70%, 1Q22 57%)를 기록하여 근래 최저치를 기록했다. 판매 개선을 위해 최근 중국시장에서 가격인하도 단행한바 있다. 한편 AI폰을 먼저 출시한 삼성전자의 갤럭시S24의 상반기 판매량이 전작 대비 4백만대 증가할 것으로 예상되어, 북미 고객사도 하반기 AI 기능을 적극 도입할 예정이며 이에 따른 시장점유율 회복이 기대된다. 또한 하반기 차세대 아이폰에는 폴디드줌 기능이 Pro Max에 이어 Pro 모델까지 확대 적용 예상됨에 따라, 카메라모듈 ASP 상승과 액추에이터 내재화 대상 증가에 따른 수익성 개선이 전망된다.

목표주가 33만원으로 상향 조정, 투자의견 '매수' 유지

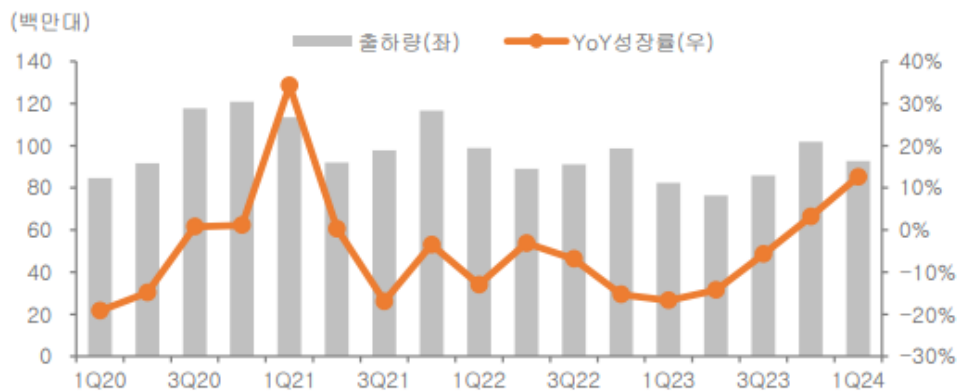
기대 보다 더 호전된 실적 흐름을 반영하여 목표주가를 33만원으로 14% 상향조정한다. 목표주가는 24E P/B 1.4x를 적용한 것으로, 이는 작년 평균 P/EBIT에 해당되어 합리적 수준으로 판단된다.

Fig. 1: LG이노텍 연결재무제표 요약

| | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원) | 19,589 | 20,605 | 21,895 | 22,605 | 24,888 |
| 영업이익 | 1,272 | 831 | 1,051 | 1,128 | 1,285 |
| 세전이익 | 1,135 | 639 | 1,005 | 1,128 | 1,333 |
| 순이익[지배] | 980 | 565 | 804 | 846 | 1,000 |
| EPS(원) | 41,401 | 23,881 | 33,959 | 35,747 | 42,239 |
| 증감률(%) | 10.3 | -42.3 | 42.2 | 5.3 | 18.2 |
| PER(배) | 6.1 | 10.0 | 8.0 | 7.6 | 6.5 |
| PBR | 1.4 | 1.2 | 1.2 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 3.4 | 3.8 | 2.8 | 2.0 | 1.4 |
| ROE(%) | 25.9 | 12.6 | 15.8 | 14.4 | 14.7 |
| 배당수익률 | 1.6 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |

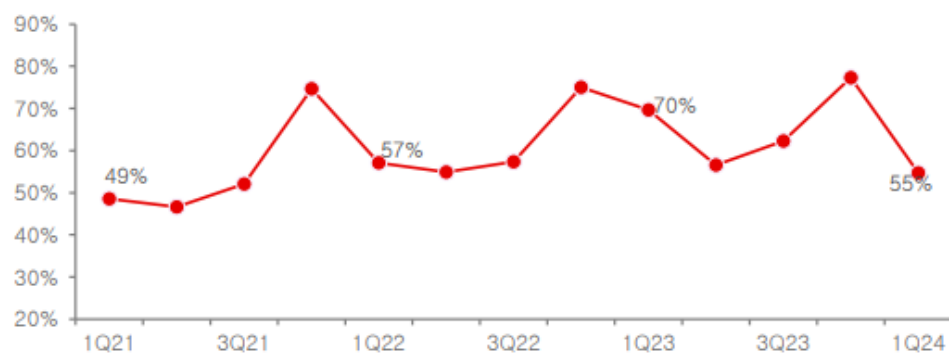
자료: LG이노텍, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: 글로벌 High-end 스마트폰 시장 추이



자료: 옴디아, BNK투자증권

Fig. 3: High-end 스마트폰 시장에서 Apple의 점유율 추이



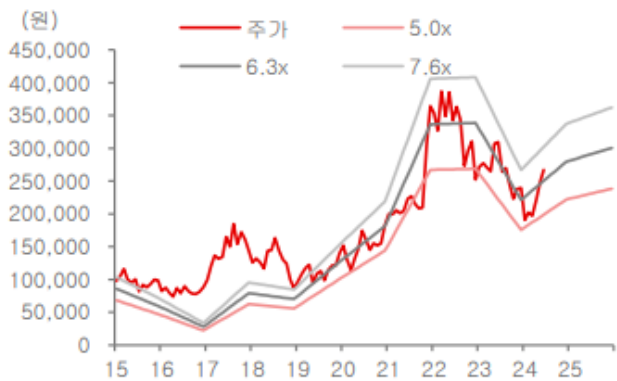
자료: 옴디아, BNK투자증권

Fig. 4: LG이노텍 P/B 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 5: LG이노텍 P/EBIT 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권



서부T&D

실적은 급 상승, 주가는 제자리

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

2024년 1분기 실적이 주는 의미

2024년 서부T&D 1분기 연결기준 매출액은 전년대비 +16.3% 성장한 414억 원, 영업이익 108억 원(전년 동기대비 +47.9%)을 기록하였다. 지난해 4분기 영업실적이 역대 최대치인 연결기준 매출액 488억 원(전년 동기대비 +24.0%), 영업이익 146억 원(전년 동기대비 +77.0%)이라는 점에서 1분기 영업실적이 가지는 의미는 크다. 그러한 이유는 1) 1분기가 계절적 최대 비수기라는 점과, 2) 외국인 수요 측면에서 봤을 때 비중이 높은 구간이 아니며, 3) 지난 3년간 기고 효과에도 이익 수준 성장률이 상당히 높았기 때문이다. 지난해까지 호텔사업부 실적 성장의 주된 이유는 공급부족에 따른 영향이다. 수요 증가와 공급부족에 따른 우호적인 업황이 유지되는 가운데, 공급부족이 더욱 큰 영향을 미친 것으로 분석한다. 하지만, 올 1분기의 경우 현 상황이 유지되는 가운데 외국인 인바운드 효과가 이를 더해주고 있다. 그중 3~4성급 객실 비중이 높은 동사가 가장 큰 수혜를 받고 있다는 판단이다.

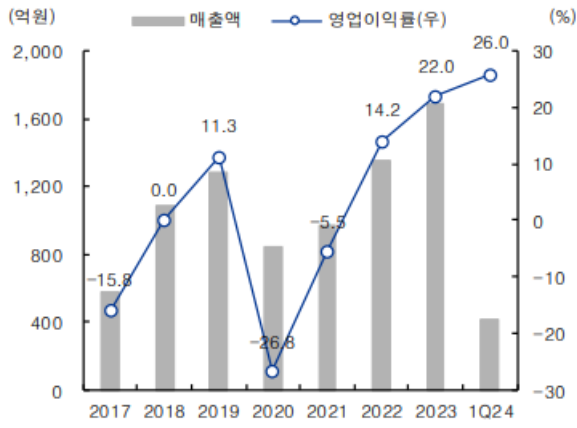
2분기 역대 최고 수준 갱신 예상

2분기 동사의 실적 성장세는 유지될 가능성이 높다. 1분기 외국인 방한관광객은 1,259천명에 달한다. 전년 동기대비 +2,150.7% 증가한 수치이며, 올 4월의 경우 약 74만명으로(전년동월대비 +1,182.7%) 3월 63만명을 상회하고 있다. 2분기 내국인 수요도 견조한 구간임을 감안하면, 영업실적에 대한 기대치는 높아질 수 밖에 없다. 당사에서는 2분기 호텔사업부 매출액은 +15% 이상 증가할 것으로 기대하고 있다.

| (단위:십억원,배) | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------|------|--------|--------|-------|-------|
| 매출액 | 0 | 85 | 97 | 135 | 169 |
| 영업이익 | 0 | -23 | -5 | 19 | 37 |
| 세전이익 | 0 | -36 | 36 | 30 | 177 |
| 지배주주순이익 | 0 | -35 | 40 | 17 | 138 |
| EPS(원) | 0 | -514 | 597 | 248 | 2,052 |
| 증가율(%) | 0.0 | 0.0 | -216.0 | -58.5 | 728.4 |
| 영업이익률(%) | 0 | -27.1 | -5.2 | 14.1 | 21.9 |
| 순이익률(%) | 0 | -41.2 | 40.2 | 18.5 | 87.0 |
| ROE(%) | 0.0 | -5.5 | 6.2 | 2.5 | 18.0 |
| PER | 0.0 | -12.9 | 13.4 | 28.5 | 3.5 |
| PBR | 0.0 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 0.0 | -350.4 | 123.6 | 36.5 | 25.1 |

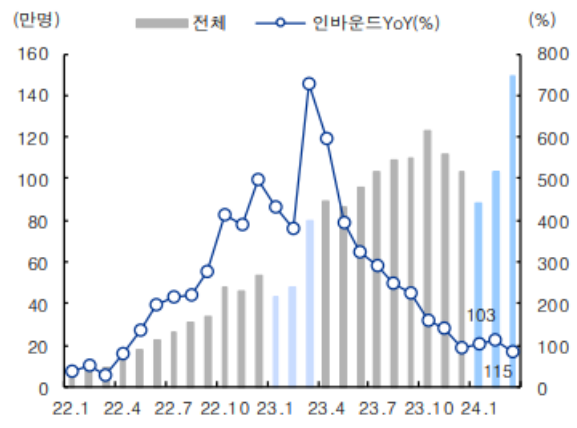
자료: Company data, IBK투자증권 예상/ 주: 2020년부터 연결기준

그림 1. 서부T&D 실적추이



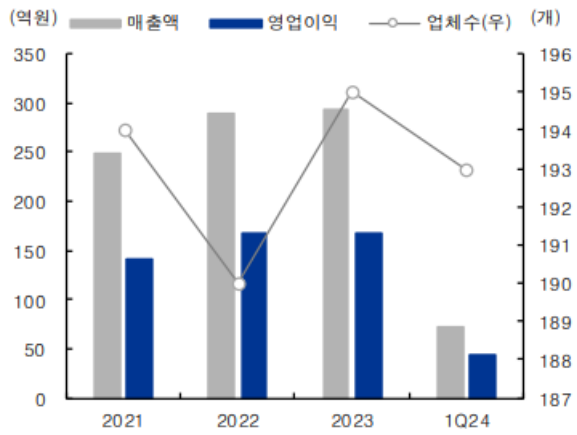
자료: IBK투자증권

그림 2. 외국인 방한관광객 추이



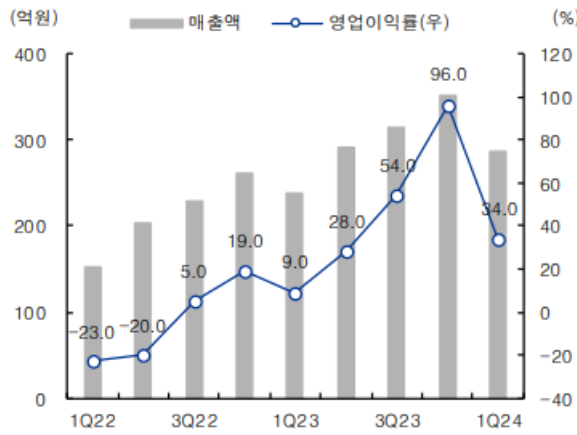
자료: 한국관광데이터랩, IBK투자증권

그림 3. 스퀘어원 영업실적 및 업체수



자료: 서부T&D, IBK투자증권

그림 4. 서울 드래곤시티 분기별 영업실적 추이



자료: 서부T&D, IBK투자증권



위메이드

신작으로 반등 모색

[출처] NH투자증권 안재민 애널리스트

나이트크로우에 이어 레전드오브이미르까지 기대

위메이드에 대한 투자의견 Buy 유지. 나이트크로우(글로벌)의 매출이 급격한 하락 없이 안정화되고 있고, 3분기 반영될 로열티(1,000억원)와 출시 예정인 '레전드오브이미르'로 2분기 영업적자 폭 축소, 3분기 영업이익 흑자 전환 기대

아직 사전예약을 진행하지 않아 3분기 출시에 대한 우려가 있는 '레전드오브이미르'도 머지않은 시점에 테스트를 진행하고 출시 시점을 확정할 것으로 예상

다만, 목표주가는 기존 73,000원에서 56,000원으로 하향. 나이트크로우(글로벌)의 성과는 양호하나, 당초 3분기 중 미르4(중국)와 4분기 중 미르M(중국) 출시를 예상하였으나, 지연 가능성을 감안하여 2024년 실적 추정치를 하향하였기 때문. 다만, 두 게임 모두 중국 내 퍼블리셔를 선정하였고, 미르M의 경우 판호를 이미 발급받았다는 점에서 6개월 이상 크게 지연되지는 않을 것으로 예상. 목표주가는 12개월 Forward EPS 2,820원에 Target PER 20배를 적용

영업적자 폭을 크게 줄일 것으로 예상되는 2분기 실적

위메이드의 2분기 실적은 매출액 2,332억원(+46.4% y-y, +44.6% q-q), 영업이익 -43억원(적자지속) 전망. 나이트크로우 매출이 하향 안정화되고 있으나 3개월 온전히 반영되어 매출 성장이 두드러질 것이며, 영업적자도 줄어들 것으로 추정. 3분기부터는 영업이익 흑자로 돌아설 것으로 기대하며, 2024년 영업이익은 625억원으로 흑자 전환 충분히 가능할 전망

| | 2023 | 2024E | 2025F | 2026F |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 605 | 976 | 992 | 1,065 |
| 증감률 | 30.6 | 61.3 | 1.6 | 7.4 |
| 영업이익 | -110 | 62 | 112 | 141 |
| 증감률 | 적지 | 흑전 | 79.7 | 25.8 |
| 영업이익률 | -18.2 | 6.4 | 11.3 | 13.3 |
| (지배지분)순이익 | -200 | 65 | 126 | 151 |
| EPS | -5,931 | 1,927 | 3,713 | 4,451 |
| 증감률 | 적지 | 흑전 | 92.7 | 19.9 |
| PER | N/A | 22.1 | 11.5 | 9.6 |
| PBR | 8.3 | 4.6 | 3.4 | 2.5 |
| EV/EBITDA | N/A | 15.4 | 9.0 | 6.5 |
| ROE | -63.9 | 23.2 | 33.9 | 30.2 |
| 부채비율 | 253.7 | 230.0 | 184.8 | 158.1 |
| 순차입금 | -202 | -226 | -313 | -473 |

단위: 십억원, %, 원, 배



삼성E&A

지금 담으면 하반기 편안할 종목

[출처] 하나증권 김승준 애널리스트

2Q24 추정치: 매출액 2.5조원, 영업이익 1,814억원(OPM 7.1%)

삼성EA 2Q24 매출액 2.5조원(YoY -8.5%), 영업이익 1,814억원(YoY -47.3%)으로 추정한다. 화공 GPM 10%, 비화공 GPM 13%로 보수적으로 추정했다. 화공의 경우 체인지오더를 통한 공사비 증액(멕시코) 효과로 GPM이 10%보다 높게 나올 수도 있으나, 확실치 않다. 2분기 수주는 8조원(파딜리 수주 인식), 수주 잔고는 22.6조원으로 추정한다.

정확한 시기를 맞춘다는 건 어렵지만, 우상향 방향성은 확실

수주산업의 추정이 어려운 이유는 수주의 시점을 발주처가 결정하기 때문이다. 입찰을 넣고 결과를 기다리지만, 그 결과가 언제 나올지는 발주처만이 알 것이다. 따라서 투자자로서 계산할 수 있는 것은 시기보다는 방향성일 것이다. 그런 점에서 삼성EA의 방향성은 우상향으로 뚜렷하다고 말할 수 있다. 화공 부문에서는 올해 하반기와 내년 수주를 기대할 프로젝트들이 많이 있다. 올해 하반기에는 FEED에서 EPC로 전환되는 프로젝트가 2개(인도네시아 TPPI, 사우디 알루미늄 PDHPP)가 있고, 입찰을 넣고 기다리는 프로젝트도 2개(말레이시아 쉘OPG2, 사우디 San6 암모니아)가 있다. 내년에는 에너지전환 관련 프로젝트(말레이시아 하이비스커스)도 있으며, LNG액화(텍사스LNG/테크넵에너지 컨소)도 있다. 여기에 사우디 아람코가 CAPEX 투자에서 밝힌 바와 같이, LTC(Liquid to Chemical)과 관련한 화학 EPC 발주도 기다리고 있다(크래커 10~11개). 비화공 부문에서는 계열사 관련 투자도 지속될 수 있다. 삼성전자 평택 P5의 공사 재개 가능성과 관련된 뉴스도 나왔고, 미국 테일러 2공장은 기초 공사를 시작했다는 뉴스도 있었다. 내년 비화공도 올해보다 매출액이 증가할 가능성이 높다.

투자의견 Buy 및 목표주가 36,000원 유지

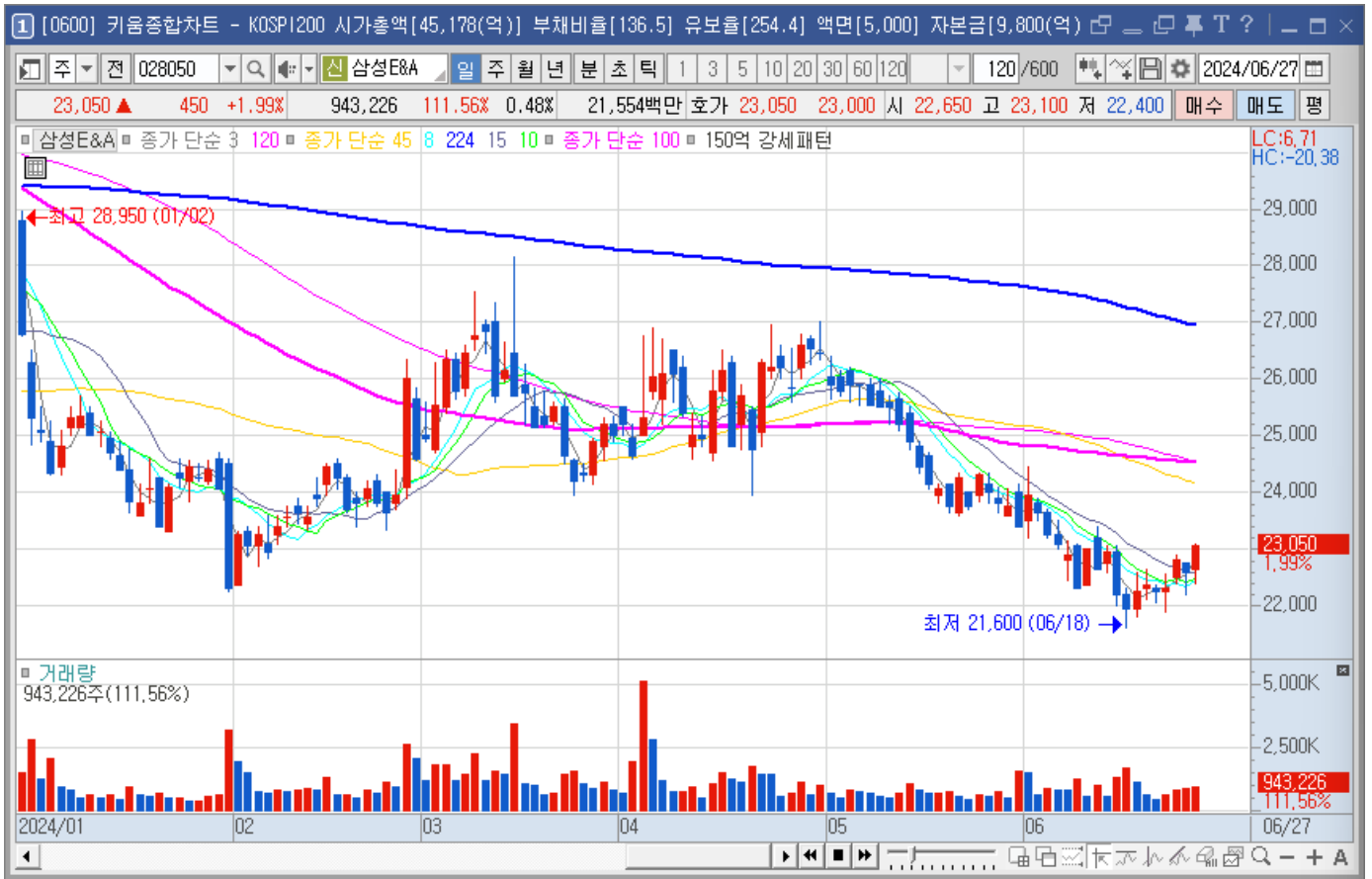
삼성EA 투자의견 Buy 및 목표주가 36,000원을 유지한다. 목표주가는 2024년 EPS 추정치에 Target P/E 14.0배를 적용했다. 삼성EA를 바라보는 시각 중 중요한 부분은 단연 주주환원일 것이다. 작년 4분기 실적발표 때 주주환원을 유보하는 이유로 2가지를 들었다(현금감소, 투자계획 3,700억원). 하지만 올해 연말 순현금 2조원이 될 것으로 전망하는 가운데 EBITDA도 약 7천억원 이상을 보고 있어, 주주환원에 대한 가능성은 더 높아질 것으로 본다. 거래소에 기업 밸류업 공시 홈페이지가 만들어졌고, 주주와의 소통을 강조해왔던 삼성EA의 특성 상, 하반기 중으로 관련 내용들이 게재될 것을 기대한다. 추정치의 상향과 주주환원을 고려했을 때, 하반기 편안하게 상승을 기대해 볼 수 있어 TOP PICK으로 제시한다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

| 투자지표 | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|-----------|----------|----------|---------|----------|
| 매출액 | 10,054.3 | 10,624.9 | 9,497.7 | 12,045.8 |
| 영업이익 | 702.9 | 993.1 | 718.6 | 824.8 |
| 세전이익 | 715.7 | 932.6 | 684.9 | 848.5 |
| 순이익 | 664.9 | 753.8 | 505.5 | 624.7 |
| EPS | 3,392 | 3,846 | 2,579 | 3,187 |
| 증감율 | 78.53 | 13.38 | (32.94) | 23.58 |
| PER | 6.56 | 7.54 | 8.84 | 7.15 |
| PBR | 1.62 | 1.64 | 1.11 | 0.96 |
| EV/EBITDA | 3.20 | 3.90 | 2.86 | 1.95 |
| ROE | 28.32 | 24.45 | 13.46 | 14.35 |
| BPS | 13,741 | 17,721 | 20,610 | 23,797 |
| DPS | 0 | 0 | 0 | 0 |





LG생활건강

시장이 어렵다

[출처] 키움증권 조소정 애널리스트

2Q: 시장 예상치 부합할 전망

LG생활건강의 2분기 매출액은 1조 8,142억원 (Flat YoY), 영업이익은 1,530억원 (-3% YoY, OPM 8.4%)으로 시장예상치에 부합할 전망이다. 전반적인 분위기는 1분기과 유사하다. 면세는 B2B 채널 축소에 따른 매출 감소가 예상되고, 중국법인은 Whoo의 성장과 기타 브랜드의 채널 축소 효과가 상쇄될 전망이다. 면세: 면세 매출은 1,980억원 (-18% YoY)을 기록할 전망이다. B2B 채널 축소영향으로 매출이 감소할 것이다. 이익은 두 자리 수를 유지할 것으로 예상되나, 매출 규모 축소에 따른 화장품 사업 이익 감소는 불가피하다.

중국법인: 중국 법인 매출은 1,786억원 (-6% YoY)을 기록할 전망이다. Whoo는 성장 흐름이 지속될 것으로 예상되나, 기타 브랜드 철수 영향으로 매출이 소폭 감소할 전망이다. 채널별로 살펴보면, 온라인은 618행사 영향으로 매출이 성장할 것으로 예상되는 반면 오프라인은 Whoo제외 브랜드의 매장 철수 영향으로 매출이 감소할 가능성이 높다.

중국, 비우호적인 시장 환경

올해 中 618행사는 할인 경쟁이 치열했다. 시장별로 보았을 때, 현지/중저가 브랜드들이 전반적으로 아웃퍼폼한 반면, 럭셔리 화장품 시장은 브랜드에 따라 차별화된 흐름이 나타났다. 한편 동사의 브랜드 Whoo는 Tmall에서 상위 순위권에 들지 못했으나, 최근 성장세가 두드러지는 Tiktok에서는 좋은 순위를 기록했다.

아직까지도 중국 럭셔리 화장품 수요가 완전히 회복되지 않은 것으로 파악되기에, 당분간 시장 분위기를 계속 주시할 필요가 있다. 동사의 중국 채널에 대한 보수적인 접근을 제시하며, 실적 추정치를 변경하였다. LG생활건강에 대해 투자 의견 BUY 유지, 목표주가를 470,000원으로 하향조정한다

투자지표

| (십억원, IFRS 연결) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 7,185.8 | 6,804.8 | 7,064.1 | 7,313.7 |
| 영업이익 | 711.1 | 487.0 | 567.0 | 698.2 |
| EBITDA | 999.1 | 756.8 | 821.7 | 967.5 |
| 세전이익 | 417.8 | 276.4 | 500.2 | 629.5 |
| 순이익 | 258.3 | 163.5 | 377.5 | 472.1 |
| 지배주주지분순이익 | 236.6 | 142.8 | 329.6 | 412.1 |
| EPS(원) | 13,352 | 8,057 | 18,601 | 23,262 |
| 증감률(% YoY) | -72.0 | -39.7 | 130.9 | 25.1 |
| PER(배) | 54.1 | 44.1 | 19.5 | 15.6 |
| PBR(배) | 2.40 | 1.16 | 1.14 | 1.08 |
| EV/EBITDA(배) | 12.1 | 7.4 | 7.1 | 5.5 |
| 영업이익률(%) | 9.9 | 7.2 | 8.0 | 9.5 |
| ROE(%) | 4.4 | 2.7 | 5.9 | 7.1 |
| 순차입금비율(%) | -0.1 | -7.0 | -5.8 | -15.2 |

Tmall 618행사 순위

Tiktok 618행사 순위

Tmall

| 순위 | 브랜드 | GMV (억 위안) | YoY |
|----|--------------|---------------|------|
| 1 | Proya | 10.1 | 31% |
| 2 | Loreal | 8.7 | -11% |
| 3 | Lancome | 7.5 | 4% |
| 4 | Estee Lauder | 5.5 | -16% |
| 5 | KeFuMei | 4.9 | 190% |
| 6 | Skinceutical | 4.7 | 20% |
| 7 | Olay | 4.2 | -24% |
| 8 | Lancome | 3.5 | 16% |
| 9 | Helena R. | 3.3 | -3% |
| 10 | C.P.B | 3.0 | 150% |

자료: 青眼情报, 키움증권리서치
주: 23/5/22-24/6/18, 24/5/20-24/6/18 기준

Tiktok

| 순위 | 2023 | 2024 |
|-----|--------------|--------------|
| 브랜드 | | |
| 1 | Helena R. | Kans |
| 2 | Estee Lauder | Proya |
| 3 | Lamer | Helena R. |
| 4 | Lancome | Whoo |
| 5 | Proya | Estee Lauder |
| 6 | Whoo | Lancome |
| 7 | Loreal | Loreal |
| 8 | Kans | KeFuMei |
| 9 | SK-II | Lamer |
| 10 | Olay | Olay |

자료: 언론종합, 키움증권리서치
주: <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1802709496589378152&wfr=spider&for=pc>





아모레퍼시픽

아쉬운 중국 리스크

[출처] 키움증권 조소정 애널리스트

2Q: 예상치 하회 전망

아모레퍼시픽의 2분기 매출액은 9,481억원 (Flat YoY), 영업이익은 547억원(+828% YoY, OPM 5.8%), 시장예상치를 하회할 전망이다. 코스알엑스의 연결실적 편입이 예정되어 있으나, 기존 중국 사업의 적자가 예상보다 클 것으로 전망되기 때문이다.

중국향 채널: 면세 매출은 797억원 (-25% YoY), 중국법인 매출은 1,038억원 (-34% YoY)을 기록할 전망이다.

면세: 면세는 B2B 채널 축소 영향으로 감소할 전망이다.

중국 법인: 중국 법인은 온라인 채널 효율화 영향으로 매출이 감소할 전망이고, 영업적자를 기록할 것으로 예상된다. (영업손실 377억원 예상)

서구권 채널: 견조한 성장세가 기대된다. 북미 매출 816억원 (+10% YoY), EMEA 매출 145억원 (+10% YoY)을 예상된다.

북미: 라네즈 중심 성장세가 기대된다. 다만 수익성은 현지 법인 인센티브 지급으로 전년과 유사할 가능성이 높다.

EMEA: 브랜드 라네즈의 성장과 채널 확대로 성장 흐름이 양호하고, 수익성도 두 자리 수를 유지할 것으로 기대한다.

중국 리스크는 있지만, 그래도 괜찮아

아모레퍼시픽에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 220,000원으로 하향조정한다. 동사의 비중국향 성장 모델에 대해서는 긍정적으로 판단하나, 중국 법인에 대한 실적 추정치를 하향조정했다. 일부 온라인 채널 효율화 작업으로 중국 법인의 턴어라운드 시점이 지연될 가능성이 높기 때문이다. 중국의 부진은 아쉽지

만, 동사의 성장 모멘텀은 이미 비중국 채널을 향하고 있다. 코스알엑스 뿐 아니라, 라네즈, 이니스프리 등 자사 브랜드의 미국, 유럽채널 내 성장세가 기대된다. 실적 추정치 하향 조정으로 목표주가를 변경하였으나, 동사의 비중국향 성장모멘텀은 여전히 유망하다. 투자의견 BUY를 유지한다

투자지표

| (십억원, IFRS 연결) | 2022 | 2023 | 2024F | 2025F |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 4,134.9 | 3,674.0 | 3,885.2 | 4,469.5 |
| 영업이익 | 214.2 | 108.2 | 319.6 | 565.1 |
| EBITDA | 502.9 | 360.0 | 559.4 | 767.8 |
| 세전이익 | 224.5 | 280.6 | 342.1 | 603.3 |
| 순이익 | 129.3 | 173.9 | 267.2 | 470.6 |
| 지배주주지분순이익 | 134.5 | 180.1 | 262.1 | 461.7 |
| EPS(원) | 1,947 | 2,608 | 3,796 | 6,687 |
| 증감률(% YoY) | -30.6 | 33.9 | 45.5 | 76.1 |
| PER(배) | 70.6 | 55.6 | 45.5 | 25.8 |
| PBR(배) | 1.98 | 2.04 | 2.38 | 2.27 |
| EV/EBITDA(배) | 15.8 | 22.5 | 17.1 | 12.0 |
| 영업이익률(%) | 5.2 | 2.9 | 8.2 | 12.6 |
| ROE(%) | 2.8 | 3.7 | 5.3 | 9.0 |
| 순차입금비율(%) | -12.3 | -15.3 | -20.7 | -25.8 |

