

2025.02.11.(화) 증권사리포트

NAVER

독보적인 AI기술력이 미래 가치를 밝힌다

[출처] IBK투자증권 이승훈 애널리스트

4분기 실적 컨센서스 부합

NAVER는 2025년 4분기 매출액 2조 8,856억 원(YoY +13.7%, QoQ +6.3%), 영업이익 5,420억 원(YoY +33.7%, QoQ +3.2%)를 기록. 컨센서스(매출액 2.80조 원, 영업이익 5,294억원)에 부합. 광고 및 커머스 부문의 지속적인 성장과 함께 일회성 정산금 유입 효과가 반영. 일본 LY 정산금 효과를 제외해도 4분기 전체 매출은 전년 대비 +11.4% 성장하여 시장 기대치 상회

사업부문별로는 1) 서치플랫폼이 1조 647억 원(YoY +14.7%, QoQ +6.7%)의 매출을 기록. 검색이 전년 대비 11.0%의 높은 성장세 기록. 2) 커머스 부문은 7,751억 원(YoY +17.4%, QoQ +6.9%)을 달성. 10월 플러스 스토어 출시로 쇼핑 경험 향상과 이용자 혜택 강화로 플랫폼 거래액이 전년 대비 +11.0% 증가. 3) 핀테크(4,009억 원, YoY +12.6%, QoQ +4.1%)는 스마트스토어 및 외부 생태계 확장(YoY +27.3%)으로 결제액이 전년 대비 18.3% 증가한 19.3조를 기록. 4) 콘텐츠(4,673억 원, YoY +0.2%, QoQ +1.0%)는 3월 네이버제트 연결 제외 효과로 전년과 유사한 매출을 기록. 환율을 제거한 글로벌 웹툰 매출은 전년 동기 대비 약 +10% 성장. 5) 클라우드 사업은 1,776억 원(YoY +41.1%, QoQ +22.8%)을 기록했으며 LY 정산금 효과를 제외해도 전년 대비 매출이 +17.0% 증가하여 높은 성장세를 유지
매출 비중이 크고 수익성이 좋은 서치플랫폼의 성장, 커머스 광고 최적화 효과 및 AI 기반 검색 효율화로 수익성은 개선. 개발/운영비가 효율적인 인력 배치로 전년 대비 +4.2%로 제한적으로 증가. 조정 EBITDA는 7,459억 원으로 9분기 연속 성장

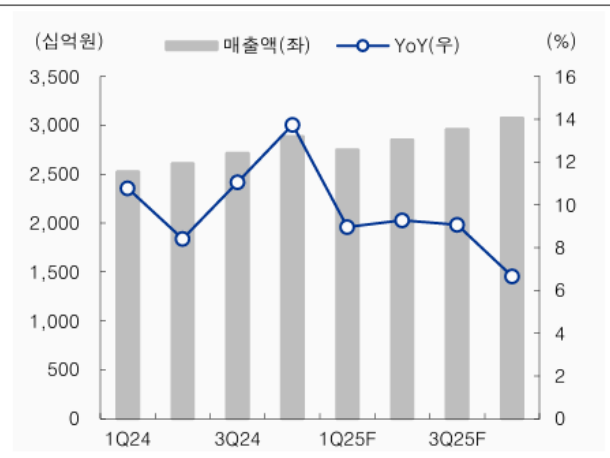
목표주가 30만원으로 상향, 투자의견 매수 유지

목표주가는 2025년 예상 EPS에 글로벌 Peer 기업들(MS, 알파벳, 아마존, 메타, 넷플릭스 등)의 예상 평균 PER 27.6배를 적용하여 산출. 국내 독보적인 AI 서비스 플랫폼 기업으로 AI모멘텀 본격화될 것으로 판단

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	8,220	9,671	10,738	11,644	12,696
영업이익	1,305	1,489	1,979	2,306	2,601
세전이익	1,084	1,481	2,246	2,314	2,785
지배주주순이익	760	1,012	1,878	1,762	2,121
EPS(원)	4,634	6,180	11,634	11,120	13,387
증가율(%)	-95.4	33.4	88.2	-4.4	20.4
영업이익률(%)	15.9	15.4	18.4	19.8	20.5
순이익률(%)	8.2	10.2	17.3	15.0	16.6
ROE(%)	3.3	4.4	7.8	6.8	7.7
PER	38.3	36.2	17.1	20.9	17.3
PBR	1.3	1.6	1.3	1.4	1.3
EV/EBITDA	16.4	18.2	11.6	11.6	9.9

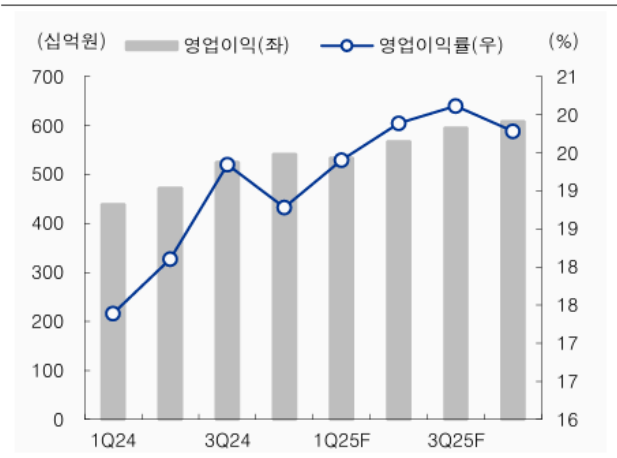
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. NAVER의 매출액 및 YoY 추이

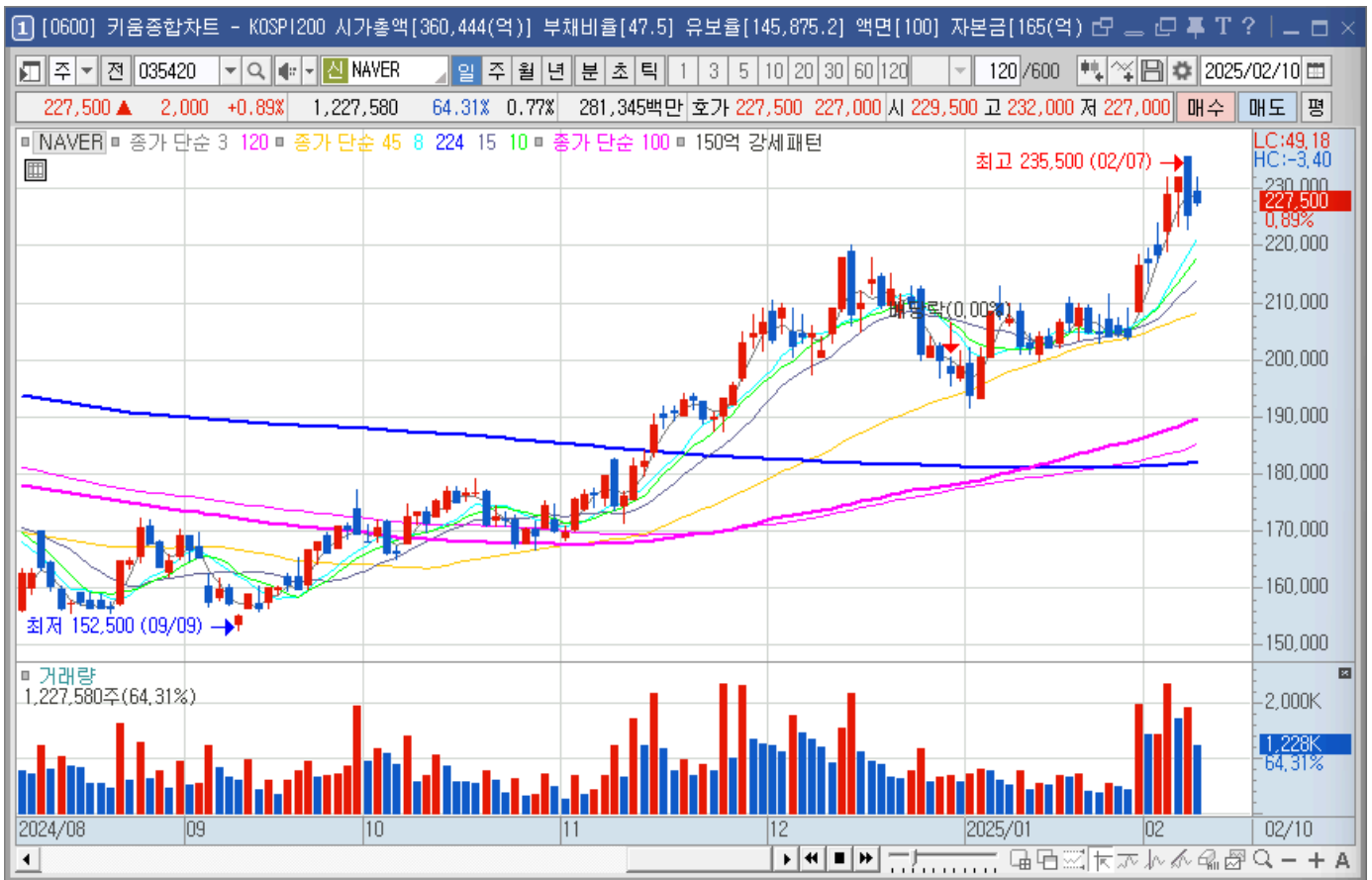


자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 2. NAVER의 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: NAVER, IBK투자증권 추정



LX인터내셔널
 깜짝 배당 증가
 [출처] 하나증권 유재선 애널리스트

목표주가 40,000원, 투자의견 매수 유지

LX인터내셔널 목표주가 40,000원과 투자의견 매수를 유지한다. 4분기 실적은 시장 기대치를 하회했다. 물류 마진이 하락한 가운데 일회성 비용이 일부 반영된 영향이다. 인도네시아와 호주 유연탄 가격은 수요 부진으로 약세를 기록하고 있으며 SCFI도 관세 등 주요 이벤트를 앞둔 선제적 수요가 해소되며 조정되는 모습이다. 영업환경 불확실성이 확대되고 있어 분기 1천억원대 영업이익 레벨이 유지될 수 있을지 관찰이 필요하다. 다만 세전이익의 안정성은 당분간 견고할 것으로 예상되며 꾸준한 신규 사업 진출 모색과 이번에 이뤄진 DPS 상향을 긍정적으로 평가할 수 있다. 2025년 기준 PER 4.4배, PBR 0.4배다.

4Q24 영업이익 942억원(YoY +20.0%)으로 컨센서스 하회

4분기 매출액은 4.2조원을 기록하며 전년대비 13.8% 증가했다. 원/달러 환율 약세와 해운 운임 강세 및 물동량 개선, 니켈 광산 연결 반영 등의 영향으로 모든 부문에서 외형 성장이 나타났다. 영업이익은 942억원을 기록하면서 전년대비 20.0% 증가했다. 전사적인 일회성 인건비 증분을 감안하면 분기 1천억원 이상 이익 체력을 지속했다. 자원 부문에서 석탄은 일부 폐석처리 비용이 반영되었으나 생산량 증가 및 광산 원가 하락으로 전년대비 개선세가 나타났다. 팜오일 가격 상승과 AKP 니켈 광산 실적도 증익에 기여했다. 트레이딩/신성장은 LCD 패널 가격 약세와 판매량 감소, 유연탄 가격 약세에 따른 석탄 트레이딩 부진에 더해 LX글라스 적자 전환으로 감익을 기록했다. 물류는 SCFI 상승과 판가 인상 노력으로 외형과 마진이 동시에 개선되었다. 지분법은 중국 신전 광산의 생산량이 전년대비 크게 증가하며 개선되었다. 한편 세전이익은 호주 Ensham 광산 매각에 따른 손실, LX글라스 영업권 상각 등 손상차손 1,263억원이 반영되면서 적자를 기록했다.

기말 DPS 1,200원에서 2,000원으로 66.7% 상향 조정

주당 배당금이 기존 1,200원에서 2,000원으로 확대되었다. 2월 7일 증가 기준 시가배당률은 7.6% 수준이며 배당기준일은 2월 28일이다. 공식적인 배당 정책 공표는 없으나 비현금성 손익을 제외한 조정지배순이익의 20% 이상이 꾸준히 유지되는 중이다. 한편 글로벌 경기 둔화, 물류 운임 하락 조정, 석탄 가격 약세 등 실적 측면에서 비우호적인 요인이 다수 확인되고 있어 이번 고배당 흐름이 2025년에도 지속 가능할 것인지가 관건이다. 시황 추이를 지켜볼 필요가 있으나 2024년 중국 석탄 광산 실적 개선에 따른 배당금 수입 증가, 판토스 지분율 추가 확보에 따른 지배주주순이익 개선 등으로 만회할 수 있을 것으로 기대된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

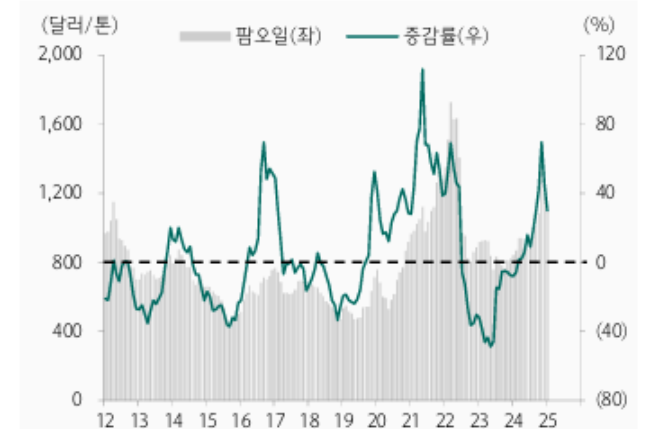
투자지표	2022	2023	2024P	2025F
매출액	18,759.5	14,514.3	16,637.5	16,887.6
영업이익	965.5	433.1	489.2	388.4
세전이익	1,133.2	342.8	460.4	445.0
순이익	515.2	117.1	175.7	231.4
EPS	13,293	3,021	4,533	5,970
증감율	47.18	(77.27)	50.05	31.70
PER	2.55	9.73	5.97	4.41
PBR	0.57	0.49	0.42	0.38
EV/EBITDA	2.24	4.40	3.84	4.19
ROE	25.53	5.17	7.39	9.03
BPS	59,388	59,671	65,092	69,206
DPS	3,000	1,200	2,000	2,000

도표 2. LX인터내셔널 12M Fwd PBR 추이



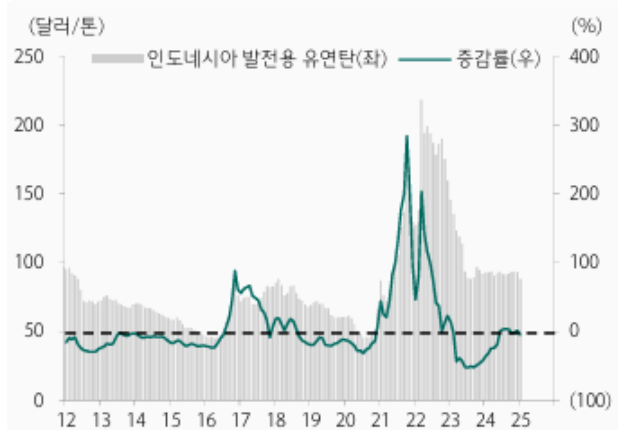
자료: LX인터내셔널, 하나증권

도표 3. 팜오일 가격 추이 (2025년 1월 YoY +30.0%)



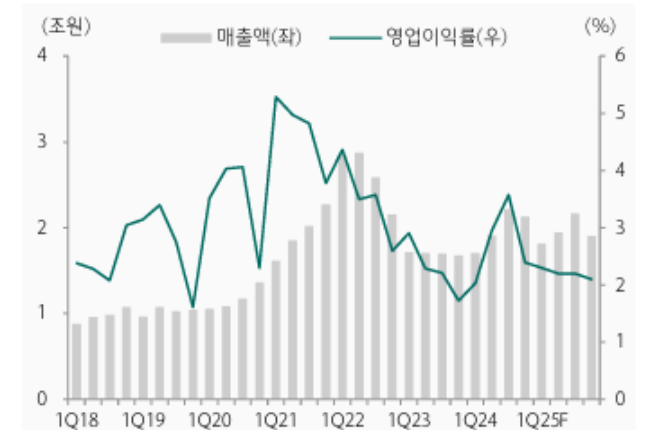
자료: LSEG, 하나증권

도표 4. 인도네시아 발전용 유연탄 (2025년 1월 YoY -4.6%)



자료: KOMIS, 하나증권

도표 5. 물류부문 실적 추이 및 전망



자료: LX인터내셔널, 하나증권



아스테라시스

차별화된 경쟁력, 성장 잠재력 크다

[출처] 상상인증권 하태기 애널리스트

주력 제품은 HIFU, RF장비, 수출비중 72.4%

동사는 미용기기인 고강도 집속초음파(HIFU) 장비와 고주파(RF) 장비, 그리고 관련된 소모품을 제조, 판매하고 있다. 첫째, HIFU장비 Liftera는 고강도 집속초음파(HIFU: High Intensity Focused Ultrasound)를 이용해 근막층(SMAS)층에 에너지를 집중, 안면피부 리프팅 효과를 내는 미용의료기기이다. 둘째, RF장비 Coolfase는 고주파(RF: Radio frequency)를 이용하여 피하 내 조직에서 온도 상승, 혈관확장으로 노화된 콜라겐 수축 및 생성을 자극하는 미용기기이다.

2025년 고성장은 RF장비 쿨페이스가 이끈다

첫째, 동사의 주력 제품은 펜 타입 HIFU장비 Liftera이다. Liftera는 펜 타입 Applicator를 채용, 굴곡진 부위의 시술이 가능하고 시술 시 통증을 줄일 수 있다

둘째, RF장비 쿨페이스(Coolfase)에 대한 기대가 크다. 쿨페이스는 냉매가스를 사용하지 않고 공냉식의 방법으로 직접 피부 표면을 쿨링 하는 기술(DCC: Direct Contact Cooling)을 적용한 제품이다. 시술 사전에 가스 주입시간이 필요가 없어, 시술시간이 단축되어 통증을 느끼는 시간도 줄어드는 장점이 있는 것이다

매출이 빠르게 성장할 전망, 매출액이 하반기 비중이 높을 것

동사의 주력 제품별 영업 현황을 보면 다음과 같다.

첫째, 주력 제품인 HIFU 관련 매출은 2023년 장비에서 38억원, 소모품 등에서 122억원을 기록했다.

2024년 3분기 누적으로는 장비에서 14억원, 소모품 등에서 110억원이다. 연간으로 보면 장비가 53억원, 소모품 등이 152억원으로 추정된다. 따라서 전체 HIFU 관련 매출액은 전년보다 27.5% 증가한 204억원으로 추정된다. 2025년에도 HIFU 장비와 소모품 등의 합계 매출액은 20.6% 증가한 246억원으로 전망된다.

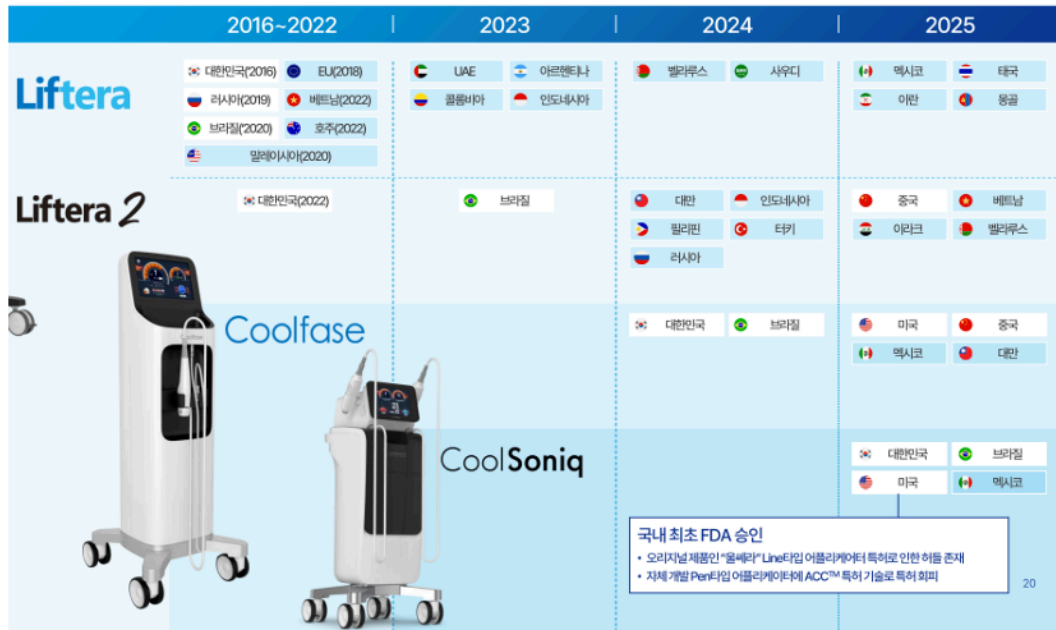
둘째, RF장비 쿨페이스의 고성장이 가능할 전망이다. 동사의 IPO IR 자료를 보면 2024년 9월에 출시한 쿨페이스는 출시 1개월에 브라질 수출이 증가하며 6.4억원의 매출을 기록했고, 2개월째 24억원의 매출이 발생했다고 한다. 따라서 6.4억원은 2024년 3분기 RF 매출로 인식되었고, 4분기에는 (24-6.4)억원+12월분이 될 것이다. 따라서 이러한 구조로 추정하면 4분기 RF 관련 매출액은 쿨페이스의 급성장에 따라 소모품 등을 포함해서 연간 55억원으로 추정된다.

주가는 상장 이후 강세, 오버행 물량 소화하면 추가 상승 여력 있을 전망

2024년 1월 IPO 진행 당시 상장 주관사의 공모예정가는 4,000~4,600원이며 예상 시가총액은 1,461억원 ~ 1,680억원이었다. 그러나 2024년 1월 24일 상장 당일 강세를 보이며 종가는 6,640원으로 마감했다. 2월 초순 현재 주가는 7,650원, 시가총액은 2,750억원으로 증가했다.

2025년 매출액은 전년대비 72.5% 증가한 495억원, 영업이익은 165.4% 증가한 197억원으로 전망된다. 참고로 2024년 9월 말 기준 현금성 자산은 44억원이며, 차입성 부채는 10억원 내외 이었다. 2025년 1월 IPO로 현금성 자산 160억원을 조달, 최근 보유 현금성 자산은 200억원 내외로 추정된다. 2025년 추정 이익 기준 PER은 18배 내외이다. 아직 상장된 지 얼마 되지 않았고, 쿨페이스 매출 성장에 대한 수치를 시간을 두고 확인할 필요성도 있다. 따라서 추정 실적에 대한 확신이 아직 조금 부족하다. 참고로 비슷한 사업을 하고 있고 업계 1위 미용의료기기 업체 클래시스의 2025년 PER 컨센서스는 34.2배이다. 따라서 추정 실적에 정확성만 있다면 아스테라시스의 주가는 저평가권에 있다고 할 수 있다.

표 3. 주력 제품 출시 로드맵



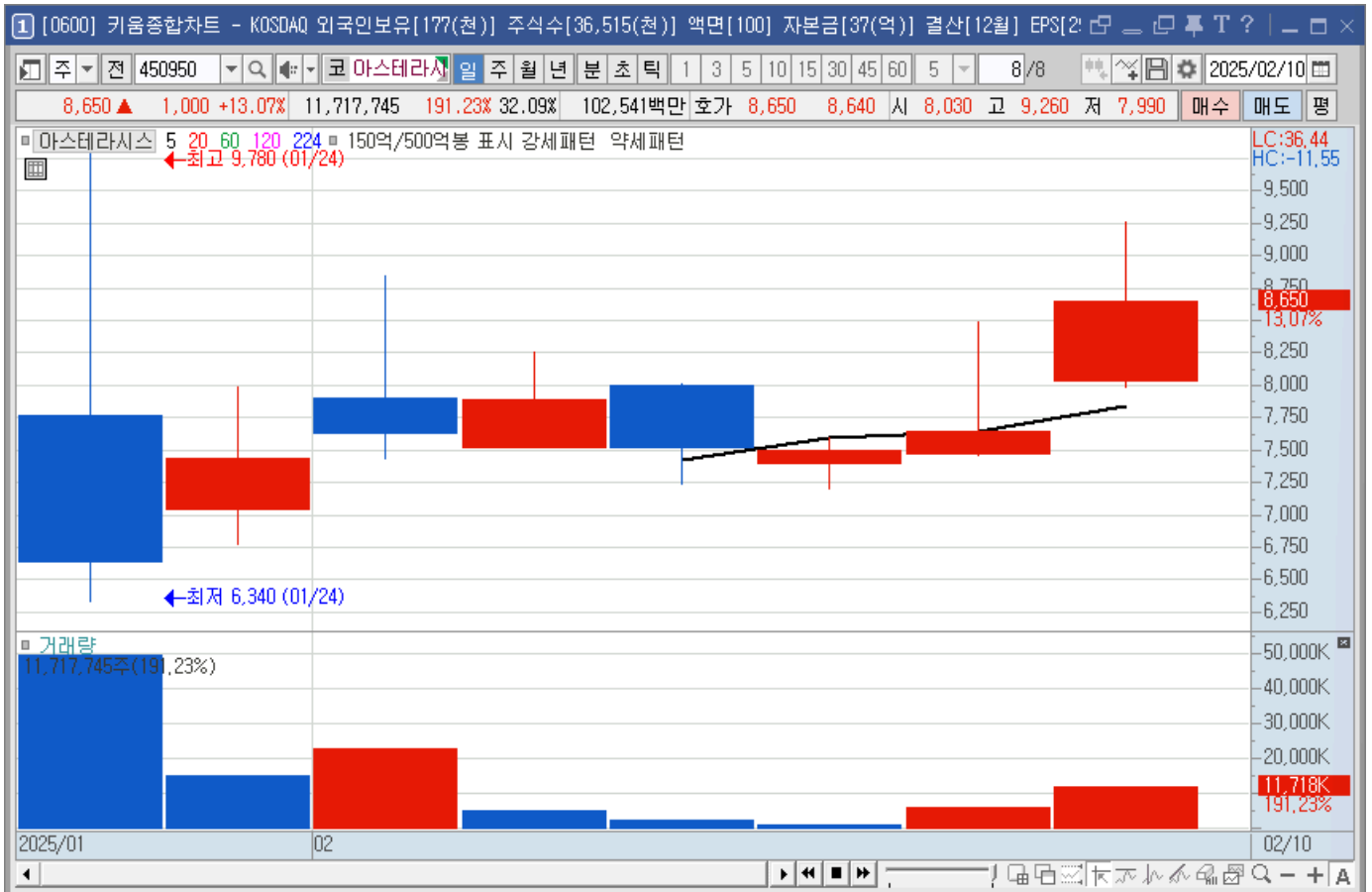
자료: 아스테라시스 IR자료

표 2. 요약 영업실적 추이

(단위: 억원)

구분	2021	2022	2023 3Q누적	4QE	2024	1QE	2QE	3QE	4QE	2025	
매출액	141	156	174	181	106	287	82	110	136	167	495
(매출액 증가율)		10.6%	11.5%		64.9%				57.5%	72.5%	
HIFU소계	131	135	160	148	56	204	46	52	66	82	246
(증감률)					27.5%				78.3%	20.6%	
HIFU장비	44	39	38	39	14	53	11	14	22	23	70
(수출)	17	21	24	26	10	36	6	9	12	13	40
(내수)	27	18	14	13	4	17	5	5	8	10	28
HIFU 소모품/기타	86	94	122	110	42	152	35	38	44	59	176
(수출)	68	80	88	87	30	117	23	25	32	45	125
(내수)	18	14	34	23	12	35	12	13	12	14	51
RF소계	3	6	4	20	35	55	28	50	60	72	210
(증감률)					1150.0%				157.1%	281.8%	
RF장비	1	4	3	10	28	38	26	45	53	62	186
(수출)	1	4	3	6	20	26	18	30	37	42	127
(내수)	-	-	-	4	8	12	8	15	16	20	59
RF소모품	1	2	2	2	7	17	6	10	13	17	46
(수출)	1	2	2	2	1	3	2	5	7	10	24
(내수)	0	-	-	8	6	14	4	5	6	7	22
화장품 등	7	15	10	13	15	28	8	8	10	13	39
									-13.3%	39.3%	
매출원가				53	30	83	25	31	38	47	141
(매출원가율)				29.3%	28.0%	28.8%	30.0%	28.5%	28.0%	28.0%	28.4%
판매비				99	32	131	33	38	42	44	157
(판매비율)				54.7%	30.2%	45.6%	40.2%	34.5%	30.9%	26.3%	31.7%
영업이익	25	18	16	30	44	74	24	41	56	76	197
(영업이익률)	17.7%	11.5%	9.2%	16.6%	41.8%	25.9%	29.8%	37.0%	41.1%	45.7%	39.8%
순이익											154
시가총액											2,750
PER(배)											17.9
클레시스 PER(배)											26.2

자료: 아스테라시스, 상상인증권, 2025년 매출액은 2024년 4분기 쿨페이즈 매출 성장 추이 감안하여 긍정적 시나리오로 추정, 2025년 1분기 실적 발표 시 재 조정 필요



현대그린푸드

4분기 부진? No, 1회성 영향

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

4분기 실적 기대치 하회. 1회성을 감안하면 긍정적

현대그린푸드 2024년 4분기 영업실적은 당사 및 시장 기대치를 하회하였다. 분기 연결기준 매출액은 5,669억 원(전년동기대비 +1.7%), 영업손실 -53억 원(적자폭확대)을 기록하였다. 연결기준 매출액은 전년대비 소폭 성장했으나, 통상임금에 따른 1회성 비용(약 143억 원) 반영에 따라 영업손실폭은 전년대비 -34억 원 확대되었다. 전체적으로 업황은 부진했음에도 불구하고 매출 성장을 이루어낼 수 있었던 이유는 1) 주요 고객사 식수 증가와 단가 인상 효과가 있었으며(식수 약 6% 증가), 2) 해외사업장 공정률 증가와, 3) 외식사업부 성장이 나타났기 때문이다. 식자재유통 부문도 선전했는데, 다만, 군납식재 수주 감소 및 경쟁체제 심화로 실적 감소로 이어졌다. 하지만, 외식 식자재만 보면 ▶ 대형프랜차이즈 공급 확대와, ▶ 실버 및 기타경로 확대, ▶ 디마케팅을 통한 거래처 수익성 개선으로 긍정적 실적을 달성하였다.

해외 사업부 확대와 강력한 밸류업!

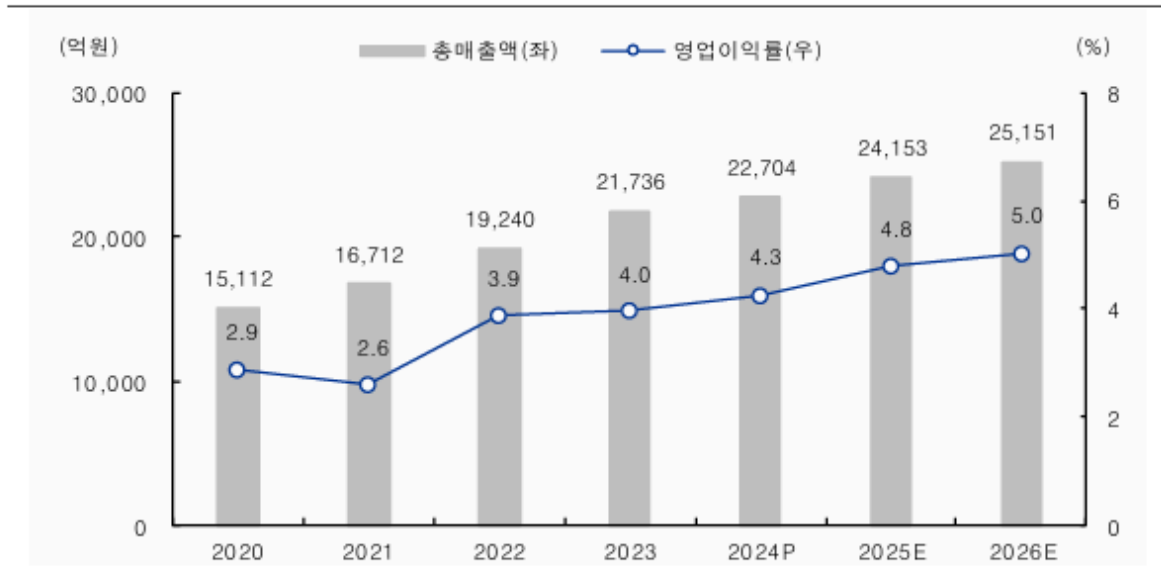
국내 시장은 구조적으로 대형업체 위주로 재편되는 것으로 판단한다. 여기에 동사는 해외사업부 확대가 꾸준히 이루어지고 있어 국내 시장과 더불어 실적 성장을 이끄는 요인으로 작용할 전망이다. 2024년 중 동지사 매출액은 약 677억 원으로 전년대비 약 35% 이상 성장하였고, 미국법인 매출 성장도 빠르게 이루어지고 있다. 향후 범현대家 식수 증가가 예상되는 만큼 동 부문 성장은 안정적으로 이루어질 전망이다. 강력한 밸류업도 주목해야 할 부분이다. 동사는 2027년까지 절대배당금액을 200억 원 이상 지급하기로 결정하였고, 자사주 소각도 동시에 진행하고 있다. 경쟁사와 달리 주주환원에 대한 시그널을 제시한 만큼 주목해야 할 부분으로 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 25,000원 유지

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	0	1,827	2,270	2,415	2,515
영업이익	0	65	97	114	127
세전이익	0	53	101	123	140
지배주주순이익	0	39	74	93	105
EPS(원)	0	1,387	2,180	2,789	3,162
증가율(%)	0.0	0.0	57.1	27.9	13.4
영업이익률(%)	0	3.6	4.3	4.7	5.0
순이익률(%)	0	2.1	3.3	3.9	4.3
ROE(%)	0.0	6.3	11.2	12.7	12.9
PER	0.0	8.3	6.6	4.9	4.3
PBR	0.0	0.6	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	0.0	3.9	3.0	2.1	1.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. 현대그린푸드 실적 추이 및 전망



자료: 현대그린푸드, IBK투자증권



수성웹툰

K-웹툰 종합 콘텐츠 기업으로 변모, 가치 재평가 기대

[출처] 하나증권 최재호 애널리스트

K-웹툰 종합 콘텐츠 기업으로 변모, 밸류에이션 재평가 기대

수성웹툰은 2001년 설립되었으며, 기존 본업인 물류 장비와 반도체 부품 사업을 비롯해 웹툰 플랫폼부터 제작까지 연결 자회사 편입 및 수직계열화(지분율: 자회사 투믹스 70.0% □ 투믹스글로벌 100% □ 테라핀 96.1%)를 통해 웹툰 종합 콘텐츠 기업으로 거듭난 기업이다. 1) 동사가 운영하는 K-웹툰 플랫폼 '투믹스'는 글로벌 누적 회원 약 6천만명 이상으로 영어, 중국어, 일본어 등 11개국 언어 서비스를 제공하고 있다. 2) 콘텐츠 제작사 '테라핀'은 웹소설과 웹툰을 제작하며, 흥행성 높은 작품의 2차 콘텐츠 제작을 통해 안정적인 비즈니스를 전개한다. 동사는 현재 투믹스-테라핀 거버넌스 재편 통해 통합 운영 및 유통 일원화를 추진 중이다. 주목해야할 포인트는 동사의 웹툰 콘텐츠 중 가장 많은 비중을 차지하는 非청소년 콘텐츠를 통해 가파른 성장을 확인할 수 있기 때문이다. 글로벌 非청소년 플랫폼 '온리팬스'는 매출액 2019년 \$49M(한화 약 686억원) □ 2023년 \$1,300M(한화 약 1.8조원)으로 4년만에 약 26.5배 성장했으며, 2023년 6월 기준 2억명 이상의 유저를 확보했다. 최근 국내 대표 라이브 스트리밍 기업의 인기 여성 스트리머 방송 송출 트래픽 급증이 글로벌 비즈니스 진출의 기대 이상 성과를 확인했고, 높은 주가 상승을 보여주고 있는 만큼, 동사에 대한 관심도 역시 증폭될 것으로 예상된다.

안정적 수익 모델 웹툰 플랫폼 '투믹스'를 통한 고성장 전망

웹툰 플랫폼 투믹스의 실적 추이를 살펴보면 2021년 매출액 247억원, 영업이익 18억원 □ 2024년 예상 실적 매출액 600억원, 영업이익 111억원으로 타 웹툰 기업들 대비 가파른 성장과 높은 수익성을 확보하고 있다. 안정적 성장이 가능한 이유는 매출 대부분이 월 정액(8달러) 요금제(매출 비중 약 87%)에서 발생하며, 서비스의 베이스가 앱(APP)이 아닌 웹(WEB) 기반이기 때문이다. 앱 수수료, 서버 및 관리 등 고정 비용 절감에 효율적이라는 의미다. 투믹스 매출 중 해외 매출 비중이 약 80% 이상으로 이미 글로벌 플랫폼으로 안착하고 있으며, 고환율에 대한 수혜도 보고 있는 상황이다. 올해는 1Q25 신규 동남아(태국 등) 진출과 2H25 타 웹툰 기업과의 협업에 따라 추가적인 성장을 이어갈 전망이다. 전 세계 만화 시장은 2021년 기준 19.7조원이며, 동남아가 2.9조원으로 4위를 차지할 정도로 큰 시장이다. 따라서 동남아 시장 론칭 이후 신규 회원수 및 PU(구매유저) 증가로 추가적인 성장을 견인할 전망이다. 올해 투믹스의 실적은 매출액 705억원(+17.5%, YOY), 영업이익 153억원(+37.8%, YoY)을 기록할 것으로 전망한다.

2025년 매출액 1,481억원, 영업이익 205억원 전망

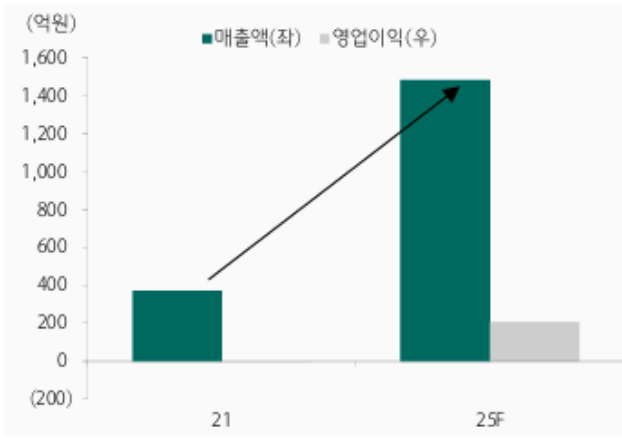
2025년 매출액 1,481억원(+229.1%, YoY), 영업이익 205억원(+1,950.0%, YoY, OPM 13.8%)을 기록할 것으로 전망한다. 올해부터는 1) 투믹스-테라핀 웹툰 밸류체인 구축으로 소싱 작품 대거 확보 및 시너지 강화와 함께, 2) 웹툰 플랫폼 투믹스의 실적이 온기에 반영되며, 3) 자회사 퓨쳐하이테크의 HBM3E 검사 장비 부품 수주 물량 또한 확대(디아이 자회사 디지털프론티어와 SK하이닉스향 번인테스터용 마더보드 공동개발)가 전망된다.

Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

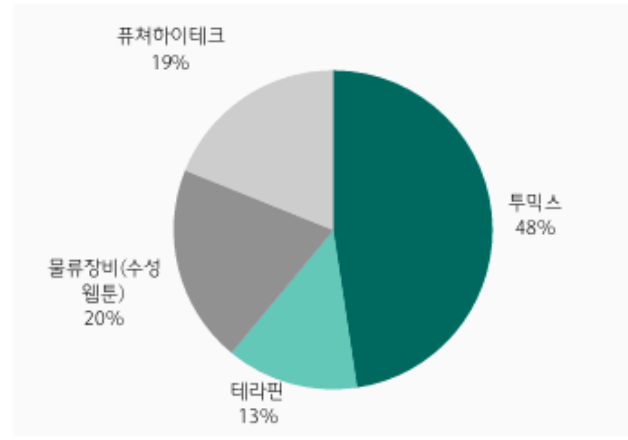
투자지표	2020	2021	2022	2023
매출액	21	37	52	41
영업이익	(1)	(0)	(4)	(4)
세전이익	(3)	(9)	(7)	(9)
순이익	(3)	(10)	(7)	(7)
EPS	(1,101)	(1,918)	(1,133)	(800)
증감율	적지	적지	적지	적지
PER	(9.2)	(10.2)	(13.8)	(7.1)
PBR	1.9	3.3	2.5	0.9
EV/EBITDA	0.0	180.1	0.0	0.0
ROE	(16.8)	(28.6)	(15.5)	(10.0)
BPS	5,450	5,974	6,138	6,556
DPS	0	0	0	0

도표 1. 수성웹툰 매출액 및 영업이익 추이



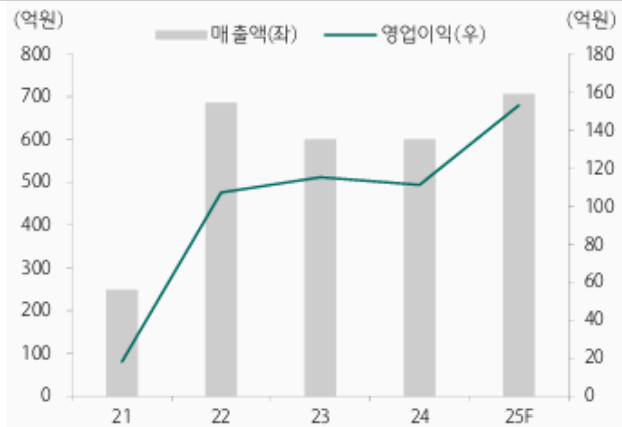
자료: 수성웹툰, 하나증권

도표 2. 2025년 기준 사업 부문별 매출 비중



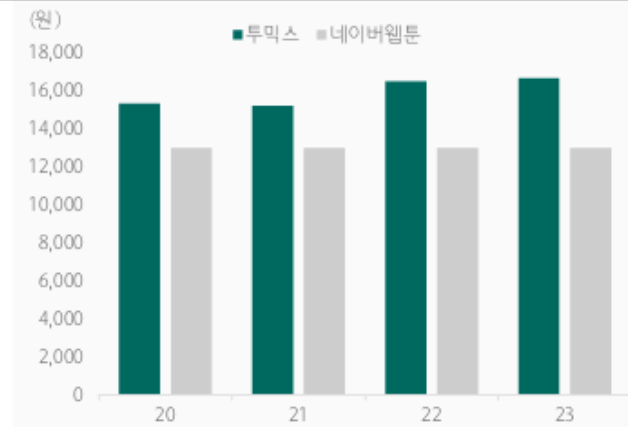
자료: 수성웹툰, 하나증권

도표 3. 2021~ 2025년 투믹스 연결 매출액 및 영업이익 추이 및 전망



자료: 수성웹툰, 하나증권

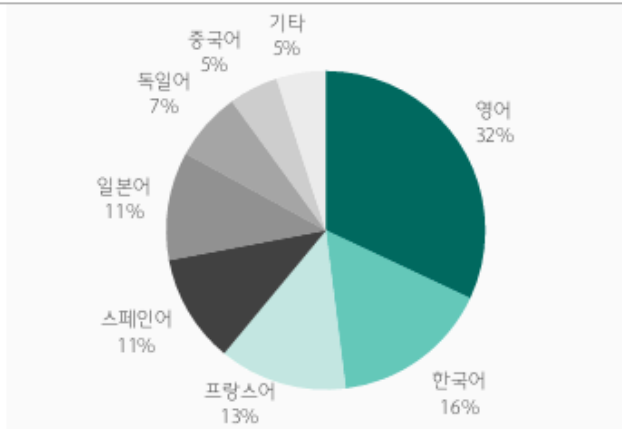
도표 4. 투믹스 및 네이버웹툰 ARPPU 추이



자료: 수성웹툰, Naver, 하나증권

주: 네이버웹툰 ARPPU는 20~23년 모두 13,000원임. 이는 2Q2기준 ARPPU에 해당

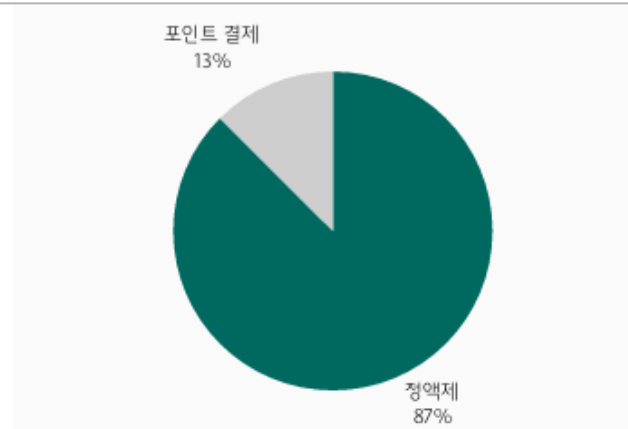
도표 5. 2024E 총결제액 언어권별 결제액 BreakDown



자료: 수성웹툰, 하나증권

주: 해외 매출비중이 80% 이상

도표 6. 4Q23 기준 정액제 및 포인트 결제 비중



자료: 수성웹툰, 하나증권



SK바이오팜

직판의 결실, 미 시장 본격 수익화

[출처] 키움증권 허혜민 애널리스트

마일스톤 유입, 이익 레버리지, 제품 믹스 개선의 효과

4분기 매출액은 1,630억 원(YoY +29%, QoQ +19%), 영업이익 407억 원(YoY +175%, QoQ +110%, OPM +25%)으로 시장 컨센서스 매출액 1,517억 원, 영업이익 296억 원을 상회하였다.

특히, 이번 실적에서는 원가율이 전년동기대비 -7.4%p 하락한 3.6%로 매출총이익률이 96%를 기록하였다. 호실적 주요 요인으로 1) 중국 신약 신청 마일스톤 기술료 약 210억 원 유입, 2) 저마진의 DP/API 매출 감소, 3) 엑스코프리 미국 매출 증가로 인한 이익 레버리지 효과가 있었다. 영업 외에서는 대규모 이연법인세 자산이 인식되며, 당기순이익 1,864억원(YoY +2,031%)을 기록하였다.

상반기 제품 도입 기대. 이익 레버리지 효과 지속

'25년에는 공격적인 마케팅 및 광고 집행이 될 것으로 보여 엑스코프리 미국 매출액 가이드스 (\$420mn~\$450mn) 상단인 \$447mn(약 6,391억 원)으로 추정하였다. 이에 따라 '25년 연간 매출액 7,093억 원(YoY +30%), 영업이익 1,738억 원(YoY +80%, OPM +25%)이 전망된다.

엑스코프리 외에 두 번째 제품 도입 노력 중으로 '25년 상반기 도입 소식을 기대해본다. 현재로서는 품목을 알 수 없지만, 도입한 제품이 무엇인 지에 따라 제품간 시너지 효과 및 매출 상승의 효과가 나타날 수 있다.

R&D 이벤트로는 세노바메이트 PGTC(일차성 전신 강직 간대 발작) 3상 결과를 4Q25 확인할 수 있으며, 관련하여 '26년부터 3상 관련 비용 감소될 것으로 예상된다. 소아 연령 확장을 위한 임상 결과는 '26년 및 소아 현탁액제형 연말 NDA 제출 하기 위해 협의 중인 것으로 알려졌다.

투자의견 Outperform 하향. 목표주가 14만 원 상향

실적 발표 당일 주가 급등으로 목표주가와 괴리율 축소되어 투자의견은 Outperform으로 하향하나, 실적 추정치 상향으로 목표주가 14만원으로 상향한다.

투자지표

(십억 원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	246.2	354.9	547.6	709.3
영업이익	-131.1	-37.5	96.4	173.8
EBITDA	-118.1	-22.2	128.5	191.0
세전이익	-142.5	-43.9	77.3	168.3
순이익	-139.4	-35.4	239.6	135.5
지배주주지분순이익	-139.4	-32.9	202.5	115.1
EPS(원)	-1,780	-420	2,585	1,470
증감률(% YoY)	적전	적지	흑전	-43.1
PER(배)	-40.5	-239.1	43.0	86.4
PBR(배)	17.84	27.72	17.88	16.51
EV/EBITDA(배)	-46.5	-352.9	65.4	49.8
영업이익률(%)	-53.2	-10.6	17.6	24.5
ROE(%)	-36.7	-11.0	52.6	21.1
순차입금비율(%)	-47.3	-19.7	-65.9	-76.3

자료: 키움증권





아모레퍼시픽

AP본업이 이끄는 성장

[출처] 하나증권 조소정 애널리스트

4Q: 서구권 채널의 성장 기여가 컸던 실적

아모레퍼시픽의 4분기 매출은 1조 917억원 (+18% YoY), 영업이익은 785억원 (+280% YoY, OPM 7.2%)으로 시장예상치에 부합했다. 인건비 관련 일회성 비용 반영 (120억)에도 불구하고, 서구권 채널 실적 호조와 코스알엑스 편입 효과로 성장세를 보였다. 한편 순손실은 463억원 (적자전환)을 기록, 북미 타타하퍼와 호주 래셔널에 대한 자산평가손상 관련 비용 인식 (1,328억원) 영향이다.

기존 사업: 기존 AP 사업 매출은 9,538억원 (+3% YoY), 영업이익은 482억원 (+133% YoY, OPM 5%)으로 추정된다. 국내 사업의 일회성 인건비 반영으로 인한 비용 증가에도 불구하고 (일회성 비용 120억), 서구권 채널 성장 덕분에 이익이 증가했다.

중국향: 면세 매출은 1,022억원 (-24% YoY), 중국 법인 매출은 1,159억원 (-10% YoY)을 기록했다. 면세는 B2B 채널 축소 영향으로 매출이 감소했고, 중국 법인은 사업 효율화 영향으로 매출이 감소했다. 한편 중국 법인의 영업손실은 약 150억원 (적자축소)으로 추정, 이 중 약 80억원은 일회성 비용임을 고려했을 때 사업효율화 작업이 원활하게 진행되고 있는 것으로 파악된다.

서구권: 북미 매출은 1,044억원 (+31% YoY), EMEA 매출은 611억원 (+80% YoY)으로 추정된다. 북미는 AP 브랜드의 성장이 두드러졌고 (라네즈+30%, 이니스프리 +20% 후반, 설화수 +10% 후반 성장 추정), 특히 세포라와 아마존 채널 내 성과가 긍정적이었던 것으로 파악된다. 한편 EMEA는 브랜드 라네즈의 브랜드 모멘텀 지속과 이니스프리의 채널 확장 덕분에 높은 성장률을 기록했다.

코스알엑스: 코스알엑스 매출은 1,379억원 (-10% YoY), 영업이익은 303억원 (-29% YoY, OPM 22%)으로 추정된다. 미국 외 유럽, 아세안 지역 성장에도 불구하고, 미국 아마존 채널 내 성장 둔화 여파가 지속되면서 실적이 감소했다.

AP 브랜드의 성장은 긍정적이거나...

25년 매출 4조 623억원 (+5% YoY), 영업이익은 3,953억원 (+79% YoY, OPM 10%)을 기록할 전망이다. 기존 AP 브랜드의 서구권 채널 확장이 성장을 견인할 것으로 예상되며, 코스알엑스와 중국의 회복을 고려했을 때, 상반기보다는 하반기 분위기가 더 좋을 것으로 예상된다.

투자지표

(십억원,IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,134.9	3,674.0	3,885.1	4,062.3
영업이익	214.2	108.2	220.5	395.3
EBITDA	502.9	360.0	460.3	598.0
세전이익	224.5	280.6	620.8	474.3
순이익	129.3	173.9	601.6	369.9
지배주주지분순이익	134.5	180.1	600.8	374.6
EPS(원)	1,947	2,608	8,702	5,425
증감률(% YoY)	-30.6	33.9	233.6	-37.7
PER(배)	70.6	55.6	12.0	23.3
PBR(배)	1.98	2.04	1.38	1.61
EV/EBITDA(배)	15.8	22.5	11.3	10.3
영업이익률(%)	5.2	2.9	5.7	9.7
ROE(%)	2.8	3.7	11.9	7.0
순차입금비율(%)	-12.3	-15.3	-24.0	-29.1

