

# 2025.02.12.(수) 증권사리포트

에스엠

오랜만의 실적 서프라이즈

[출처] 하나증권 이기훈 애널리스트

목표주가 상향

4분기 실적은 2024년 3번의 연이은 실적 쇼크가 마무리 된 첫 서프라이즈였다. 별도도 좋았지만, 자회사들의 적자 폭이 크게 줄어든 것이 긍정적이었다. 2025년에는 신인 걸그룹 데뷔와 30주년 프로젝트 관련 투어, 그리고 자회사들의 실적 정상화로 크게 개선될 것으로 기대한다. 또한, 밸류에이션 측면에서는 과거 핵심 IP인 동방신기와 빅뱅의 제대 전후로 밸류에이션이 회복하면서 주가 흐름이 상당히 좋았는데, 이번에도 BTS의 제대를 앞두고 기획사들의 주가가 전반적으로 우상향하는 같은 흐름을 보여주고 있다. 이런 흐름이 기획사 전반에 걸쳐 하반기까지 이어질 것으로 예상하며, 이에 따라 목표 P/E를 25배로 상향해 목표주가를 110,000원(+10%)으로 상향한다.

4Q OP 339억원(+276%)

4분기 매출액/영업이익은 각각 2,738억원(+9% YoY)/339억원(+276%)으로 컨센서스(220억원)을 크게 상회했다. 별도 영업이익은 358억원(+83%)으로 NCT드림/에스파 등의 컴백으로 앨범은 약 400만장, 콘서트는 동방신기/NCT드림의 일본/월드 투어 등 약 40만명이 반영되었다. 가장 큰 차이가 났던 부분은 MD/라이선싱으로 예상보다 약 150억원 이상 상회하였는데, 콘서트 매출이 가장 낮은 분기였음에도 기획 MD 등의 판매 호조가 반영된 것으로 보인다. 인센티브 안분 등으로 판관비가 작년 대비 100억원 이상 감소한 것도 영향을 미쳤다. 영업외적으로는 자회사 관련 평가손실이 크게 반영되면서 83억원(흑전)으로 부진했다. 자사주는 약 2%를 소각했으며, 배당도 주당 400원을 발표했다.

영업이익은 2024년보다 크게 개선될 것

2025년 예상 영업이익은 1,240억원(+42% YoY)으로 SM타운 30주년 프로젝트로 멕시코/미국/영국/일본 등에서 돔/스타디움 투어가 진행되며, 전반적으로 부진한 자회사들의 실적 개선을 일부 가정했다. 키이스트는 관련 이익이 반영될 것이며, 공연 내재화 이슈로 부진한 드림메이커나 BM 등의 실적도 개선될 것이다. 또한, 2월 신인 걸그룹 하츠투하츠키가 데뷔하는데, 흥행 시 에스파/라이즈에 더해 신인 라인업을 확대하게 될 것이며, 연내 SMTR25(신인 남자 그룹 프로젝트)의 사전 프로모션을 통해 2026년 데뷔도 계획하고 있다.

## Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	850.8	961.1	989.9	1,083.0
영업이익	91.0	113.5	87.5	124.0
세전이익	116.9	118.9	24.5	138.6
순이익	80.0	87.3	0.5	97.8
EPS	3,363	3,664	19	4,187
증감율	(40.66)	8.95	(99.48)	21,936.84
PER	22.81	25.14	3,978.95	22.04
PBR	2.60	2.91	2.43	2.65
EV/EBITDA	10.50	11.82	8.80	6.70
ROE	12.18	12.30	0.06	13.24
BPS	29,472	31,631	31,093	34,849
DPS	1,200	1,200	400	1,400

그림 6. SM 아티스트 상반기 콘서트 개최 일정

개최일	국가 및 지역	아티스트	공연명	횟수
1/4 - 2/23	홍콩, 마카오, 서울	WayV	2024-25 WayV CONCERT [ON THE Way]	4
1/11 - 1/12	대한민국	SMTOWN	SMTOWN LIVE 2025 [THE CULTURE, THE FUTURE]	2
1/18 - 3/30	대한민국, 인도네시아, 태국, 미국, 캐나다, 일본, 대만	NCT 127	NCT 127 4TH TOUR 'NEO CITY - THE MOMENTUM'	18
1/18 - 3/8	대한민국, 태국, 홍콩, 싱가포르, 마카오, 대만	YESUNG	2025 YESUNG CONCERT [It's Complicated]	7
1/25 - 1/26	대한민국	SUHO	2025 SUHO CONCERT <SU:HOMME> ENCORE	2
1/25 - 3/15	대만, 일본, 마카오, 필리핀	MINHO	2025 MINHO CONCERT <MEAN : of my first>	5
1/28 - 3/6	일본	TVXQ!	TOHOSHINKI 20th Anniversary LIVE TOUR ~ ZONE ~	10
1/28 - 3/16	미국, 멕시코, 캐나다, 영국, 프랑스, 네덜란드, 독일, 스페인, 대한민국	aespa	2024-25 aespa LIVE TOUR - SYNK : PARALLEL LINE -	16
2/8	대한민국	RIIZE	R.B.R DAY FOR NEW YEAR	2
2/15 - 2/16	대한민국	CHANYEOL	2025 CHANYEOL LIVE TOUR : 都市風景 (City-scape)   Epilogue	2
3/7 - 3/29	대한민국, 대만, 필리핀	TAEYEON	TAEYEON CONCERT - The TENSE	5
3/21 - 3/23	대한민국	NCT WISH	2024 NCT WISH ASIA TOUR LOG in SEOUL	3
2Q25	마카오, 필리핀, 홍콩, 싱가포르, 대만, 인도네시아, 태국	NCT WISH	2024 NCT WISH ASIA TOUR LOG in 도시명	8
	일본, 마카오	NCT 127	NCT 127 4TH TOUR 'NEO CITY - THE MOMENTUM'	6
	일본, 말레이시아	YESUNG	2025 YESUNG CONCERT [It's Complicated]	4
	인도네시아, 마카오, 싱가포르, 태국, 홍콩	TAEYEON	TAEYEON CONCERT - The TENSE	7
	미국, 멕시코, 영국	SMTOWN	SMTOWN LIVE 2025 [THE CULTURE, THE FUTURE]	3

자료: SM, 하나증권



시프트업

기다려왔던 시간이야

[출처] 하나증권 이준호 애널리스트

4Q24 Re: 컨센서스 부합

시프트업은 4분기 영업수익 593억원(+29.3%YoY, +2.1%QoQ), 영업이익 421억원(+29.9%YoY, +18.2%QoQ, OPM 71.0%)으로 컨센서스에 부합했다. 4분기 모바일 매출은 439억원(-3.3%YoY, +28.2%QoQ)을 기록했다. 11월 [승리의 여신: 니케]의 2주년 업데이트로 지난 1주년 대비 높은 성과를 달성했으나 이벤트 외 10월, 12월 소폭 부진이 반영됐다. 최근 분기 센서타워 집계액과 실제 실적 추이와의 괴리가 확대되고 있는데, 이는 레벨 인피니트 자체 런처 매출 비중 확대에 기인한다고 해석한다. 자체 런처를 통한 매출은 센서타워의 추정치에 집계되지 않으며, 시프트업의 순매출에 보다 높은 Take rate으로 인식되기에 긍정적이다. 4분기 콘솔 매출은 143억원(-36.5%QoQ)이다. [스텔라 블레이드]는 11월 PS5 블랙프라이데이 할인, PS5 Pro 출시로 안정적인 판매량 기록하며 올해 누적 165만장 이상을 달성한 것으로 추정한다. 영업비용은 172억원(+28.0%YoY, -23.4%QoQ)을 기록했다. 2, 3분기 지급됐던 성과급의 부재로 전분기 대비 인건비는 감소(-93억원QoQ)했으나, [스텔라 블레이드] 언리얼 엔진 로열티 정산금, IP 비즈니스 관련 수수료 일시 반영되며 변동비가 증가(+36억원QoQ)했다. 2025년부터 변동비는 분기 안분 인식 예정이다.

#### 지역, 플랫폼 확장 임박

시프트업은 2025년 영업수익 3,079억원(+40.0%YoY), 영업이익 2,225억원(+49.6%YoY, OPM 72.3%)을 기록할 전망이다. 2025년 [승리의 여신: 니케]의 글로벌 매출액은 1,580억원(+3.2%YoY), 중국 600억원으로 추정했으며 [스텔라 블레이드]의 매출액은 847억원으로 추정했다. [승리의 여신: 니케] 글로벌은 2월 에반게리온 2차 콜라보, 이후 스텔라 블레이드 콜라보 계획되어 있다. 오버 스펙 니케 포함 콘텐츠 및 편의성 지속 개선되고 있어 PU, ARPPU 모두 증가할 전망이다. 중국 출시는 4월로 기존 추정 유지한다. 1월 9일부터 사전 예약 진행 중이며 2/10 기준 286만명 달성했다. 3월 초 내로 본격적인 마케팅 진행 및 출시일 확정 예상하며 사전 예약 목표(800만명)는 무난한 수치라 전망한다. [스텔라 블레이드] PC 확장은 5월로 추정하며 [승리의 여신: 니케]와의 콜라보 동시 진행 가능성 높다. 이미 검증된 IP의 지역, 플랫폼 확장으로 신작 출시보다 높은 성과 달성 가능하다.

#### 투자의견 Buy, 목표주가 95,000원 유지

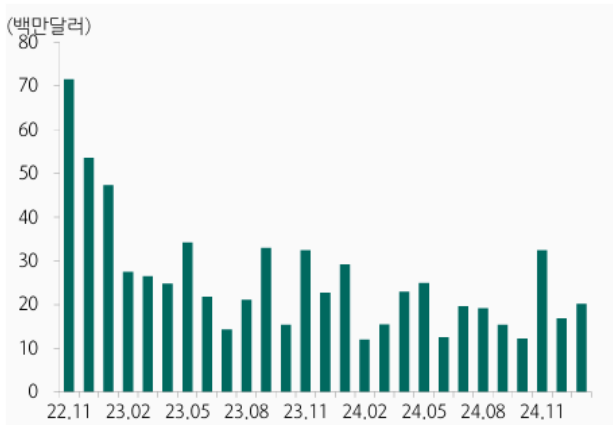
투자의견 Buy, 목표주가 95,000원, 게임 산업 내 Top Pick 유지한다. [승리의 여신: 니케], [스텔라 블레이드]의 지역, 플랫폼 확장이 임박한 현시점에서 매수 전략 유효하며 비중 확대 권고한다. 2025년은 국내외 게임사들의 서브컬처 게임들이 다수 출시될 예정이다. 시장의 경쟁 심화에도 높은 콘텐츠 퀄리티와 생산성을 바탕으로 한 IP 파워를 갖추고 있는 시프트업의 위치는 견고할 것으로 전망한다. 후속작 [프로젝트 위치스]는 2027년 출시 목표하고 있으며 2025년 상반기 정보 공개 기대한다. 구체적인 장르 및 정보 공개에 따라 향후 추정치 반영할 예정이다.

## Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	66.1	168.6	219.9	307.9
영업이익	18.3	111.1	148.6	222.5
세전이익	(3.3)	114.3	168.9	246.3
순이익	(7.1)	106.7	77.7	202.0
EPS	(147)	2,132	2,445	3,462
증감율	적지	흑전	14.68	41.60
PER	0.00	0.00	25.93	18.43
PBR	0.00	0.00	4.86	3.87
EV/EBITDA	1.39	(0.92)	19.75	12.51
ROE	(17.94)	99.16	30.30	23.45
BPS	704	3,568	13,036	16,498
DPS	0	0	0	0

도표 3. 승리의 여신: 니케 총매출 추이



자료: Sensor Tower, 하나증권

도표 4. 승리의 여신: 니케 중국 사전예약 페이지



자료: Tencent, 하나증권



CJ프레시웨이

문고더블로 가

[출처] IBK투자증권 남성현 애널리스트

4분기 이익 성장 실현

CJ프레시웨이 4분기 실적은 당사 기대치를 충족하였다. 연결기준 매출액은 8,502억 원(전년동기대비 +7.9%), 영업이익 252억 원(전년동기대비 +3.4%)을 기록하였다. 부진한 영업환경을 감안하면 고무적인 수치로 판단한다. 부진한 경기에도 불구하고 4분기 실적 성장을 이루어낸 이유는 1) 그룹내 물량 증가에 따라 원료 사업부 성장세가 확대되었고, 2) 외식경기 둔화에도 불구하고 프랜차이즈향 매출 비중 확대 및 O2O 성장으로 두 자릿수 성장이 나타났으며, 3) 고정비 효율화를 통한 수익성 개선과(판관비율 0.3%p 감소 15.3% → 15.0%), 4) 병원급식 둔화 및 일부 컨세션 업황 부진에도 불구하고 지난해 수주한 물량으로 단체급식 성장세가 이어졌기 때문이다. 4분기 영업실적은 긍정적으로 평가한다. ▶ 외식경기 부진에도 불구하고 점유율 확대를 통해서 성장세가 이루어졌고, ▶ 물류비 효율화를 통해서 고정비에 대한 부담을 덜어냈으며, ▶ 사업포트폴리오 확대를 통해 경쟁력을 구축하였기 때문이다.

2025년 점유율 확대는 O2O 전략

2025년 점유율 확대는 O2O 사업부 성장이 이끌 것으로 전망한다. 지난 4분기 성장세도 급격하게 이루어지면서 24년 연간 600억 원 이상의 매출액을 기록한 것으로 판단한다. 2025년 성장세 유지를 기대하는 이유는 1) 통합배송 서비스를 통해 가격 및 공급 경쟁력을 구축하였고, 2) 전국구 물류 인프라를 기반으로 하고 있으며, 3) PB브랜드를 통한 차별화된 상품군을 제공하고 있기 때문이다. 2025년 온라인 매출액은 보수적으로 1,000억 원을 상회할 것으로 전망한다.

저평가. 성장 턴어라운드 구간에서 밸류에이션 정상화 기대

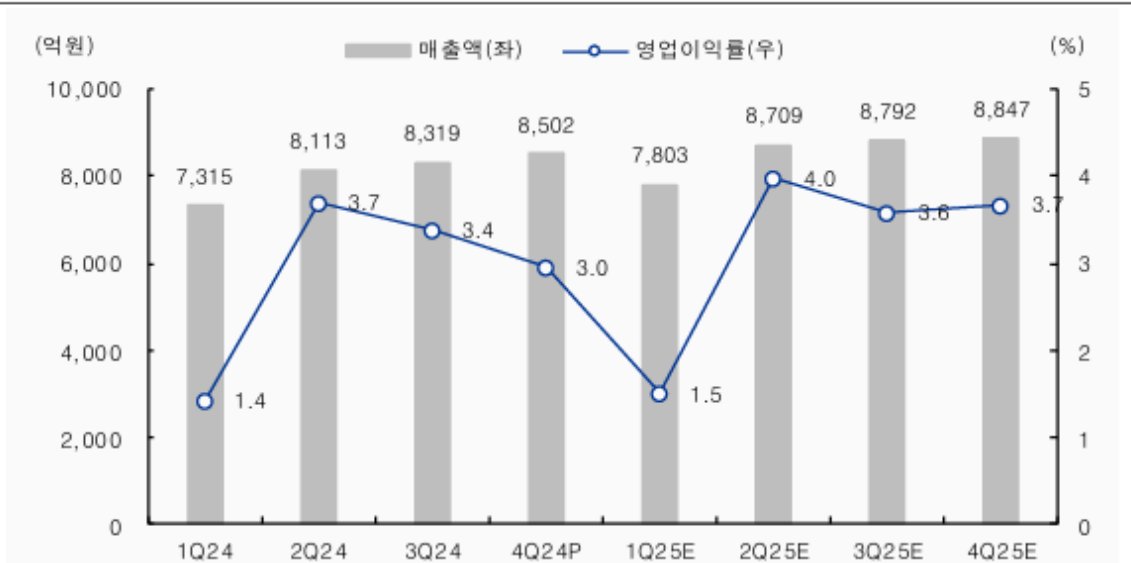
동사의 실적 성장세는 2025년에 본격화될 가능성이 높다. 현금창출 능력을 감안할 경우 극심한 저평가로 판단한다. 실적 성장이 이루어지는 시점에 진입한 만큼 저평가는 해소될 것으로 예상된다. 투자 의견

매수, 목표주가 4.8만 원을 유지한다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,748	3,074	3,225	3,415	3,590
영업이익	98	99	94	110	122
세전이익	69	73	22	102	116
지배주주순이익	49	54	9	80	91
EPS(원)	4,136	4,589	761	6,748	7,657
증가율(%)	84.2	11.0	-83.4	786.6	13.5
영업이익률(%)	3.6	3.2	2.9	3.2	3.4
순이익률(%)	1.9	2.0	0.3	2.3	2.5
ROE(%)	17.7	18.2	3.1	24.2	22.1
PER	7.7	5.2	22.9	3.0	2.7
PBR	1.2	1.0	0.7	0.7	0.5
EV/EBITDA	4.9	3.7	3.4	2.6	2.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 1. CJ프레시웨이 분기별 영업실적 추이 및 전망



자료: CJ프레시웨이, IBK투자증권



파마리서치

국내외 외형성장 잠재력 높다

[출처] [상상인증권 하태기 애널리스트](#)

2024년 4분기 46% 성장



파마리서치의 2025년 4분기 매출액은 전년동기대비 46.7% 성장한 1,026억원, 영업이익은 64.9% 증가한 336억원으로 발표되었다. 기대 이상의 실적을 보여 주었다. 수출과 내수에서 높은 성장세를 창출한 결과이다. 2025년에도 리쥘란 브랜드를 중심으로 영업실적이 고 성장할 것으로 전망된다.

#### 2025년에도 고 성장으로 리쥘란 오리지널 브랜드의 위상 증명 예상

첫째, 의료기기에서 리쥘란의 수출/내수가 고 성장했다. 2024년 4분기에 국내 매출은 40.1% 증가한 419억원, 수출은 55.0% 증가한 196억원이다. 동기간 의료기기 수출은 전년동기 보다 39.4% 증가한 615억원이다. 우려되었던 의료관광 위축은 현재까지 나타나지 않은 상황이라 한다. 2024년 연간 의료기기 매출은 39.4% 증가한 1,936억원을 기록했다. 무척 빠른 속도로 성장하고 있다.

2025년에 수출은 인도네시아, 일본 등으로 증가하고, 최근 진출한 신규 지역으로 확산될 것이며, 하반기에는 유럽 수출을 본격 추진할 것으로 예상된다. 리쥘란의 브랜드 파워로 2025년 의료기기 수출은 41.9% 증가한 797억원으로 전망된다. 2025년에도 리쥘란의 국내외 매출이 급성장, 전체 의료기기 연간 매출액은 31.6% 증가한 2,547억원으로 전망된다.

둘째, 화장품 매출도 고성장 중이다. 화장품 매출은 2024년 4분기에 국내외 수요 증가로 65.2% 증가한 228억원을 기록했다. 리쥘란 브랜드 후광으로 2025년에도 높은 성장률을 보일 전망이다.

셋째, 규모의 경제효과로 수익성 개선 지속된다. 2024년 4분기에 마케팅 비용, 인센티브 비용, R&D 비용이 증가했지만, 영업이익은 매출증가에 힘입어 64.9% 증가한 336억원을 기록했다. 2025년에는 영업이익률이 36.4%로 개선될 전망이다.

#### Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	195	66	41	4,013	17.4	8.3	2.1	12.5	0.9
2023	261	92	77	7,417	14.8	9.9	2.6	19.7	0.9
2024E	350	126	89	8,596	31.8	19.7	5.5	18.7	0.3
2025E	441	161	134	12,929	21.2	15.1	4.4	22.9	0.3
2026E	522	195	161	15,535	17.6	12.0	3.6	22.2	0.3

자료: K-IFRS연결기준, 상상인증권



롯데케미칼

저시황을 버텨낼 체력 비축 중

[출처] BNK투자증권 김현태 애널리스트

4Q 실적은 올레핀 부진과 상각비 반영으로 예상 하회

4Q 연결OP -2,348억원으로 컨센서스를 하회했고, 세전이익은 대규모 상각비용 반영으로 큰 폭 적자를 기록했다. 당사 추정치 대비로는 시황 악화에 따른 가동률 하락으로 본사 올레핀+타이탄의 매출이 부진했고, 손익 측면에서는 롯데에너지머티 적자 폭이 크게 확대됐다. 반면 24.3Q 간이보수 기회손실로 크게 부진했던 LC USA 가동이 정상화되며 OP 183억원 (OPM 10.9%)을 기록한 것이 눈에 띄는 개선 요인이었다. 상각비용은 약 1조원이 반영됐는데, 에너지머티 보유 지분 영업권상각 약 5천억, LC타이탄 및 본사 기초소재 유형자산손상이 나머지를 차지했다.

OP 흑전은 단기간 어렵지만, 재무 안정성은 강화될 전망

여전히 역내 에틸렌 증설이 진행 중이고, 수요는 뚜렷한 개선이 보이지 않는상황이다. 중국 양회 이후 구체화될 부양책 집행이 단기 기대 요인인데, 미중 무역분쟁과 미국 관세 정책에 따른 글로벌 경기 위축 가능성은 부담 요인이다. 영업 환경의 가시성이 떨어지지만, 24년 대규모 영업적자 및 일회성비용을 반영하고도 재무비율이 안정적이고, 회사채 관련 불확실성 해소, 25년 Capex 축소&자산 유동화로 현금흐름이 개선되는 점은 재무적 기대 요인이다. 에틸렌 수급을 감안할 때 단기간에 OP 흑전을 기대하기 어렵지만, 분기 EBITDA 플러스 기조를 유지하며 재무 안정성이 개선될 전망이다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가는 8만원 (PBR 0.25X)으로 하향

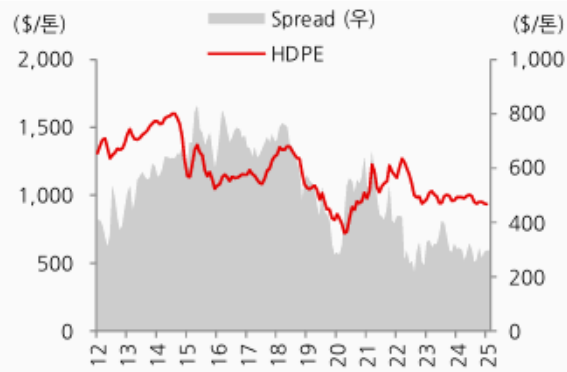
24년 부진한 실적에도 불구하고 연간 배당 2천원으로 주가 bottom 기준을 만들었다고 판단된다. 25~26년에는 현금흐름이 개선될 전망이고, 주가도 일방적 하락에서 벗어날 전망이다. 목표주가 하향하나 매수의견을 유지한다.

Fig. 1: 롯데케미칼 연결재무제표 요약

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	22,276	19,946	20,430	20,554	21,195
영업이익	-763	-348	-895	-444	-218
세전이익	-393	-452	-2,260	-661	-423
순이익[지배]	62	-50	-1,703	-505	-289
EPS(원)	1,709	-1,194	-39,819	-11,814	-6,758
증감률(%)	-95.4	적자전환	적자지속	적자지속	적자지속
PER(배)	104.4	-	-	-	-
PBR	0.4	0.4	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	60.1	20.7	50.8	22.2	18.4
ROE(%)	0.4	-0.3	-11.6	-3.7	-2.2
배당수익률	2.0	2.3	3.3	4.6	4.6

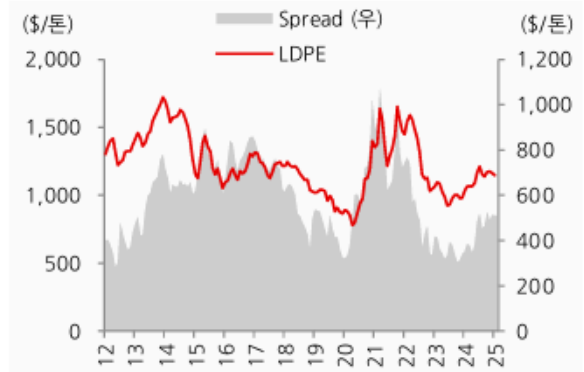
자료: 롯데케미칼, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

Fig. 2: HDPE-납사 래깅 스프레드



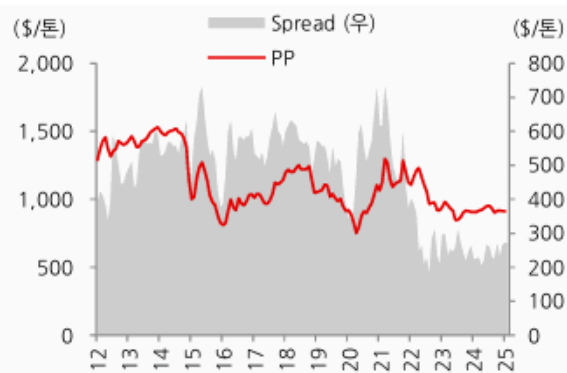
자료: Ciscem, BNK투자증권

Fig. 3: LDPE-납사 래깅 스프레드



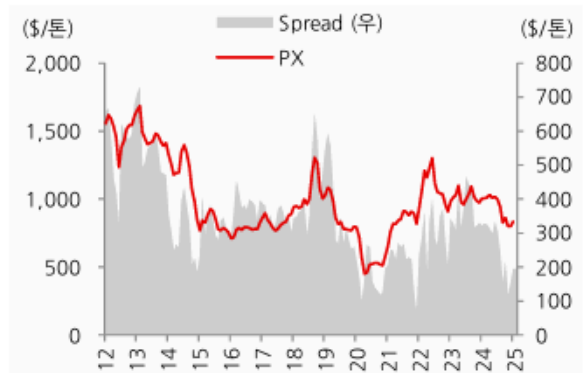
자료: Ciscem, BNK투자증권

Fig. 4: PP-납사 래깅 스프레드



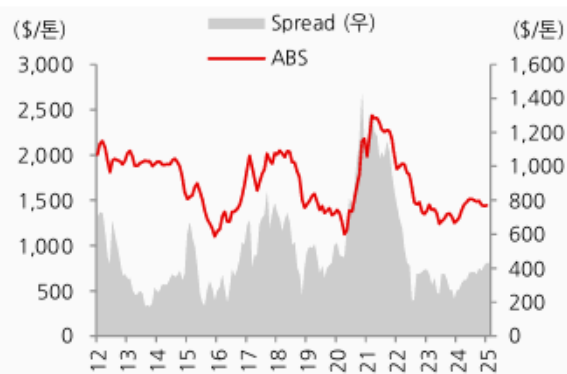
자료: Ciscem, BNK투자증권

Fig. 5: PX-납사 래깅 스프레드



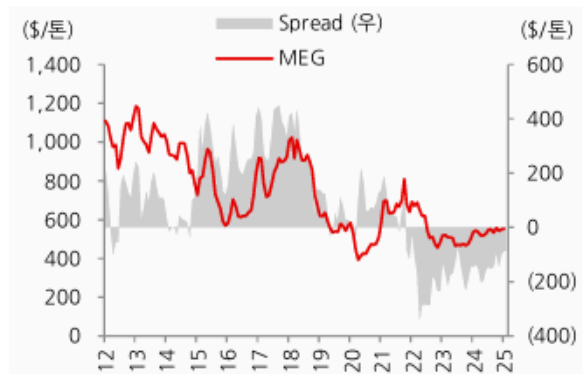
자료: Ciscem, BNK투자증권

Fig. 6: ABS-납사 래깅 스프레드



자료: Ciscem, BNK투자증권

Fig. 7: MEG-납사 래깅 스프레드



자료: Ciscem, BNK투자증권



아모레퍼시픽

손상치손 영향 제한적, 2025년 전망 긍정적

[출처] 유안타증권 이승은 애널리스트

영업이익 호조에도 불구하고 손상차손 영향으로 주가 하락

2024년 4분기 실적은 매출액 1조 917억원(+18% YoY), 영업이익 785억원(+280% YoY)으로 영업이익 시장 기대치 822억원에 부합하였다. 영업이익은 시장 기대치에 부합했으나, 당기순이익 -462억원으로 적자 전환하면서 주가는 하락했다. 적자 전환의 주요 원인은 영업권(타타하퍼 880억원 추정) 및 관계회사 투자 주식(Rationale 448억원 추정) 손상차손 총 1,328억원이 인식된 것이다. 아모레퍼시픽은 2022년 9월 타타하퍼를 1억 2,400만 달러(1,681억원)에 인수했으나 기대 성과를 얻지 못했다. B2C 중심 모델, 코로나 이후 채널 환경 변화, 경영자 교체 등이 원인으로 보인다. 2020년 3월 26일 호주 Rationale 그룹에 49%(488 억원) 지분을 투자했지만, 아시아 및 중국 시장 성장 계획이 코로나로 지연되며 손상차손이 발생했다.

타타하퍼와 관련된 잔여 영업권은 160억 원으로 추정되며, 브랜드 가치 상승 시 영업권이 상각되지 않고 자산 가치가 유지되거나 증가할 가능성이 있다. 이는 브랜드 경쟁력이나 수익 잠재력 향상에 따라 달라질 수 있다. 따라서 영업권 상각에 대한 전략적 접근이 필요하다.

2024년 손상차손 영향 제한적, 중장기 성장 전망 여전히 긍정적

동사에 대한 투자 의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 160,000원을 유지한다. 손상차손의 영향은 2024년에 한정적일 것으로 보이며, 중장기 성장 전망은 여전히 긍정적이다. 2025년 코스알엑스는 북미, EMEA, 일본 시장에서 성장이 핵심 동력이 될 것이다. 스네일 뮤신 에센스를 중심으로 매출 성장을 추구하고, 가격 안정화 및 제품 볼륨 회복을 목표로 한다. 프리미엄 RX 라인과 신제품이 장기 성장의 원동력이 될 것이다. 2024년 4분기 코스알엑스의 북미 매출은 30% 이상 성장했으며, 라네즈는 세포라와 아마존에서 스킨케어 성과를 기록하였으며, 이니스프리와 설화수도 각각 20% 후반과 10% 성장했다. 2025년 1분기에는 매출이 두 자릿수 하락하고, 이익률은 20% 중반대로 예상되나, 2분기부터 신제품과 스네일 뮤신 회복으로 정상 궤도에 진입할 전망이다. EMEA 지역에서는 라네즈와 코스알엑스의 마케팅과 제품 확장이 성과를 낼 것이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

계산 (12월)	2022A	2023A	2024P	2025F
매출액	41,349	36,740	38,851	42,820
영업이익	2,142	1,082	2,205	4,270
지배순이익	1,345	1,801	6,025	3,709
PER	64.6	43.2	10.3	19.2
PBR	2.0	1.8	1.3	1.4
EV/EBITDA	16.4	19.2	12.4	10.2
ROE	2.8	3.7	11.7	6.7



LG생활건강

과거의 영광을 보여주세요

[출처] 유안타증권 이승은 애널리스트



#### 4Q24 Review: 영업이익 시장기대치 하회

2024년 4분기 실적은 매출액 1조 6,099억원(+2.7% YoY), 영업이익 434억원(-20.7% YoY)을 기록하며 영업이익 시장기대치 562억원을 하회하였다. 뷰티 매출은 6,994억원(+5.4% YoY)으로, 영업이익은 110억원(+50.3% YoY)으로 증가했다. 면세점 등 전통 채널 매출은 감소했지만, 온라인과 H&B 채널 성장과 더 히스토리 오브 후의 실적 호조로 전체 매출이 증가했다. 4분기 해외 매출은 6,150억원(+8.9% YoY)을 기록했다. 이는 중국 매출의 21% YoY 성장과 일본에서의 지속적인 매출 상승에 기인한다. 중국 매출은 2,761억원(+20.7% YoY)을 기록하였다.

#### 2025F Outlook: 한 자릿수 중반 가이던스 제시

동사는 2025년 연간 가이던스로 한 자릿수 중반 매출 성장을 제시하였다. 해외 사업 확대와 사업 효율화를 통해 수익성 개선을 목표로 하고 있다.

- 뷰티 사업: 국내 사업 구조 변경으로 면세점과 방문판매 채널 축소가 진행될 예정이다. 면세점 매출은 2024년 대비 약 20% 하락했으며, 2025년에도 면세점 매출은 두 자릿수 감소가 전망된다. 방문판매 매출도 2024년은 전년대비 10% 하락했으며, 2025년에도 10% 감소세가 예상된다. 이에 따라 전통 채널들의 매출 약세가 예상된다. 국내는 온라인 및 H&B 채널 성장에 집중할 예정이다. 이를 최소화하기 위해 해외 사업은 아마존 사업을 B2C 구조로 전환하여 북미 매출을 확대할 계획이다. 중국 사업은 수익성 중심으로 운영될 것이다.

- HDB와 음료 사업: 기존의 적정 마진 수준을 유지하며 수익성 개선을 지속할 계획이다.

#### 투자의견 Hold 하향, 목표주가 320,000원으로 하향

동사에 대해 투자의견을 Hold로 하향하고, 목표주기도 320,000원으로 하향한다. 목표주가는 2025F EPS에 목표 PER 23배를 적용하였다. 2025년 전통 채널(면세점, 방문판매 등)들의 매출 감소로 인해 성장성이 제한적일 것으로 보이며, 2025년 해외 사업 성장률이 타 K-뷰티 화장품 회사들에 비해 상대적으로 낮아, 전체적인 성장 전망에 대한 우려가 존재한다. 2025년 1분기 전망은 해외 사업 중심으로 매출 성장이 예상된다. 면세점과 중국 사업은 전년 동기 베이스 부담이 크므로, 전년대비 역성장이 예상된다.

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024A	2025F
매출액	71,858	68,048	68,119	68,770
영업이익	7,111	4,870	4,591	4,560
지배순이익	2,366	1,428	2,201	2,470
PER	52.1	59.4	22.4	20.2
PBR	2.4	1.6	0.9	0.9
EV/EBITDA	12.9	10.9	6.6	6.4
ROE	4.4	2.7	4.0	4.4



