



# 아모레퍼시픽 (090430)

하나, 둘 확인되는 중

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 160,000원

현재 주가(10/31)	126,400원
상승여력	▲26.6%
시가총액	73,935억원
발행주식수	58,493천주
52 주 최고가 / 최저가	153,000 / 91,500원
90 일 일평균 거래대금	389.61억원
외국인 지분율	25.4%

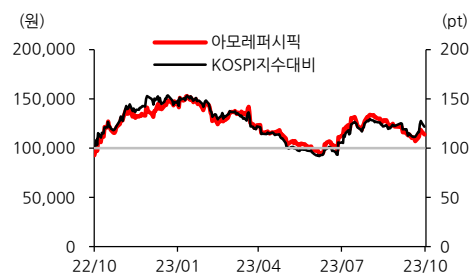
주주 구성	
아모레퍼시픽그룹 (외 10 인)	50.1%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
MassachusettsFinancialServicesCompany (외 1 인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.6	12.2	2.5	36.4
상대수익률(KOSPI)	11.2	25.6	11.5	37.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023E	2024E
매출액	4,863	4,135	3,836	4,665
영업이익	343	214	125	364
EBITDA	705	503	404	623
지배주주순이익	194	134	148	250
EPS	3,134	2,175	2,407	4,130
순차입금	-252	-200	-233	-384
PER	53.3	63.2	52.5	30.6
PBR	2.4	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	14.6	16.6	18.7	11.9
배당수익률	0.6	0.5	0.6	1.1
ROE	4.2	2.8	3.1	5.0

## 주가 추이



## 기대치를 하회한 3분기

2023년 3분기 아모레퍼시픽의 연결 매출액은 8,888억원(-5.1% YoY, -6.0% QoQ), 영업이익은 172억원(-8.2% YoY, +193.0% QoQ)으로 종전 추정 영업이익, 컨센서스 영업이익 366억원을 모두 하회했다. 국내와 북미에서 일회성 비용이 반영된 영향이다.

[국내] 1) 국내 면세 매출액이 -12% YoY(이하 YoY, 채널별 세부 수치는 당사 추정치)에 그치며 시장(-26%) 대비 선전한 점, 2) 연초부터 계속된 역직구 채널 비중 축소 영향에도 국내 이커머스 매출액이 +13% 성장하며 전체 이커머스 매출액이 -16%에 그친 점, 3) MBS 채널 매출이 +50% 성장하며 전통채널(면세, 이커머스 제외) 매출액이 +15% 성장한 점은 긍정적이었다. 그러나 일회성 인건비가 323억원 인식되며 국내 영업이익은 -35%(일회성 제거 시 +76%)로 부진했다.

[해외] 4) 라네즈를 제외한 중국 내 대부분의 브랜드 매출액이 역신장했다. 중국 매출액은 현지 통화 기준 -15%, 원화 기준 -22%로 우려했던 것보다도 더욱 부진했고 중국 매출 감소 영향으로 아시아 지역은 영업적자가 지속되었다. 5) 미주는 타타하퍼 PMI 비용 반영, EMEA는 멕시코 등 신규 국가 진출로 전년 동기 대비 이익 감소가 불가피 했다.

## 가시화되는 포트폴리오 리밸런싱

4분기 연결 매출액은 1조 883억원으로 전년 수준, 영업이익은 372억원(-34.7% YoY)으로 추정한다. 여전히 체질 개선 작업이 활발히 진행 중인 여파로 단기 실적 개선의 가능성은 제한적이다.

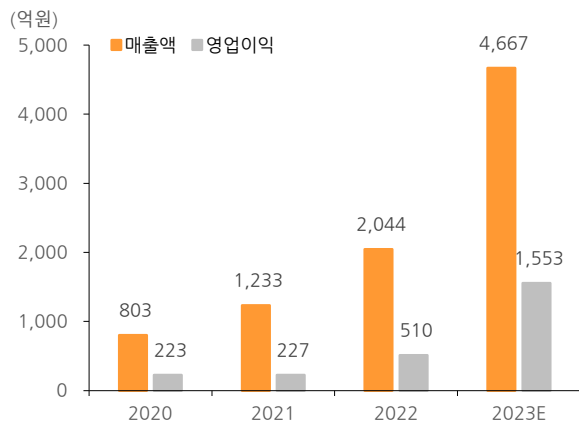
하지만 전체 브랜드에 대한 대대적인 리브랜딩 및 채널 효율화 작업을 만 1년 이상 지속해온 바 국내 이커머스, 백화점, MBS 매출액이 성장 전환하고 수익성 역시 개선 추세가 이어지고 있는 바 현재 보다는 미래의 턴어라운드 가능성에 집중할 때다. 2023년 10월 30일 COSRX의 잔여 지분에 대한 콜옵션 행사 결정으로 2024년 5월 1일부터 COSRX가 연결 편입될 예정이다. 해외 매출 비중이 90%에 달하는 COSRX의 연결 편입으로 비중국으로의 지역 다변화 및 기능성 스킨케어로의 제품 포트폴리오 보완이 기대된다. 지역, 브랜드 다각화에 대한 유의미한 성과가 하나, 둘 확인되는 중이다.

[그림1] COSRX 대표 제품



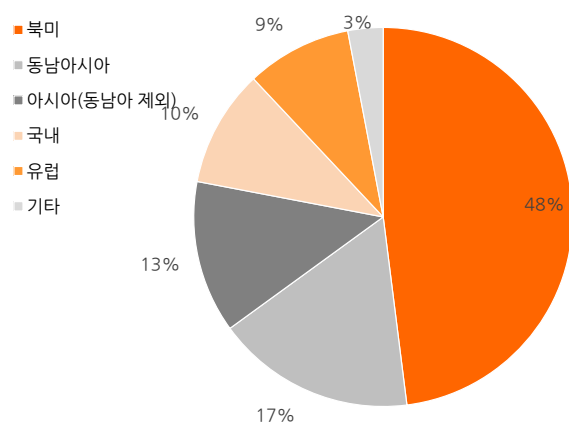
자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] COSRX 실적 전망



자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] COSRX 1H23 지역별 매출액 비중



자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] COSRX 손익계산서

	2021	2022	2023. 1H
매출액	123,348	204,354	190,229
매출원가	50,352	58,003	51,976
매출총이익	72,996	146,352	138,253
판매관리비	50,335	95,345	66,517
영업이익	22,661	51,006	71,736
영업외손익	881	-1,432	2,924
법인세차감전순이익	23,542	49,575	74,660
당기순이익	17,950	36,818	58,779

자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] COSRX 재무상태표

	2021	2022	2023. 6월말
자산	67,239	120,298	224,714
유동자산	59,457	114,684	218,189
현금및현금성자산 및 단기투자자산 <sup>1)</sup>	37,728	74,384	124,594
재고자산	14,425	27,395	69,140
비유동자산	7,783	5,614	6,524
유형자산	1,397	938	1,091
무형자산	2,593	2,268	1,980
부채	13,824	25,011	68,870
유동부채	12,650	23,397	67,023
비유동부채	1,174	1,614	1,848
자본	53,416	95,287	155,843
자본금	50	50	51
이익잉여금	51,626	88,445	147,224

자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[표1] COSRX 인수 계약 내용

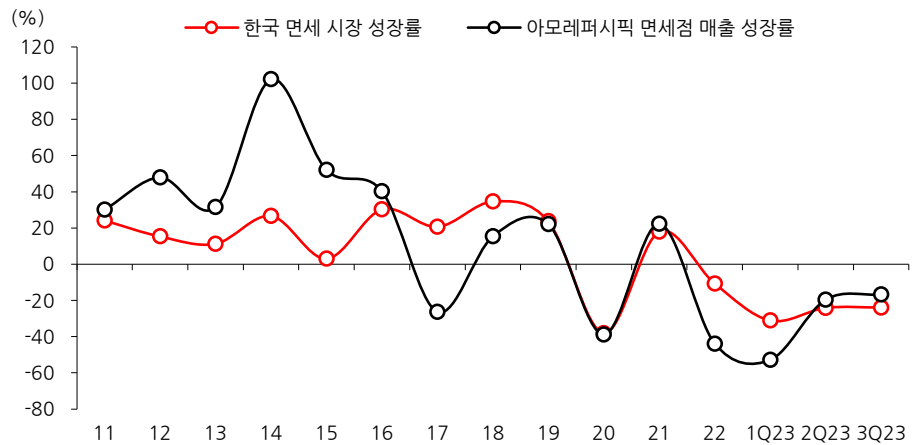
	초기 투자 (21.09.17)	1차 추가 매수 (24.04.30)	2차 추가 매수 (25.04.30)
양수 주식수 (주)	192,000	240,000	48,000
양수 금액 (억원)	1,800	6,080	1,471
양수 지분비율	38.4%	47.1%	9.3%
누계 지분비율 *1	38.4%	84.8%	93.2%
발행주식총수 *2	500,000	509,500	515,000

주1: 2021.09.17에 기매수한 주식수 192,000주 포함 기준

주2: 자사주 20,000주 및 주식매수선택권(24.04.30 기준 9,500주, 25.04.30 기준 15,000주) 포함

자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 아모레퍼시픽 면세 채널 실적 비교



주: 아모레퍼시픽의 면세점 매출액은 국내외 면세점 합산 수치

자료: 면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 아모레퍼시픽 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,165	946	936	1,088	914	945	889	1,088	4,135	3,836	4,665
한국	733	628	587	634	552	555	543	606	2,581	2,256	2,468
화장품	607	532	489	529	455	459	446	499	2,156	1,858	2,056
면세점	176	138	147	190	83	111	122	161	651	477	548
디지털	345	313	222	219	273	235	186	207	1,099	901	994
그외 전통채널	86	80	120	120	99	113	137	131	406	481	514
Daily Beauty	126	96	98	105	97	96	98	107	425	398	412
해외	420	297	330	442	349	372	318	467	1,488	1,506	1,808
아시아	379	250	268	373	275	285	235	370	1,270	1,165	1,345
중국	265	125	145	224	151	157	113	213	759	634	726
그외 아세안	114	125	123	149	124	128	122	157	511	532	619
EMEA	6	6	9	11	11	13	12	15	31	52	66
북미	35	36	53	56	63	74	71	82	179	290	397
COSRX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	304
기타	12	21	20	13	12	18	28	15	65	73	84
YoY (%)	-7.0	-19.6	-15.6	-17.9	-21.6	0.0	-5.1	0.0	-15.0	-7.2	21.6
한국	-9.9	-15.4	-18.6	-20.7	-24.6	-11.6	-7.5	-4.4	-16.1	-12.6	9.4
화장품	-10.7	-15.1	-18.2	-23.3	-25.0	-13.6	-8.9	-5.8	-16.8	-13.8	10.6
면세점	-42.2	-45.2	-43.5	-44.7	-52.9	-19.6	-16.7	-15.2	-43.9	-26.7	14.7
디지털	24.0	13.4	-4.0	-13.0	-20.8	-25.0	-16.4	-5.6	6.0	-18.1	10.4
그외 전통채널	-11.6	-18.1	12.7	27.2	15.2	41.0	14.8	8.9	2.6	18.3	7.0
Daily Beauty	-5.8	-16.6	-20.7	-4.4	-22.9	-0.4	-0.6	2.6	-11.9	-6.4	3.6
해외	-6.1	-33.2	-14.2	-16.0	-16.8	25.3	-3.6	5.8	-17.4	1.2	20.0
아시아	-9.8	-40.3	-23.9	-23.9	-27.4	14.0	-12.5	-0.6	-24.5	-8.3	15.4
중국	-9.7	-57.3	-41.9	-35.5	-43.0	25.4	-22.2	-4.8	-35.8	-16.5	14.5
그외 아세안	-10.0	-0.4	19.5	3.8	8.9	2.6	-1.1	5.6	2.5	4.0	16.5
EMEA	5.4	18.0	72.5	68.8	93.2	123.2	40.9	35.3	42.1	64.3	27.8
북미	62.6	66.4	96.6	91.8	80.5	105.4	34.7	46.7	81.2	61.5	37.1
COSRX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타	-252.2	-301.2	492.7	6,150.0	-1.9	-12.7	41.1	21.7	-539.8	12.2	14.3
영업이익	158	-20	19	57	64	6	17	37	214	125	364
한국	112	37	29	40	44	37	19	39	218	138	171
화장품	104	40	29	38	40	31	22	37	211	129	161
Daily Beauty	8	-3	1	2	4	5	-3	2	7	9	10
해외	42	-43	-9	18	27	-33	-8	-1	8	-15	82
아시아	32	-45	-21	8	8	-35	-15	-9	-26	-51	31
EMEA	1	0	1	0	2	1	0	0	2	4	5
북미	9	2	12	9	16	2	7	8	32	33	46
COSRX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	104
기타	4	-14	-1	-1	-6	2	6	-1	-12	1	7
YoY (%)	-10.4	적전	-62.6	122.5	-59.3	흑전	-8.2	-34.7	-37.6	-41.8	191.6
한국	-10.6	-55.3	-50.3	17.9	-60.8	0.3	-34.6	-3.5	-27.4	-36.5	23.5
화장품	-10.5	-52.5	-50.0	-8.4	-62.1	-21.7	-23.8	-4.6	-29.6	-38.8	24.5
Daily Beauty	-12.4	적지	-42.9	흑전	-43.6	흑전	적전	19.1	3,400.0	32.1	9.4
해외	-19.5	적전	적전	흑전	-36.8	적지	적지	적전	-83.8	적전	흑전
아시아	-35.6	적전	적전	흑전	-74.4	적지	적지	적전	적전	적지	흑전
EMEA	216.1	34.9	93.6	적지	97.5	67.4	-72.1	흑전	113.8	50.2	36.0
북미	352.0	5.8	319.9	195.1	84.5	-22.3	-42.1	-14.5	223.9	2.4	40.1
COSRX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
기타	흑전	적지	적지	적전	적전	흑전	흑전	-19.9	적지	흑전	444.6
영업이익률 (%)	13.6	-2.1	2.0	5.2	7.0	0.6	1.9	3.4	5.2	3.2	7.8
한국	15.3	5.8	5.0	6.3	8.0	6.6	3.5	6.4	8.4	6.1	6.9
화장품	17.2	7.5	5.9	7.2	8.7	6.8	4.9	7.3	9.8	7.0	7.8
Daily Beauty	6.2	-3.5	0.8	1.7	4.5	5.6	-2.8	2.0	1.6	2.3	2.5
해외	10.0	-14.3	-2.7	4.0	7.6	-8.8	-2.6	-0.2	0.6	-1.0	4.5
아시아	8.5	-18.0	-8.0	2.3	3.0	-12.3	-6.5	-2.5	-2.0	-4.4	2.3
EMEA	18.0	8.0	10.1	-0.4	18.4	6.0	2.0	3.0	7.6	6.9	7.4
북미	25.3	5.7	22.0	16.8	25.9	2.2	9.5	9.8	17.8	11.3	11.5
COSRX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	34.0
기타	31.6	-66.2	-7.0	-7.5	-50.8	9.9	23.1	-5.0	-18.6	1.8	8.7

주1: 화장품 채널별 매출액, 중국 매출액, 해외 지역별 영업이익은 한화투자증권 추정치, 주2: COSRX는 2024년 4월 30일 연결 편입 예정

자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	4,432	4,863	4,135	3,836	4,665
매출총이익	3,167	3,500	2,797	2,617	3,425
영업이익	143	343	214	125	364
EBITDA	602	705	503	404	623
순이자손익	-11	-5	-3	-3	0
외화관련손익	-12	27	15	16	16
지분법손익	1	1	9	34	35
세전계속사업손익	25	298	224	176	413
당기순이익	22	181	129	148	250
지배주주순이익	35	194	134	148	250
증가율(%)					
매출액	-20.6	9.7	-15.0	-7.2	21.6
영업이익	-66.6	140.1	-37.6	-41.8	191.7
EBITDA	-34.1	17.2	-28.7	-19.6	54.2
순이익	-90.2	727.0	-28.5	14.3	69.2
이익률(%)					
매출총이익률	71.4	72.0	67.7	68.2	73.4
영업이익률	3.2	7.1	5.2	3.2	7.8
EBITDA 이익률	13.6	14.5	12.2	10.5	13.4
세전이익률	0.6	6.1	5.4	4.6	8.9
순이익률	0.5	3.7	3.1	3.9	5.4

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업현금흐름	554	691	151	226	345
당기순이익	22	181	129	148	250
자산상각비	459	362	289	280	260
운전자본증감	40	-94	-345	-172	-134
매출채권 감소(증가)	70	-3	2	-34	-89
재고자산 감소(증가)	0	-91	55	-38	-113
매입채무 증가(감소)	-48	-13	-53	-87	81
투자현금흐름	-206	-708	-69	-151	-151
유형자산처분(취득)	-158	-88	-95	-100	-100
무형자산 감소(증가)	-32	-29	-36	-41	-41
투자자산 감소(증가)	-8	-469	212	-4	-5
재무현금흐름	-216	-226	-155	-65	-67
차입금의 증가(감소)	-145	-156	-83	-18	-20
자본의 증가(감소)	-69	-74	-71	-47	-47
배당금의 지급	-69	-55	-68	-47	-47
총현금흐름	631	809	626	398	479
(-)운전자본증가(감소)	6	220	127	172	134
(-)설비투자	183	91	99	100	100
(+)자산매각	-7	-26	-31	-41	-41
Free Cash Flow	435	472	369	85	204
(-)기타투자	-38	-3	368	6	6
잉여현금	472	475	1	80	198
NOPLAT	124	208	123	104	220
(+) Dep	459	362	289	280	260
(-)운전자본투자	6	220	127	172	134
(-)Capex	183	91	99	100	100
OpFCF	393	260	186	112	246

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	1,826	2,019	1,735	1,839	2,191
현금성자산	854	642	557	571	703
매출채권	306	335	317	351	440
재고자산	414	493	409	447	559
비유동자산	3,876	4,098	4,067	3,967	3,889
투자자산	1,101	1,355	1,234	1,273	1,314
유형자산	2,566	2,541	2,475	2,296	2,136
무형자산	209	202	358	399	440
자산총계	5,702	6,117	5,802	5,807	6,080
유동부채	966	1,157	831	749	826
매입채무	608	712	407	319	400
유동성이자부채	287	294	292	292	283
비유동부채	272	215	191	177	171
비유동이자부채	134	96	65	47	36
부채총계	1,238	1,372	1,023	926	997
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	724	796	792	792	792
이익잉여금	3,848	3,938	4,010	4,111	4,314
자본조정	-138	-7	-38	-38	-38
자기주식	-101	-19	-9	-9	-9
자본총계	4,464	4,744	4,779	4,880	5,083

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2020	2021	2022	2023E	2024E
주당지표					
EPS	456	3,134	2,175	2,407	4,130
BPS	64,736	68,950	69,494	70,956	73,893
DPS	800	980	680	790	1,330
CFPS	9,138	11,721	9,070	5,767	6,933
ROA(%)	0.6	3.3	2.3	2.5	4.2
ROE(%)	0.8	4.2	2.8	3.1	5.0
ROIC(%)	3.0	5.1	2.9	2.4	5.0
Multiples(x, %)					
PER	452.1	53.3	63.2	52.5	30.6
PBR	3.2	2.4	2.0	1.8	1.7
PSR	3.2	2.4	2.3	2.3	1.9
PCR	22.5	14.2	15.2	21.9	18.2
EV/EBITDA	20.4	14.6	16.6	18.7	11.9
배당수익률	0.4	0.6	0.5	0.6	1.1
안정성(%)					
부채비율	27.7	28.9	21.4	19.0	19.6
Net debt/Equity	-9.7	-5.3	-4.2	-4.8	-7.5
Net debt/EBITDA	-72.0	-35.8	-39.8	-57.5	-61.5
유동비율	189.0	174.4	208.8	245.6	265.1
이자보상배율(배)	8.4	30.1	17.5	10.4	39.0
자산구조(%)					
투하자본	67.0	67.5	70.7	70.4	68.8
현금+투자자산	33.0	32.5	29.3	29.6	31.2
자본구조(%)					
차입금	8.6	7.6	7.0	6.5	5.9
자기자본	91.4	92.4	93.0	93.5	94.1

## [ Compliance Notice ]

(공표일: 2023년 11월 1일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

## [ 아모레퍼시픽 주가와 목표주가 추이 ]



## [ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2022.11.02	2022.11.02	2022.12.01	2023.02.28	2023.04.18
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		한유정	150,000	150,000	190,000	190,000
일 시	2023.05.12	2023.06.23	2023.08.14	2023.09.26	2023.11.01	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	160,000	140,000	160,000	160,000	160,000	

## [ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.02	Buy	150,000	-10.02	2.00
2023.02.28	Buy	190,000	-31.30	-23.32
2023.05.12	Buy	160,000	-31.82	-26.13
2023.06.23	Buy	140,000	-23.80	-6.79
2023.08.14	Buy	160,000		

## [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

## [ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2023년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.6%	3.8%	0.6%	100.0%