



아모레퍼시픽

| Bloomberg Code (090430 KS) | Reuters Code (090430.KS)

2024년 1월 31일

[화장품]

박현진 연구위원
☎ 02-3772-1563
✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원
☎ 02-3772-1575
✉ jieun.ju@shinhan.com

성장통 끝, 나아질 2024년



매수
(유지)



현재주가 (1월 30일)
135,700 원



목표주가
170,000 원 (유지)



상승여력
25.3%

- ◆ 4Q23 면세와 역직구 실적 부진 지속, 중국법인 영업적자 증가
- ◆ 브랜드 리뉴얼에 따른 유통사 재고 소진 이슈는 마무리 국면
- ◆ 사업 건전성 확보와 M&A 효과에 따른 2024년 실적 개선에 주목!



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

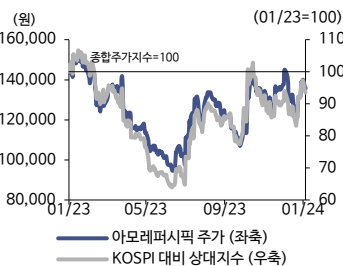
시가총액	7,937.5십억원
발행주식수	58.5백만주
유동주식수	29.1백만주(49.7%)
52주 최고가/최저가	153,000원/94,700원
일평균 거래량 (60일)	150,305주
일평균 거래액 (60일)	20,199백만원
외국인 지분율	28.32%

주요주주	
아모레퍼시픽그룹 외 8인	50.14%
국민연금공단	7.40%

절대수익률	
3개월	19.2%
6개월	22.5%
12개월	-6.2%

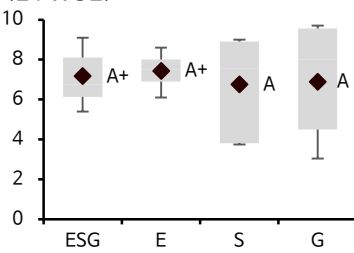
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	10.3%
6개월	27.8%
12개월	-8.0%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



유통사 재고 이슈로 4Q23도 실적 부진

4Q23 연결매출 9,260억원(-15% YoY), 영업이익 207억원(-64% YoY)으로 당사 추정치(394억원)와 컨센서스 영업이익(343억원)을 하회했다. 면세와 역직구 채널의 매출 부진은 예상 수준이었으나, 중국 법인 영업적자가 약 495억원 수준으로 추산되어 예상치를 초과했다. 4Q23 영업비용단에서 마케팅비는 12% YoY 증가했지만, 유통사 수수료와 감가상각비와 같은 고정비 성격의 비용들이 10% 이상 감소한 점은 긍정적이다.

주요 채널별로는 면세 매출이 YoY 29% 감소한 1,345억원으로 예상 수준이었고, 디지털 채널도 순수 국내는 성장세를 유지했지만 중국향 역직구 매출이 감소하면서 전체 디지털 매출은 한 자릿수 역성장했다. 아직 중국은 실적 회복이 어려운 상황이지만 건전성 확보를 위해 주요 채널 재고 축소 노력이 지속되고 있다. 이에 라네즈는 20% 내외 매출 신장을 보인 것으로 파악된다. 북미 매출이 37% YoY 증가해 라네즈와 이니스프리를 중심으로 꾸준히 외형을 키우고 있다. 일본 매출도 최근 한국 화장품 브랜드들의 일본 시장 수요 증가세를 동사도 조금씩 반영하는 것으로 추정된다. 기존의 악재(면세, 중국 부진)가 유지되고는 있지만 새로운 악재가 없다는 점이 4Q23의 특징이다.

유통사 재고 감소 중, M&A 효과 부각될 2024년

리브랜딩을 강행하고 있는 설화수, 라네즈, 이니스프리 성과와 코스알엑스의 연결 실적에 관심이 필요하다. 이니스프리와 라네즈는 중국 이커머스 채널과 북미, 동남아시아를 중심으로 실적 성장 기조가 지속 중이다. 이니스프리의 중국 이커머스 매출 비중은 80%대이며 이커머스 성장률은 20%대로 견조하다. 오는 5월부터 코스알엑스의 연결 실적 반영이 예상된다. 코스알엑스는 2022년 매출 2,044억원 → 2023년 4,670억원 초과 → 2024년 6,000억원, 영업이익 2,000억원을 목표로 하고 있다. 코스알엑스의 매출 90%가 해외, 그 중 절반이 북미 매출로 연결 반영 시 북미 이익 비중이 급격히 상승한다는 점이 매력적이다.

업종 내 대형사 최선후주 유지

4Q23 실적이 부진했지만, 새로운 악재가 없다는 점에 집중할 필요가 있어 보인다. 코스알엑스 호실적과 라네즈 턴어라운드 기조를 감안해 2024~2025년 추정치는 유지하며, 대형사 최선후주 의견을 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	4,863.1	343.4	193.7	2,655	68,950	62.9	13.9	2.4	4.2	(15.7)
2022	4,134.9	214.2	134.5	1,843	69,494	74.6	15.8	2.0	2.8	(12.4)
2023F	3,674.0	108.4	180.9	2,443	72,122	59.4	18.6	2.0	3.7	(17.7)
2024F	4,444.4	400.1	324.3	4,506	79,778	30.1	9.8	1.7	6.2	(19.7)
2025F	5,311.1	512.4	390.9	5,462	92,393	24.8	7.6	1.5	6.6	(24.2)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

아모레퍼시픽 4Q23 실적 Review

(억원, %)	4Q23	4Q22	% YoY	3Q23	% QoQ	신한 추정치	% 차이	컨센서스	% 차이
연결매출	9,260	10,878	(14.9)	8,888	4.2	11,011	(15.9)	10,139	(8.7)
영업이익	207	570	(63.7)	173	19.8	394	(47.5)	343	(39.7)
지배주주순이익	427	223	91.4	280	52.6	400	6.8	212	101.3

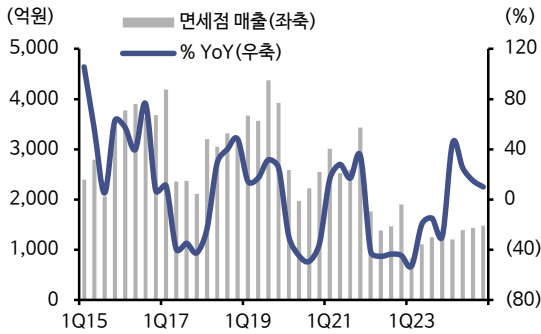
자료: 신한투자증권

아모레퍼시픽 분기, 연간 실적 추정

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
연결매출	9,137	9,454	8,888	9,260	9,634	11,219	11,326	12,265	41,349	36,740	44,444
국내	5,522	5,550	5,432	5,604	5,797	5,792	5,746	5,867	25,814	22,108	23,202
Cosmetics	4,551	4,591	4,455	4,647	4,855	4,824	4,760	4,891	21,564	18,244	19,329
데일리뷰티	971	959	977	957	942	969	987	976	4,250	3,864	3,873
해외	3,494	3,723	3,132	3,569	3,715	5,245	5,252	6,310	14,733	13,918	20,521
아시아	2,752	2,855	2,346	2,627	2,718	3,017	2,629	3,496	12,763	10,531	11,859
유럽	114	132	124	148	137	158	149	188	285	518	632
북미	628	739	707	794	860	2,069	2,475	2,626	1,859	2,868	8,030
% YoY	(21.6)	(0.0)	(5.1)	(14.9)	5.4	18.7	27.4	32.5	(15.0)	(11.1)	21.0
국내	(24.6)	(11.6)	(7.5)	(11.6)	5.0	4.4	5.8	4.7	(16.2)	(14.4)	5.0
Cosmetics	(25.0)	(13.6)	(8.9)	(12.2)	6.7	5.1	6.8	5.3	(17.0)	(15.4)	5.9
데일리뷰티	(22.9)	(0.4)	(0.6)	(8.4)	(3.0)	1.0	1.0	2.0	(11.9)	(9.1)	0.2
해외	(16.8)	25.3	(1.8)	(18.4)	6.3	40.9	67.7	76.8	(18.3)	(5.5)	47.4
아시아	(27.5)	11.6	(12.5)	(29.5)	(1.2)	5.7	12.0	33.1	(24.1)	(17.5)	12.6
유럽	107.3	131.6	40.9	37.0	20.0	20.0	20.0	27.0	30.0	81.9	22.0
북미	80.5	105.3	34.7	36.9	37.0	180.0	250.0	230.8	88.0	54.2	180.0
국내비중	60.4	58.7	61.1	60.5	60.2	51.6	50.7	47.8	62.4	60.2	52.2
해외비중	38.2	39.4	35.2	38.5	38.6	46.7	46.4	51.4	35.6	37.9	46.2
중국비중	16.6	15.5	13.2	13.6	14.1	13.5	11.4	12.6	19.5	14.7	12.9
영업이익	644	59	173	207	425	849	1,167	1,561	2,142	1,082	4,001
국내	439	368	137	520	533	367	315	626	2,225	1,464	1,840
Cosmetics	395	314	173	479	485	386	286	587	2,148	1,361	1,744
데일리뷰티	44	54	(36)	41	47	(19)	30	39	77	103	96
해외	315	(327)	(83)	(337)	3	464	732	911	25	(432)	2,110
영업이익률	7.0	0.6	1.9	2.2	4.4	7.6	10.3	12.7	5.2	2.9	9.0
국내	7.9	6.6	2.5	9.3	9.2	6.3	5.5	10.7	8.6	6.6	7.9
Cosmetics	8.7	6.8	3.9	10.3	10.0	8.0	6.0	12.0	10.0	7.5	9.0
데일리뷰티	4.5	5.6	(3.7)	4.3	5.0	(2.0)	3.0	4.0	1.8	2.7	2.5
해외	9.0	(8.8)	(2.7)	(9.4)	0.1	8.9	13.9	14.4	0.2	(3.1)	10.3
% YoY	(59.2)	흑전	(8.0)	(63.7)	(33.9)	1,338.5	574.3	653.9	(37.6)	(49.5)	269.8
국내	(60.8)	0.3	(53.1)	16.6	21.3	(0.4)	130.1	20.4	(25.8)	(34.2)	25.7
해외	(25.2)	적지	적지	적전	(99.1)	흑전	흑전	흑전	(95.2)	적전	흑전

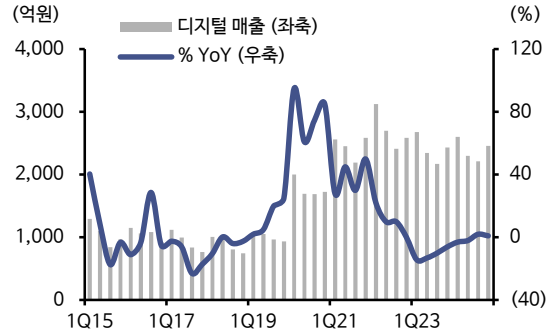
자료: 신한투자증권

면세 채널 매출 성장 추이



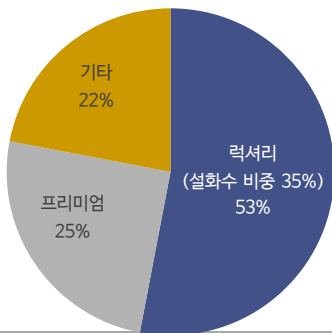
자료: 회사 자료, 신한투자증권

디지털 채널 매출 성장 추이



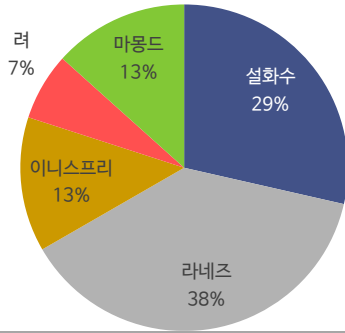
자료: 회사 자료, 신한투자증권

국내 매출 대비 럭셔리 브랜드 매출 비중



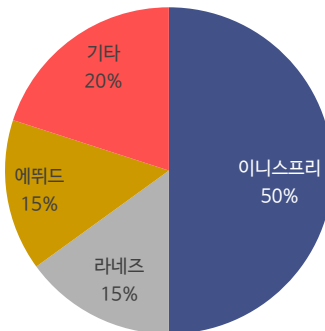
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국 브랜드별 매출 비중



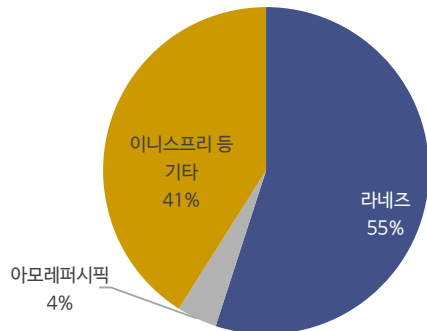
자료: 회사 자료, 신한투자증권

일본 브랜드별 매출 비중



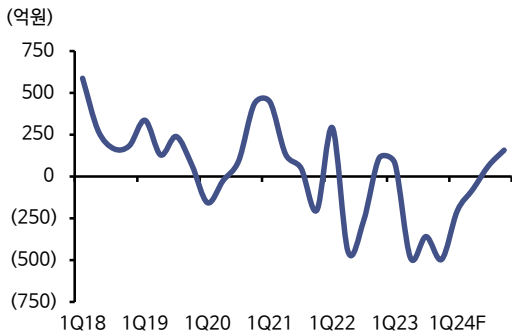
자료: 회사 자료, 신한투자증권

미국 브랜드별 매출 비중



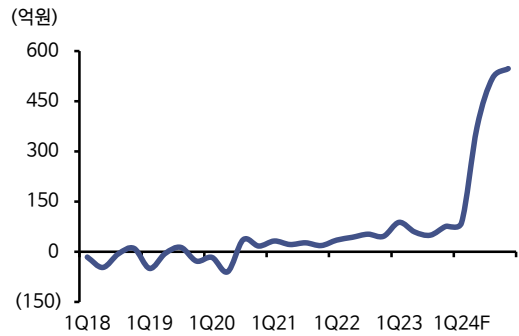
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국법인 영업이익 추이



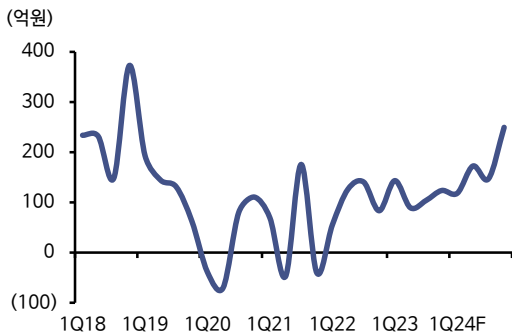
자료: 회사 자료, 신한투자증권

북미법인 영업이익 추이



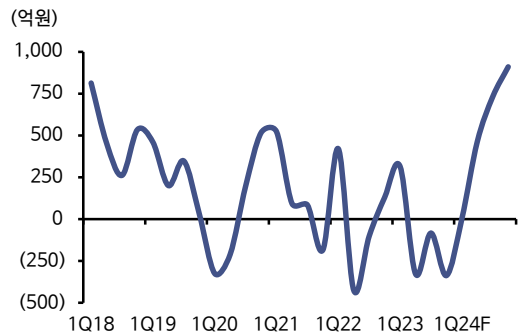
자료: 회사 자료, 신한투자증권

기타 아시아 영업이익 추이



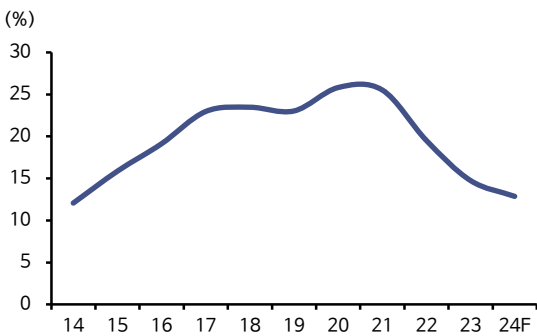
자료: 회사 자료, 신한투자증권

해외 영업이익 추이



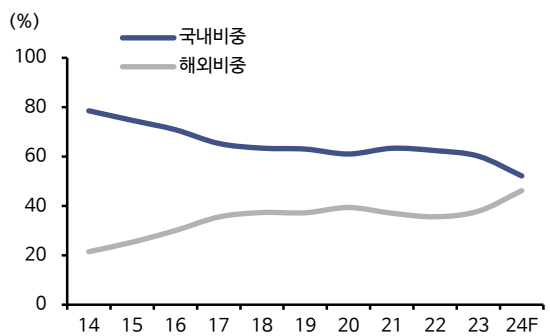
자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국법인 매출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

국내&해외 매출 비중 추이



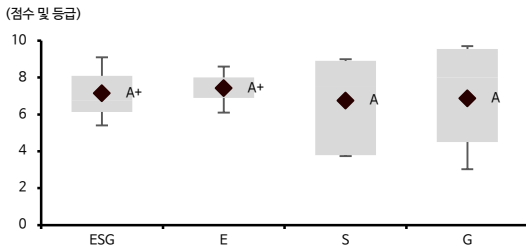
자료: 회사 자료, 신한투자증권

ESG Insight

Analyst Comment

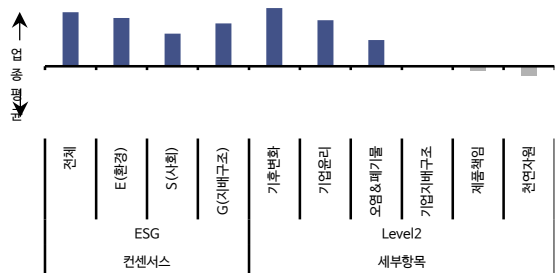
- ◆ 2021년 국내 뷰티 업계 최초로 글로벌 RE100 가입, 현재 사용하는 모든 전기를 2030년까지 재생에너지로 대체
- ◆ 아모레퍼시픽 대전 테일러뷰티 사업장과 코스비전이 폐기물 매립 제로 국제 검증 최고 등급인 플래티넘 등급 획득
- ◆ 2021년 4월 이사회 내 ESG 위원회를 설립해 지속가능경영 리스크에 대한 감독과 성과의 모니터링 진행

신한 ESG 컨센서스 분포



자료: 신한투자증권

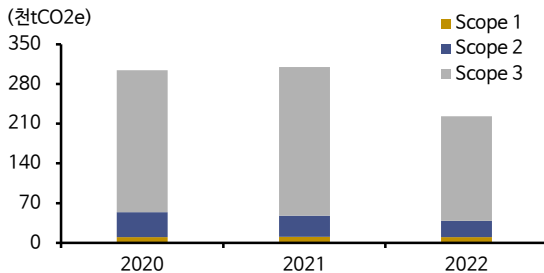
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

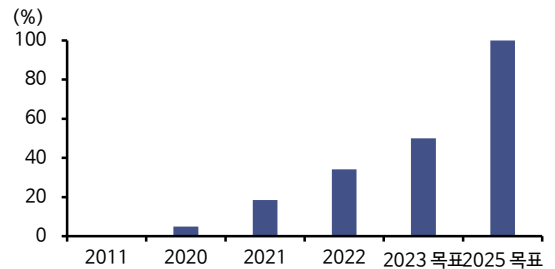
Key Chart

온실가스 배출 현황



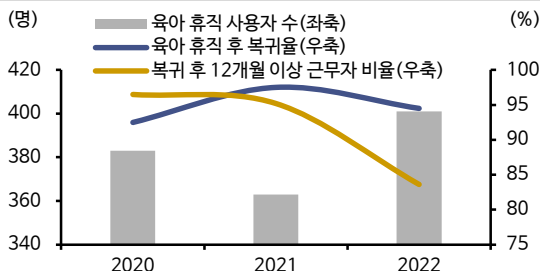
자료: 아모레퍼시픽, 신한투자증권

RE100 이행 로드맵



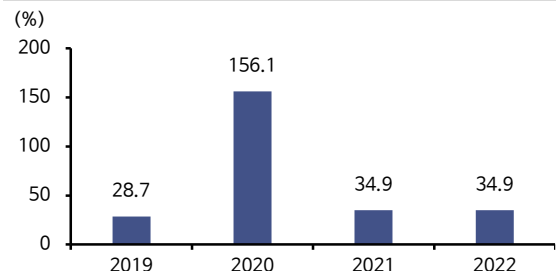
자료: 아모레퍼시픽, 신한투자증권

육아 휴직 사용 현황



자료: 아모레퍼시픽, 신한투자증권

주주환원: 안정적 배당 계획



자료: 아모레퍼시픽, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	6,116.7	5,801.8	5,922.1	6,486.6	7,502.0
유동자산	2,018.5	1,735.0	1,896.2	2,248.7	2,889.1
현금및현금성자산	537.7	449.6	710.4	896.4	1,349.4
매출채권	295.8	285.1	253.3	306.4	366.2
재고자산	493.2	408.9	363.3	439.5	525.3
비유동자산	4,098.2	4,066.8	4,025.9	4,237.9	4,613.0
유형자산	2,541.4	2,475.3	2,441.1	2,580.1	2,865.6
무형자산	201.7	357.8	382.8	402.8	432.8
투자자산	411.5	299.1	267.4	320.4	380.0
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,372.4	1,022.5	968.4	1,016.8	1,176.3
유동부채	1,157.5	831.1	791.1	815.9	948.9
단기차입금	199.1	223.4	193.4	185.4	195.4
매입채무	123.4	80.7	71.7	86.7	103.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	214.9	191.4	177.3	200.9	227.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	96.2	64.8	64.8	64.8	64.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	4,744.3	4,779.3	4,953.7	5,469.8	6,325.8
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	795.8	791.6	791.6	791.6	791.6
기타자본	(19.0)	(18.1)	(18.1)	(18.1)	(18.1)
기타포괄이익누계액	11.9	(19.5)	60.5	350.5	920.5
이익잉여금	3,937.8	4,010.1	4,111.5	4,350.2	4,651.3
지배주주지분	4,761.0	4,798.6	4,980.0	5,508.7	6,379.9
비지배주주지분	(16.7)	(19.3)	(26.3)	(38.9)	(54.1)
*충차입금	390.1	357.2	319.5	324.4	348.8
*순차입금(순현금)	(743.2)	(591.6)	(878.1)	(1,079.3)	(1,530.3)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	691.4	151.0	406.1	504.9	702.4
당기순이익	180.9	129.3	173.8	311.7	375.8
유형자산상각비	361.9	288.6	318.7	332.5	374.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화환산손실(이익)	(3.6)	21.3	17.5	1.0	0.1
자산처분손실(이익)	12.8	(10.2)	(10.2)	(10.2)	(10.2)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(0.9)	(8.9)	(132.5)	(21.0)	(3.9)
운전자본변동	(94.5)	(345.1)	38.7	(109.1)	(33.9)
(법인세납부)	(17.5)	(124.9)	(106.6)	(167.9)	(202.3)
기타	252.3	200.9	106.7	167.9	202.3
투자활동으로인한현금흐름	(708.4)	(68.5)	(70.8)	(259.6)	(201.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(91.2)	(99.3)	(89.5)	(71.5)	(90.0)
유형자산의감소	3.3	4.0	5.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(29.4)	(35.5)	(25.0)	(20.0)	(30.0)
투자자산의감소(증가)	(609.0)	184.3	164.2	(37.0)	(59.0)
기타	17.9	(122.0)	(125.5)	(131.1)	(22.7)
FCF	584.4	87.5	381.9	394.2	560.9
재무활동으로인한현금흐름	(226.0)	(154.6)	(84.7)	(74.6)	(61.2)
차입금의 증가(감소)	(16.1)	22.6	(37.7)	4.9	24.5
자기주식의처분(취득)	18.7	2.5	0.0	0.0	0.0
배당금	(54.8)	(68.1)	(47.0)	(79.4)	(85.6)
기타	(173.8)	(111.6)	0.0	(0.1)	(0.1)
기타현금흐름	0.0	0.0	10.2	15.2	13.5
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(13.1)	(16.1)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(256.0)	(88.1)	260.8	186.0	453.0
기초현금	793.7	537.7	449.6	710.4	896.4
기말현금	537.7	449.6	710.4	896.4	1,349.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	4,863.1	4,134.9	3,674.0	4,444.4	5,311.1
증감률 (%)	9.7	(15.0)	(11.1)	21.0	19.5
매출원가	1,362.6	1,337.5	1,162.4	1,332.2	1,592.0
매출총이익	3,500.5	2,797.4	2,511.6	3,112.2	3,719.1
매출총이익률 (%)	72.0	67.7	68.4	70.0	70.0
판매관리비	3,157.1	2,583.2	2,403.2	2,712.1	3,206.8
영업이익	343.4	214.2	108.4	400.1	512.4
증감률 (%)	140.1	(37.6)	(49.4)	269.1	28.1
영업이익률 (%)	7.1	5.2	3.0	9.0	9.6
영업외손익	(45.5)	10.3	172.0	79.5	65.7
금융손익	(0.9)	(11.6)	12.4	15.7	18.2
기타영업외손익	(45.5)	13.0	18.2	38.9	38.0
중소 및 관계기업관련손익	0.9	8.9	141.4	24.9	9.5
세전계속사업이익	297.9	224.5	280.4	479.6	578.1
법인세비용	117.0	95.2	106.6	167.9	202.3
계속사업이익	180.9	129.3	173.8	311.7	375.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	180.9	129.3	173.8	311.7	375.8
증감률 (%)	727.0	(28.5)	34.5	79.3	20.5
순이익률 (%)	3.7	3.1	4.7	7.0	7.1
(지배주주)당기순이익	193.7	134.5	180.9	324.3	390.9
(비지배주주)당기순이익	(12.8)	(5.2)	(7.0)	(12.6)	(15.1)
총포괄이익	165.2	102.2	253.8	601.7	945.8
(지배주주)총포괄이익	178.5	108.6	269.7	639.3	1,004.8
(비지배주주)총포괄이익	(13.3)	(6.4)	(15.8)	(37.6)	(59.1)
EBITDA	705.2	502.9	427.1	732.6	886.9
증감률 (%)	17.2	(28.7)	(15.1)	71.5	21.1
EBITDA 이익률 (%)	14.5	12.2	11.6	16.5	16.7

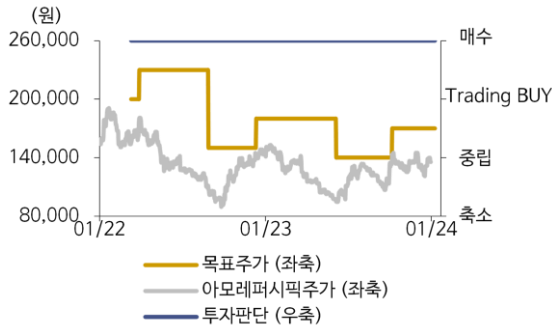
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	2,470	1,767	2,341	4,324	5,242
EPS (지배순이익, 원)	2,655	1,843	2,443	4,506	5,462
BPS (자본총계, 원)	68,708	69,214	71,740	79,214	91,611
BPS (지배지분, 원)	68,950	69,494	72,122	79,778	92,393
DPS (원)	980	680	1,150	1,240	1,300
PER (당기순이익, 배)	67.6	77.8	61.9	31.4	25.9
PER (지배순이익, 배)	62.9	74.6	59.4	30.1	24.8
PBR (자본총계, 배)	2.4	2.0	2.0	1.7	1.5
PBR (지배지분, 배)	2.4	2.0	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA (배)	13.9	15.8	18.6	9.8	7.6
배당성향 (%)	34.9	34.9	43.9	26.4	23.0
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.8	0.9	1.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	14.5	12.2	11.6	16.5	16.7
영업이익률 (%)	7.1	5.2	3.0	9.0	9.6
순이익률 (%)	3.7	3.1	4.7	7.0	7.1
ROA (%)	3.1	2.2	3.0	5.0	5.4
ROE (지배순이익, %)	4.2	2.8	3.7	6.2	6.6
ROIC (%)	6.9	5.5	1.9	8.9	10.2
안정성					
부채비율 (%)	28.9	21.4	19.5	18.6	18.6
순차입금비율 (%)	(15.7)	(12.4)	(17.7)	(19.7)	(24.2)
현금비율 (%)	46.5	54.1	89.8	109.9	142.2
이자보상배율 (배)	30.1	17.5	9.8	37.9	46.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	63.4	30.3	17.8	19.6	16.7
재고자산회수기간 (일)	34.1	39.8	38.4	33.0	33.2
매출채권회수기간 (일)	21.7	25.6	26.7	23.0	23.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

아모레퍼시픽(090430)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 09월 01일		커버리지제외	-	-
2022년 04월 11일	매수	200,000	(17.7)	(11.0)
2022년 04월 29일	매수	230,000	(40.4)	(22.2)
2022년 09월 28일	매수	150,000	(21.0)	(3.3)
2023년 01월 11일	매수	180,000	(29.3)	(15.0)
2023년 07월 06일	매수	140,000	(15.2)	(3.8)
2023년 11월 06일	매수	170,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 아모레퍼시픽을 기초자산으로 ELS가 발행된 상태입니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 29일 기준)

매수 (매수)	92.21%	Trading BUY (중립)	5.74%	중립 (중립)	2.05%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------