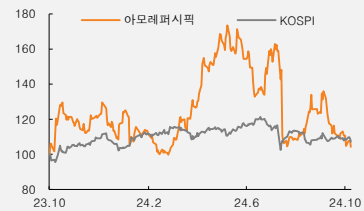


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 180,000원
현재주가(24/10/31)	116,600원
상승여력	54.4%

영업이익(24F, 십억원)	240
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	210
EPS 성장률(24F, %)	315.4
MKT EPS 성장률(24F, %)	74.1
P/E(24F, x)	10.8
MKT P/E(24F, x)	10.4
KOSPI	2,556.15
시가총액(십억원)	6,820
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	49.7
외국인 보유비중(%)	30.3
베타(12M) 일간수익률	0.19
52주 최저가(원)	111,700
52주 최고가(원)	194,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-21.1	-31.2	-7.8
상대주가	-19.9	-27.6	-17.8



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

090430 · 화장품

아모레퍼시픽

타라인이 아쉬운 시기, 다행히 효율화 성과 확인

3Q24 Review: 부진한 매출에도 이익 서프라이즈 시현

아모레퍼시픽의 3Q24 실적은 매출액 9,772억원(YoY +10%), 영업이익 652억원(YoY +278%)을 기록했다. 코스알엑스 제외 매출액은 YoY -7% 하락했으나 이익 기준 서프라이즈를 시현했다. 코스알엑스를 제외해도 기존 사업만으로도 증익했다.

기존 사업 증익은 국내 효율 개선이 주효했다. 국내 매출은 면세 부진(YoY -32%) 영향으로 YoY -2% 하락했으나, 영업이익이 배증하였다(OPM 10%, YoY +5%p). 국내 사업은 수년간 오프라인에 대한 압축 작업을 진행한 결과로 해당 채널 매출 비중과 고정비가 축소되어 있는 상태이다. 수익 구조가 개선된 상황에서 금번 분기 온 라인 매출이 유의미하게 성장하며 영업 레버리지 효과가 나타났다고 판단된다.

해외 손익도 우려 대비 양호했다. 구조조정 중인 중국은 당초 500억원 이상 적자가 예상되었으나 마케팅비를 효율화하여 300억원대의 적자에 그쳤다(마케팅비 YoY -250억원, QoQ -150억원 축소 추정). 구조조정 관련 일회성 비용이 210억원 반영되었기 때문에 경상 적자는 그 규모가 더 축소된다. 구조조정 비용은 금번 분기까지 대부분 반영되었으며, 연내 거래구조 변경까지 마무리될 예정이다.

코스알엑스는 매출액 1,506억원(YoY +9%), 영업이익 467억원(OPM 31%)으로 추정된다. 수익성은 여전히 양호하나 매출이 아쉽다. 미국이 오프라인 확장 과정에서 온라인 및 매스 채널에 대해 할인율 등을 재정비하면서 둔화되었다. 그 외 지역에서 고성장이었으나 미국 비중이 높아 전체 브랜드 성장을 견인하기에는 부족하였다.

추정치 하향은 일단락. 모멘텀은 성장성 제고 시점에

코스알엑스가 아쉽지만 효율화 성과가 예상보다 빠르게 나타나면서 이익 방어한 점은 긍정적이다. 중국 구조조정은 연내 마무리될 전망이며 고마진 채널인 국내 온라인은 여전히 성장 추세로 파악된다. 수익성 우려요인은 다소 해소되었다고 판단되어 추정치 변동은 크지 않다. 코스알엑스도 중장기 방향성은 여전히 긍정적이다. 미국 시장에 선제적으로 진출했고 매출 규모가 큰 만큼 채널 확장은 필요한 단계이다.

다만 재정비 작업이 금번 분기부터 영향을 미친 만큼 고성장 구간 재진입 시점은 아직 불투명하다. 코스알엑스 성장률을 4Q24F +13%, 2025F +16% 수준으로 하향 조정한다. 해외 성장률이 낮아진만큼 적정 멀티플도 하향, 목표주가를 20만원에서 18만원으로 조정한다. 해외 성장률 제고 시점에 탄력적 모멘텀을 기대한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	4,135	3,674	3,869	4,300	4,528
영업이익 (십억원)	214	108	240	430	487
영업이익률 (%)	5.2	2.9	6.2	10.0	10.8
순이익 (십억원)	134	180	748	441	488
EPS (원)	1,947	2,608	10,834	6,386	8,348
ROE (%)	2.8	3.7	14.5	7.9	8.2
P/E (배)	70.6	55.6	10.8	18.3	14.0
P/B (배)	2.0	2.0	1.5	1.4	1.1
배당수익률 (%)	0.5	0.6	1.2	1.4	1.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 아모레퍼시픽 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,863	4,135	3,674	3,869	4,300	4,528
국내	3,076	2,581	2,211	2,142	2,141	2,205
화장품	2,593	2,156	1,825	1,765	1,763	1,825
생활용품	483	425	386	378	378	381
해외	1,802	1,479	1,392	1,679	2,070	2,232
영업이익	343	214	108	240	430	487
국내	300	223	146	156	155	163
화장품	300	215	136	153	154	162
생활용품	0	8	10	3	1	2
해외	52	3	(43)	121	312	362
세전이익	298	224	281	784	532	584
순이익	181	129	174	737	426	467
지배주주순이익	194	134	180	748	441	488
영업이익률(%)	7.1	5.2	2.9	6.2	10.0	10.7
국내	9.8	8.6	6.6	7.3	7.3	7.4
화장품	9.7	8.3	6.2	7.1	7.2	7.3
생활용품	0.0	1.8	2.7	0.7	0.3	0.4
해외	2.9	0.2	(3.1)	7.2	15.1	16.2
매출액(YoY %)	9.7	(15.0)	(11.1)	5.3	11.1	5.3
국내	17.3	(16.8)	(15.4)	(3.3)	(0.1)	3.5
해외	3.3	(18.0)	(5.9)	20.7	23.2	7.8
영업이익(YoY %)	140.1	(37.6)	(49.5)	122.3	78.8	13.2
국내	156.0	(25.8)	(34.2)	6.5	(0.2)	5.0
해외	189.4	(94.4)	적전	흑전	157.8	16.2
순이익(YoY %)	451.3	(30.6)	33.9	315.4	(41.1)	10.7

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 아모레퍼시픽 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2024년
매출액	914	945	889	926	3,674	912	905	977	1,075	3,869
국내	552	555	543	560	2,211	564	512	535	532	2,142
화장품	455	459	446	465	1,825	468	423	436	436	1,765
생활용품	97	96	98	96	386	95	89	98	96	378
해외	345	372	318	357	1,392	337	382	431	530	1,679
영업이익	64	6	17	21	108	73	4	65	98	240
국내	44	37	19	52	152	49	15	48	43	156
화장품	35	31	22	48	136	47	21	44	41	153
생활용품	4	5	(3)	4	10	2	(5)	4	2	3
해외	32	(33)	(8)	(34)	(43)	32	5	25	60	121
세전이익	99	19	38	124	281	102	514	54	114	784
순이익	90	19	27	38	174	80	531	37	89	737
지배주주순이익	87	22	28	43	180	79	531	38	100	748
영업이익률(%)	7.0	0.6	1.9	2.2	2.9	8.0	0.5	6.7	9.2	6.2
국내	8.0	6.6	3.5	9.3	6.9	8.7	3.0	9.0	8.2	7.3
화장품	7.7	6.8	4.9	10.3	7.5	10.1	4.9	10.1	9.4	8.7
생활용품	3.6	5.6	(2.8)	4.3	2.7	1.8	(6.1)	4.1	2.4	0.7
해외	9.2	(8.8)	(2.6)	(9.4)	(3.1)	9.4	1.3	5.7	11.2	7.2
세전이익률(%)	10.8	2.0	4.3	13.4	7.6	11.2	56.8	5.6	10.6	20.3
순이익률(%)	9.8	2.0	3.0	4.1	4.7	8.8	58.6	3.8	8.3	19.0
매출액(YoY %)	(21.6)	(0.0)	(5.1)	(14.9)	(11.1)	(0.2)	(4.3)	9.9	16.1	5.3
국내	(24.6)	(11.6)	(7.5)	(11.6)	(14.4)	2.1	(7.8)	(1.6)	(5.0)	(3.1)
해외	(17.9)	27.5	(3.6)	(18.4)	(5.9)	(2.3)	2.5	35.8	48.4	20.7
영업이익(YoY %)	(59.3)	흑전	(8.2)	(63.7)	(49.5)	12.9	(29.5)	277.7	376.3	122.3
국내	(60.8)	0.3	(34.6)	16.6	(31.8)	11.8	(58.7)	151.3	(16.4)	2.6
해외	(24.9)	적지	적지	적전	적전	0.0	흑전	흑전	흑전	흑전
순이익(YoY %)	(25.7)	(171.8)	15.7	80.8	33.9	(9.9)	2,304.6	34.4	134.9	315.4

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 아모레퍼시픽 채널별 실적 전망

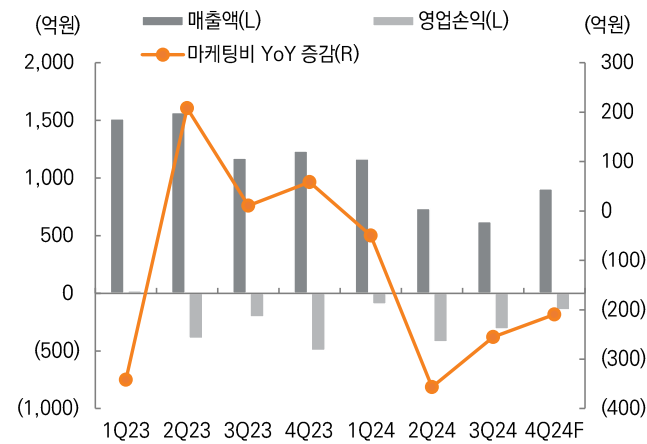
(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	914	945	889	926	912	905	977	1,075	3,674	3,869	4,300
국내	552	555	543	560	564	512	535	532	2,211	2,142	2,141
방판	89	71	76	74	76	65	79	74	310	295	289
백화점	51	52	46	44	49	51	46	44	193	190	188
면세점	83	111	125	134	113	82	86	86	453	366	299
온라인	224	213	152	211	217	209	170	230	800	826	905
해외	345	372	318	357	337	382	431	530	1,392	1,679	2,070
아시아	275	285	235	263	232	185	180	232	1,058	828	818
중국	151	157	117	123	117	74	62	91	549	343	311
유럽	11	13	12	15	17	16	20	21	52	74	99
미국	63	74	71	79	88	85	81	98	287	352	416
코스알엑스						96	151	179		426	737
YoY %	(21.6)	(0.0)	(5.1)	(14.9)	(0.2)	(4.3)	9.9	16.1	(11.1)	5.3	11.1
국내	(24.6)	(11.6)	(7.5)	(11.6)	2.1	(7.8)	(1.6)	(5.0)	(14.4)	(3.1)	(0.1)
방판	(8.0)	(8.0)	(12.0)	(3.0)	(15.0)	(8.0)	4.0	0.6	(7.9)	(5.0)	(2.0)
백화점	3.0	(2.0)	(3.3)	7.3	(5.0)	(1.0)	0.0	(0.9)	1.0	(1.8)	(1.0)
면세점	(52.9)	(19.6)	(14.9)	(29.3)	36.1	(26.2)	(31.6)	(36.3)	(30.4)	(19.3)	(18.3)
온라인	(23.0)	(25.0)	(14.0)	(10.6)	(3.0)	(2.0)	12.0	9.1	(19.0)	3.3	9.6
해외	(17.9)	27.5	(3.6)	(18.4)	(2.3)	2.5	35.8	48.4	(5.9)	20.7	23.2
아시아	(27.4)	14.0	(12.5)	(29.5)	(15.8)	(35.2)	(23.5)	(11.8)	(16.7)	(21.8)	(1.1)
중국	(48.3)	18.3	(17.9)	(44.8)	(23.0)	(53.0)	(47.0)	(26.6)	(30.7)	(37.5)	(9.5)
유럽	93.2	123.7	40.9	37.0	51.8	18.5	60.0	41.2	65.0	42.2	33.8
미국	80.5	105.3	34.7	36.9	39.8	15.0	15.0	23.2	58.2	22.7	18.2
코스알엑스											73.0
영업이익	64	6	17	21	73	4	65	98	108	240	430
국내	44	37	19	52	49	15	48	43	152	156	155
해외	32	(33)	(8)	(34)	32	5	25	60	(43)	121	312
아시아	11	(38)	(16)	(43)	4	(38)	(26)	(7)	(85)	(67)	16
중국	2	(39)	(21)	(50)	(9)	(42)	(31)	(14)	(107)	(97)	(16)
유럽	3	2	1	2	4	2	3	3	6	11	16
미국	18	3	7	8	24	13	2	8	36	46	51
코스알엑스						29	47	56		132	228
OPM %	7.0	0.6	1.9	2.2	8.0	0.5	6.7	9.2	2.9	6.2	10.0
국내	8.0	6.6	3.5	9.3	8.7	3.0	9.0	8.2	6.9	7.3	7.3
해외	9.2	(8.8)	(2.6)	(9.4)	9.4	1.3	5.7	11.2	(3.1)	7.2	15.1
아시아	4.0	(13.2)	(6.7)	(16.3)	1.7	(20.5)	(14.7)	(3.0)	(8.1)	(8.1)	2.0
중국	1.5	(25.0)	(17.5)	(40.2)	(8.0)	(57.0)	(50.0)	(15.8)	(19.5)	(28.2)	(5.1)
유럽	22.0	12.0	4.2	11.0	23.5	11.0	13.0	13.0	12.0	15.0	16.5
미국	29.0	4.5	9.6	9.5	26.9	14.7	2.2	7.8	12.5	13.0	12.3
코스알엑스						30.0	31.0	31.3		30.9	30.9

Note: 코스알엑스 2024년 5월 연결 편입

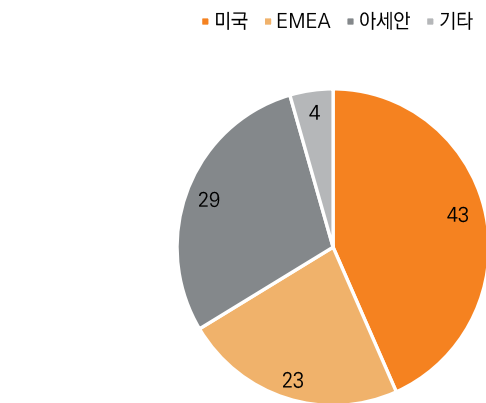
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 아모레퍼시픽 중국 실적 추이



자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 코스알렉스 지역별 매출 비중 추정



자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 아모레퍼시픽 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	7,268	
Target PER(배)	25 해외 확장기(2013~2015년) 평균 35배	
적정 주가	181,699	
목표 주가	180,000	
현재 주가	116,600	
상승 여력(%)	54.4	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,674	3,869	4,300	4,528
매출원가	1,155	1,131	1,213	1,271
매출총이익	2,519	2,738	3,087	3,257
판매비와관리비	2,411	2,497	2,657	2,770
조정영업이익	108	240	430	487
영업이익	108	240	430	487
비영업손익	173	544	102	97
금융손익	-4	0	0	0
관계기업등 투자손익	42	18	0	0
세전계속사업손익	281	784	532	584
계속사업법인세비용	107	47	106	117
계속사업이익	174	737	426	467
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	174	737	426	467
지배주주	180	748	441	488
비지배주주	-6	-11	-15	-21
총포괄이익	133	753	426	467
지배주주	139	753	426	467
비지배주주	-6	-1	0	0
EBITDA	360	495	669	708
FCF	214	92	510	549
EBITDA 마진율 (%)	9.8	12.8	15.6	15.6
영업이익률 (%)	2.9	6.2	10.0	10.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.9	19.3	10.3	10.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,952	1,427	1,976	2,499
현금 및 현금성자산	506	206	569	982
매출채권 및 기타채권	312	345	382	406
재고자산	394	434	530	587
기타유동자산	740	442	495	524
비유동자산	3,934	5,176	5,050	4,936
관계기업투자등	287	29	32	34
유형자산	2,442	2,385	2,258	2,149
무형자산	341	1,865	1,853	1,841
자산총계	5,887	6,604	7,026	7,435
유동부채	813	904	977	1,015
매입채무 및 기타채무	86	93	104	109
단기금융부채	299	314	321	325
기타유동부채	428	497	552	581
비유동부채	201	238	258	268
장기금융부채	51	65	65	65
기타비유동부채	150	173	193	203
부채총계	1,014	1,142	1,234	1,283
지배주주지분	4,898	5,424	5,769	6,150
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	794	625	625	625
이익잉여금	4,101	4,786	5,131	5,512
비지배주주지분	-25	38	23	2
자본총계	4,873	5,462	5,792	6,152

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	348	234	610	649
당기순이익	174	737	426	467
비현금수익비용가감	267	-315	204	196
유형자산감가상각비	252	248	227	209
무형자산상각비	0	7	12	12
기타	15	-570	-35	-25
영업활동으로인한자산및부채의변동	-36	-236	-55	-39
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-13	-5	-36	-23
재고자산 감소(증가)	-11	30	-97	-56
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	-28	10	6
법인세납부	-53	-91	-106	-117
투자활동으로 인한 현금흐름	-186	-453	-102	-94
유형자산처분(취득)	-108	-140	-100	-100
무형자산감소(증가)	-39	-6	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-107	-41	-55	-32
기타투자활동	68	-266	53	38
재무활동으로 인한 현금흐름	-99	-104	-92	-91
장단기금융부채의 증가(감소)	-7	28	7	4
자본의 증가(감소)	2	-169	0	0
배당금의 지급	-47	-63	-96	-107
기타재무활동	-47	100	-3	12
현금의 증가	57	-300	363	412
기초현금	450	506	206	569
기말현금	506	206	569	982

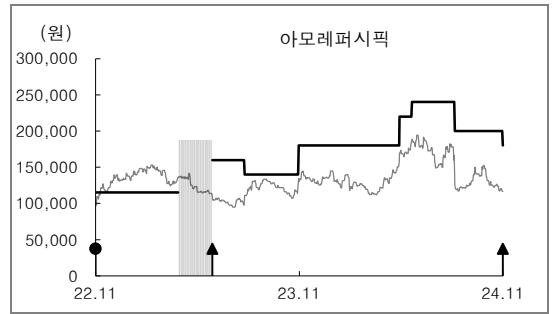
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	55.6	10.8	18.3	14.0
P/CF (x)	22.7	19.1	12.8	10.3
P/B (x)	2.0	1.5	1.4	1.1
EV/EBITDA (x)	23.6	14.2	9.8	8.7
EPS (원)	2,608	10,834	6,386	8,348
CFPS (원)	6,391	6,114	9,115	11,329
BPS (원)	70,987	78,721	83,723	105,349
DPS (원)	910	1,400	1,600	1,700
배당성향 (%)	30.6	11.1	21.9	21.3
배당수익률 (%)	0.6	1.2	1.4	1.5
매출액증가율 (%)	-11.1	5.3	11.1	5.3
EBITDA증가율 (%)	-28.4	37.4	35.3	5.8
조정영업이익증가율 (%)	-49.5	122.3	78.8	13.2
EPS증가율 (%)	33.9	315.4	-41.1	30.7
매출채권 회전율 (회)	12.7	12.6	12.6	12.3
재고자산 회전율 (회)	9.1	9.3	8.9	8.1
매입채무 회전율 (회)	13.8	12.6	12.3	11.9
ROA (%)	3.0	11.8	6.2	6.5
ROE (%)	3.7	14.5	7.9	8.2
ROIC (%)	2.0	5.9	7.6	8.5
부채비율 (%)	20.8	20.9	21.3	20.9
유동비율 (%)	240.0	158.0	202.3	246.2
순차입금/자기자본 (%)	-6.8	-3.8	-10.5	-16.9
조정영업이익/금융비용 (x)	6.6	0.0	0.0	0.0

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
아모레퍼시픽 (090430)				
2024.11.01	매수	180,000	-	-
2024.08.07	매수	200,000	-35.77	-23.90
2024.05.22	매수	240,000	-28.10	-19.08
2024.04.30	매수	220,000	-21.73	-16.00
2023.11.01	매수	180,000	-27.83	-13.39
2023.07.27	매수	140,000	-12.82	-4.36
2023.05.30	매수	160,000	-36.22	-33.00
2023.03.31	분석 대상 제외		-	-
2022.09.30	중립	115,000	11.80	33.04



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.38%	10.23%	7.39%	0%

* 2024년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 아모레퍼시픽 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.