

(Analyst) 배송이 songyi.bae@miraeeasset.com

**MIRAE ASSET**  
미래에셋증권

090430 · 화장품

# 아모레퍼시픽

## 코스알엑스를 기다리며

(유지)

매수

목표주가

180,000원

상승여력

32.6%

현재주가(24/1/30)

135,700원

KOSPI	2,498.81	시가총액(십억원)	7,937	발행주식수(백만주)	58	외국인 보유비중(%)	28.3
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

### Report summary

#### 4Q23 Review: 중국 제외 견고

4Q23 실적은 매출액 9,260억원(YoY -15%), 영업이익 207억원(YoY -64%)으로 부진했다. 중국 영업적자가 500억원 대규모로 발생했다. 적자가 우려보다 큰 이유는 매출 부진이다. 설화수와 려가 채널 재고조정으로 인해 -50% 급감하였다. 한편 비중국 해외는 +30% 내외 성장, 국내 마진은 9%까지 개선되었다.

#### 자체 실적 개선 지연 ↔ 코스알엑스 기대감 고조

중국 적자가 계획만큼 빠르게 축소되지 않을 것으로 보인다. 려의 재고 조정이 1분기까지 일부 이어지며, 라네즈도 채널 정예화를 계획하고 있다. BEP까지 시간이 더 소요될 전망이다. 자체 실적 개선이 지연되면서 당분간 가시적인 모멘텀은 부족해졌다. 다만 코스알엑스 실적이 예상을 상회하면서 기대감은 더욱 코스알엑스로 집중되겠다. 코스알엑스는 2024년 매출액 6,240억원(YoY +30%)을 목표하고 있다. 연결 편입까지 1개 분기가 남아 있다. 주가 조정 시에 코스알엑스 모멘텀에 비롯한 매수 유효하다.

### Key data

#### Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-6.4	22.5	-6.2
상대주가	-0.6	27.8	-8.0

#### Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	4,863	4,135	3,674	4,286	4,781
영업이익 (십억원)	343	214	108	371	465
영업이익률 (%)	7.1	5.2	2.9	8.7	9.7
순이익 (십억원)	194	134	180	330	394
EPS (원)	3,312	2,299	3,079	5,642	6,738
ROE (%)	4.2	2.8	3.7	6.5	7.3
P/E (배)	50.4	59.8	47.1	24.1	20.1
P/B (배)	2.0	1.7	1.7	1.5	1.4
배당수익률 (%)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5

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

## 4Q23 Review

아모레퍼시픽의 4Q23 실적은 매출액 9,260억원(YoY -15%), 영업이익 207억원(YoY -64%)으로 시장 기대치를 하회했다. 중국에서 500억원 수준의 대규모 영업 적자를 기록했다. 중국을 제외한 해외 실적은 양호했으며(북미 +37%, 유럽 +37%, 일본 +20%), 국내 마진도 연중 최고 수준인 9.3%를 시현했다.

### 국내

매출액 5,604억원(YoY -12%), 영업이익 520억원(YoY +17%)을 기록했다. 면세와 역직구가 각각 -30%, -80% 큰 폭 하락해 매출은 부진했으나 수익성은 유의미하게 개선되었다. 비용 효율화 기조와 더불어 프리미엄 브랜드(라네즈, 에스트라 등)의 성장이 기여했다. 국내 사업은 지난 수년간 비용 정예화를 진행해왔다. 일회성 이슈가 없다면 HS% 수준 마진 체력은 추세적으로 확보한 것으로 판단한다.

### 중국

매출액 1,235억원(YoY -45%), 영업적자 500억원으로 추정한다. 매출이 우려보다도 부진하여 적자 규모도 예상보다 다소 컸다. 설화수와 러(합산 비중 40% 이상)가 채널 재고조정을 위해 셀인을 축소하면서 -50% 이상 매출이 급감한 것으로 파악된다. 매출은 줄었지만 마케팅비는 오히려 늘은 점도 부담을 지웠다. 마케팅비는 주로 러와 이니스프리 향으로 확대되었고, 설화수 판촉은 축소되었다.

### 미국

매출액 794억원(YoY +37%), 영업이익 75억원(OPM 9.5%)으로 추정한다. 매 분기 고성장을 시현하면서 금번 분기 해외 내 비중 22%까지 확대되었다. 라네즈가 과반 이상의 기여도로 성장을 견인했다.

### 코스알엑스

2023년 연간 매출액은 4,800억원으로 당초 사측 예상치인 4,700억원을 상회했다. 영업이익률도 34% 수준으로 기대된다. 높은 수요를 바탕으로 쇼핑 시즌 북미 실적이 견고했을 것으로 추정한다. 2024년도 +30% 이상의 외형 성장을 목표하고 있다.

## 투자 판단

중국을 제외한 전 부문에서 견조한 모멘텀이 유지되고 있는 점이 긍정적이다. 국내는 수익성 개선, 비중국은 강한 매출 성장이 지속되고 있다. 코스알엑스도 높아진 기대치를 상회하는 실적을 시현한 것으로 파악된다.

다만 중국의 적자 개선이 계획만큼 빠르게 나타나지 않을 것으로 보인다. 러가 1분기까지 채널 재고 조정을 진행할 계획이며, 라네즈도 상반기동안 오프라인 채널 정예화를 예정하고 있다. 2023년처럼 분기 400억원 내외의 대규모 적자는 아니겠으나, BEP 도달까지는 시간이 좀 더 소요될 전망이다(중국 영업적자 2Q23 400억, 3Q23 200억, 4Q23 500억, 1Q24F 200억, 2Q24F 100억).

자체 실적 개선이 지연되면서 당분간 주가는 박스권 흐름을 예상한다. 다만 코스알엑스가 기대보다도 좋은 실적을 시현하면서 향후 기대감은 더욱 코스알엑스로 집중되겠다. 코스알엑스는 2024년 매출액 6,240억원(YoY +30%), 영업이익 2,050억원(OPM 33%)을 목표하고 있다. 코스알엑스 연결까지는 1개 분기가 남아 있다. 주가 조정 시에 코스알엑스 모멘텀에 비롯해 매수 유효하다.

표 1. 아모레퍼시픽 연간 실적 전망

(십억원)

	2020	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	4,432	4,863	4,135	3,674	4,286	4,781
국내	2,706	3,076	2,581	2,211	2,335	2,413
화장품	2,210	2,593	2,156	1,825	1,952	2,027
생활용품	496	483	425	386	383	386
해외	1,745	1,802	1,483	1,396	1,932	2,344
영업이익	143	343	214	108	371	465
국내	117	300	218	152	193	172
화장품	113	300	211	141	182	161
생활용품	5	0	7	11	11	12
해외	18	52	8	(48)	187	308
세전이익	25	298	224	281	451	517
순이익	22	181	129	174	347	398
지배주주순이익	35	194	134	180	330	394
영업이익률(%)	3.2	7.1	5.2	2.9	8.6	9.7
국내	4.3	9.8	8.5	6.9	8.3	7.1
화장품	4.2	9.7	8.2	6.4	7.8	6.7
생활용품	0.9	0.0	1.6	2.9	2.9	3.0
해외	1.0	2.9	0.6	(3.4)	9.7	13.1
매출액(YoY %)	(20.6)	9.7	(15.0)	(11.1)	16.7	11.5
국내	(26.3)	17.3	(16.8)	(15.4)	7.0	3.8
해외	(16.0)	3.3	(17.7)	(5.8)	38.4	21.3
영업이익(YoY %)	(66.6)	140.1	(37.6)	(49.5)	242.5	25.5
국내	(63.3)	156.0	(27.3)	(30.4)	27.0	(10.6)
해외	(82.8)	189.4	(84.2)	적전	흑전	64.7
순이익(YoY %)	(85.3)	451.3	(30.6)	33.9	83.2	19.4

Note: 코스알엑스는 해외에 반영

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 아모레퍼시픽 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2023년	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	914	945	889	926	3,674	951	1,099	1,085	1,151	4,286
국내	552	555	543	560	2,211	585	593	565	592	2,335
화장품	455	459	446	465	1,825	489	500	468	495	1,952
생활용품	97	96	98	96	386	96	93	97	97	383
해외	349	372	318	357	1,396	362	501	515	554	1,932
영업이익	64	6	17	21	108	70	72	91	138	371
국내	44	37	19	52	152	60	46	39	47	193
화장품	40	31	22	48	141	56	42	40	44	182
생활용품	4	5	(3)	4	11	4	4	(0)	3	11
해외	27	(33)	(8)	(34)	(48)	10	27	54	96	187
세전이익	99	19	38	124	281	98	85	99	170	451
순이익	90	19	27	38	174	76	65	76	131	347
지배주주순이익	87	22	28	43	180	75	61	71	124	330
영업이익률(%)	7.0	0.6	1.9	2.2	2.9	7.4	6.5	8.4	12.0	8.6
국내	8.0	6.6	3.5	9.3	6.9	10.3	7.8	7.0	7.9	8.3
화장품	8.7	6.8	4.9	10.3	7.7	11.5	8.4	8.5	8.9	9.3
생활용품	4.5	5.6	(2.8)	4.3	2.9	4.5	4.5	(0.3)	2.9	2.9
해외	7.6	(8.8)	(2.6)	(9.4)	(3.4)	2.8	5.4	10.5	17.3	9.7
세전이익률(%)	10.8	2.0	4.3	13.4	7.6	10.3	7.7	9.1	14.7	10.5
순이익률(%)	9.8	2.0	3.0	4.1	4.7	8.0	5.9	7.0	11.3	8.1
매출액(YoY %)	(21.6)	(0.0)	(5.1)	(14.9)	(11.1)	4.1	16.2	22.1	24.3	16.7
국내	(24.6)	(11.6)	(7.5)	(11.6)	(14.4)	6.0	6.8	4.0	5.6	5.6
해외	(16.8)	27.5	(3.6)	(19.2)	(5.8)	3.7	34.5	62.1	55.2	38.4
영업이익(YoY %)	(59.3)	흑전	(8.2)	(63.7)	(49.5)	9.2	1,119.1	425.3	566.7	242.5
국내	(60.8)	0.3	(35.0)	16.6	(30.4)	37.7	25.0	106.6	(9.9)	27.0
해외	(36.8)	적지	적지	적전	적전	(61.2)	흑전	흑전	흑전	흑전
순이익(YoY %)	(25.7)	(171.8)	15.7	80.8	33.9	(14.2)	174.6	152.2	189.8	83.2

Note: 코스알엑스는 해외에 반영

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 아모레퍼시픽 실적 추정 상세

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F	2025F
매출액	914	945	889	926	951	1,099	1,085	1,151	3,674	4,286	4,781
국내	552	555	543	560	585	593	565	592	2,211	2,335	2,413
전문점	18	18	17	12	16	16	15	11	65	57	52
방판	89	71	76	74	85	70	75	72	310	302	306
백화점	51	52	46	44	52	52	46	45	193	194	195
면세점	83	111	125	134	129	140	139	143	453	551	575
온라인	224	213	152	211	217	228	164	234	800	844	895
해외	349	372	318	357	362	501	515	554	1,396	1,932	2,344
아시아	275	285	235	263	264	284	246	281	1,058	1,075	1,107
중국	151	157	117	123	136	151	122	135	549	543	557
유럽	11	13	12	15	15	16	15	19	52	65	79
미국	63	74	71	79	84	97	95	102	287	379	476
코스알엑스						103	158	152		413	682
YoY %	(21.6)	(0.0)	(5.1)	(14.9)	4.1	16.2	22.1	24.3	(11.1)	16.7	11.5
국내	(24.6)	(11.6)	(7.5)	(11.6)	6.0	6.8	4.0	5.6	(14.4)	5.6	3.4
전문점	(22.0)	(15.0)	(12.0)	(16.9)	(13.0)	(11.0)	(12.0)	(10.3)	(16.7)	(11.7)	(8.2)
방판	(8.0)	(8.0)	(12.0)	(3.0)	(4.0)	(2.0)	(2.0)	(1.7)	(7.9)	(2.5)	1.3
백화점	3.0	(2.0)	(3.3)	7.3	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0	0.5	0.5
면세점	(52.9)	(19.6)	(14.9)	(29.3)	56.0	26.0	11.0	6.6	(30.4)	21.6	4.3
온라인	(23.0)	(25.0)	(14.0)	(10.6)	(3.0)	7.0	8.0	11.2	(19.0)	5.5	6.1
해외	(16.8)	27.5	(3.6)	(19.2)	3.7	34.5	62.1	55.2	(5.8)	38.4	21.3
아시아	(27.4)	14.0	(12.5)	(29.5)	(4.3)	(0.3)	5.0	6.9	(16.7)	1.6	3.0
중국	(48.3)	18.3	(17.9)	(44.8)	(10.0)	(3.9)	4.0	9.0	(30.7)	(1.0)	2.5
유럽	93.2	123.7	40.9	37.0	29.0	24.6	22.0	28.2	65.0	26.0	20.8
미국	80.5	105.3	34.7	36.9	34.2	31.0	35.0	28.5	58.2	32.0	25.6
코스알엑스											65.0
영업이익	64	6	17	21	70	72	91	138	108	371	465
국내	44	37	19	52	60	46	39	47	152	193	172
해외	27	(33)	(8)	(34)	10	27	54	96	(48)	187	308
아시아	11	(38)	(16)	(43)	(11)	(9)	1	15	(85)	(4)	14
중국	2	(39)	(21)	(50)	(19)	(11)	(4)	7	(107)	(27)	(11)
유럽	3	2	1	2	3	2	1	2	6	8	10
미국	13	3	7	8	18	7	10	11	31	46	59
코스알엑스						34	52	50		136	226
OPM %	7.0	0.6	1.9	2.2	7.4	6.5	8.4	12.0	2.9	8.6	9.7
국내	8.0	6.6	3.5	9.3	10.3	7.8	7.0	7.9	6.9	8.3	7.1
해외	7.6	(8.8)	(2.6)	(9.4)	2.8	5.4	10.5	17.3	(3.4)	9.7	13.1
아시아	4.0	(13.2)	(6.7)	(16.3)	(4.0)	(3.2)	0.3	5.4	(8.1)	(0.3)	1.3
중국	1.5	(25.0)	(17.5)	(40.2)	(14.0)	(7.0)	(3.6)	5.1	(19.5)	(5.0)	(2.0)
유럽	22.0	12.0	4.2	11.0	21.0	12.1	5.9	10.3	12.0	12.2	12.3
미국	21.0	4.5	9.6	9.5	21.0	7.0	11.0	11.1	10.8	12.2	12.4
코스알엑스						33.0	33.1	32.9		33.0	33.1

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 아모레퍼시픽 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	5,737	
Target PER(배)	32	해외 확장기(2013~2015년) 평균 35배
적정 주가	183,571	
목표 주가	180,000	
현재 주가	135,700	
상승 여력(%)	32.6	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

## 아모레퍼시픽 (090430)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	4,135	3,674	4,286	4,781
매출원가	1,338	1,155	1,166	1,275
매출총이익	2,797	2,519	3,120	3,506
판매비와관리비	2,583	2,411	2,750	3,040
조정영업이익	214	108	371	465
영업이익	214	108	371	465
비영업손익	10	173	80	52
금융손익	-3	-8	-13	-16
관계기업등 투자손익	9	42	20	0
세전계속사업손익	224	281	451	517
계속사업법인세비용	95	107	104	119
계속사업이익	129	174	347	398
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	129	174	347	398
지배주주	134	180	330	394
비지배주주	-5	-6	17	4
총포괄이익	102	174	347	398
지배주주	109	199	397	455
비지배주주	-6	-25	-49	-56
EBITDA	503	376	615	695
FCF	52	369	413	449
EBITDA 마진율 (%)	12.2	10.2	14.3	14.5
영업이익률 (%)	5.2	2.9	8.7	9.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.2	4.9	7.7	8.2

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,735	1,928	1,922	2,153
현금 및 현금성자산	450	799	582	687
매출채권 및 기타채권	306	252	325	367
재고자산	409	336	434	494
기타유동자산	570	541	581	605
비유동자산	4,067	3,897	4,348	4,558
관계기업투자등	247	211	758	1,023
유형자산	2,475	2,328	2,204	2,124
무형자산	358	378	398	418
자산총계	5,802	5,825	6,270	6,711
유동부채	831	747	865	939
매입채무 및 기타채무	81	75	84	93
단기금융부채	292	282	296	305
기타유동부채	458	390	485	541
비유동부채	191	173	199	214
장기금융부채	65	65	65	65
기타비유동부채	126	108	134	149
부채총계	1,023	919	1,064	1,153
지배주주지분	4,798	4,932	5,214	5,562
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	792	792	792	792
이익잉여금	4,010	4,143	4,426	4,773
비지배주주지분	-19	-26	-8	-4
자본총계	4,779	4,906	5,206	5,558

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	151	489	533	599
당기순이익	129	174	347	398
비현금수익비용가감	497	382	361	364
유형자산감가상각비	289	267	244	230
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	208	115	117	134
영업활동으로인한자산및부채의변동	-345	47	-58	-29
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	2	51	-68	-42
재고자산 감소(증가)	55	73	-98	-60
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-53	-6	9	10
법인세납부	-125	-107	-104	-119
투자활동으로 인한 현금흐름	-69	-118	-778	-337
유형자산처분(취득)	-95	-120	-120	-150
무형자산감소(증가)	-36	-20	-20	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	23	22	-30	-20
기타투자활동	39	0	-608	-147
재무활동으로 인한 현금흐름	-155	-57	-33	-39
장단기금융부채의 증가(감소)	-33	-10	14	8
자본의 증가(감소)	-4	0	0	0
배당금의 지급	-68	-47	-47	-47
기타재무활동	-50	0	0	0
현금의 증가	-88	349	-217	104
기초현금	538	450	799	582
기말현금	450	799	582	687

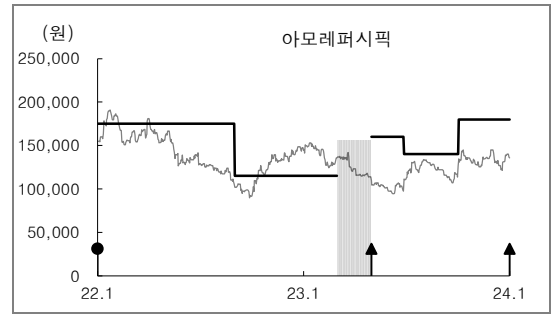
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	59.8	47.1	24.1	20.1
P/CF (x)	12.8	15.3	11.2	10.4
P/B (x)	1.7	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	16.6	21.1	12.3	10.8
EPS (원)	2,299	3,079	5,642	6,738
CFPS (원)	10,707	9,506	12,109	13,034
BPS (원)	82,185	84,458	89,297	95,231
DPS (원)	680	680	680	680
배당성향 (%)	30.7	22.9	11.4	10.0
배당수익률 (%)	0.5	0.5	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	-15.0	-11.1	16.7	11.5
EBITDA증가율 (%)	-28.7	-25.3	63.7	13.0
조정영업이익증가율 (%)	-37.6	-49.5	242.6	25.5
EPS증가율 (%)	-30.6	33.9	83.2	19.4
매출채권 회전율 (회)	14.2	14.1	16.0	14.8
재고자산 회전율 (회)	9.2	9.9	11.1	10.3
매입채무 회전율 (회)	13.1	14.9	14.7	14.4
ROA (%)	2.2	3.0	5.7	6.1
ROE (%)	2.8	3.7	6.5	7.3
ROIC (%)	3.8	1.6	9.4	11.4
부채비율 (%)	21.4	18.7	20.4	20.7
유동비율 (%)	208.8	258.2	222.2	229.3
순차입금/자기자본 (%)	-4.2	-19.1	-14.0	-15.1
조정영업이익/금융비용 (x)	17.5	2.3	7.7	9.4

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
아모레퍼시픽 (090430)				
2023.11.01	매수	180,000	-	-
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
2021.11.29	중립	175,000	-13.38	9.14



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

## 투자의견 분류 및 적용기준

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(■)

## 투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

\* 2023년 12월 31일 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.