

# 아모레퍼시픽 (090430)

앞으로가 중요하다

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7693 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

**Buy (유지)**

목표주가(하향): 160,000원

현재 주가(11/14)	107,000 원
상승여력	▲49.5%
시가총액	62,587 억원
발행주식수	58,493 천주
52 주 최고가 / 최저가	194,200 / 107,000 원
90 일 일평균 거래대금	461.86 억원
외국인 지분율	29.3%

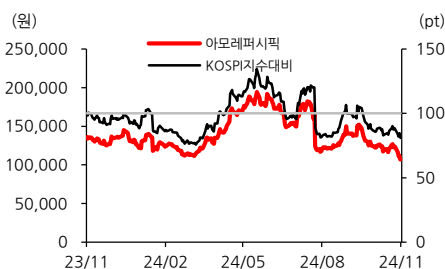
주주 구성	
아모레퍼시픽그룹 (외 17 인)	50.2%
국민연금공단 (외 1 인)	6.4%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-13.7	-9.2	-36.7	-20.1
상대수익률(KOSPI)	-5.9	-0.7	-25.3	-19.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	3,674	3,861	4,402	4,623
영업이익	108	214	420	446
EBITDA	360	475	683	689
순이익	180	661	264	281
EPS(원)	2,958	11,144	3,892	4,567
순차입금	-330	-68	-319	-437
PER	49.0	9.6	27.5	23.4
PBR	2.0	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	23.7	13.7	9.2	8.9
배당수익률	0.6	3.2	1.3	1.3
ROE	3.7	12.9	4.9	5.1

## 주가 추이



2024년 3분기 아모레퍼시픽의 연결 기준 매출액은 9,772억원(+9.9% YoY, +8.0% QoQ), 영업이익은 652억원(+277.7% YoY, +1,469.0% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 435억원을 상회했습니다.

## 기대치를 상회한 3분기

2024년 3분기 아모레퍼시픽의 연결 기준 매출액은 9,772억원(+9.9% YoY, +8.0% QoQ), 영업이익은 652억원(+277.7% YoY, +1,469.0% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 435억원을 상회했다. 구조조정이 진행 중인 중국 법인의 적자 폭이 시장의 우려 보다 적게 반영되었기 때문이다. 국내 전통채널의 수익성 개선, 라네즈의 북미(+18% YoY 추정) 성장, EMEA 성장(COSRX 제외 +60% YoY 추정)이 긍정적이었으며, 중국 부진 장기화, COSRX 매출 가이드스 하향이 부정적이었다.

## 투자의견 BUY 유지, 목표주가 160,000원으로 하향 조정 (-27%)

목표주가 하향 조정은 실적 전망치 하향 조정에 기인한다. COSRX의 2024년 1~12월 예상 매출액은 6,110억원이다. 국내 설화수 매출과 유사한 수준이다. 대형 브랜드로 성장한 COSRX는 채널, 국가, 라인 확장에 있어 속도를 조절하며 비교적 안정적인 성장세를 이어갈 전망이다.

폭발적인 성장이 COSRX에서 나와주지 않는다면 결국 그 다음 주가 상승의 Key는 중국일 것이다. 채널, 제품, 인력, 조직, 거래 구조 등 사실상 모든 것을 뒤엎은 중국 법인의 최대, 최장 구조조정의 끝이 보인다. 1Q25를 마지막으로 더 이상의 적자 기여는 없을 것으로 추정했다. 하지만 앞으로가 중요하다. 2025년 면세점, 중국 법인 합산 매출 추정치는 7,769억원(비중 17.6%)으로 작지 않은 규모이고, 타 해외 국가와 달리 성장이 두드러지는 브랜드가 부재하다. 중국 법인의 구조조정이 마무리되는 시기, 즉 그 다음 단계를 이야기할 수 있는 시기에 다시 기대를 가져보길 추천한다.

[표1] 아모레퍼시픽의 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E
<b>매출액</b>	<b>914</b>	<b>945</b>	<b>889</b>	<b>926</b>	<b>911</b>	<b>905</b>	<b>977</b>	<b>1,067</b>	<b>3,674</b>	<b>3,861</b>	<b>4,402</b>
한국	552	555	543	560	564	512	534	582	2,211	2,192	2,353
화장품	455	459	446	465	468	423	436	484	1,825	1,812	1,957
면세점	80	111	122	135	113	80	86	120	447	399	405
디지털	273	235	186	197	260	228	205	220	891	912	990
MBS, 백화점, 방판	102	113	137	133	96	116	146	143	486	501	561
Daily Beauty	97	96	98	95	95	89	98	98	386	380	396
해외	345	372	318	357	337	381	431	475	1,392	1,624	1,998
아시아	271	285	235	263	232	222	230	260	1,053	944	1,052
중국	149	157	113	122	121	74	74	92	541	361	372
그외 아세안	122	128	122	141	111	149	156	168	513	584	680
EMEA	11	13	12	15	17	37	55	44	52	153	223
북미	63	74	71	79	88	122	147	171	287	527	724
기타	17	18	28	9	11	11	11	11	71	45	51
<b>YoY (%)</b>	<b>-21.6</b>	<b>0.0</b>	<b>-5.1</b>	<b>-14.9</b>	<b>-0.2</b>	<b>-4.3</b>	<b>9.9</b>	<b>15.2</b>	<b>-11.1</b>	<b>5.1</b>	<b>14.0</b>
한국	-24.6	-11.6	-7.5	-11.6	2.1	-7.8	-1.6	3.8	-14.4	-0.9	7.4
화장품	-25.0	-13.6	-8.9	-12.2	2.9	-7.8	-2.1	4.1	-15.4	-0.7	8.0
면세점	-54.8	-19.6	-16.7	-29.2	41.8	-28.0	-30.0	-10.5	-31.3	-10.9	1.6
디지털	-20.8	-25.0	-16.4	-10.0	-5.0	-3.0	10.0	11.8	-19.0	2.4	8.6
MBS, 백화점, 방판	19.0	41.0	14.8	10.8	-6.1	2.1	6.5	7.3	19.7	3.1	12.0
Daily Beauty	-22.9	-0.4	-0.6	-8.7	-2.0	-7.7	0.4	2.6	-9.2	-1.7	4.4
해외	-17.9	25.3	-3.6	-18.4	-2.4	2.4	35.8	33.1	-6.2	16.7	23.0
아시아	-28.6	14.0	-12.5	-28.6	-14.4	-22.1	-1.9	-1.0	-16.8	-10.4	11.4
중국	-43.9	25.4	-22.2	-44.6	-19.0	-53.0	-34.0	-24.8	-28.5	-33.3	3.2
그외 아세안	7.1	2.6	-1.1	-4.5	-8.8	15.8	27.8	19.6	0.7	13.8	16.5
EMEA	93.2	123.2	40.9	29.8	51.8	183.2	339.5	195.8	61.8	195.3	45.6
북미	80.5	105.4	34.7	36.9	39.8	64.9	107.4	115.7	58.2	83.9	37.2
기타	34.6	-12.7	41.0	-48.5	-33.4	-36.7	-59.0	21.7	2.2	-37.5	14.5
<b>영업이익</b>	<b>64</b>	<b>6</b>	<b>17</b>	<b>21</b>	<b>73</b>	<b>4</b>	<b>65</b>	<b>72</b>	<b>108</b>	<b>214</b>	<b>420</b>
한국	44	37	19	52	49	26	48	45	152	168	202
화장품	35	31	22	48	47	21	44	41	136	153	185
Daily Beauty	4	5	-3	4	2	5	4	4	10	15	16
해외	32	-33	-8	-34	32	-5	25	26	-43	77	231
아시아	8	-35	-15	-42	6	-34	-16	-19	-85	-64	11
EMEA	2	1	0	1	3	6	9	7	4	25	38
북미	21	2	7	7	22	23	32	39	37	116	182
기타	-11	2	6	2	-8	-16	-8	2	0	-30	-12
<b>YoY (%)</b>	<b>-59.3</b>	<b>흑전</b>	<b>-8.2</b>	<b>-63.7</b>	<b>12.9</b>	<b>-29.5</b>	<b>277.7</b>	<b>250.4</b>	<b>-49.5</b>	<b>98.3</b>	<b>95.9</b>
한국	-60.8	0.3	-34.6	16.5	11.8	-30.2	151.3	-13.5	-31.8	10.5	20.2
화장품	-66.5	-21.6	-23.6	13.9	35.7	-34.5	101.5	-14.2	-36.7	12.5	21.0
Daily Beauty	-55.1	흑전	적전	62.4	-51.4	-5.9	흑전	-4.6	33.6	42.6	11.5
해외	-25.1	적지	적지	적전	0.2	적지	흑전	흑전	적전	흑전	201.9
아시아	-74.8	적지	적지	적전	-28.7	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
EMEA	97.5	67.4	-72.1	흑전	65.0	631.7	3,482.1	454.6	81.7	471.6	53.5
북미	142.2	-23.8	-42.3	57.5	4.8	1,378.3	378.6	416.9	36.3	213.0	56.8
기타	적전	흑전	흑전	흑전	적지	적전	적전	-19.9	적지	적지	적지
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>7.0</b>	<b>0.6</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>	<b>8.0</b>	<b>0.5</b>	<b>6.7</b>	<b>6.8</b>	<b>2.9</b>	<b>5.6</b>	<b>9.5</b>
한국	8.0	6.6	3.5	9.3	8.7	5.0	9.0	7.7	6.9	7.7	8.6
화장품	7.7	6.8	4.9	10.3	10.1	4.9	10.1	8.5	7.5	8.4	9.5
Daily Beauty	3.6	5.7	-2.8	4.3	1.8	5.8	4.1	4.0	2.7	3.9	4.1
해외	9.1	-8.8	-2.6	-9.4	9.4	-1.4	5.7	5.4	-3.1	4.7	11.6
아시아	3.0	-12.3	-6.5	-16.1	2.5	-15.4	-7.0	-7.5	-8.0	-6.8	1.1
EMEA	18.4	6.0	2.0	8.0	20.0	15.5	16.3	15.0	8.3	16.2	17.0
북미	34.0	2.1	9.4	9.4	25.5	18.9	21.8	22.5	12.9	22.0	25.1
기타	-66.9	10.1	23.2	26.7	-72.6	-141.0	-65.8	17.6	-0.7	-67.0	-24.4

주: 2024년 5월부터 COSRX 연결 편입

자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

## [ 재무제표 ]

## 손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,135	3,674	3,861	4,402	4,623
매출총이익	2,797	2,519	2,724	3,274	3,442
영업이익	214	108	214	420	446
EBITDA	503	360	475	683	689
순이자손익	-3	-4	-7	-2	-2
외화관련손익	15	6	11	9	10
지분법손익	9	39	22	23	24
세전계속사업손익	224	281	693	423	448
당기순이익	129	174	663	256	271
지배주주순이익	134	180	661	264	281
증가율(%)					
매출액	6.7	-11.1	5.1	14.0	5.0
영업이익	-62.0	-49.5	98.2	96.0	6.1
EBITDA	-28.1	-28.4	32.0	43.6	1.0
순이익	-66.4	34.5	281.2	-61.4	5.8
이익률(%)					
매출총이익률	67.7	68.6	70.6	74.4	74.5
영업이익률	5.2	2.9	5.6	9.5	9.6
EBITDA 이익률	12.2	9.8	12.3	15.5	14.9
세전이익률	5.4	7.6	17.9	9.6	9.7
순이익률	3.1	4.7	17.2	5.8	5.9

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	151	348	-95	451	486
당기순이익	129	174	659	256	271
자산상각비	289	252	261	262	243
운전자본증감	-345	-36	-167	-65	-28
매출채권 감소(증가)	2	-13	-85	-52	-24
재고자산 감소(증가)	55	-11	-61	-64	-29
매입채무 증가(감소)	-53	7	-84	47	22
투자현금흐름	-69	-186	222	-140	-131
유형자산처분(취득)	-95	-108	-90	-96	-86
무형자산 감소(증가)	-36	-39	-21	-29	-29
투자자산 감소(증가)	212	-82	339	-3	-3
재무현금흐름	-155	-99	-279	-79	-254
차입금의 증가(감소)	-83	-49	-48	-16	-15
자본의 증가(감소)	-71	-47	-231	-63	-240
배당금의 지급	-68	-47	-47	-63	-240
총현금흐름	626	441	72	516	514
(-)운전자본증가(감소)	127	119	-283	65	28
(-)설비투자	99	134	92	96	86
(+)자산매각	-31	-12	-19	-29	-29
Free Cash Flow	369	176	245	326	370
(-)기타투자	368	-125	456	12	12
잉여현금	1	301	-212	314	358
NOPLAT	123	67	205	254	270
(+) Dep	289	252	261	262	243
(-)운전자본투자	127	119	-283	65	28
(-)Capex	99	134	92	96	86
OpFCF	186	66	657	355	399

주: IFRS 연결 기준

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,735	1,952	1,632	1,993	2,160
현금성자산	557	681	432	667	770
매출채권	317	324	429	481	505
재고자산	409	394	524	588	617
비유동자산	4,067	3,934	5,136	5,034	4,943
투자자산	1,234	1,152	929	964	1,000
유형자산	2,475	2,442	2,321	2,155	1,998
무형자산	358	341	1,887	1,916	1,945
자산총계	5,802	5,887	6,768	7,027	7,103
유동부채	831	813	1,030	1,081	1,106
매입채무	395	374	386	433	454
유동성이자부채	292	299	305	295	284
비유동부채	191	201	370	376	385
비유동이자부채	65	51	59	53	49
부채총계	1,023	1,014	1,400	1,457	1,491
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	792	794	625	625	625
이익잉여금	4,010	4,101	4,699	4,900	4,942
자본조정	-38	-32	-40	-40	-40
자기주식	-9	-4	-12	-12	-12
자본총계	4,779	4,873	5,368	5,570	5,611

## 주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	2,175	2,958	11,144	3,892	4,567
BPS	69,494	70,933	77,022	79,940	80,541
DPS	680	910	3,470	1,340	1,420
CFPS	9,070	6,391	1,046	7,478	7,438
ROA(%)	2.3	3.1	10.4	3.8	4.0
ROE(%)	2.8	3.7	12.9	4.9	5.1
ROIC(%)	2.9	1.6	4.3	4.9	5.2
Multiples(x, %)					
PER	63.2	49.0	9.6	27.5	23.4
PBR	2.0	2.0	1.4	1.3	1.3
PSR	2.3	2.7	1.9	1.7	1.6
PCR	15.2	22.7	102.3	14.3	14.4
EV/EBITDA	16.6	23.7	13.7	9.2	8.9
배당수익률	0.5	0.6	3.2	1.3	1.3
안정성(%)					
부채비율	21.4	20.8	26.1	26.2	26.6
Net debt/Equity	-4.2	-6.8	-1.3	-5.7	-7.8
Net debt/EBITDA	-39.8	-91.7	-14.4	-46.8	-63.5
유동비율	208.8	240.0	158.5	184.4	195.3
이자보상배율(배)	17.5	6.6	20.2	41.5	45.9
자산구조(%)					
투하자본	70.7	69.8	79.4	76.1	74.3
현금+투자자산	29.3	30.2	20.6	23.9	25.7
자본구조(%)					
차입금	7.0	6.7	6.3	5.9	5.6
자기자본	93.0	93.3	93.7	94.1	94.4

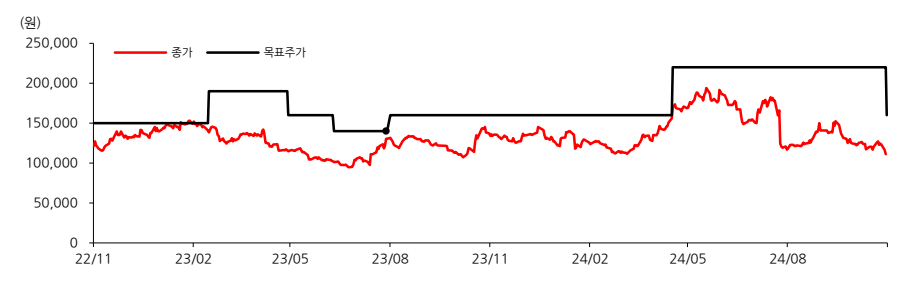
[ Compliance Notice ]

(공표일: 2024년 11월 15일)

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, 이다연)  
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 ]



[ 투자 의견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2022.12.01	2023.02.28	2023.04.18	2023.05.12	2023.06.23
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격		150,000	190,000	190,000	160,000	140,000
일 시	2023.08.14	2023.09.26	2023.11.01	2023.11.30	2024.02.01	2024.02.29
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
일 시	2024.03.28	2024.03.29	2024.04.04	2024.04.26	2024.04.30	2024.05.31
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	160,000	160,000	160,000	160,000	220,000	220,000
일 시	2024.07.19	2024.11.15				
투자 의견	Buy	Buy				
목표 가격	220,000	160,000				

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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	-20.16	-2.56
2024.04.30	Buy	220,000	-31.46	-11.73
2024.11.15	Buy	160,000		

### [ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2024년 09월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.3%	5.7%	0.0%	100.0%