

# 아모레퍼시픽 (090430)

정한솔

hansoljung@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**170,000**

유지

현재주가

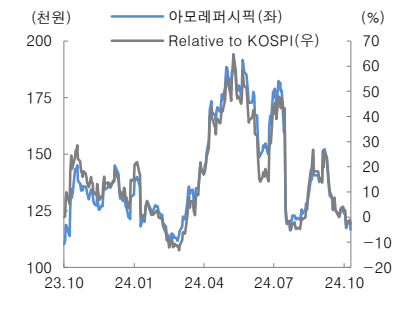
**116,600**

(24.10.31)

화장품업종

KOSPI	2556.15
시가총액	7,170십억원
시가총액비중	0.33%
자본금(보통주)	29십억원
52주 최고/최저	194,200원 / 111,700원
120일 평균거래대금	561억원
외국인지분율	30.27%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 16 인 50.15% 국민연금공단 6.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-21.1	-35.8	-31.2	-7.8
상대수익률	-19.9	-30.4	-27.6	-17.8



## 체력이 좋아지고 있다

- 국내 수익성 개선과 중국법인 QoQ 적자축소로 서프라이즈 기록
- 라네즈/이니스프리 중심 서구권 매출 성장 지속
- 국내외 사업 부진의 끝이 보이기 시작

### 투자의견 BUY, 목표주가 170,000원 유지

국내 온라인 및 MBS 채널 성장이 당분간 지속될 것으로 예상되고 7개 분기 역성장하던 면세 제외 국내 화장품 매출이 이번 분기 (+) 성장 전환하며 국내 성장 모멘텀 확인한 점 긍정적. 또한 면세점 물량 축소 운영으로 면세 채널 수익성 개선 어려울 것으로 예상했으나, 경영주기 변경에 따라 면세 채널 간접비 부담 축소로 개선된 마진 유지 가능할 전망. 해외는 서구권 매출 성장이 견조하게 이어지고 있고, 중국법인 구조조정이 연말 대부분 마무리될 예정으로 25년 점진적으로 해외 실전 개선 기대

북미 화장품 시장 경쟁 심화와 COSRX 성장을 둔화 우려가 존재하나 최근 주가 하락으로 밸류에이션 매력 높아진 상황이며 국내외 사업 부진의 끝이 보이기 시작. 주가 상승 모멘텀으로 충분하다는 판단

### 3Q24 Review: 체력이 좋아지고 있다

3Q24 매출액 9,772억원(YoY 10%), 영업이익 652억원(YoY 278%, OPM 6.7%) 기록하며 컨센서스를 크게 상회하는 호실적 기록. COSRX 제외 시 매출액 YoY -7%, 영업이익 YoY 7% 추정

[국내 화장품] 매출액 4,364억원(YoY -2%), 영업이익 440억원(YoY 102%, OPM 10.1%) 기록. 면세 매출은 B2B 물량 축소 기조가 이어지며 YoY -30% 역성장. MBS(H&B)/이커머스 채널 중심으로 견조한 성장이 이어지며 면세 제외 국내 화장품 YoY 9% 성장하며 매출 방어. 수익성의 경우 경영주기 변경에 따라 면세 채널 간접비 부담이 축소 영향으로 면세 채널 수익성이 크게 개선되고, 일회성 비용 기저로 YoY 5.2%p 개선 [데일리뷰티] MBS 및 크로스보더 매출은 증가했으나, 제품 포트폴리오 정비로 할인점 매출이 감소하며 전년 수준의 매출액 981억원 기록. 프리미엄 제품 매출 확대로 제품 믹스 개선되며 영업이익 40억원 기록(YoY 흑자전환, OPM 4.1%) [해외] COSRX 편입 효과로 매출액 4,313억원(YoY 36%), 영업이익 247억원(YoY 흑자전환, OPM 5.7%) 기록. COSRX 제외 시 YoY -12%, 영업이익자 -200억원 추정. 라네즈/이니스프리 중심으로 서구권에서 COSRX 제외 20%대 성장. 이번 분기 이니스프리는 미국 세포라 전매장 입점을 완료했으며, 라네즈는 영국 부츠에 신규 입점. 서구권 채널 확대 지속 중. 중국은 구조조정 영향으로 매출 감소, 재고환입 등 일회성 비용 210억원 발생했으나, 예상보다 적은 금액으로 QoQ 적자 축소되며 실적 서프라이즈 요인으로 작용. COSRX는 가격정책 재정비로 매출 성장은 둔화되었으나, 높은 수익성 유지

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	직전 추정	잠정치	3Q24			4Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	889	905	966	977	9.9	8.0	981	1,017	9.8	4.1
영업이익	17	4	39	65	277.4	1,467.4	43	77	272.6	18.3
순이익	28	531	40	38	34.4	-92.9	35	46	7.5	22.0

자료: 아모레퍼시픽, FnGuide, 대신증권 Research Center

**영업실적 및 주요 투자지표**

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,135	3,674	3,810	4,240	4,447
영업이익	214	108	219	368	421
세전순이익	224	281	775	394	401
총당기순이익	129	174	658	307	313
지배지분순이익	134	180	694	323	330
EPS	2,177	2,915	11,707	5,370	5,481
PER	63.2	49.7	10.0	21.7	21.3
BPS	69,494	70,933	80,081	83,868	87,747
PBR	2.0	2.0	1.5	1.4	1.3
ROE	2.8	3.7	13.3	5.7	5.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출  
 자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

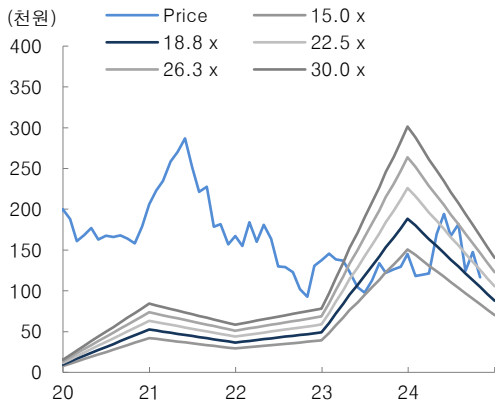
**연간 실적 추정 변경**

(단위: 십억원, 원, %)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	3,849	4,337	3,810	4,240	-1.0	-2.2
영업이익	202	432	219	368	8.4	-15.0
영업이익률	5.2	10.0	5.7	8.7		
지배지분순이익	678	377	694	323	2.3	-14.1
순이익률	16.7	8.2	17.3	7.2		
EPS(지배지분순이익)	11,446	6,280	11,707	5,370	2.3	-14.5

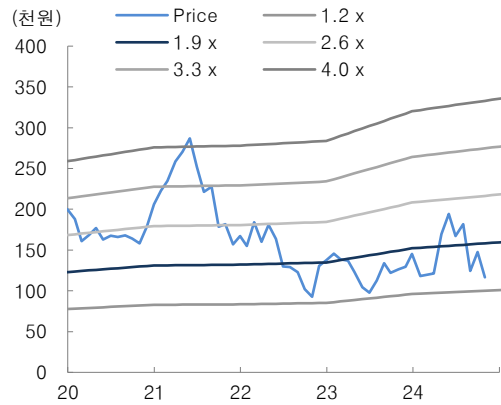
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

**그림 1. 아모레퍼시픽 PER Band Chart**



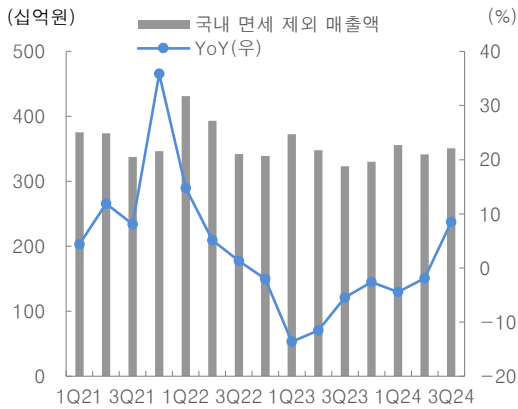
자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

**그림 2. 아모레퍼시픽 PBR Band Chart**



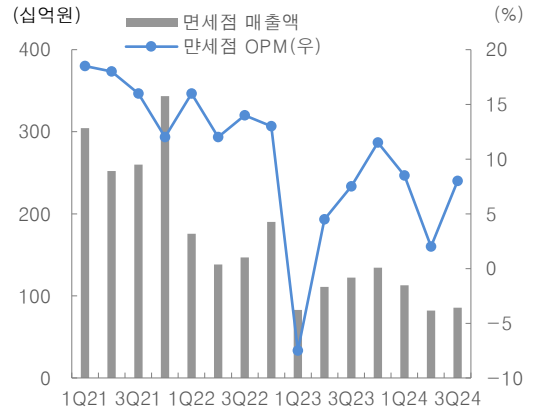
자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 3. 국내 면세 제외 화장품 매출액 추이



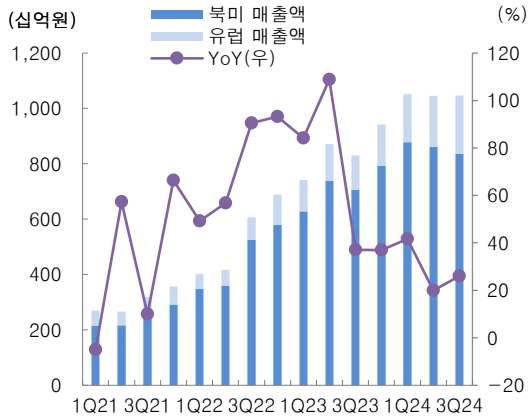
주: 대신증권 추정치  
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

그림 4. 면세점 매출액 추이 및 OPM



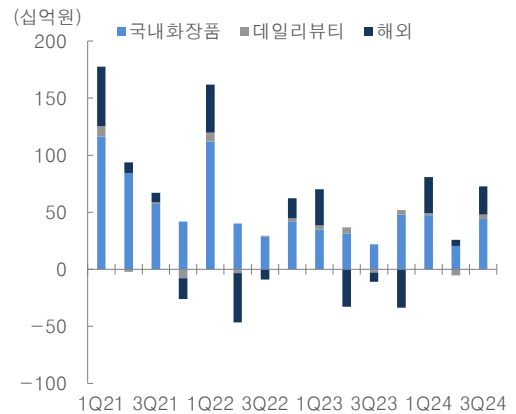
주: 대신증권 추정치  
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

그림 5. COSRX 제외 서구권 매출액 추이



주: 대신증권 추정치, COSRX 제외 기준  
자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

그림 6. 사업부별 영업이익 추이



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

표 1. 미국 아마존 베스트셀러 100 위 내 아모레퍼시픽 제품

순위	제품명	브랜드	가격
<b>Best Sellers in Beauty &amp; Personal Care</b>			
22	LANEIGE Lip Sleeping Mask	러네즈	21.00
27	COSRX Snail Mucin 96% Power Repairing Essence	COSRX	19.50
74	LANEIGE Lip Glow Balm	러네즈	19.00
<b>Best Sellers in Skin Care Products</b>			
14	LANEIGE Lip Sleeping Mask	러네즈	21.00
15	COSRX Snail Mucin 96% Power Repairing Essence	COSRX	19.50
31	LANEIGE Lip Glow Balm	러네즈	19.00
64	COSRX Snail Mucin 92% Face Moisturizer	COSRX	18.50
<b>Best Sellers in Skin Sun Protection</b>			
31	innisfree Daily UV Defense Sunscreen Broad Spectrum SPF 36,	이니스프리	18.00
38	COSRX Daily SPF 50 Vitamin E Vitalizing Sunscreen for Face	COSRX	17.99

주: 10/31 기준  
자료: Amazon, 대신증권 Research Center

표 2. 아모레퍼시픽 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	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>1,017</b>	<b>3,674</b>	<b>3,810</b>	<b>4,240</b>
국내	552	555	543	560	564	512	535	542	2,211	2,152	2,239
화장품	455	459	446	465	468	423	436	450	1,825	1,778	1,857
Daily Beauty	97	96	98	96	95	89	98	93	386	375	382
해외	345	372	318	357	337	381	431	467	1,392	1,617	1,940
중국	146	143	117	137	115	71	67	79	543	333	321
북미	63	74	71	79	88	122	147	175	287	531	698
COSRX 제외	63	74	71	79	88	87	84	95	287	353	403
유럽	11	13	12	15	17	37	55	59	52	168	255
COSRX 제외	11	13	12	15	17	18	21	24	52	81	98
COSRX	-	-	-	-	-	88	151	177	-	416	712
YoY (%)	-21.6	0.0	-5.1	-14.9	-0.2	-4.3	9.9	9.8	-11.1	3.7	11.3
국내	-24.6	-11.6	-7.5	-11.6	2.1	-7.8	-1.6	-3.2	-14.4	-2.6	4.0
화장품	-25.0	-13.6	-8.8	-12.2	2.9	-7.8	-2.1	-3.3	-15.4	-2.6	4.4
Daily Beauty	-22.9	-0.4	-0.7	-8.4	-2.0	-7.7	0.5	-3.0	-9.1	-3.0	2.0
해외	-17.9	25.3	-5.1	-19.2	-2.3	2.4	35.8	30.9	-6.8	16.2	20.0
중국	-45.0	20.5	-22.2	-39.4	-21.0	-50.0	-43.0	-41.9	-28.6	-38.6	-3.5
북미	80.5	105.3	34.7	36.9	39.8	64.8	107.4	120.0	58.2	85.1	31.4
COSRX 제외	-	-	-	-	-	17.2	18.3	19.7	58.2	22.9	14.4
유럽	107.3	131.6	53.1	37.0	51.8	182.6	339.5	300.0	72.1	224.9	51.5
COSRX 제외	-	-	-	-	-	35.9	69.9	60.7	72.1	55.5	22.1
COSRX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	65.2
<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>77</b>	<b>108</b>	<b>219</b>	<b>368</b>
국내	44	37	19	52	49	15	48	42	152	155	150
화장품	35	31	22	48	47	21	44	40	136	152	143
Daily Beauty	4	5	-3	4	2	-5	4	2	10	2	7
해외	32	-33	-8	-34	32	5	25	42	-43	104	256
중국	2	-40	-22	-55	-9	-45	-30	-22	-115	-106	-8
COSRX	-	-	-	-	-	24	47	54	161	125	200
YoY (%)	-59.3	흑전	-8.2	-63.7	12.9	-28.7	277.7	272.6	-49.5	102.5	67.9
국내	-60.8	0.3	-35.0	29.7	11.8	-58.7	151.3	-18.8	-30.4	1.8	-2.9
화장품	-68.8	-21.7	-23.8	13.8	35.8	-34.4	101.8	-15.8	-39.0	12.0	-6.0
Daily Beauty	-55.1	흑전	적전	64.0	-51.4	적전	흑전	-54.7	33.8	-79.1	210.9
해외	-24.9	적지	적지	적전	0.0	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	146.4
중국	-92.9	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
COSRX	-	-	-	-	-	-	-	-	216.1	-22.5	59.8
영업이익률 (%)	7.0	0.6	1.9	2.2	8.0	0.5	6.7	7.6	2.9	5.8	8.7
국내	8.0	6.6	3.5	9.3	8.7	3.0	9.0	7.8	6.9	7.2	6.7
화장품	7.7	6.8	4.9	10.3	10.1	4.9	10.1	9.0	7.5	8.6	7.7
Daily Beauty	3.6	5.6	-2.8	4.3	1.8	-6.1	4.1	2.0	2.7	0.6	1.8
해외	9.2	-8.8	-2.6	-9.4	9.4	-6.5	-7.8	-4.0	0.0	-1.8	4.6
중국	1.4	-28.1	-18.8	-40.3	-7.4	-63.1	-44.9	-28.0	-21.2	-31.7	-2.4
COSRX	-	-	-	-	-	27.5	31.0	30.5	-	30.0	28.0

자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	4,135	3,674	3,810	4,240	4,447
매출원가	1,338	1,155	1,115	1,185	1,221
매출총이익	2,797	2,519	2,695	3,055	3,226
판매비와관리비	2,583	2,411	2,476	2,687	2,806
영업이익	214	108	219	368	421
영업이익률	5.2	2.9	5.7	8.7	9.5
EBITDA	503	360	413	537	569
영업외손익	10	172	556	26	-19
관계기업손익	9	42	20	0	0
금융수익	23	162	133	62	12
외환관련이익	60	31	28	28	28
금융비용	-34	-19	-27	-22	-16
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	13	-12	430	-15	-15
법인세비용차감전순손익	224	281	775	394	401
법인세비용	-95	-107	-116	-87	-88
계속사업순손익	129	174	658	307	313
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	129	174	658	307	313
당기순이익률	3.1	4.7	17.3	7.2	7.0
비재배분순이익	-5	-6	-35	-16	-17
재배분순이익	134	180	694	323	330
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	-4	0	0	0
포괄순이익	102	133	658	307	313
비재배분포괄이익	-6	-6	-35	-16	-17
재배분포괄이익	109	139	694	323	330

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	2,177	2,915	11,707	5,370	5,481
PER	63.2	49.7	10.0	21.7	21.3
BPS	69,494	70,933	80,081	83,868	87,747
PBR	2.0	2.0	1.5	1.4	1.3
EBITDAPS	7,282	5,214	5,976	7,780	8,237
EV/EBITDA	15.8	22.2	13.3	9.5	8.2
SPS	59,883	53,207	55,180	61,407	64,399
PSR	2.3	2.7	2.1	1.9	1.8
CFPS	9,070	6,391	12,841	6,974	6,779
DPS	680	910	910	910	910

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	-15.0	-11.1	3.7	11.3	4.9
영업이익 증가율	-37.6	-49.5	102.4	67.9	14.3
순이익 증가율	-28.5	34.5	278.7	-53.4	2.0
수익성					
ROC	3.7	2.0	5.8	9.4	11.1
ROA	3.6	1.9	3.5	5.5	6.0
ROE	2.8	3.7	13.3	5.7	5.6
안정성					
부채비율	21.4	20.8	19.3	19.5	19.7
순차입금비율	-12.4	-17.3	-30.3	-35.7	-40.9
이자보상배율	17.5	6.6	12.6	21.8	26.1

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,735	1,952	2,820	3,303	3,769
현금및현금성자산	450	506	1,242	1,472	1,618
매출채권 및 기타채권	317	324	334	367	383
재고자산	409	394	409	455	477
기타유동자산	559	727	835	1,009	1,291
비유동자산	4,067	3,934	3,745	3,584	3,448
유형자산	2,475	2,442	2,248	2,079	1,930
관계기업투자금	247	287	287	287	287
기타비유동자산	1,344	1,206	1,210	1,218	1,230
자산총계	5,802	5,887	6,565	6,887	7,216
유동부채	831	813	836	866	891
매입채무 및 기타채무	395	374	377	387	392
차입금	223	244	265	285	306
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	213	195	194	193	193
비유동부채	191	201	228	260	298
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	191	201	228	260	298
부채총계	1,023	1,014	1,064	1,126	1,189
자배지분	4,799	4,898	5,530	5,791	6,059
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	792	794	794	794	794
이익잉여금	4,010	4,101	4,732	4,993	5,260
기타지분변동	-38	-32	-31	-30	-29
비재배지분	-19	-25	-29	-30	-31
자본총계	4,779	4,873	5,501	5,761	6,028
순차입금	-592	-842	-1,668	-2,056	-2,466

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	151	348	724	301	322
당기순이익	129	174	658	307	313
비현금항목의 가감	497	267	228	175	155
감가상각비	289	252	194	169	148
외환손익	21	3	-10	-10	-10
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	187	12	44	15	16
자산부채의 증감	-345	-36	-42	-90	-53
기타현금흐름	-130	-57	-121	-91	-93
투자활동 현금흐름	-69	-186	-81	-151	-262
투자자산	183	-96	-16	-19	-22
유형자산	-95	-108	0	0	0
기타	-156	17	-66	-132	-240
재무활동 현금흐름	-155	-99	-114	-114	-114
단기차입금	23	21	21	21	21
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-68	-47	-63	-63	-63
기타	-109	-72	-72	-72	-72
현금의 증감	-88	57	735	230	146
기초 현금	538	450	506	1,242	1,472
기말 현금	450	506	1,242	1,472	1,618
NOPLAT	123	67	186	287	328
FCF	277	145	380	456	476

자료: 아모레퍼시픽, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:정한솔)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

아모레퍼시픽(090430) 투자의견 및 목표주가 변경 내용			투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241029)																	
			<table border="1"> <thead> <tr> <th>구분</th> <th>Buy(매수)</th> <th>Marketperform(중립)</th> <th>Underperform(매도)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>비율</td> <td>93.7%</td> <td>6.3%</td> <td>0.0%</td> </tr> </tbody> </table>			구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)	비율	93.7%	6.3%	0.0%							
구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)																	
비율	93.7%	6.3%	0.0%																	
<table border="1"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>24.11.01</th> <th>24.10.24</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td>170,000</td> <td>170,000</td> </tr> <tr> <td>과리율(평균%)</td> <td></td> <td>(30.00)</td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소%)</td> <td></td> <td>(29.12)</td> </tr> </tbody> </table>			제시일자	24.11.01	24.10.24	투자의견	Buy	Buy	목표주가	170,000	170,000	과리율(평균%)		(30.00)	과리율(최대/최소%)		(29.12)	<p><b>산업 투자의견</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상</li> <li>- Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상</li> <li>- Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상</li> </ul>		
제시일자	24.11.01	24.10.24																		
투자의견	Buy	Buy																		
목표주가	170,000	170,000																		
과리율(평균%)		(30.00)																		
과리율(최대/최소%)		(29.12)																		
<table border="1"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>24.11.01</th> <th>24.10.24</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td>Buy</td> <td>Buy</td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>과리율(평균%)</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소%)</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>			제시일자	24.11.01	24.10.24	투자의견	Buy	Buy	목표주가			과리율(평균%)			과리율(최대/최소%)			<p><b>기업 투자의견</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상</li> <li>- Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상</li> <li>- Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상</li> </ul>		
제시일자	24.11.01	24.10.24																		
투자의견	Buy	Buy																		
목표주가																				
과리율(평균%)																				
과리율(최대/최소%)																				
<table border="1"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>24.11.01</th> <th>24.10.24</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>과리율(평균%)</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소%)</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>			제시일자	24.11.01	24.10.24	투자의견			목표주가			과리율(평균%)			과리율(최대/최소%)					
제시일자	24.11.01	24.10.24																		
투자의견																				
목표주가																				
과리율(평균%)																				
과리율(최대/최소%)																				
<table border="1"> <thead> <tr> <th>제시일자</th> <th>24.11.01</th> <th>24.10.24</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>투자의견</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>목표주가</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>과리율(평균%)</td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>과리율(최대/최소%)</td> <td></td> <td></td> </tr> </tbody> </table>			제시일자	24.11.01	24.10.24	투자의견			목표주가			과리율(평균%)			과리율(최대/최소%)					
제시일자	24.11.01	24.10.24																		
투자의견																				
목표주가																				
과리율(평균%)																				
과리율(최대/최소%)																				