

화장품/제약·바이오

이지원

02)6742-3584

leejw9205@heungkuksec.co.kr

(090430)

아모레퍼시픽

3분기 수익성 개선 확인

BUY(유지)

목표주가	150,000원(유지)
현재주가(10/23)	120,300원
상승여력	24.7%
시가총액	7,037십억원
발행주식수	58,493천주
52주 최고가 / 최저가	194,200 / 111,700원
3개월 일평균거래대금	56십억원
외국인 지분율	30.0%
주요주주	
아모레퍼시픽그룹 (외 17인)	50.2%
국민연금공단 (외 1인)	6.4%
자사주 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-18.6	-32.3	-29.0	-10.7
상대수익률(KOSPI)	-16.6	-23.9	-23.5	-21.2

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	4,135	3,674	3,801	4,395
영업이익	214	108	218	397
EBITDA	503	360	468	639
지배주주순이익	134	180	612	333
EPS	2,175	2,914	10,297	5,525
순차입금	-200	-330	-177	-445
PER	63.2	49.8	11.7	21.8
PBR	2.0	2.0	1.6	1.5
EV/EBITDA	16.6	23.7	15.4	10.9
배당수익률	0.5	0.6	0.8	0.8
ROE	2.8	3.7	12.0	6.2
컨센서스 영업이익	214	108	226	446
컨센서스 EPS	2,175	2,914	10,113	5,402

주가추이



3Q24 Review: 비용 절감에 의한 OP 컨센서스 상회

아모레퍼시픽의 3분기 매출액/영업이익은 9,772억/652억원(+9.9% yoy/+278% yoy)으로 매출액은 컨센서스 부합 수준, 영업이익은 컨센서스를 48% 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 3분기 서프라이즈의 주요 원인은: 1) 면세 채널 등 일부 국내 채널 비용 통제로 인한 수익성 개선, 2) 시장의 예상보다 낮았던 중국 사업 영업적자에 있다. 3분기 국내 화장품 부문의 매출액/영업이익은 4,364억/440억원(-2.1% yoy/+101.8% yoy)으로 면세 채널의 부진(3분기 면세 매출: -30% yoy) 등으로 인해 매출액은 감소했지만 관련 비용이 통제되며 수익성은 대폭 개선되었다. 중국 화장품 사업 역시 시장은 500억 수준의 적자를 예상하였지만 마케팅 비용의 축소 등으로 인해 300억 수준의 적자만을 시현하며 3분기 OP 서프라이즈에 기여하였다. 국내 생활용품 부문 역시 3분기 흑자전환 시현하였으며 코스알엑스 포함 해외 지역 3분기 매출/영업이익은 4,313억/247억원(+36% yoy/흑전)을 시현하며 예상보다 선전한 것으로 보인다.

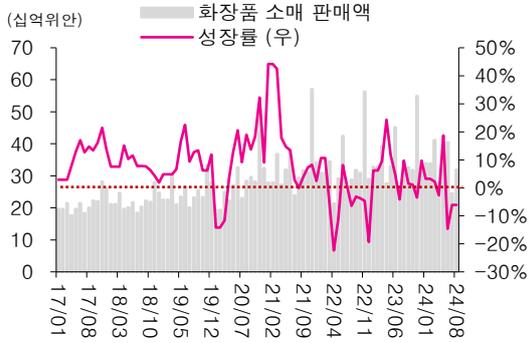
아직 기대해 볼 만한 북미 성장과 중국 구조조정

3분기 가장 주목을 받았던 코스알엑스 매출/영업이익은 1,510억/468억원(+8% yoy/-5% yoy) 시현한 것으로 추정하는데 이는 시장의 최근 높아진 기대치에는 미치지 못한 것으로 보인다. 최근 북미 지역에서의 경쟁 심화, 마케팅 비용 상승 등 여러 요인이 하반기 코스알엑스 성장 둔화로 이어질 것이라는 시장의 우려가 상당한 시점이다. 그러나 우리는 앞서 진행된 Amazon Prime Day 행사에서 코스알엑스와 라네즈의 핵심 제품군이 뷰티 및 퍼스널 케어 부문 상위권에 랭킹되며 아직 북미 사업 피크아웃 수준은 아님을 확인하였다. 따라서 앞서 제시한 코스알엑스의 2025~26년 매출액 성장률 추정치 +24~49% yoy, 영업이익률 25~27% 추정치를 유지한다. 내년 상반기 예상되는 중국 화장품 사업 턴어라운드 역시 향후 중국 소비 경기 회복 사이클에 기대해 볼 만한 투자포인트라고 판단한다.

투자의견 BUY/목표주가 150,000원 유지

내년 중국 사업 턴어라운드 및 북미 지역 중심 코스알엑스 이익 성장을 긍정적으로 보아 투자의견/목표주는 BUY/150,000원으로 유지한다. 향후 가장 큰 리스크 포인트는 미국 향 한국 화장품 수출 성장세 둔화이다.

그림 1 중국 월별 화장품 소매 판매 성장률 추이



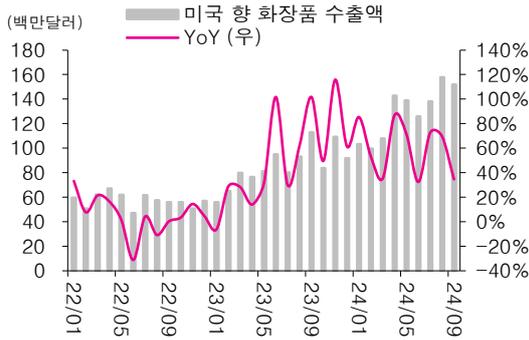
자료: NBS, 흥국증권 리서치센터

그림 2 중국 소비자 신뢰지수 추이



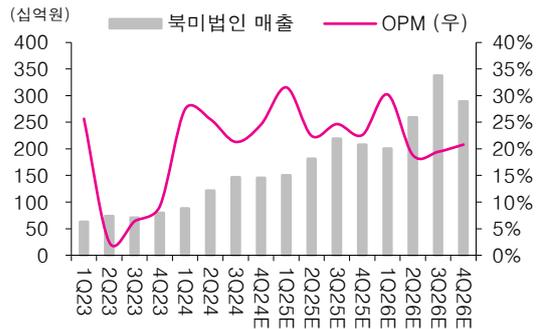
자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

그림 3 미국 향 한국 화장품 수출 성장 추이



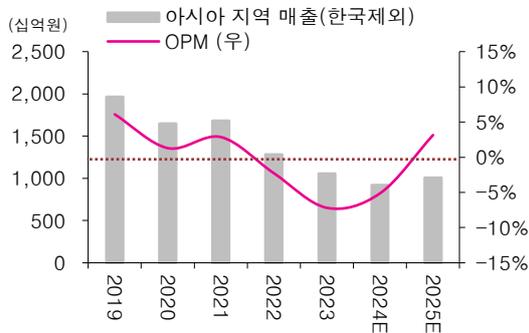
자료: 관세청, 흥국증권 리서치센터

그림 4 아모레퍼시픽 북미 법인 매출액 추이 및 전망



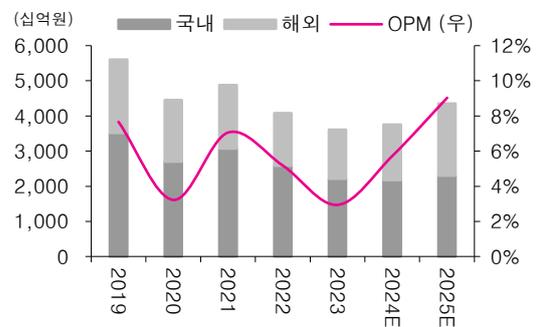
자료: 아모레퍼시픽, 흥국증권 리서치센터

그림 5 아모레퍼시픽 아시아 화장품 매출액 추이 및 전망



자료: 아모레퍼시픽, 흥국증권 리서치센터

그림 6 아모레퍼시픽 부문별 전체 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 아모레퍼시픽, 흥국증권 리서치센터

표 1 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E
연결 매출액	914	945	889	926	911	905	977	1,007	3,674	3,801	4,395
한국	552	555	543	560	564	512	535	570	2,211	2,180	2,303
화장품	455	459	446	465	468	423	436	456	1,825	1,784	1,893
생활용품	97	96	98	96	95	89	98	114	386	396	410
해외	349	372	318	357	337	381	431	425	1,396	1,575	2,045
아시아	275	285	235	263	232	222	230	237	1,058	921	1,005
유럽	11	13	12	15	17	37	55	43	52	152	281
북미	63	74	71	79	88	122	147	145	287	502	758
영업이익	64	6	17	21	73	4	65	76	108	218	397
한국	38	37	19	52	49	15	48	40	146	152	163
화장품	35	31	22	48	47	21	44	36	136	148	147
생활용품	4	5	-3	4	2	-5	4	4	10	4	16
해외	32	-33	-8	-34	32	5	25	44	-43	105	274
아시아	13	-35	-12	-42	3	-32	-16	-2	-76	-47	32
유럽	3	1	-1	1	5	6	10	10	3	30	54
북미	16	2	5	7	24	31	31	36	30	122	189
영업이익률	7.0%	0.6%	1.9%	2.2%	8.0%	0.5%	6.7%	7.5%	2.9%	5.7%	9.0%
한국	7.0%	6.6%	3.5%	9.3%	8.7%	3.0%	9.0%	7.0%	6.6%	7.0%	7.1%
화장품	7.7%	6.8%	4.9%	10.3%	10.1%	4.9%	10.1%	7.9%	7.5%	8.3%	7.7%
생활용품	3.6%	5.6%	-2.8%	4.3%	1.8%	-6.1%	4.1%	3.6%	2.7%	1.1%	3.9%
해외	9.0%	-8.8%	-2.6%	-9.4%	9.4%	1.3%	5.7%	10.3%	-3.1%	6.7%	13.4%
아시아	4.7%	-12.3%	-5.1%	-16.0%	1.3%	-14.4%	-7.1%	-0.8%	-7.2%	-5.1%	3.2%
유럽	21.9%	3.8%	-6.5%	6.8%	26.0%	16.1%	18.0%	22.8%	6.2%	19.8%	19.1%
북미	25.6%	2.4%	6.4%	9.2%	27.4%	25.5%	21.3%	24.6%	10.4%	24.3%	24.9%

자료: 흥국증권 리서치센터

표 2 아모레퍼시픽 실적 추정치 변경

	변경 전			변경 후			변경률		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	3,846	4,455	5,002	3,801	4,395	5,012	-1%	-1%	0%
영업이익 (십억원)	196	397	526	218	397	528	11%	0%	0%
영업이익률 (%)	5.1%	8.9%	10.5%	5.7%	9.0%	10.5%			
지배기업순이익 (십억원)	594	333	439	612	333	441	3%	0%	0%

자료: 흥국증권 리서치센터

표 3 아모레퍼시픽 목표주가 산정 PER Multiple Valuation

	2024E	2025E	비고
EPS (원)	10,297	5,525	12M Fwd EPS: 6,718
목표 PER (배)		21.7	글로벌 화장품 브랜드 업체 12M Fwd PER 평균
목표주가 (원)		150,000	
현재주가(원)		120,300	
상승여력 (%)		24.7%	

자료: 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	4,135	3,674	3,801	4,395	5,012
증가율 (Y-Y,%)	(15.0)	(11.1)	3.4	15.6	14.0
영업이익	214	108	218	397	528
증가율 (Y-Y,%)	(37.6)	(49.5)	101.3	82.4	33.1
EBITDA	503	360	468	639	757
영업외손익	10	172	529	9	10
순이자수익	(3)	(4)	5	11	11
외화관련손익	15	6	0	0	0
지분법손익	9	39	21	7	7
세전계속사업손익	224	281	747	406	538
당기순이익	129	174	583	317	420
지배기업당기순이익	134	180	612	333	441
증가율 (Y-Y,%)	(30.6)	33.9	239.7	(45.6)	32.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	(9.5)	(6.1)	(7.9)	2.1	10.9
영업이익증가율(3Yr)	(20.6)	(8.9)	(14.1)	22.8	69.7
EBITDA증가율(3Yr)	(18.0)	(15.7)	(12.8)	8.3	28.1
순이익증가율(3Yr)	(16.7)	99.6	47.7	34.8	34.2
영업이익률(%)	5.2	2.9	5.7	9.0	10.5
EBITDA마진(%)	12.2	9.8	12.3	14.5	15.1
순이익률 (%)	3.1	4.7	15.3	7.2	8.4
NOPLAT	123	67	170	310	412
(+) Dep	289	252	251	242	229
(-) 운전자본투자	127	119	(466)	74	61
(-) Capex	99	134	108	140	147
OpFCF	186	66	779	338	433

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,735	1,952	1,508	1,828	2,251
현금성자산	557	681	517	711	1,003
매출채권	317	324	335	388	442
재고자산	409	394	408	472	538
비유동자산	4,067	3,934	5,151	5,091	5,055
투자자산	1,234	1,152	930	968	1,007
유형자산	2,475	2,442	2,334	2,205	2,097
무형자산	358	341	1,887	1,918	1,951
자산총계	5,802	5,887	6,658	6,918	7,305
유동부채	831	813	1,007	1,049	1,109
매입채무	395	374	359	398	453
유동성이자부채	292	299	308	298	288
비유동부채	191	201	343	292	241
비유동이자부채	65	51	32	(32)	(96)
부채총계	1,023	1,014	1,350	1,340	1,349
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	792	794	625	625	625
이익잉여금	4,010	4,101	4,649	4,919	5,297
자본조정	(38)	(32)	(51)	(51)	(51)
자기주식	(9)	(4)	(12)	(12)	(12)
자본총계	4,779	4,873	5,308	5,578	5,956
투하자본	4,317	4,240	5,065	5,064	5,073
순차입금	(200)	(330)	(177)	(445)	(811)
ROA	2.3	3.1	9.8	4.9	6.2
ROE	2.8	3.7	12.0	6.2	7.7
ROIC	2.9	1.6	3.7	6.1	8.1

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	2,175	2,914	10,297	5,525	7,374
BPS	69,494	70,933	76,150	80,058	85,532
DPS	680	910	910	910	910
Multiples(x,%)					
PER	63.2	49.8	11.7	21.8	16.3
PBR	2.0	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/ EBITDA	16.6	23.7	15.4	10.9	8.7
배당수익률	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8
PCR	15.2	22.7	25.9	14.3	12.3
PSR	2.3	2.7	2.2	1.9	1.7
재무건전성 (%)					
부채비율	21.4	20.8	25.4	24.0	22.7
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	208.8	240.0	149.8	174.3	203.0
이자보상배율	63.8	24.8	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.3	0.4	n/a	n/a	n/a
자산구조					
투하자본(%)	70.7	69.8	77.8	75.1	71.6
현금+투자자산(%)	29.3	30.2	22.2	24.9	28.4
자본구조					
차입금(%)	7.0	6.7	6.0	4.6	3.1
자기자본(%)	93.0	93.3	94.0	95.4	96.9

주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	151	348	348	506	615
당기순이익	129	174	583	317	420
자산상각비	289	252	251	242	229
운전자본증감	(345)	(36)	33	(74)	(61)
매출채권감소(증가)	2	(13)	9	(52)	(54)
재고자산감소(증가)	55	(11)	56	(64)	(66)
매입채무증가(감소)	(53)	7	(111)	38	56
투자현금	(69)	(186)	(275)	(178)	(189)
단기투자자산감소	212	(82)	339	(3)	(3)
장기투자증권감소	0	0	6	4	4
설비투자	(99)	(134)	(108)	(140)	(147)
유무형자산감소	(31)	(12)	(5)	(5)	(6)
재무현금	(155)	(99)	(142)	(137)	(137)
차입금증가	(83)	(49)	(71)	(74)	(74)
자본증가	(71)	(47)	(74)	(63)	(63)
배당금지급	68	47	63	63	63
현금 증감	(88)	57	(66)	191	289
총현금흐름(Gross CF)	626	441	320	580	676
(-) 운전자본증가(감소)	127	119	(466)	74	61
(-) 설비투자	99	134	108	140	147
(+) 자산매각	(31)	(12)	(5)	(5)	(6)
Free Cash Flow	369	176	673	362	461
(-) 기타투자	0	0	(6)	(4)	(4)
잉여현금	369	176	679	366	465

아모레퍼시픽- 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자 의견 및 목표주가 변경

날짜	투자 의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-08-19	담당자 변경			
2024-08-19	Buy	160,000	(18.1)	(4.9)
2024-10-24	Buy	150,000	(20.1)	(17.5)
2024-11-04	Buy	150,000		

투자 의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2024년 09월 30일 기준)

Buy (98.7%)	Hold (1.3%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 분상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286