

아모레퍼시픽 (090430/KS)

폼 돌아오는 중

SK증권 리서치센터

매수(신규편입)

목표주가: 150,000 원(신규편입)

현재주가: 123,400 원

상승여력: 21.6%



Analyst
형권훈

kh.hyung@sk.com.kr
3773-9997

Company Data

발행주식수	5,849 만주
시가총액	7,218 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외18)	50.15%
국민연금공단	7.42%

Stock Data

주가(25/09/23)	123,400 원
KOSPI	3,486.19 pt
52주 최고가	152,200 원
52주 최저가	99,500 원
60일 평균 거래대금	29 십억원

주가 및 상대수익률



턴어라운드 $\pm\alpha$

동사의 실적은 과거의 부진을 딛고 최근 턀어라운드 했다. 작년 중국에서 이커머스 거래 구조를 변경하고, 수익성 낮은 매장을 철수하는 등 고정비를 낮추고 수익 구조를 개편함에 따른 성과가 나오고 있다. 여기에 더해 미국과 EMEA 지역 매출액도 2 분기에 두 자릿수 성장했다. 미국 세포라에서 라네즈가 기존 립 제품을 넘어 스킨케어까지 매출이 고성장하고 있고, 여기에 이니스프리와, 올해 신규 입점한 에스트라까지 제품 순위의 흐름이 긍정적이다. 다만 코스알엑스의 매출이 하락하고 있는 점은 아쉬운 포인트다. 가격 정상화 및 제품 라인업 강화에 나서고 있지만 매출 턀어라운드까지는 다소 시간이 필요할 것으로 본다.

3분기 영업이익 시장 컨센서스 부합 전망

동사의 3 분기 실적은 매출액 1,046 억 원(+7% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 933 억 원(+43%, OPM 8.9%)로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 전망한다. 국내 화장품 부문 매출액은 +6% 성장할 것으로 보는데, 온라인과 MBS 채널의 매출이 성장하고, 면세점 매출은 업황이 바닥을 형성해 회복했을 것이다. 해외 매출은 +9% 성장할 것으로 예상된다. 북미 지역에서 라네즈의 판매 호조 및 에스트라 신규 입점 효과로 매출 성장하는 한편, 중화권은 매출 두 자릿수 성장과 영업이익 흑자 지속되었을 것이다. 한편 코스알엑스는 2 분기 대비 매출액 감소했을 것으로 추정한다.

투자의견 '매수', 목표주가 150,000 원

동사의 주가는 12MF PER 기준 22 배로, 과거 2010년대 초 중국 사업 모멘텀이 반영되기 전 수준에 불과하다. 그에 비해 그간 실적의 발목을 잡았던 중국 사업이 정상화되었고, 코스알엑스를 제외한 서구권 시장 매출이 고성장하고 있다. 코스알엑스의 실적 부진은 아쉽지만 주가는 이미 지난 실적 발표를 거치며 이를 반영했기 때문에 현 주가는 동사의 실적의 잠재력 대비 저평가되어 있다고 본다. 아모레퍼시픽 목표주가 150,000 원과 '매수' 투자의견을 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	십억원	4,135	3,674	3,885	4,300	4,605	4,872
영업이익	십억원	214	108	220	414	481	548
순이익(지배주주)	십억원	134	180	593	327	383	430
EPS	원	1,947	2,608	8,591	4,743	5,544	6,234
PER	배	70.6	55.6	12.2	26.0	22.3	19.8
PBR	배	2.0	2.0	1.4	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	배	15.8	22.2	13.0	11.3	10.5	9.8
ROE	%	2.8	3.7	11.7	6.1	6.8	7.3

1. 실적추정치 및 밸류에이션

아모레퍼시픽 부문별 실적 추정치									(단위: 십억 원, %)			
	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	'23	'24	'25E	'26E
매출액	912	905	977	1,092	1,068	1,005	1,046	1,181	3,674	3,885	4,300	4,605
국내	564	512	535	547	577	554	561	576	2,211	2,157	2,268	2,354
화장품	469	423	436	440	477	454	461	467	1,825	1,768	1,858	1,937
비면세	356	341	351	336	378	355	365	352	1,382	1,384	1,450	1,508
면세	113	82	86	104	98	100	96	114	442	384	408	428
데일리 뷰티	95	89	98	107	101	99	100	110	386	389	410	418
해외	337	382	431	529	473	436	471	589	1,396	1,679	1,970	2,195
아시아	232	222	230	300	261	258	262	340	1,053	984	1,120	1,226
중화권	148	108	98	157	133	133	119	184	696	510	568	591
기타 아시아	84	115	133	143	128	125	143	156	357	474	552	635
북미	88	122	147	168	157	134	158	186	287	525	635	731
EMEA	17	37	55	61	55	44	51	64	52	170	214	238
매출액 YoY	0	-4	10	18	17	11	7	8	-11	6	11	7
국내	2	-8	-2	-2	2	8	5	5	-14	-2	5	4
화장품	3	-8	-2	-5	2	7	6	6	-15	-3	5	4
비면세	-4	-2	9	-2	6	4	4	5	-13	0	5	4
면세	36	-26	-32	-16	-13	22	12	10	-22	-13	6	5
데일리 뷰티	-2	-8	0	12	6	12	2	2	-9	1	5	2
해외	-4	2	36	48	40	14	9	11	-6	20	17	11
아시아	-14	-22	-2	14	13	16	14	13	-17	-7	14	9
중화권	-19	-44	-34	-9	-10	23	22	17		-27	11	4
기타 아시아	-4	25	52	57	53	9	8	9		33	17	15
북미	40	65	107	112	79	10	8	10	58	83	21	15
EMEA	52	183	340	313	220	18	-7	4	62	229	26	11
매출총이익	646	638	683	779	769	730	763	859	2,519	2,747	3,120	3,325
/GPM	71	71	70	71	72	73	73	73	69	71	73	72
/YoY	5	-1	11	20	19	14	12	10	-10	9	14	7
영업이익	73	4	65	78	118	74	115	107	108	221	414	480
/OPM	8	0	7	7	11	7	11	9	3	6	10	10
/YoY	13	-29	278	280	62	1,652	77	37	-50	104	88	16

자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

목표주가 산정 로직

항목	단위	구분	값	산식
12MF 지배주주순이익	십억 원	(A)	369	
유통주식수	주	(B)	58,434,274	
12MF EPS	원	(C)	6,315	(A)/(B)
Target 멀티플	배	(D)	23	화장품 업종 12MF PER 에 30% 할증
목표주가	원	(E)	150,000	(C)*(D)
현재 주가	원	(F)	125,000	
주가 상승여력	%	(G)	21.6%	(E)/(F) - 1

자료: SK 증권

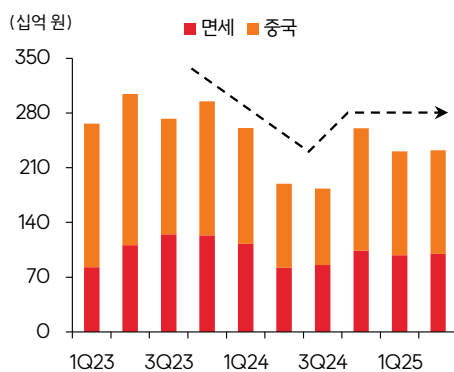
2. 투자포인트

(1) 중국 실적 턴어라운드

동사의 매출액과 영업이익은 면세채널의 매출 감소, 중국에서의 브랜드 경쟁력 약화 등으로 '22 년과 '23 년에 큰 폭으로 감소했는데, '24 년부터는 다시 연간 기준으로 회복세로 돌아섰다. 당사는 중국 사업 구조조정 성과와, 서구권에서의 매출 성장을 바탕으로 이러한 실적 회복세가 지속될 것으로 전망한다.

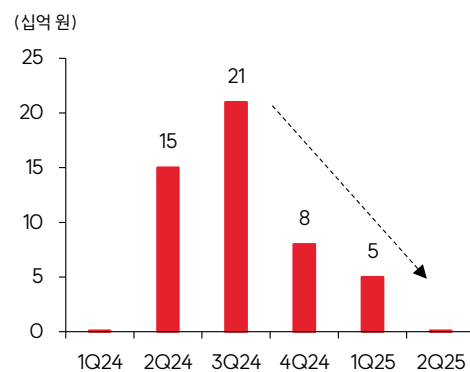
중국 사업은 올해 1분기에 영업이익 기준 흑자전환에 성공했으며, 2분기에도 흑자를 이어갔다. 작년 대규모 영업적자가 발생한 것에 비하면 큰 성과인데, 앞으로도 이러한 흑자 기조가 유지될 것으로 본다. 중국 사업의 흑자전환 배경에는 ① 이커머스 거래구조 변경(직매입 → 컨사인먼트) 과정에서 발생한 재고환입 비용이 작년에 모두 반영된 것과, ② 라네즈, 이니스프리 등 현지에서 수익성이 좋지 않았던 브랜드의 오프라인 매장을 과감하게 철수함에 따른 고정비 축소 효과, ③ 수익성 낮은 브랜드에 대한 마케팅비, 프로모션 비용 축소가 크다.

면세 및 중국 매출 추이



자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

중국 사업 구조조정 관련 일회성 비용

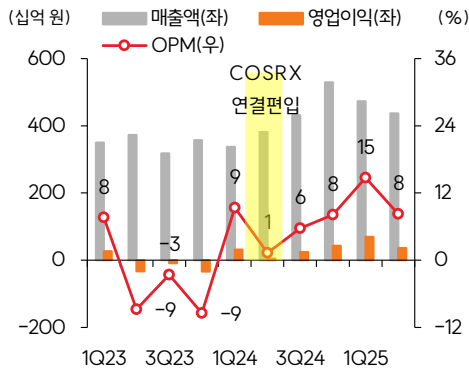


자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

이처럼 비용이 대폭 축소된 가운데 현지에서 아직 브랜드 경쟁력이 있는 설화수를 중심으로 중국 사업을 운영할 예정이므로 과거 대비 이익 구조가 훨씬 안정적으로 개선되었다. 안정적인 이익 구조를 바탕으로 중국 사업의 영업이익 흑자 기조가 향후에도 지속될 것으로 전망한다.

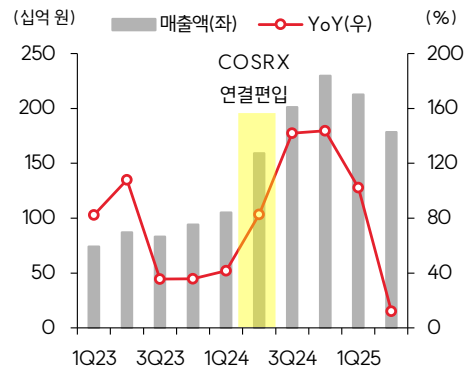
(2) 서구권 실적 성장성

아모레퍼시픽 해외사업 실적 추이



자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

아모레퍼시픽 서구권 매출 추이

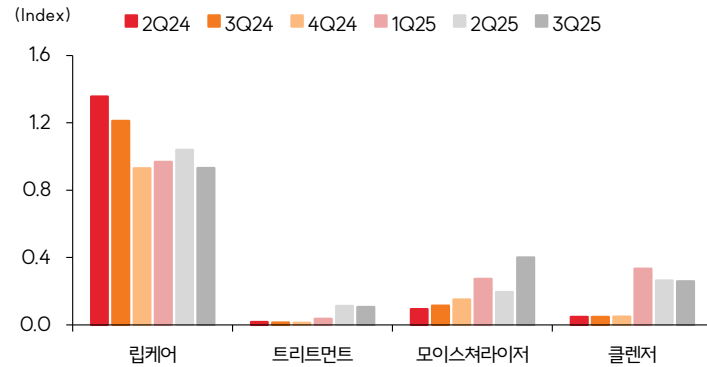


자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

지난 몇 년간 중국 사업의 실적이 부진했던 것에 비해 북미, 유럽 등 서구권 지역 매출은 두 자릿수의 높은 성장률을 기록해 왔다. 그 배경에는 ① K 뷰티에 대한 서구권 소비자들의 수요가 증가하면서 우호적인 사업환경이 조성된 것과, ② 라네즈가 미국 세포라를 중심으로 미국 시장에 안정적으로 자리잡은 것과, ③ 코스알엑스 연결편입 효과가 컸다고 본다. 당사는 향후에도 서구권 매출이 높은 성장률을 이어나갈 것으로 전망하는데, ① 라네즈가 미국 시장에 안정적으로 자리잡은 한편, ② 라네즈에 이어 미국 세포라에 입점한 에스트라와 이니스프리의 매출 기여도가 증가하고, ③ 올해까지는 코스알엑스의 실적 역성장이 불가피하나, 내년 다시 실적이 회복세로 돌아설 것으로 전망하기 때문이다.

먼저 라네즈의 경우 미국 시장에서 유니크한 립 카테고리 제품을 기반으로 현지에서 브랜드 인지도를 확립해 놓은 상태다. 여기에 더해 향후 립 외에도 스킨케어 카테고리에서 매출 기여도가 크게 증가할 것으로 전망한다. 올해 3월 출시한 '바운시애펜 세럼'은 세포라 트리트먼트 카테고리에서 점차 제품 순위가 상승하는 추세이며, 클렌저 카테고리에서는 기존 제품인 '크림스킨 토너'의 10위권 내 높은 순위가 지속되는 가운데 올해 1월 출시된 '워터뱅크 젤 클렌저'가 출시와 동시에 5위권 내 높은 순위를 기록 후 현재까지 유지되고 있다. 상대적으로 니치한 립 카테고리를 넘어 스킨케어 카테고리까지 브랜드 영향력을 확대하고 있고, 세포라에서의 제품 순위 트래픽을 봤을 때 세포라를 중심으로 한 라네즈 브랜드의 높은 매출 성장세가 지속될 것으로 전망한다.

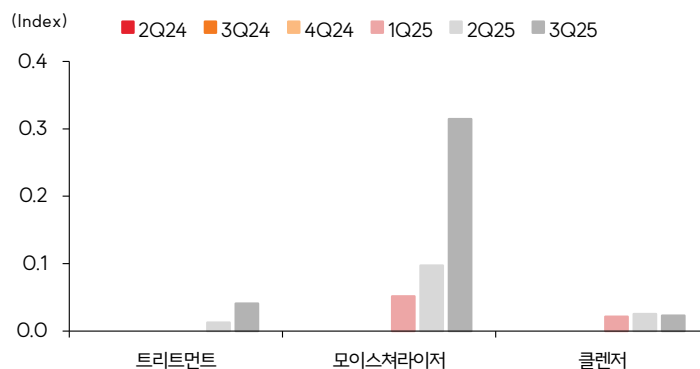
라네즈 미국 세포라 온라인몰 카테고리별 제품 순위 지수 추이



자료: Sephora, SK 증권

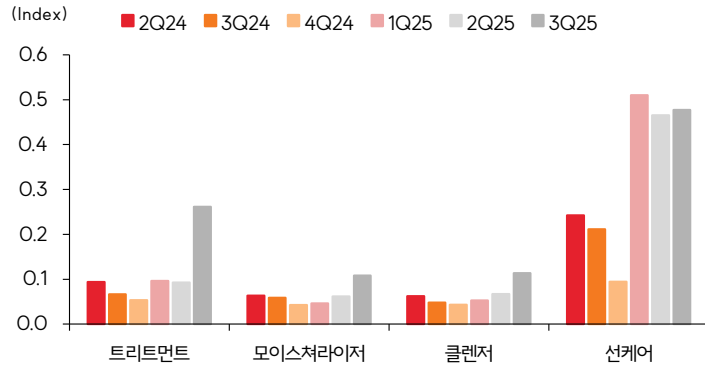
라네즈뿐만 아니라 올해 미국 세포라에 입점한 에스트라의 제품 순위도 긍정적이다. 아직 제품 순위는 라네즈에 비해 전반적으로 낮은 수준이지만 트리트먼트 카테고리에서 2 분기 대비 3 분기에 순위 개선이 있었고, 특히 모이스처라이저 카테고리에서는 '아토베리어 365' 라인업의 크림과 로션의 순위가 매 분기 큰 폭으로 상승 중이다. 이니스프리 역시 제품 순위의 추세가 긍정적이다. 선크어와 트리트먼트, 모이스처라이저 카테고리에서의 순위가 꾸준히 상승 중이다. 이처럼 라네즈뿐만 아니라 에스트라와 이니스프리도 서구권 시장에 신규 채널 입점 및 브랜드 인지도 향상을 바탕으로 향후 매출 기여도가 증가할 것으로 전망한다.

에스트라 미국 세포라 온라인몰 카테고리별 제품 순위 지수 추이



자료: Sephora, SK 증권

이니스프리 미국 세포라 온라인몰 카테고리별 제품 순위 지수 추이



자료: Sephora, SK 증권

세포라 온라인몰 기준 카테고리별 아모레퍼시픽 브랜드의 주요 제품 예시

브랜드	라네즈		
카테고리	립케어	모이스처라이저	클렌저
제품사진			
브랜드	에스트라		
카테고리	트리트먼트	모이스처라이저	클렌저
제품사진			
브랜드	이니스프리		
카테고리	트리트먼트	모이스처라이저	선크어
제품사진			

자료: Sephora, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	1,952	1,735	2,147	2,608	3,037
현금및현금성자산	506	452	693	752	773
매출채권 및 기타채권	324	418	463	496	525
재고자산	394	498	551	590	624
비유동자산	3,934	5,049	5,018	4,930	4,884
장기금융자산	205	143	157	167	176
유형자산	2,442	2,296	2,146	2,017	1,931
무형자산	341	1,774	1,804	1,835	1,866
자산총계	5,887	6,784	7,165	7,538	7,921
유동부채	813	1,096	1,203	1,282	1,353
단기금융부채	299	367	407	436	461
매입채무 및 기타채무	86	96	106	114	120
단기충당부채	2	2	2	2	3
비유동부채	201	362	393	415	435
장기금융부채	51	73	73	73	73
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	6	8	9	10	10
부채총계	1,014	1,457	1,595	1,698	1,788
지배주주지분	4,898	5,252	5,491	5,756	6,043
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	794	623	623	623	623
기타자본구성요소	-13	-18	-18	-18	-18
자기주식	-4	-10	-10	-10	-10
이익잉여금	4,101	4,601	4,851	5,130	5,436
비지배주주지분	-25	74	78	84	90
자본총계	4,873	5,326	5,569	5,840	6,133
부채와자본총계	5,887	6,784	7,165	7,538	7,921

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	348	335	531	265	284
당기순이익(손실)	174	602	332	388	437
비현금성항목등	267	-28	260	252	253
유형자산감가상각비	252	257	231	209	194
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	16	-286	29	44	59
운전자본감소(증가)	-36	-192	-8	-306	-322
매출채권및기타채권의감소(증가)	-13	-53	-45	-33	-29
재고자산의감소(증가)	-11	-42	-53	-39	-34
매입채무및기타채무의증가(감소)	7	-27	10	8	7
기타	-111	-134	-147	-179	-207
법인세납부	-53	-87	-94	-110	-123
투자활동현금흐름	-186	-312	-230	-143	-172
금융자산의감소(증가)	-83	280	-33	-25	-22
유형자산의감소(증가)	-108	-80	-81	-79	-108
무형자산의감소(증가)	-39	-21	-30	-31	-31
기타	43	-492	-86	-9	-11
재무활동현금흐름	-99	-99	-38	-75	-100
단기금융부채의증가(감소)	21	34	39	29	25
장기금융부채의증가(감소)	-69	-65	0	0	0
자본의증가(감소)	2	-171	0	0	0
배당금지급	-47	-63	-78	-103	-125
기타	-5	166	0	0	0
현금의 증가(감소)	57	-55	241	59	21
기초현금	450	506	452	693	752
기말현금	506	452	693	752	773
FCF	240	254	450	186	176

자료 : 아모레퍼시픽, SK증권

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	3,674	3,885	4,300	4,605	4,872
매출원가	1,155	1,138	1,180	1,280	1,319
매출총이익	2,519	2,747	3,120	3,325	3,552
매출총이익률(%)	68.6	70.7	72.6	72.2	72.9
판매비와 관리비	2,411	2,526	2,706	2,845	3,005
영업이익	108	220	414	481	548
영업이익률(%)	2.9	5.7	9.6	10.4	11.2
비영업손익	172	400	12	17	12
순금융손익	-4	-16	-8	-8	-8
외환관련손익	6	27	15	16	17
관계기업등 투자손익	42	16	0	0	0
세전계속사업이익	281	621	426	498	560
세전계속사업이익률(%)	7.6	16.0	9.9	10.8	11.5
계속사업법인세	107	19	94	110	123
계속사업이익	174	602	332	388	437
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	174	602	332	388	437
순이익률(%)	4.7	15.5	7.7	8.4	9.0
지배주주	180	593	327	383	430
지배주주귀속 순이익률(%)	4.9	15.3	7.6	8.3	8.8
비지배주주	-6	8	5	5	6
총포괄이익	133	600	321	374	418
지배주주	139	593	317	369	413
비지배주주	-6	8	4	5	5
EBITDA	360	478	645	689	741

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	-11.1	5.7	10.7	7.1	5.8
영업이익	-49.5	103.8	87.7	16.1	14.0
세전계속사업이익	25.0	121.2	-31.4	16.9	12.5
EBITDA	-28.4	32.7	35.0	6.8	7.6
EPS	33.9	229.4	-44.8	16.9	12.5
수익성 (%)					
ROA	3.0	9.5	4.8	5.3	5.6
ROE	3.7	11.7	6.1	6.8	7.3
EBITDA마진	9.8	12.3	15.0	15.0	15.2
안정성 (%)					
유동비율	240.0	158.3	178.5	203.4	224.5
부채비율	20.8	27.4	28.6	29.1	29.2
순차입금/자기자본	-17.3	-6.3	-10.2	-10.7	-10.5
EBITDA/이자비용(배)	22.1	16.9	49.8	49.6	50.6
배당성향	34.9	13.1	31.6	32.6	30.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,608	8,591	4,743	5,544	6,234
BPS	70,987	76,206	79,664	83,505	87,661
CFPS	6,255	12,319	8,091	8,564	9,039
주당 현금배당금	910	1,125	1,500	1,810	1,880
Valuation지표 (배)					
PER	55.6	12.2	26.0	22.3	19.8
PBR	2.0	1.4	1.5	1.5	1.4
PCR	23.2	8.5	15.3	14.4	13.7
EV/EBITDA	22.2	13.0	11.3	10.5	9.8
배당수익률	0.6	1.1	1.2	1.4	1.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2025.09.24	매수	150,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(증권사)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 09월 24일 기준)

매수	91.67%	중립	8.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------