



아모레퍼시픽 (090430)

모든 것이 완벽해지는 중

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 220,000원

현재 주가(4/29)	155,900원
상승여력	▲41.1%
시가총액	91,190 억원
발행주식수	58,493 천주
52 주 최고가 / 최저가	155,900 / 94,700 원
90 일 일평균 거래대금	275.27 억원
외국인 지분율	27.9%
주주 구성	
아모레퍼시픽그룹 (외 10 인)	50.2%
국민연금공단 (외 1 인)	7.4%
자사주 (외 1 인)	0.2%

추가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	28.4	14.3	33.2	26.4
상대수익률(KOSPI)	30.6	6.8	16.5	19.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	4,135	3,674	4,354	5,041
영업이익	214	108	404	523
EBITDA	503	360	680	780
지배주주순이익	134	180	272	328
EPS	2,175	2,958	4,488	5,366
순차입금	-200	-330	-391	-632
PER	63.2	49.0	34.7	29.1
PBR	2.0	2.0	2.1	2.0
EV/EBITDA	16.6	23.7	13.5	11.5
배당수익률	0.5	0.6	0.9	1.1
ROE	2.8	3.7	5.4	6.2

주가 추이



기대치를 상회한 1분기

2024년 1분기 아모레퍼시픽의 연결 매출액은 9,115억원(-0.2% YoY, -1.6% YoY), 영업이익은 727억원(+12.9% YoY, +251.5% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 542억원, 컨센서스 영업이익 509억원을 큰 폭으로 상회했다.

[국내] 1) 글로벌 e커머스 매출 하락으로 디지털 매출액은 -5% YoY, 2) 면세 매출액은 -16% QoQ였으나 전년 기저효과로 +42% YoY로 국내 화장품 매출액은 +3% YoY를 기록했다. 국내 화장품 매출 성장은 더뎠으나 럭셔리, 프리미엄 브랜드 중심의 성장 및 비용 구조 개선으로 국내 화장품 영업이익은 +36% YoY로 전년 대비 수익성은 개선되었다. [해외] 3) 주요 채널 재고 축소 영향 및 브랜드별 핵심 제품 집중 영향으로 전브랜드 매출이 감소하며 중국 매출액은 -19% YoY로 예상대비 역성장 폭이 컸지만 비용 구조 개선으로 아시아 영업이익은 흑자전환했다. 4) EMEA, 북미에서 라네즈 매출액이 각각 +102%, +55% YoY(추정치) 성장하며 해외 매출액은 -2% YoY에 그쳤다.

투자의견 BUY, 목표주가 220,000원으로 상향 조정(+38%)

이익추정치의 상향 조정으로 목표주가를 상향 조정했다. 과거 백화점, Free Standing Store 중심의 채널 구조에서 Multi Brand Shop, 온라인 채널 중심으로의 채널 전환이 대부분 마무리되어가며 감가상각비 절대금액의 감소 추세가 지속되고 있다. 이번 1분기 COSRX 매출 성장률은 +82% YoY, EMEA, 북미에서의 라네즈 매출액은 +102%, +55% YoY에 달했던 것으로 추정된다. 또한 이번 1분기 북미 이니스프리의 세포라 입점 매장 수는 전분기 대비 220개 이상 확대된 것으로 파악된다. 채널, 브랜드 및 지역 믹스의 전환이 기대했던 것보다도 빠르게 이뤄지고 있다. 단기 Valuation 부담에 매몰될 필요 없다. 대형주 최선호주를 유지한다.

[표1] 아모레퍼시픽 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	914	945	889	926	911	1,066	1,159	1,218	3,674	4,354	5,041
한국	552	555	543	560	564	538	582	601	2,211	2,284	2,449
화장품	455	459	446	465	468	435	481	503	1,825	1,888	2,035
면세점	80	111	122	135	113	85	135	146	447	478	486
디지털	273	235	186	197	260	225	194	207	891	885	962
그외 전통채널	102	113	137	133	96	126	152	150	486	524	587
Daily Beauty	97	96	98	95	95	103	101	98	386	397	415
해외	345	372	318	357	337	403	370	430	1,392	1,539	1,846
아시아	271	285	235	263	232	292	258	296	1,053	1,078	1,219
중국	149	157	113	122	121	157	116	128	541	522	572
그외 아세안	122	128	122	141	111	135	141	168	513	556	648
EMEA	11	13	12	15	17	17	17	20	52	71	91
북미	63	74	71	79	88	94	96	113	287	391	536
COSRX	-	-	-	-	-	104	176	176	-	457	865
기타	17	18	28	9	11	21	31	11	71	74	84
YoY (%)	-21.6	0.0	-5.1	-14.9	-0.2	12.8	30.4	31.5	-11.1	18.5	15.8
한국	-24.6	-11.6	-7.5	-11.6	2.1	-3.1	7.2	7.2	-14.4	3.3	7.2
화장품	-25.0	-13.6	-8.9	-12.2	2.9	-5.2	8.0	8.2	-15.4	3.5	7.8
면세점	-54.8	-19.6	-16.7	-29.2	41.8	-23.6	10.3	8.6	-31.3	7.0	1.5
디지털	-20.8	-25.0	-16.4	-10.0	-5.0	-4.2	4.1	5.2	-19.0	-0.6	8.7
그외 전통채널	19.0	41.0	14.8	10.8	-6.1	10.9	11.0	12.3	19.7	7.7	12.0
Daily Beauty	-22.9	-0.4	-0.6	-8.7	-2.0	6.9	3.5	2.6	-9.2	2.7	4.5
해외	-17.9	25.3	-3.6	-18.4	-2.4	8.2	16.4	20.4	-6.2	10.6	19.9
아시아	-28.6	14.0	-12.5	-28.6	-14.4	2.5	9.8	12.9	-16.8	2.4	13.1
중국	-43.9	25.4	-22.2	-44.6	-19.0	0.0	3.4	5.1	-28.5	-3.4	9.5
그외 아세안	7.1	2.6	-1.1	-4.5	-8.9	5.5	15.8	19.6	0.7	8.4	16.5
EMEA	93.2	123.2	40.9	29.8	51.8	25.8	33.5	35.8	61.8	36.2	29.4
북미	80.5	105.4	34.7	36.9	39.8	27.3	35.3	42.7	58.2	36.3	37.1
COSRX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	89.3
기타	34.6	-12.7	41.0	-48.5	-33.0	17.6	10.8	21.7	2.2	3.7	13.9
영업이익	64	6	17	21	73	80	118	133	108	404	523
한국	44	37	19	52	49	43	41	56	152	188	212
화장품	35	31	22	48	47	37	40	52	136	176	198
Daily Beauty	4	5	-3	4	2	6	1	4	10	13	14
해외	32	-33	-8	-34	32	2	14	18	-43	66	103
아시아	8	-35	-15	-42	6	-7	4	6	-85	8	24
EMEA	2	1	0	1	3	1	0	2	4	7	9
북미	21	2	7	7	22	8	9	11	37	51	70
COSRX	-	-	-	-	-	34	57	57	-	148	259
기타	-11	2	6	2	-8	1	7	2	0	1	9
YoY (%)	-59.3	흑전	-8.2	-63.7	12.9	1,252.5	585.2	545.2	-49.5	273.4	29.5
한국	-60.8	0.3	-34.6	16.5	11.8	16.4	112.2	7.5	-31.8	24.1	12.6
화장품	-66.5	-21.6	-23.6	13.9	35.7	16.7	81.8	8.5	-36.7	29.1	12.5
Daily Beauty	-55.1	흑전	적전	62.4	-51.4	13.5	흑전	-4.6	33.6	21.8	13.4
해외	-25.1	적지	적지	적전	0.2	흑전	흑전	흑전	적전	흑전	57.1
아시아	-74.8	적지	적지	적전	-28.7	적지	흑전	흑전	적지	흑전	194.5
EMEA	97.5	67.4	-72.1	흑전	65.0	34.2	60.2	42.6	81.7	52.9	35.2
북미	142.2	-23.8	-42.3	57.5	4.8	442.6	40.5	44.4	36.3	37.6	37.6
COSRX	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	74.8
기타	적전	흑전	흑전	흑전	적지	-60.0	4.7	-19.9	적지	흑전	597.1
영업이익률 (%)	7.0	0.6	1.9	2.2	8.0	7.5	10.2	11.0	2.9	9.3	10.4
한국	8.0	6.6	3.5	9.3	8.7	8.0	7.0	9.3	6.9	8.2	8.7
화장품	7.7	6.8	4.9	10.3	10.1	8.4	8.3	10.3	7.5	9.3	9.7
Daily Beauty	3.6	5.7	-2.8	4.3	1.8	6.0	0.8	4.0	2.7	3.2	3.4
해외	9.1	-8.8	-2.6	-9.4	9.4	0.6	3.7	4.3	-3.1	4.3	5.6
아시아	3.0	-12.3	-6.5	-16.1	2.5	-2.5	1.5	2.0	-8.0	0.8	2.0
EMEA	18.4	6.0	2.0	8.0	20.0	6.4	2.4	8.4	8.3	9.4	9.8
북미	34.0	2.1	9.4	9.4	25.5	9.0	9.8	9.5	12.9	13.0	13.1
COSRX	-	-	-	-	-	32.5	32.5	32.5	-	32.5	30.0
기타	-66.9	10.1	23.2	26.7	-72.2	3.4	21.9	17.6	-0.7	1.8	11.2

주1: 화장품 채널별 매출액, 중국 매출액, 해외 지역별 영업이익은 한화투자증권 추정치, 주2: COSRX는 2024년 5월 1일 연결 편입 예정, 주3: COSRX 매출액, 영업이익은 1Q23 860억원, 300억원, 1Q24 1,563억원, 595억원

주4: COSRX 2024년 연간 온기 반영 가정 시 매출액, 영업이익은 6,651억원, 2,162억원, 주5: 2024년 COSRX 매출 성장률 가이던스는 +50% 이상으로 상향됨

자료: 아모레퍼시픽, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	4,863	4,135	3,674	4,354	5,041
매출총이익	3,500	2,797	2,519	3,367	3,947
영업이익	343	214	108	404	523
EBITDA	705	503	360	680	780
순이자손익	-5	-3	-4	-1	0
외화관련손익	27	15	6	11	9
지분법손익	1	9	39	12	13
세전계속사업손익	298	224	281	406	524
당기순이익	181	129	174	264	317
지배주주순이익	194	134	180	272	328
증가율(%)					
매출액	9.7	-15.0	-11.1	18.5	15.8
영업이익	140.1	-37.6	-49.5	273.4	29.5
EBITDA	17.2	-28.7	-28.4	88.9	14.7
순이익	727.0	-28.5	34.5	51.9	20.0
이익률(%)					
매출총이익률	72.0	67.7	68.6	77.3	78.3
영업이익률	7.1	5.2	2.9	9.3	10.4
EBITDA 이익률	14.5	12.2	9.8	15.6	15.5
세전이익률	6.1	5.4	7.6	9.3	10.4
순이익률	3.7	3.1	4.7	6.1	6.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	691	151	348	271	464
당기순이익	181	129	174	264	317
자산상각비	362	289	252	276	256
운전자본증감	-94	-345	-36	-269	-114
매출채권 감소(증가)	-3	2	-13	-150	-76
재고자산 감소(증가)	-91	55	-11	-110	-81
매입채무 증가(감소)	-13	-53	7	8	62
투자현금흐름	-708	-69	-186	-171	-168
유형자산처분(취득)	-88	-95	-108	-100	-96
무형자산 감소(증가)	-29	-36	-39	-41	-41
투자자산 감소(증가)	-469	212	-82	-7	-7
재무현금흐름	-226	-155	-99	-67	-79
차입금의 증가(감소)	-156	-83	-49	-20	-16
자본의 증가(감소)	-74	-71	-47	-47	-63
배당금의 지급	-55	-68	-47	-47	-63
총현금흐름	809	626	441	541	578
(-)운전자본증가(감소)	220	127	119	269	114
(-)설비투자	91	99	134	100	96
(+)자산매각	-26	-31	-12	-41	-41
Free Cash Flow	472	369	176	130	327
(-)기타투자	-3	368	-125	22	23
잉여현금	475	1	301	108	304
NOPLAT	208	123	67	263	317
(+) Dep	362	289	252	276	256
(-)운전자본투자	220	127	119	269	114
(-)Capex	91	99	134	100	96
OpFCF	260	186	66	169	363

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	2,019	1,735	1,952	2,276	2,682
현금성자산	642	557	681	722	947
매출채권	335	317	324	474	551
재고자산	493	409	394	504	585
비유동자산	4,098	4,067	3,934	3,834	3,751
투자자산	1,355	1,234	1,152	1,187	1,222
유형자산	2,541	2,475	2,442	2,266	2,105
무형자산	202	358	341	382	423
자산총계	6,117	5,802	5,887	6,110	6,433
유동부채	1,157	831	813	818	876
매입채무	712	395	374	382	443
유동성이자부채	294	292	299	291	281
비유동부채	215	191	201	196	195
비유동이자부채	96	65	51	40	33
부채총계	1,372	1,023	1,014	1,013	1,071
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	796	792	794	794	794
이익잉여금	3,938	4,010	4,101	4,326	4,592
자본조정	-7	-38	-32	-33	-33
자기주식	-19	-9	-4	-4	-4
자본총계	4,744	4,779	4,873	5,097	5,362

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	3,134	2,175	2,958	4,488	5,366
BPS	68,950	69,494	70,933	74,178	78,022
DPS	980	680	910	1,380	1,660
CFPS	11,721	9,070	6,391	7,829	8,369
ROA(%)	3.3	2.3	3.1	4.5	5.2
ROE(%)	4.2	2.8	3.7	5.4	6.2
ROIC(%)	5.1	2.9	1.6	6.1	7.2
Multiples(x, %)					
PER	53.3	63.2	49.0	34.7	29.1
PBR	2.4	2.0	2.0	2.1	2.0
PSR	2.4	2.3	2.7	2.5	2.1
PCR	14.2	15.2	22.7	19.9	18.6
EV/EBITDA	14.6	16.6	23.7	13.5	11.5
배당수익률	0.6	0.5	0.6	0.9	1.1
안정성(%)					
부채비율	28.9	21.4	20.8	19.9	20.0
Net debt/Equity	-5.3	-4.2	-6.8	-7.7	-11.8
Net debt/EBITDA	-35.8	-39.8	-91.7	-57.5	-81.1
유동비율	174.4	208.8	240.0	278.3	306.3
이자보상배율(배)	30.1	17.5	6.6	41.8	57.0
자산구조(%)					
투하자본	67.5	70.7	69.8	69.8	67.1
현금+투자자산	32.5	29.3	30.2	30.2	32.9
자본구조(%)					
차입금	7.6	7.0	6.7	6.1	5.5
자기자본	92.4	93.0	93.3	93.9	94.5

[Compliance Notice]

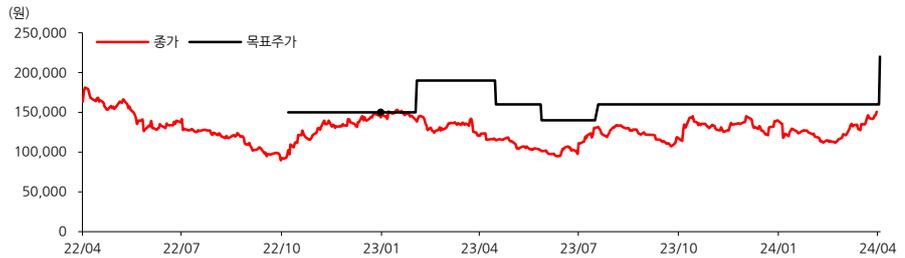
(공표일: 2024년 4월 30일)

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 종목의 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 책임소체에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[아모레퍼시픽 주가와 목표주가 추이]



[투자이견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.11.02	2022.11.02	2022.12.01	2023.02.28	2023.04.18
투자이견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		한유정	150,000	150,000	190,000	190,000
일 시	2023.05.12	2023.06.23	2023.08.14	2023.09.26	2023.11.01	2023.11.30
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	160,000	140,000	160,000	160,000	160,000	160,000
일 시	2024.02.01	2024.02.29	2024.03.28	2024.03.29	2024.04.04	2024.04.26
투자이견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000	160,000
일 시	2024.04.30					
투자이견	Buy					
목표가격	220,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자이견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.02	Buy	150,000	-10.02	2.00
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	-20.26	-5.88
2024.04.30	Buy	220,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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 추정치에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%