아모레퍼시픽 (090430)

이승은 화장품/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com
김도엽 Research Assistant
doyub.kim@yuantakorea.com

아모레, 제2 전성기 예고

코스알엑스 역성장, 국내 충당금 반영해도 서프라이즈

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 178,000원으로 상향한다. 목표주가는 2025~2026F 평균 EPS에 Target PER 25배를 적용해 산출했다. 북미·EMEA·일본 등 핵심 해외 시장에서 지속적인 고성장과 견조한 수익성 유지, 전사적인 포트폴리오 리밸런싱 전략이 가시화되고 있다는 점을 반영한 것이다.

1분기 북미 매출은 1,572억 원(+79% YoY), 코스알엑스 제외 시 +30% 성장, 영업이익률은 두 자릿수를 유지했다. 라네즈는 +20% 후반, 설화수 +20% 이상, 이니스프리도 두 자릿수 성장했다. EMEA는 553억 원(+219% YoY), 코스알엑스 제외 시 +70% 이상 성장, 라네즈는 +80% 이상 성장했으며, 영국·프랑스·중동이 고르게 성장했다. 일본은 +70% 이상 성장(코스알엑스 포함), +40% 이상(코스알엑스 제외) 성장했고, 신규 브랜드(라네즈, 헤라, 프리메라, 에스트라) 매출 비중은 50%, 라네즈, 에스트라는 세 자릿수 매출 성장을 기록했다.

중국은 10% YoY 역성장했으나 8분기만에 흑자 전환, 향후 3~5% 이익률 유지, 설화수 중심 경량 운영 및 디지털 전환을 지속할 계획이다.

코스알엑스는 미국, 동남아 부진으로 매출 1,020억 원(-35% YoY), 영업이익률 28%(당사 추정치)를 기록했다. 유통채널 재정비, 신제품 매출 2배 이상 증가, 5~6월 추가 출시로 하반기 점진적 회복이 전망된다.

국내 사업은 250억 원 충당금 반영, 일회성 인건비 비용이 발생했으나 이를 제외하면 영업이익률은 약 13%, 마케팅비는 전년 대비 9% 감소해 수익성 개선에 기여했다.

2분기 가이던스: 매출액 +10% 중반 YoY, 영업이익률 한 자릿수 중후반

동사는 2025년 2분기 가이던스로 매출 +10% 중반, 영업이익률 한 자릿수 중후반을 제시했다. 2분기는 계절적으로 연결 매출액이 1분기 대비 감소하는 시기이고, 6월 인센티브 지급으로 비용 증가가 예상된다. 그럼에도 해외 포트폴리오 리밸런싱, 중국 흑자 유지, 대형 브랜드 성장을 통해 수익성과 성장을 병행할 계획이라고 밝혔다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	36,740	38,851	43,874	46,000
영업이익	1,082	2,205	4,327	5,050
지배순이익	1,801	5,932	4,112	4,228
PER	43.2	13.8	18.4	17.9
PBR	1.8	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	19.2	17.1	11.3	9.8
ROE	3.7	11.7	7.6	7.3

자료: 유안타증권

BUY (M)

목표주가	178,000원 (U)
직전 목표주가	160,000원
현재주가 (5/2)	125,600원
상승여력	42%

시가총액	73,467억원
총발행주식수	69,050,589주
60일 평균 거래대금	360억원
60일 평균 거래량	316,245주
52주 고/저	194,200원 / 99,500원
외인지분율	23.56%
배당수익률	1.07%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 16인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	15.7	(3.2)	(27.6)
상대	13.2	(4.8)	(24.1)
절대 (달러환산)	20.7	0.1	(29.1)

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

[Fig. 1] 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망 (단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E
매출액	**9,115**	**9,048**	**9,772**	**10,917**	**38,851**	**10,675**	**10,410**	**10,849**	**11,940**	**43,874**
Korea	5,636	5,119	5,345	5,470	21,570	5,773	5,270	5,480	5,590	22,113
Luxury Brands	3,231	2,811	3,176	3,148	12,367	3,522	3,260	3,230	3,200	13,212
Premium Brands	1,261	1,217	903	1,016	4,396	1,032	900	970	1,060	3,962
Daily Beauty	952	885	981	1,074	3,892	1,007	900	990	1,090	3,987
기타(OEM/임대료 등)	193	206	284	232	915	212	210	290	240	952
Overseas & Export	3,368	3,815	4,313	5,293	16,789	4,730	4,970	5,200	6,180	21,081
Asia	2,316	2,223	2,302	2,998	9,839	2,605	2,770	2,700	3,390	11,466
중화권	1,482	1,077	976	1,565	5,100	1,328	1,300	1,200	1,740	5,568
기타 아시아	835	1,146	1,325	1,433	4,739	1,278	1,470	1,500	1,650	5,898
EMEA	173	373	545	611	1,703	553	600	700	740	2,593
North America	878	1,218	1,466	1,684	5,246	1,572	1,600	1,800	2,050	7,022
매출액 YoY	***0***	***-4***	***10***	***18***	***6***	***17***	***15***	***11***	***9***	***13***
Korea	*2*	*-8*	*-2*	*-2*	*-2*	*2*	*3*	*3*	*2*	*3*
Luxury Brands	*4*	*-7*	*6*	*6*	*2*	*9*	*16*	*2*	*2*	*7*
Premium Brands	*10*	*3*	*-19*	*-26*	*-8*	*-18*	*-26*	*7*	*4*	*-10*
Daily Beauty	*-2*	*-8*	*0*	*12*	*1*	*6*	*2*	*1*	*1*	*2*
기타	*-37*	*-48*	*-20*	*-27*	*-34*	*10*	*2*	*2*	*3*	*4*
Overseas & Export	*-2*	*2*	*36*	*48*	*21*	*40*	*30*	*21*	*17*	*26*
Asia	*-14*	*-22*	*-2*	*14*	*-7*	*12*	*25*	*17*	*13*	*17*
중화권	*-19*	*-44*	*-34*	*-9*	*-27*	*-10*	*21*	*23*	*11*	*9*
기타 아시아	*-4*	*25*	*52*	*57*	*33*	*53*	*28*	*13*	*15*	*24*
EMEA	*52*	*182*	*339*	*314*	*229*	*219*	*61*	*28*	*21*	*52*
North America	*40*	*65*	*108*	*112*	*83*	*79*	*31*	*23*	*22*	*34*
영업이익	**727**	**42**	**652**	**785**	**2,205**	**1,177**	**820**	**1,100**	**1,230**	**4,327**
Korea	491	152	480	360	1,483	494	360	530	460	1,844
Overseas & Export	316	51	247	429	1,042	696	500	610	800	2,606

주1: 24년 5월 1일부터 코스알엑스 연결 실적 편입, 주2: 24년 3분기부터 브랜드 재분류(아이오페, 홀리추얼 럭셔리 부문 이관)
자료: 아모레퍼시픽, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 코스알엑스 실적 추정 (단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E
매출액	1,563	1,400	1,550	1,385	**5,898**	1,020	1,150	1,470	1,700	5,340
YoY	***83***	***30***	***19***	***-15***	***21***	***-35***	***-18***	***-5***	***23***	***-9***
영업이익	590	390	420	369	**1,769**	287	330	420	490	1,527
OPM	***38***	***28***	***27***	***27***	***30***	***28***	***29***	***29***	***29***	***29***

주: 2024년 연간 실적을 제외한 실적은 유안타증권 추정치, 자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 3] 아모레퍼시픽 실적 추정 변경 내역 (단위: 억원, %, %p)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	2Q25E	2025E	2026E	2Q25E	2025E	2026E	2Q25E	2025E	2026E
매출액	10,060	42,820	45,000	10,410	43,874	46,000	*3.5%*	*2.5%*	*2.2%*
영업이익	820	4,270	5,000	820	4,327	5,050	*0.0%*	*1.3%*	*1.0%*
OPM	*8.2%*	*10.0%*	*11.1%*	*7.9%*	*9.9%*	*11.0%*	*-0.3%p*	*-0.1%p*	*-0.1%p*

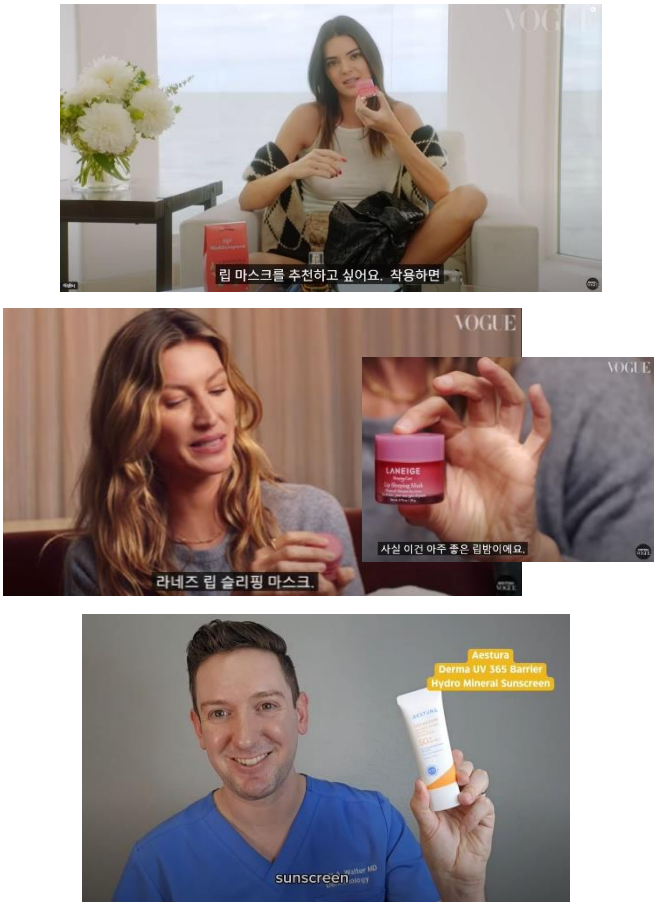
자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 4] 아모레퍼시픽 목표주가 산정 PER Multiple

	2025F	2026F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	4,110	4,230	
주식수 (만주)	5,842	5,842	보통주 기말 발행 주식수 (자기주식수 제외)
EPS (원)	7,036	7,242	25~26F 평균 EPS
적정 PER (배)	25	25	
적정주가 (원)	175,911	181,047	**178,000원**
상승여력 (%)	40.1	44.1	**42%**

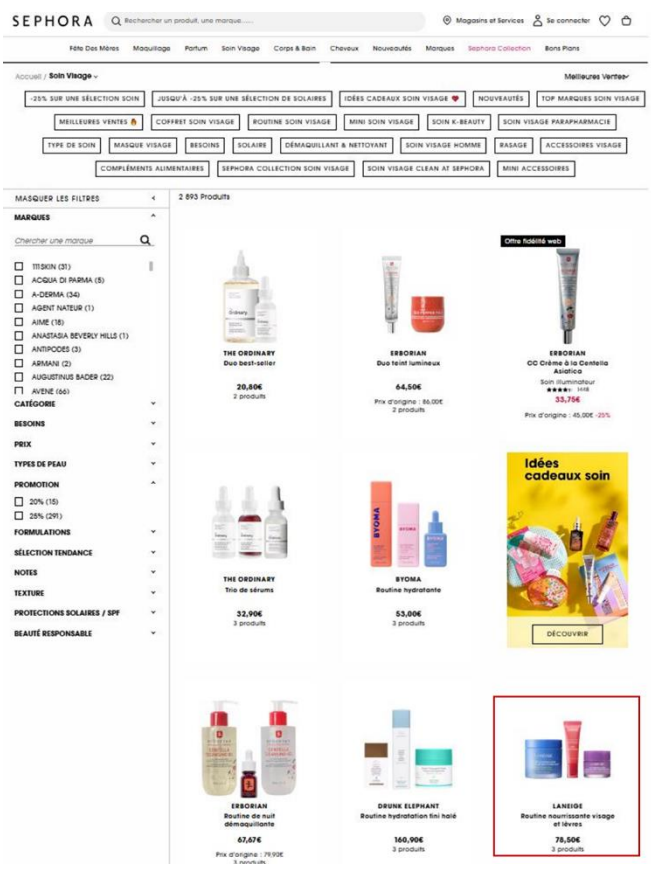
자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 5] 글로벌 셀럽이 선호하는 아모레퍼시픽 제품



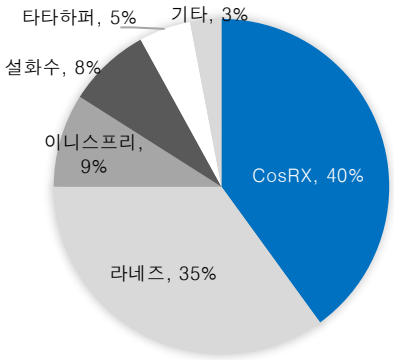
자료: British Vogue, Dr. Scott Walter Youtube, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 6] 프랑스 세포라(Sephora) 페이셜 트리트먼트 베스트셀러 (라네즈 9위)



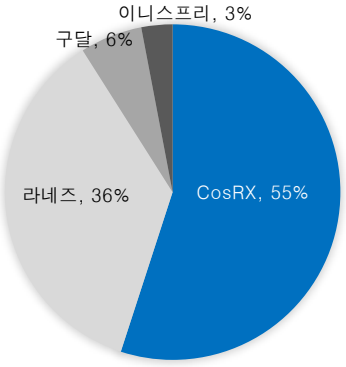
자료: 프랑스 세포라(Sephora) 홈페이지, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 7] 2025F 북미 브랜드별 매출 비중 전망



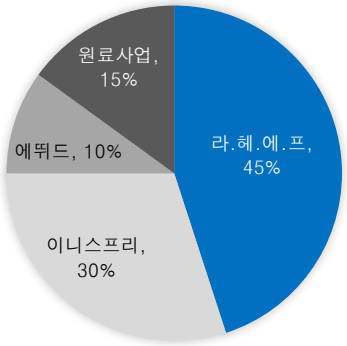
자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 8] 2025F 유럽 브랜드별 매출 비중 전망



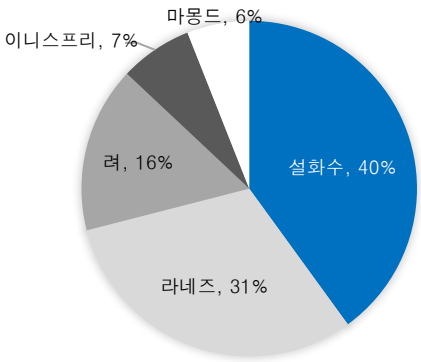
자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 9] 2025F 일본 브랜드별 매출 비중 전망



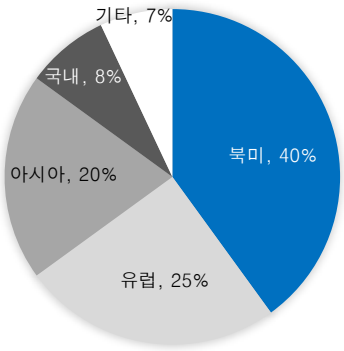
주: 라.헤.에.프는 라네즈, 헤라, 에스트라, 프리메라, 자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 10] 2025F 중화권 브랜드별 매출 비중 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 11] 2025F CosRX 지역별 비중 전망



자료: 유안타증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**36,740**	**38,851**	**43,874**	**46,000**	**47,500**
매출원가	11,551	11,384	11,700	12,100	12,400
매출총이익	25,189	27,467	32,174	33,900	35,100
판관비	24,107	25,263	27,847	28,850	29,600
영업이익	**1,082**	**2,205**	**4,327**	**5,050**	**5,500**
EBITDA	3,600	4,779	6,667	7,488	8,022
영업외손익	1,725	4,003	773	250	200
외환관련손익	64	273	82	140	140
이자손익	-44	-162	-213	-180	-123
관계기업관련손익	417	165	2	3	3
기타	1,288	3,727	902	287	180
법인세비용차감전순손익	2,806	6,208	5,100	5,300	5,700
법인세비용	1,068	192	899	950	999
계속사업순손익	1,739	6,016	4,201	4,350	4,701
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,739	6,016	4,201	4,350	4,701
지배지분순이익	**1,801**	**5,932**	**4,112**	**4,228**	**4,551**
포괄순이익	1,334	6,004	4,188	4,337	4,688
지배지분포괄이익	1,393	5,928	4,135	4,283	4,629

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**3,482**	**3,345**	**2,325**	**3,101**	**3,663**
당기순이익	1,739	6,016	4,201	4,350	4,701
감가상각비	2,518	2,574	2,340	2,438	2,522
외환손익	33	-141	-82	-140	-140
종속,관계기업관련손익	0	0	-2	-3	-3
자산부채의 증감	-356	-1,920	-1,720	-1,132	-1,005
기타현금흐름	-452	-3,184	-2,412	-2,412	-2,412
투자활동 현금흐름	**-1,862**	**-3,122**	**-8,512**	**-8,982**	**-8,921**
투자자산	-945	2,652	-1,575	-105	-74
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,345	-810	-2,000	-4,000	-4,000
유형자산 감소	266	8	61	70	90
기타현금흐름	162	-4,973	-4,998	-4,948	-4,937
재무활동 현금흐름	**-986**	**-988**	**-705**	**-994**	**-1,014**
단기차입금	70	680	-43	-530	-540
사채 및 장기차입금	-138	218	-228	-30	-40
자본	23	-1,706	0	0	0
현금배당	-470	-631	-777	-777	-777
기타현금흐름	-471	451	342	342	342
연결범위변동 등 기타	-67	217	6,977	7,966	7,891
현금의 증감	**568**	**-548**	**86**	**1,091**	**1,619**
기초 현금	4,496	5,064	4,515	4,601	5,692
기말 현금	5,064	4,515	4,601	5,692	7,311
NOPLAT	**1,082**	**2,205**	**4,327**	**5,050**	**5,500**
FCF	**2,137**	**2,535**	**325**	**-899**	**-337**

재무상태표 (단위: 억원)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**19,522**	**17,348**	**18,029**	**19,682**	**21,698**
현금및현금성자산	5,064	4,515	4,601	5,692	7,311
매출채권 및 기타채권	3,242	4,184	4,725	4,954	5,115
재고자산	3,943	4,978	5,622	5,894	6,086
비유동자산	39,343	50,487	51,661	53,257	54,719
유형자산	24,416	22,964	22,563	24,055	25,443
관계기업등 지분관련자산	2,871	58	1,566	1,642	1,695
기타투자자산	928	679	747	775	796
자산총계	**58,865**	**67,835**	**69,690**	**72,939**	**76,417**
유동부채	8,133	10,957	11,321	10,981	10,546
매입채무 및 기타채무	3,741	5,303	5,989	6,279	6,484
단기차입금	2,441	3,062	3,062	2,562	2,062
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,005	3,618	1,698	1,726	1,727
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**10,138**	**14,575**	**13,019**	**12,707**	**12,273**
지배지분	48,980	52,524	55,847	59,286	63,047
자본금	345	345	345	345	345
자본잉여금	7,939	6,232	6,232	6,232	6,232
이익잉여금	41,014	46,010	49,345	52,797	56,571
비지배지분	-253	736	825	946	1,097
자본총계	**48,727**	**53,260**	**56,671**	**60,232**	**64,144**
순차입금	**-8,420**	**-3,350**	**-3,061**	**-4,749**	**-6,974**
총차입금	3,504	4,402	4,132	3,572	2,992

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,914	9,937	6,827	7,025	7,576
BPS	70,961	76,149	80,962	85,948	91,401
EBITDAPS	5,214	6,921	9,656	10,845	11,617
SPS	53,207	56,265	63,539	66,618	68,790
DPS	910	1,125	1,125	1,125	1,125
PER	**43.2**	**13.8**	**18.4**	**17.9**	**16.6**
PBR	**1.8**	**1.8**	**1.6**	**1.5**	**1.4**
EV/EBITDA	**19.2**	**17.1**	**11.3**	**9.8**	**8.9**
PSR	**2.4**	**2.4**	**2.0**	**1.9**	**1.8**

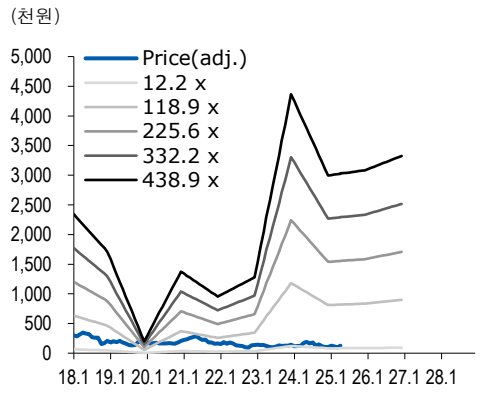
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**-11.1**	**5.7**	**12.9**	**4.8**	**3.3**
영업이익 증가율 (%)	**-49.5**	**103.8**	**96.3**	**16.7**	**8.9**
지배순이익 증가율 (%)	**33.9**	**229.4**	**-30.7**	**2.8**	**7.6**
매출총이익률 (%)	68.6	70.7	73.3	73.7	73.9
영업이익률 (%)	**2.9**	**5.7**	**9.9**	**11.0**	**11.6**
지배순이익률 (%)	4.9	15.3	9.4	9.2	9.6
EBITDA 마진 (%)	9.8	12.3	15.2	16.3	16.9
ROIC	2.2	5.8	4.5	9.4	9.9
ROA	3.1	9.4	6.0	5.9	6.1
ROE	**3.7**	**11.7**	**7.6**	**7.3**	**7.4**
부채비율 (%)	20.8	27.4	23.0	21.1	19.1
순차입금/자기자본 (%)	-17.2	-6.4	-5.5	-8.0	-11.1
영업이익/금융비용 (배)	6.6	7.8	14.2	18.4	23.5

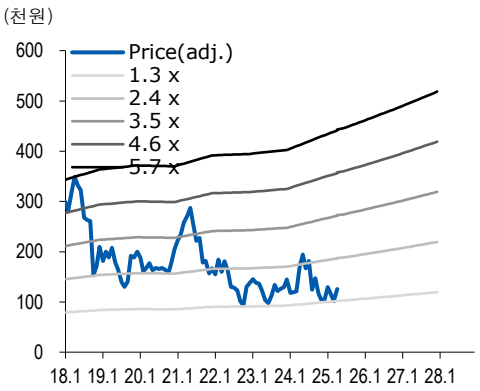
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

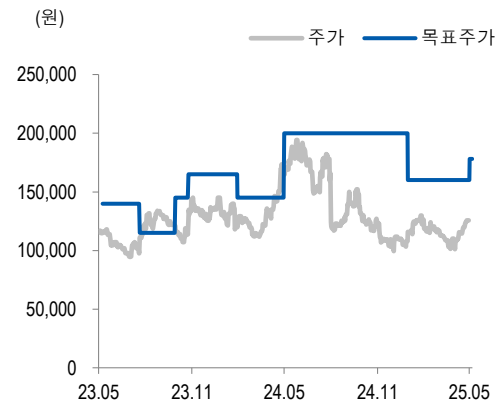
P/E band chart



P/B band chart



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-07	BUY	178,000	1년		
2025-01-06	BUY	160,000	1년	-27.75	-18.94
2024-05-07	BUY	200,000	1년	-29.48	-2.90
2024-02-05	BUY	145,000	1년	-11.11	19.59
2023-10-31	BUY	165,000	1년	-19.44	-12.12
2023-10-05	BUY	145,000	1년	-21.95	-18.07
2023-07-27	BUY	115,000	1년	8.88	16.43
2023-05-15	BUY	140,000	1년	-25.23	-15.57
	담당자변경				

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-07

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **이승은**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.