

아모레퍼시픽 (090430)

코스알엑스 부진 상쇄할 자체 브랜드 성장

3Q25 Review: 영업이익 시장 기대치 상회

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가는 178,000원으로 커버리지를 재개시한다. 아모레퍼시픽의 2025년 3분기 매출은 1조 169억원(+4.1% YoY), 영업이익 919억원(+41% YoY)을 기록하며 영업이익 시장기대치 898억원을 상회했다. 코스알엑스를 제외한 순수 자체 브랜드 기준으로는 11%의 견조한 성장률을 기록했다. 지역별로는 국내 매출이 5,566억원으로 4.1% 성장했으며, 해외 매출은 4,408억원으로 2.9% 증가했다. 해외 영업이익이 427억원으로 73% 급증하며 영업이익률 9.7%를 기록해, 국내 영업이익률 10.7%에 근접하는 수준까지 개선됐다.

코스알엑스 제외 시, 미주 시장 고성장 지속, 글로벌 다변화 성과

미주 지역이 핵심 성장축으로 부상했다. 코스알엑스 제외 시 미주 매출이 30% 이상 성장했으며, 특히 라네즈가 20%, 설화수가 30% 성장하며 견인했다. 에스트라와 한울의 신규 출시 효과도 긍정적이었다. 에스트라의 경우 코스알엑스 제외 시 매출 비중이 7~9%까지 상승했다. 코스알엑스 제외 시 일본과 인도 시장도 각각 30%, 50%의 높은 성장률을 보였으며, EMEA 지역도 40% 이상 성장했다. 중화권은 8.5% 성장으로 회복세를 보였으나, 기타 아시아는 3.3% 역성장했다.

코스알엑스 실적 부진 지속, 투트랙 전략으로 대응

코스알엑스는 연속적인 역성장으로 전체 실적에 부담을 주고 있다. 4분기에도 높은 한자릿수 매출 하락이 예상된다. 동사는 채널 최적화를 완료하고 아마존과의 관계를 강화하며, RX 같은 차별화 제품과 OEM을 활용한 빠른 대응 제품의 투트랙 전략을 구사하고 있다.

4Q25 Preview: 경쟁 심화 속 수익성 방어 주력

4분기 미주와 EMEA는 두 자릿수 영업이익률이 예상되나, Rhode의 세포라 재입점과 K-인디 브랜드의 오프라인 진출 등 경쟁 심화가 변수다.

중장기 전략: 제품 사이클 단축과 시장 대응력 강화

전사적으로는 제품 개발 사이클 단축과 ODM 활용 확대를 통해 시장 대응력을 높이고 있다. 일리운, 미장센 등 라이프사이클이 짧은 브랜드들도 코스알엑스식 투트랙 전략을 도입할 예정이며, 크로스보더팀을 통한 신속한 시장 테스트와 진출도 가속화하고 있다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	36,740	38,851	41,840	44,000
영업이익	1,082	2,205	3,723	4,300
지배순이익	1,801	5,932	2,850	3,480
PER	43.2	13.8	27.1	22.0
PBR	1.8	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	19.2	17.1	11.8	10.4
ROE	3.7	11.7	5.3	6.2

자료: 유안타증권



이승은 화장품/의료기기/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

김도엽 Research Assistant

doyub.kim@yuantakorea.com

BUY (I)
목표주가 178,000원 (I)
직전 목표주가 178,000원
현재주가 (11/7) 126,500원
상승여력 41%

시가총액	73,993억원
총발행주식수	69,050,589주
60일 평균 거래대금	278억원
60일 평균 거래량	227,506주
52주 고/저	145,700원 / 99,500원
외인지분율	23.09%
배당수익률	1.07%
주요주주	아모레퍼시픽그룹 외 18인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.8	(2.8)	1.7
상대	(6.8)	(20.7)	(34.0)
절대 (달러환산)	(0.3)	(7.9)	(2.5)

[Fig. 1] 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2025E
매출액	9,115	9,048	9,772	10,917	38,851	10,675	10,050	10,169	10,946	41,840
Korea	5,636	5,119	5,345	5,470	21,570	5,773	5,536	5,566	5,695	22,570
Overseas & Export	3,334	3,778	4,284	5,251	16,647	4,697	4,325	4,408	5,050	18,480
Asia	2,283	2,187	2,272	2,956	9,698	2,572	2,540	2,314	2,550	9,976
중화권	1,482	1,077	976	1,565	5,100	1,328	1,327	1,060	1,500	5,215
기타 아시아	801	1,110	1,296	1,391	4,598	1,244	1,213	1,254	1,050	4,761
EMEA	173	373	545	611	1,703	553	441	527	650	2,171
North America	878	1,218	1,466	1,684	5,246	1,572	1,344	1,568	1,850	6,334
매출액 YoY	0	-4	10	18	6	17	11	4	0	8
Korea	2	-8	-2	-2	-2	2	8	4	4	5
Overseas & Export	-3	1	35	47	20	41	14	3	2	11
Asia	-16	-23	-3	13	-8	13	16	-2	-5	3
중화권	-19	-44	-34	-9	-27	-10	23	9	-4	2
기타 아시아	-8	21	49	53	29	55	9	-3	-25	4
EMEA	52	182	339	314	229	219	18	-3	6	28
North America	40	65	108	112	83	79	10	7	10	21
영업이익	727	42	652	785	2,205	1,177	737	919	890	3,723
Korea	491	152	480	360	1,483	494	402	594	500	1,990
Overseas & Export	316	51	247	429	1,042	696	360	427	500	1,983

주: 24년 5월 1일부터 코스알엑스 연결 실적 편입, 자료: 아모레퍼시픽, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 아모레퍼시픽 실적 추정 변경 내역

(단위: 억원, %, %p)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	4Q25E	2025E	2026E	4Q25E	2025E	2026E	4Q25E	2025E	2026E
매출액	11,940	43,874	46,000	10,946	41,840	44,000	-8.3%	-4.6%	-4.3%
영업이익	1,230	4,327	5,050	890	3,723	4,300	-27.6%	-14.0%	-14.9%
OPM	10.3%	9.9%	11.0%	8.1%	8.9%	9.8%	-2.2%p	-1.0%p	-1.2%p

자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 3] 코스알엑스 실적 추정

(단위: 억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2025E
매출액	1,563	1,400	1,550	1,385	5,898	1,020	950	1,040	1,100	4,110
YoY	83	30	19	-15	21	-35	-32	-33	-21	-30
영업이익	590	390	420	369	1,769	287	260	270	280	1,097
OPM	38	28	27	27	30	28	27	26	25	27

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

아모레퍼시픽 (090430) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	36,740	38,851	41,840	44,000	46,000
매출원가	11,551	11,384	11,841	12,300	12,800
매출총이익	25,189	27,467	29,999	31,700	33,200
판매비	24,107	25,263	26,276	27,400	28,400
영업이익	1,082	2,205	3,723	4,300	4,800
EBITDA	3,600	4,779	6,297	6,874	7,374
영업외손익	1,725	4,003	277	540	700
외환관련손익	64	273	-250	-300	-340
이자손익	-44	-162	-183	-96	8
관계기업관련손익	417	165	162	146	119
기타	1,288	3,727	548	790	913
법인세비용차감전순이익	2,806	6,208	4,000	4,840	5,500
법인세비용	1,068	192	1,000	1,190	1,300
계속사업순이익	1,739	6,016	3,000	3,650	4,200
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,739	6,016	3,000	3,650	4,200
지배지분순이익	1,801	5,932	2,850	3,480	4,010
포괄순이익	1,334	6,004	2,987	3,638	4,187
지배지분포괄이익	1,393	5,928	2,950	3,592	4,135

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	3,482	3,345	1,910	2,674	3,327
당기순이익	1,739	6,016	3,000	3,650	4,200
감가상각비	2,518	2,574	2,574	2,574	2,574
외환손익	33	-141	250	300	340
중속, 관계기업관련손익	0	0	-162	-146	-119
자산부채의 증감	-356	-1,920	-1,341	-1,292	-1,256
기타현금흐름	-452	-3,184	-2,412	-2,412	-2,412
투자활동 현금흐름	-1,862	-3,122	-6,043	-6,751	-6,948
투자자산	-945	2,652	-80	-603	-603
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,345	-810	-1,000	-1,200	-1,400
유형자산 감소	266	8	0	0	0
기타현금흐름	162	-4,973	-4,963	-4,948	-4,945
재무활동 현금흐름	-986	-988	-1,275	-1,585	-1,585
단기차입금	70	680	-713	-1,100	-1,100
사채 및 장기차입금	-138	218	-128	-50	-50
자본	23	-1,706	0	0	0
현금배당	-470	-631	-777	-777	-777
기타현금흐름	-471	451	342	342	342
연결범위변동 등 기타	-67	217	6,422	7,234	7,058
현금의 증감	568	-548	1,014	1,572	1,852
기초 현금	4,496	5,064	4,515	5,530	7,102
기말 현금	5,064	4,515	5,530	7,102	8,953
NOPLAT	1,082	2,205	3,723	4,300	4,800
FCF	2,137	2,535	910	1,474	1,927

자료: 유안타증권

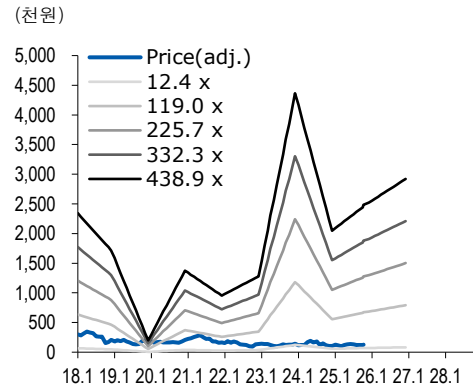
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	19,522	17,348	19,152	21,295	23,675
현금및현금성자산	5,064	4,515	5,530	7,102	8,953
매출채권 및 기타채권	3,242	4,184	4,506	4,738	4,954
재고자산	3,943	4,978	5,361	5,638	5,894
비유동자산	39,343	50,487	48,993	48,222	47,651
유형자산	24,416	22,964	21,390	20,016	18,842
관계기업 등 지분관련 자산	2,871	58	63	66	69
기타투자자산	928	679	755	1,355	1,955
자산총계	58,865	67,835	68,146	69,517	71,327
유동부채	8,133	10,957	8,962	7,362	5,662
매입채무 및 기타채무	3,741	5,303	4,500	4,200	3,800
단기차입금	2,441	3,062	2,462	1,462	462
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,005	3,618	3,713	3,823	3,922
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	10,138	14,575	12,675	11,185	9,584
지배지분	48,980	52,524	54,585	57,276	60,496
자본금	345	345	345	345	345
자본잉여금	7,939	6,232	6,232	6,232	6,232
이익잉여금	41,014	46,010	48,083	50,787	54,020
비지배지분	-253	736	886	1,056	1,246
자본총계	48,727	53,260	55,471	58,332	61,742
순차입금	-8,420	-3,350	-5,257	-8,016	-11,052
총차입금	3,504	4,402	3,562	2,412	1,262

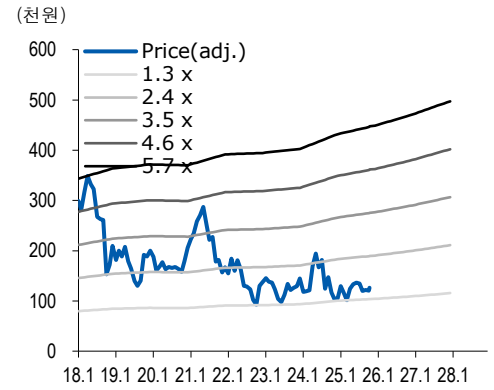
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	2,914	9,937	4,668	5,746	6,651
BPS	70,961	76,149	79,124	83,025	87,693
EBITDAPS	5,214	6,921	9,119	9,955	10,679
SPS	53,207	56,265	60,594	63,721	66,618
DPS	910	1,125	1,125	1,125	1,125
PER	43.2	13.8	27.1	22.0	19.0
PBR	1.8	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	19.2	17.1	11.8	10.4	9.3
PSR	2.4	2.4	2.1	2.0	1.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	-11.1	5.7	7.7	5.2	4.5
영업이익 증가율 (%)	-49.5	103.8	68.9	15.5	11.6
지배순이익 증가율 (%)	33.9	229.4	-52.0	22.1	15.2
매출총이익률 (%)	68.6	70.7	71.7	72.0	72.2
영업이익률 (%)	2.9	5.7	8.9	9.8	10.4
지배순이익률 (%)	4.9	15.3	6.8	7.9	8.7
EBITDA 마진 (%)	9.8	12.3	15.1	15.6	16.0
ROIC	2.2	5.8	6.9	7.8	8.8
ROA	3.1	9.4	4.2	5.1	5.7
ROE	3.7	11.7	5.3	6.2	6.8
부채비율 (%)	20.8	27.4	22.8	19.2	15.5
순차입금/자기자본 (%)	-17.2	-6.4	-9.6	-14.0	-18.3
영업이익/금융비용 (배)	6.6	7.8	13.1	20.2	36.6

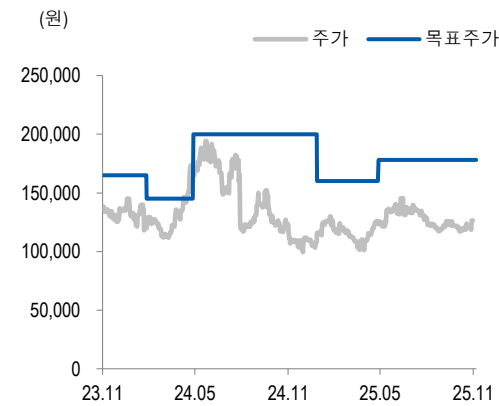
P/E band chart



P/B band chart



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-11-10	BUY	178,000	1년		
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

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.2
Hold(중립)	5.8
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-11-10

※ 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.