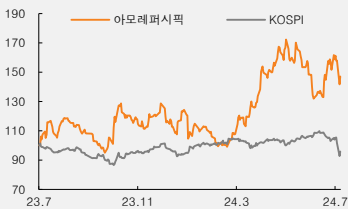


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 200,000원
현재주가(24/8/6)	165,800원
상승여력	20.6%

영업이익(24F,십억원)	238
Consensus 영업이익(24F,십억원)	390
EPS 성장률(24F,%)	303.2
MKT EPS 성장률(24F,%)	86.1
P/E(24F,x)	15.8
MKT P/E(24F,x)	9.8
KOSPI	2,522.15
시가총액(십억원)	9,698
발행주식수(백만주)	58
유동주식비율(%)	49.7
외국인 보유비중(%)	30.5
베타(12M) 일간수익률	0.03
52주 최저가(원)	107,100
52주 최고가(원)	194,200
(%)	1M 6M 12M
절대주가	10.9 32.7 36.7
상대주가	25.9 35.6 41.1



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

아모레퍼시픽

코스알엑스로도 못 막은 중국 악화

2Q24 Review: 예상보다 컸던 중국 적자 + 예상보다 약했던 코스알엑스

아모레퍼시픽의 2Q24 실적은 매출액 9,048억원(YoY -4%), 영업이익 42억원(YoY -30%)으로 다소 부진했다. 당사 추정치 및 시장 컨센서스 영업이익 600억원 선을 큰 폭으로 하회했는데, 예상 영업이익 대비 중국 -200억원, 국내 -200억원, 코스알엑스 -100억원 수준 하회했다. 국내 감익은 면세 악화 영향이기 때문에 실적 부진의 대부분이 중국에서 비롯한 셈이다.

국내 매출액 5,119억원(YoY -8%), 영업이익 152억원(YoY -59%)을 기록했다. 면세가 YoY -26% 큰 폭 하락해 매출과 마진 전반에 영향을 미쳤다. 면세 채널 부진이 이어지는 가운데 동사는 전략적으로 타이공을 축소하고 있다. 당분간 면세 하락이 지속될 전망이다.

해외는 코스알엑스 포함 매출액 3,815억원(YoY +3%), 영업이익 51억원(흑전)을 기록했다. 코스알엑스 실적은 매출액 960억원, 영업이익 288억원(OPM 30%)으로 추정한다. 매출액 분기 환산 시 YoY +40% 성장한 수준이다. 양호한 수준이나, 높았던 기대 대비로는 소폭 하회하면서 중국의 대규모 적자를 상쇄하지 못했다. 중국은 금번 분기부터 강도 높은 구조조정을 시작한 바, 매출액 YoY -50% 이상 급감, 영업적자 400억원 수준을 기록한 것으로 추정된다. 그 외 미국, EMEA 전반 매출 10% 이상 성장, OPM 10% 초중반 수준을 기록해 비 중국 방향성은 유지되고 있다.

중국 불확실성 당분간 지속

중국 구조조정 관련 불확실성이 당분간 지속될 전망이다. 유통 구조 전환이 아직 아직 진행 중이기 때문에 sell-in도 당분간 부진이 불가피하며, 재고 환입 및 인력 축소 관련 일회성 비용도 발생할 가능성이 높다. 3분기 중국 적자는 2분기보다 더 확대될 것으로 추정한다.

실적 추정치 하향을 반영해 목표주가를 24만원에서 20만원으로 하향한다. 코스알엑스 가이던스 유지(매출 YoY +50%, OPM 30% 이상)는 긍정적이나 이미 기대치에 반영되어 있다. 실적 가시성이 다소 훼손된 바, 중국 불확실성이 완화된 이후 접근하는 것이 합리적이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	4,135	3,674	3,937	4,377	4,622
영업이익 (십억원)	214	108	238	459	531
영업이익률 (%)	5.2	2.9	6.0	10.5	11.5
순이익 (십억원)	134	180	726	399	458
EPS (원)	1,947	2,608	10,515	5,777	7,822
ROE (%)	2.8	3.7	13.9	7.0	7.6
P/E (배)	70.6	55.6	15.8	28.7	21.2
P/B (배)	2.0	2.0	2.1	1.9	1.6
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.8	1.0	1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 아모레퍼시픽 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	4,863	4,135	3,674	3,937	4,377	4,622
국내	3,076	2,581	2,211	2,073	2,048	2,094
화장품	2,593	2,156	1,825	1,701	1,683	1,726
생활용품	483	425	386	372	365	368
해외	1,802	1,479	1,392	1,808	2,230	2,426
영업이익	343	214	108	238	459	531
국내	300	223	146	138	143	153
화장품	300	215	136	138	141	150
생활용품	0	8	10	1	2	3
해외	52	3	(43)	128	343	404
세전이익	298	224	281	785	491	563
순이익	181	129	174	706	393	451
지배주주순이익	194	134	180	717	399	458
영업이익률(%)	7.1	5.2	2.9	6.1	10.5	11.5
국내	9.8	8.6	6.6	6.7	7.0	7.3
화장품	9.7	8.3	6.2	6.6	6.9	7.2
생활용품	0.0	1.8	2.7	0.2	0.5	0.8
해외	2.9	0.2	(3.1)	7.1	15.4	16.6
매출액(YoY %)	9.7	(15.0)	(11.1)	7.2	11.2	5.6
국내	17.3	(16.8)	(15.4)	(6.7)	(1.1)	2.5
해외	3.3	(18.0)	(5.9)	29.9	23.3	8.8
영업이익(YoY %)	140.1	(37.6)	(49.5)	120.5	92.4	15.8
국내	156.0	(25.8)	(34.2)	(5.4)	3.2	7.3
해외	189.4	(94.4)	적전	흑전	167.8	17.6
순이익(YoY %)	451.3	(30.6)	33.9	298.1	(44.4)	14.7

Note: 코스알엑스는 해외에 포함
 자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 아모레퍼시픽 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	914	945	889	926	3,674	912	905	1,009	1,112	3,937
국내	552	555	543	560	2,211	564	512	502	496	2,073
화장품	455	459	446	465	1,825	468	423	407	402	1,701
생활용품	97	96	98	96	386	95	89	94	94	372
해외	345	372	318	357	1,392	337	382	482	608	1,808
영업이익	64	6	17	21	108	73	4	40	121	238
국내	44	37	19	52	152	49	15	34	40	138
화장품	35	31	22	48	136	47	21	36	34	138
생활용품	4	5	(3)	4	10	2	(5)	(2)	6	1
해외	32	(33)	(8)	(34)	(43)	32	5	7	85	128
세전이익	99	19	38	124	281	102	514	56	113	785
순이익	90	19	27	38	174	80	531	37	59	706
지배주주순이익	87	22	28	43	180	79	531	37	70	717
영업이익률(%)	7.0	0.6	1.9	2.2	2.9	8.0	0.5	4.0	10.9	6.1
국내	8.0	6.6	3.5	9.3	6.9	8.7	3.0	6.8	8.0	6.7
화장품	7.7	6.8	4.9	10.3	7.5	10.1	4.9	8.8	8.4	8.1
생활용품	3.6	5.6	(2.8)	4.3	2.7	1.8	(6.1)	(1.8)	6.6	0.2
해외	9.2	(8.8)	(2.6)	(9.4)	(3.1)	9.4	1.3	1.4	14.0	7.1
세전이익률(%)	10.8	2.0	4.3	13.4	7.6	11.2	56.8	5.6	10.1	19.9
순이익률(%)	9.8	2.0	3.0	4.1	4.7	8.8	58.6	3.6	5.3	17.9
매출액(YoY %)	(21.6)	(0.0)	(5.1)	(14.9)	(11.1)	(0.2)	(4.3)	13.5	20.1	7.2
국내	(24.6)	(11.6)	(7.5)	(11.6)	(14.4)	2.1	(7.8)	(7.6)	(11.5)	(6.2)
해외	(17.9)	27.5	(3.6)	(18.4)	(5.9)	(2.3)	2.5	51.7	70.3	29.9
영업이익(YoY %)	(59.3)	흑전	(8.2)	(63.7)	(49.5)	12.9	(28.7)	133.7	486.5	120.5
국내	(60.8)	0.3	(34.6)	16.6	(31.8)	11.8	(58.7)	79.5	(23.4)	(8.8)
해외	(24.9)	적지	적지	적전	적전	0.0	흑전	흑전	흑전	흑전
순이익(YoY %)	(25.7)	(171.8)	15.7	80.8	33.9	(9.9)	2,304.6	30.7	64.5	298.1

Note: 코스알렉스는 해외에 포함

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 아모레퍼시픽 실적 추정 상세

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2023	2024F	2025F
매출액	914	945	889	926	912	905	1,009	1,112	3,674	3,937	4,377
국내	552	555	543	560	564	512	502	496	2,211	2,073	2,048
전문점	18	18	17	12	14	13	14	10	65	52	45
방판	89	71	76	74	76	65	71	70	310	282	265
백화점	51	52	46	44	49	51	45	44	193	189	185
면세점	83	111	125	134	113	82	81	87	453	363	319
온라인	224	213	152	211	217	209	162	226	800	814	868
해외	345	372	318	357	337	382	482	608	1,392	1,808	2,230
아시아	275	285	235	263	232	222	198	225	1,058	878	876
중국	151	157	117	123	117	71	73	102	549	362	350
유럽	11	13	12	15	17	16	15	19	52	67	83
미국	63	74	71	79	88	85	89	108	287	370	456
코스알엑스						96	179	218		493	815
YoY %	(21.6)	(0.0)	(5.1)	(14.9)	(0.2)	(4.3)	13.5	20.1	(11.1)	7.2	11.2
국내	(24.6)	(11.6)	(7.5)	(11.6)	2.1	(7.8)	(7.6)	(11.5)	(14.4)	(6.2)	(1.2)
전문점	(22.0)	(15.0)	(12.0)	(16.9)	(20.0)	(30.0)	(15.0)	(11.4)	(16.7)	(20.0)	(14.0)
방판	(8.0)	(8.0)	(12.0)	(3.0)	(15.0)	(8.0)	(6.5)	(5.3)	(7.9)	(9.0)	(6.0)
백화점	3.0	(2.0)	(3.3)	7.3	(5.0)	(1.0)	(1.0)	(1.6)	1.0	(2.2)	(2.2)
면세점	(52.9)	(19.6)	(14.9)	(29.3)	36.1	(26.2)	(35.0)	(35.5)	(30.4)	(20.0)	(12.0)
온라인	(23.0)	(25.0)	(14.0)	(10.6)	(3.0)	(2.0)	6.8	7.2	(19.0)	1.8	6.6
해외	(17.9)	27.5	(3.6)	(18.4)	(2.3)	2.5	51.7	70.3	(5.9)	29.9	23.3
아시아	(27.4)	14.0	(12.5)	(29.5)	(15.8)	(22.1)	(15.5)	(14.2)	(16.7)	(17.0)	(0.2)
중국	(48.3)	18.3	(17.9)	(44.8)	(23.0)	(55.0)	(38.0)	(17.0)	(30.7)	(34.0)	(3.5)
유럽	93.2	123.7	40.9	37.0	51.8	18.5	22.0	27.5	65.0	29.2	23.4
미국	80.5	105.3	34.7	36.9	39.8	15.0	26.0	36.5	58.2	29.1	23.3
코스알엑스											65.3
영업이익	64	6	17	21	73	4	40	121	108	238	459
국내	44	37	19	52	49	15	34	40	152	138	143
해외	32	(33)	(8)	(34)	32	5	7	85	(43)	128	343
아시아	11	(38)	(16)	(43)	4	(36)	(51)	(10)	(85)	(93)	1
중국	2	(39)	(21)	(50)	(9)	(40)	(58)	(19)	(107)	(127)	(35)
유럽	3	2	1	2	4	2	1	2	6	9	11
미국	18	3	7	8	24	10	10	11	36	54	67
코스알엑스						29	57	73		158	263
OPM %	7.0	0.6	1.9	2.2	8.0	0.5	4.0	10.9	2.9	6.1	10.5
국내	8.0	6.6	3.5	9.3	8.7	3.0	6.8	8.0	6.9	6.7	7.0
해외	9.2	(8.8)	(2.6)	(9.4)	9.4	1.3	1.4	14.0	(3.1)	7.1	15.4
아시아	4.0	(13.2)	(6.7)	(16.3)	1.7	(16.0)	(25.6)	(4.5)	(8.1)	(10.6)	0.1
중국	1.5	(25.0)	(17.5)	(40.2)	(8.0)	(57.0)	(80.0)	(18.6)	(19.5)	(35.0)	(10.0)
유럽	22.0	12.0	4.2	11.0	23.5	11.0	6.5	11.5	12.0	13.4	13.5
미국	29.0	4.5	9.6	9.5	26.9	12.0	11.0	9.8	12.5	14.6	14.8
코스알엑스						30.0	31.5	33.3		32.0	32.3

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 아모레퍼시픽 Valuation Table

(원)

구분	내용	비고
12MF EPS	5,527	
Target PER(배)	35 해외 확장기(2013~2015년) 평균 35배	
적정 주가	196,206	
목표 주가	200,000	
현재 주가	165,800	
상승 여력(%)	20.6	

Note: 일회성이익 제외

자료: 미래에셋증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	3,674	3,937	4,377	4,622
매출원가	1,155	1,133	1,146	1,168
매출총이익	2,519	2,804	3,231	3,454
판매비와관리비	2,411	2,566	2,772	2,923
조정영업이익	108	238	459	531
영업이익	108	238	459	531
비영업손익	173	547	32	32
금융손익	-4	0	0	0
관계기업등 투자손익	42	21	0	0
세전계속사업손익	281	785	491	563
계속사업법인세비용	107	67	98	113
계속사업이익	174	718	393	451
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	174	718	393	451
지배주주	180	726	399	458
비지배주주	-6	-8	-6	-7
총포괄이익	133	724	393	451
지배주주	139	716	388	445
비지배주주	-6	8	5	5
EBITDA	360	461	665	724
FCF	214	818	495	530
EBITDA 마진율 (%)	9.8	11.7	15.2	15.7
영업이익률 (%)	2.9	6.0	10.5	11.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.9	18.4	9.1	9.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,952	1,864	2,217	2,623
현금 및 현금성자산	506	343	581	909
매출채권 및 기타채권	312	346	382	408
재고자산	394	434	482	515
기타유동자산	740	741	772	791
비유동자산	3,934	4,840	4,879	4,870
관계기업투자등	287	1,033	1,149	1,206
유형자산	2,442	2,356	2,249	2,157
무형자산	341	550	570	590
자산총계	5,887	6,704	7,097	7,493
유동부채	813	935	1,010	1,052
매입채무 및 기타채무	86	95	106	112
단기금융부채	299	326	334	338
기타유동부채	428	514	570	602
비유동부채	201	245	265	276
장기금융부채	51	66	66	66
기타비유동부채	150	179	199	210
부채총계	1,014	1,180	1,275	1,329
지배주주지분	4,898	5,558	5,861	6,212
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	794	794	794	794
이익잉여금	4,101	4,764	5,067	5,418
비지배주주지분	-25	-34	-40	-47
자본총계	4,873	5,524	5,821	6,165

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	348	944	595	630
당기순이익	174	718	393	451
비현금수익비용가감	267	291	305	305
유형자산감가상각비	252	222	206	192
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	15	69	99	113
영업활동으로인한자산및부채의변동	-36	-18	-4	-13
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-13	-22	-36	-24
재고자산 감소(증가)	-11	-46	-48	-32
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	7	11	6
법인세납부	-53	-46	-98	-113
투자활동으로 인한 현금흐름	-186	-937	-100	-104
유형자산처분(취득)	-108	-124	-100	-100
무형자산감소(증가)	-39	-210	-20	-20
장단기금융자산의 감소(증가)	-107	-51	-34	-21
기타투자활동	68	-552	54	37
재무활동으로 인한 현금흐름	-99	-4	-88	-103
장단기금융부채의 증가(감소)	-7	42	7	4
자본의 증가(감소)	2	0	0	0
배당금의 지급	-47	0	-96	-107
기타재무활동	-47	-46	1	0
현금의 증가	57	-164	238	328
기초현금	450	506	343	581
기말현금	506	343	581	909

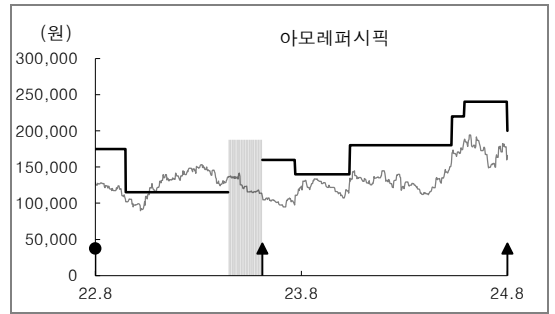
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	55.6	15.8	28.7	21.2
P/CF (x)	22.7	11.3	16.4	12.8
P/B (x)	2.0	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA (x)	23.6	20.7	13.9	12.3
EPS (원)	2,608	10,515	5,777	7,822
CFPS (원)	6,391	14,609	10,102	12,922
BPS (원)	70,987	80,686	85,080	106,425
DPS (원)	910	1,400	1,600	1,700
배당성향 (%)	30.6	11.4	23.8	22.0
배당수익률 (%)	0.6	0.8	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	-11.1	7.2	11.2	5.6
EBITDA증가율 (%)	-28.4	28.0	44.3	8.8
조정영업이익증가율 (%)	-49.5	120.5	92.4	15.8
EPS증가율 (%)	33.9	303.2	-45.1	35.4
매출채권 회전율 (회)	12.7	12.8	12.9	12.5
재고자산 회전율 (회)	9.1	9.5	9.6	9.3
매입채무 회전율 (회)	13.8	12.5	11.4	10.7
ROA (%)	3.0	11.4	5.7	6.2
ROE (%)	3.7	13.9	7.0	7.6
ROIC (%)	2.0	7.2	11.3	13.0
부채비율 (%)	20.8	21.4	21.9	21.6
유동비율 (%)	240.0	199.4	219.5	249.3
순차입금/자기자본 (%)	-6.8	-11.3	-15.1	-19.8
조정영업이익/금융비용 (x)	6.6	0.0	0.0	0.0

자료: 아모레퍼시픽, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
아모레퍼시픽 (090430)				
2024.08.07	매수	200,000	-	-
2024.05.22	매수	240,000	-28.05	-19.08
2024.04.30	매수	220,000	-21.73	-16.00
2023.11.01	매수	180,000	-27.83	-13.39
2023.07.27	매수	140,000	-12.82	-4.36
2023.05.30	매수	160,000	-36.22	-33.00
2023.03.31	분석 대상 제외		-	-
2022.09.30	중립	115,000	11.80	33.04
2021.11.29	중립	175,000	-13.38	9.14



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 아모레퍼시픽 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.