

2023. 4. 6



▲ 화장품/의류

Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **50,000 원**

현재주가 (4.5) **39,200 원**

상승여력 **27.6%**

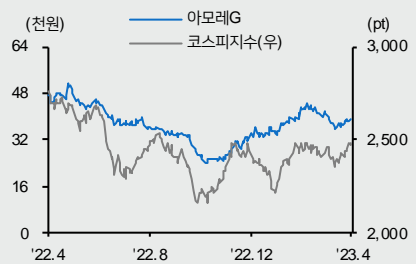
KOSPI	2,495.21pt
시가총액	32,324억원
발행주식수	8,246만주
유동주식비율	30.48%
외국인비중	10.36%
52주 최고/최저가	51,100원/23,750원
평균거래대금	130.4억원

주요주주(%)

서경배 외 10 인	61.99
국민연금공단	7.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.4	51.1	-17.0
상대주가	-6.8	34.1	-8.3

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	5,326.1	356.2	180.0	2,090	1,768.0	34,445	21.2	1.3	7.3	5.5	24.1
2022	4,495.0	271.9	62.2	681	-49.7	34,964	51.2	1.0	8.4	1.9	17.1
2023E	4,461.7	384.2	97.3	1,072	45.8	35,751	36.6	1.1	11.5	2.9	16.9
2024E	4,782.5	427.0	108.8	1,199	11.8	36,555	32.7	1.1	10.6	3.1	16.5
2025E	4,991.3	456.8	116.2	1,280	6.8	37,396	30.6	1.0	6.5	3.3	16.5

아모레G 002790

1Q23E Preview: 자체 호조 vs. AP 부진

- ✓ 1Q23E 매출액 1조 462억원(-17%), 영업이익 1,060억원(-38%, OPM 10%),
- ✓ [AG] 관광 상권 활성화 및 올리브영 판매 강세 → 매출 +11% 영업이익 +97%
- ✓ [AP] 면세 수수료율, 중국 구조조정, 역직구 감소 → 매출 -15%, 영업이익 -46%
- ✓ 채널 믹스 변경(직영/가맹 축소, H&B/온라인 강화) → 외형 확대 및 마진 확장
- ✓ 지분 가치 증대 및 자산 규모 확대 기반 재무 건전성 또한 우수, 매수 접근 추천

1Q23E 자체 호조 vs. 아모레퍼시픽 부진

아모레G는 2023년 1분기 매출액 1조 462억원(-17.2% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,060억원(-38.1%, OPM 10.1%), 순이익 297억원(-42.8%)을 기록할 전망이다. 아모레퍼시픽 부진이 자체 사업 호조를 희석시키겠다(매출/영업이익 비중: 아모레퍼시픽 94%/81%, 그 외 자회사 합산 6%/19%).

[AG] 화장품 매출액과 영업이익으로 각각 1,442억원(+11.3%), 163억원(+96.6%)을 추정한다. 관광 상권 활성화(이니스프리 +13.5%)와 올리브영 판매 강세(에뛰드 +12.0%, 에스쁘아 +7.0%)를 반영했다. 매장 효율화가 더해지면서 수익성이 크게 향상되겠다(영업이익: 이니 +145.4%, 에뛰드 +691.5%, 에스쁘아 +370.8%).

[AP] 매출액 9,863억원(-15.3%), 영업이익 854억원(-45.9%, OPM 8.7%)을 예상한다. 면세(-50.0%) 송객수수료율 인하, 중국(-31.1%) 구조조정 및 리뉴얼 영향, 온라인(-2.0%) 역직구 감소 등 주력 채널 성과가 저조할 것으로 본다.

투자의견 Buy 및 적정주가 50,000원 제시

실적 개선과 재무 건전성이 돋보이는 바, 매수 접근을 추천한다(2023E 연결 영업이익 +41% = 아모레P +43%, 이니스프리 +40%, 에뛰드 +94%, 에스쁘아 +66%).

- ① 실적: 채널 믹스 변경을 통해 외형 확대와 마진 확장을 도모한다. 직영점/가맹점은 축소, H&B/온라인은 강화함을 말한다. 최근 이니스프리가 올리브영 입점에 열을 올리고 있기도 하다. 중국 내 인지도를 감안, 방한 중국인 증가에 따른 수혜도 기대된다.
- ②재무: 건전성이 탁월하다. 지분 가치는 증대(지분율: 아모레P 38% 및 중국면세제품그룹 모회사 CTG 4%), 자산 규모는 확대(순현금: 아모레G 개별 3,866억원, 연결 1조 3,025억원)되고 있다.

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,046.2	1,262.8	-17.2	1,183.9	-11.6	1,168.5	-10.5
영업이익	106.0	171.2	-38.1	78.6	34.8	105.6	0.4
지배순이익	29.7	51.9	-42.8	-5.7	흑전	37.7	-21.3
영업이익률(%)	10.1	13.6	-3.4	6.6	3.5	9.0	1.1

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
매출액	4,461.7	4,782.5	4,631.2	4,933.0	-3.7	-3.1	4,771.5	5,297.5
영업이익	384.2	427.0	409.2	494.0	-6.1	-13.6	420.9	543.4
순이익	97.3	108.8	172.1	206.4	-43.5	-47.3	143.9	182.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원, 천주, 원, 배, %)	순이익	Target PER	적정가치	비고		
영업가치 - 비상장사			946			
이니스프리	38	15	574	국내 내수 브랜드 PER 평균 적용		
에뛰드	9	15	138	국내 내수 브랜드 PER 평균 적용		
에스쁘아	4	15	58	국내 내수 브랜드 PER 평균 적용		
아모스프로페셔널	11	15	175	국내 내수 브랜드 PER 평균 적용		
시가총액	지분율	지분가치	할인율	지분가치	비고	
지분가치 - 상장사				2,247		
아모레퍼시픽 보통주	10,529	38	4,005	50	2,023	당사 목표주가 기준 시가총액에 주식 양도소득세율 할인
아모레퍼시픽 우선주	496	14	71	50	36	6개월 평균 시가총액에 주식 양도소득세율 할인
CTG(중국증권)	4,389	4	189	-	189	단순 투자, 할인 미적용
순자산	Target PBR	적정가치	지분율	지분가치	비고	
지분가치 - 비상장사					191	
오설록	142	1	142	100	142	오설록 및 오설록농장 합산
퍼시픽패키지	49	1	49	100	49	
자산가치					441	
유형자산					54.8	4Q22 개별 기준
순현금					386.6	4Q22 개별 기준
NAV					3,826	
주식 수 (천주)					76,254	유통주식수 기준 (발행주식수 - 자기주식수)
적정주가 (원)					50,000	
현재주가 (원)					39,200	
상승여력 (%)					27.6	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 아모레G 실적 추이 및 전망											
(십억원, %, %p)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	1,262.8	1,026.4	1,021.8	1,183.9	1,046.2	1,068.8	1,090.2	1,256.5	4,495.0	4,461.7	4,782.5
아모레퍼시픽	1,165.0	945.7	936.4	1,087.8	986.3	1,008.2	1,017.3	1,192.4	4,134.9	4,204.2	4,508.6
이니스프리	71.8	72.0	74.8	81.1	81.5	82.4	85.6	87.0	299.7	336.5	363.4
에뛰드	26.0	27.1	25.0	27.9	29.1	31.2	28.0	30.1	106.0	118.4	125.2
에스쁘아	13.6	13.4	12.0	12.6	14.6	15.2	13.3	13.5	51.6	56.6	60.3
아모스프로페셔널	18.1	17.0	16.4	15.0	19.0	17.9	17.2	15.8	66.5	69.8	72.6
영업이익	171.2	-10.9	33.0	78.6	106.0	88.9	83.0	106.3	271.9	384.2	427.0
영업이익률	13.6	-1.1	3.2	6.6	10.1	8.3	7.6	8.5	6.0	8.6	8.9
아모레퍼시픽	158.0	-19.5	18.8	57.0	85.4	72.2	67.6	81.5	214.2	306.7	337.3
이니스프리	3.4	5.5	8.3	15.2	8.3	9.6	10.4	16.9	32.4	45.2	50.9
에뛰드	0.3	0.9	1.5	2.3	2.4	2.3	2.2	2.8	5.0	9.7	11.1
에스쁘아	0.2	0.5	1.1	0.8	0.9	1.1	1.3	1.0	2.6	4.3	5.2
아모스프로페셔널	4.4	3.3	3.6	1.8	4.7	3.6	3.8	2.0	13.1	14.0	14.8
순이익	51.9	-0.1	16.2	-5.7	29.7	25.7	31.4	10.5	62.2	97.3	108.8
순이익률	4.1	0.0	1.6	-0.5	2.8	2.4	2.9	0.8	1.4	2.2	2.3
(% YoY)											
매출액	-9.0	-21.3	-15.9	-16.7	-17.2	4.1	6.7	6.1	-15.6	-0.7	7.2
아모레퍼시픽	-7.0	-19.6	-15.6	-17.9	-15.3	6.6	8.6	9.6	-15.0	1.7	7.2
이니스프리	-19.3	-18.1	3.6	39.7	13.5	14.5	14.5	7.2	-2.4	12.3	8.0
에뛰드	-7.5	3.4	-3.5	9.8	12.0	15.0	12.0	8.0	0.4	11.7	5.7
에스쁘아	8.8	16.5	6.2	10.2	7.0	13.5	10.8	7.2	10.4	9.6	6.5
아모스프로페셔널	6.5	4.3	14.7	4.7	5.0	5.0	5.0	5.0	7.4	5.0	4.0
영업이익	-13.4	적전	-36.2	3,331.5	-38.1	흑전	151.8	35.3	-23.7	41.3	11.1
영업이익률	-0.7	-9.1	-1.0	6.5	-3.4	9.4	4.4	1.8	-0.6	2.6	0.3
아모레퍼시픽	-10.4	적전	-62.6	122.9	-45.9	흑전	259.5	43.1	-37.6	43.2	10.0
이니스프리	-64.4	-3.5	흑전	흑전	145.4	74.4	24.8	11.2	흑전	39.5	12.6
에뛰드	흑전	흑전	흑전	흑전	691.5	153.5	49.3	22.4	흑전	94.2	13.9
에스쁘아	흑전	흑전	1,000.0	193.4	370.8	120.0	16.8	24.1	흑전	66.1	21.1
아모스프로페셔널	3.8	0.0	28.6	103.9	5.9	9.3	6.0	8.5	16.7	7.1	5.6
순이익	-38.7	적전	-25.8	81.5	-42.8	흑전	94.3	흑전	-65.4	56.3	11.8

자료: 아모레퍼시픽그룹, 메리츠증권 리서치센터

아모레 G (002790)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	5,326.1	4,495.0	4,461.7	4,782.5	4,991.3
매출액증가율 (%)	8.0	-15.6	-0.7	7.2	4.4
매출원가	1,461.6	1,347.8	1,265.4	1,364.9	1,422.0
매출총이익	3,864.5	3,147.2	3,196.3	3,417.6	3,569.3
판매관리비	3,508.3	2,875.3	2,812.1	2,990.5	3,112.5
영업이익	356.2	271.9	384.2	427.0	456.8
영업이익률	6.7	6.0	8.6	8.9	9.2
금융손익	6.7	-5.4	-5.2	-5.4	-5.6
중속/관계기업손익	5.7	11.8	12.4	13.0	13.5
기타영업외손익	61.0	10.1	13.3	18.0	18.7
세전계속사업이익	429.6	288.4	404.8	452.7	483.4
법인세비용	137.6	139.2	187.2	209.4	223.6
당기순이익	292.0	149.2	217.5	243.3	259.8
지배주주지분 순이익	180.0	62.2	97.3	108.8	116.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	762.6	183.5	297.3	325.8	574.6
당기순이익(손실)	292.0	149.2	217.5	243.3	259.8
유형자산상각비	414.6	322.7	85.2	89.3	320.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-101.3	-386.3	-5.4	-6.8	-5.4
투자활동 현금흐름	-809.2	-130.1	-212.0	-210.5	-28.8
유형자산의증가(CAPEX)	-99.4	-120.1	-180.0	-180.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-425.5	-45.3	-22.9	-21.1	-17.9
재무활동 현금흐름	-262.1	-257.2	-49.4	-58.8	-32.8
차입금의 증감	-114.8	-112.1	-27.7	-27.2	2.6
자본의 증가	-85.0	-3.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-320.3	-220.5	36.0	56.5	513.0
기초현금	1,190.9	870.6	650.1	686.0	742.6
기말현금	870.6	650.1	686.0	742.6	1,255.6

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	3,015.5	2,566.4	2,661.0	2,774.4	3,339.4
현금및현금성자산	870.6	650.1	686.0	742.6	1,255.6
매출채권	312.0	301.0	316.0	331.8	346.0
재고자산	542.8	460.0	488.1	514.0	535.9
비유동자산	5,022.7	5,084.6	5,202.4	5,314.1	5,011.8
유형자산	2,920.0	2,820.7	2,915.5	3,006.2	2,686.0
무형자산	703.4	856.4	856.4	856.4	856.4
투자자산	586.3	631.6	654.5	675.6	693.4
자산총계	8,038.1	7,651.0	7,863.4	8,088.5	8,351.1
유동부채	1,273.3	851.9	855.6	857.3	885.5
매입채무	95.5	57.6	59.4	61.1	63.7
단기차입금	257.7	240.9	218.9	196.9	196.9
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	289.2	265.6	278.5	290.3	300.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,562.5	1,117.5	1,134.0	1,147.6	1,185.7
자본금	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
자본잉여금	694.3	690.6	690.6	690.6	690.6
기타포괄이익누계액	-2.6	31.1	31.1	31.1	31.1
이익잉여금	2,761.9	2,781.8	2,857.3	2,934.5	3,015.2
비지배주주지분	3,169.1	3,177.1	3,297.4	3,431.9	3,575.6
자본총계	6,475.6	6,533.5	6,729.3	6,941.0	7,165.4

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	64,591	54,512	54,108	57,999	60,531
EPS(지배주주)	2,090	681	1,072	1,199	1,280
CFPS	10,841	8,770	5,810	6,387	9,417
EBITDAPS	9,347	7,211	5,693	6,262	9,423
BPS	34,445	34,964	35,751	36,555	37,396
DPS	450	205	299	334	357
배당수익률(%)	1.0	0.6	0.8	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	21.2	51.2	36.6	32.7	30.6
PCR	4.1	4.0	6.7	6.1	4.2
PSR	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
PBR	1.3	1.0	1.1	1.1	1.0
EBITDA	770.7	594.6	469.4	516.3	777.0
EV/EBITDA	7.3	8.4	11.5	10.6	6.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	1.9	2.9	3.1	3.3
EBITDA 이익률	14.5	13.2	10.5	10.8	15.6
부채비율	24.1	17.1	16.9	16.5	16.5
금융비용부담률	0.3	0.3	1.2	1.0	1.0
이자보상배율(x)	24.9	18.6	7.3	8.6	9.6
매출채권회전율(x)	17.2	14.7	14.5	14.8	14.7
재고자산회전율(x)	10.4	9.0	9.4	9.5	9.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

아모레 G (002790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.04.08	기업브리프	Hold	72,000	하누리	-4.6	1.0	
2021.04.29	기업브리프	Buy	90,000	하누리	-18.9	-11.6	
2021.07.09	산업브리프	Buy	80,000	하누리	-23.9	-22.0	
2021.07.29	기업브리프	Hold	67,000	하누리	-16.8	-10.7	
2021.09.29	산업분석	Hold	55,000	하누리	-13.8	-4.0	
2022.01.10	기업브리프	Hold	47,000	하누리	-16.8	8.7	
2022.11.09	산업분석	Buy	37,000	하누리	-16.2	-6.6	
2022.12.09	기업분석	Buy	48,000	하누리	-27.3	-21.1	
2023.01.16	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-	-	