

2022. 1. 10



▲ 화장품/섬유/의복
Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) **47,000 원**

현재주가 (1.7) **43,500 원**

상승여력 **8.0%**

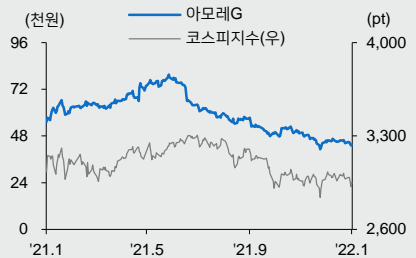
KOSPI	2,954.89pt
시가총액	35,869억원
발행주식수	8,246만주
유동주식비율	30.52%
외국인비중	15.92%
52주 최고/최저가	79,600원/41,250원
평균거래대금	54.8억원

주요주주(%)

서경배 외 8 인	61.95
국민연금공단	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.6	-31.7	-21.3
상대주가	-3.4	-24.1	-19.3

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2020	4,930.1	150.7	10.4	43	-94.5	33,852	1,273.8	1.6	9.8	0.3	24.2
2021E	5,174.2	402.8	215.2	2,483	2,295.8	35,090	17.9	1.3	5.6	6.5	21.0
2022E	5,351.7	414.5	198.0	2,273	0.8	36,727	19.1	1.2	6.1	5.7	18.6
2023E	5,598.9	432.6	202.6	2,327	2.4	38,409	18.7	1.1	6.0	5.6	17.7
2024E	5,857.6	452.6	173.0	2,098	-12.2	40,211	20.7	1.1	5.7	4.6	17.6

아모레G 002790

4Q21E Preview: AP 약세 = AG 부진

- ✓ 4Q21E: 매출액 1조 2,688억원(+1%), 영업이익 489억원(흑전), 순이익 44억원(흑전)
- ✓ [AP] 아모레P 수익성 훼손 → 그룹 전체 실적 여파(영업이익: AP -38%, AG -27%)
- ✓ [자체] 상권 침체 → 매출 -6%(에스트라 제거 감안) vs. 매장 효율화 → 흑전
- ✓ AP 주가 부진 동조화 및 원브랜드 침체 지속 → 보수적 접근 권고

4Q21E 아모레P 부진 동조화

아모레G는 2021년 4분기 매출액 1조 2,688억원(+0.6% YoY; 이하 YoY), 영업이익 489억원(흑전), 순이익 44억원(흑전)을 기록할 전망이다. 아모레퍼시픽 부진이 그룹 전체 실적에 여파, 시장 기대치를 밑돌겠다(영업이익 컨센서스 대비 -8%).

[AP] 아모레퍼시픽의 수익성 훼손이 계속되고 있다(4Q21E 아모레퍼시픽 비중: 매출 94%, 영업이익 96%). 판매 감소와 비용 증가가 동반되며 역레버리지가 발생, 일회성 비용 제거 효과를 온전하게 누리지 못하겠다(4Q20 희망퇴직비용 850억원 제거 시, 4Q21E 영업이익: 아모레P -38.3% → 아모레G -27.4%).

[자체] 국내 화장품 사업 실적으로 매출액 1,090억원(-22.9%; 에스트라 제거 시 -5.5%), 영업이익 23억원(흑전)을 예상한다. 상권 침체로 인해 매출은 줄겠지만, 매장 효율화를 통한 수익성 개선은 기대 가능하다.

투자의견 Hold(유지) 및 적정주가 47,000원(하향) 제시

단기간 내 상승 반전을 도모하기 어렵다는 판단, 보수적인 접근을 권고한다.

주가: 아모레G는 아모레P의 대체재이다. P 주가가 지지부진한 이상, G 주가가 탄력을 받기는 쉽지 않다. **Valuation:** Valuation 부담은 낮아야 정상이다(전일 종가 기준 2022E PER: 아모레G 19.1배 vs. 아모레P 34.2배), 지주사이자, 내수 사업자이기 때문이다. **실적:** 국내 매출이 반등하기는 어렵겠다. 원 브랜드숍은, 멀티 브랜드숍과 온라인을 주로 활용하는 MZ 소비층의 구매 행태에 부합하지 않는다. 온라인향 인디 브랜드 출범 확대로 가격 경쟁력 또한 저하되고 있다. 2022E 이니스프리(-2.2%)와 에뛰드(-1.1%) 모두 역신장 기조를 이어가겠다. 1H22E까지 에스트라 제거에 따른 역기저 부담 또한 상존한다(에스트라 매출 비중: 1Q21 2.1%, 2Q21 2.6%).

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,268.8	1,261.4	0.6	1,214.5	4.5	1,267.9	0.1
영업이익	48.9	-14.5	흑전	51.7	-5.3	53.3	-8.2
지배순이익	4.4	-39.8	흑전	21.8	-79.9	12.1	-63.7
영업이익률(%)	3.9	-1.1	5.0	4.3	-0.4	4.2	-0.3

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	5,174.2	5,351.7	5,218.0	5,472.5	-0.8	-2.2	5,178.3	5,529.9
영업이익	402.8	414.5	421.7	441.0	-4.5	-6.0	407.4	504.4
순이익	215.2	198.0	216.8	180.3	-0.8	9.8	217.9	213.1

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %, 배)	시가총액	지분율	지분가치	할인율	지분가치 비교
지분가치 - 상장사 (A)					2,912
아모레퍼시픽 보통주	9,925	38.04	3,776	25.0	2,832 당사 적정 시가총액에 주식 양도소득세를 할인 적용
아모레퍼시픽 우선주	750	14.31	107	25.0	81 3개월 평균 시가총액에 주식 양도소득세를 할인 적용
	순이익	Target PER	적정가치	지분율	지분가치 비교
지분가치 - 비상장사 (B)					280
이니스프리	20	11.1	217	81.8	177 국내 화장품 Peer 평균값 대비 70% 할인
아모스프로페셔널	9	11.1	103	100.0	103 국내 화장품 Peer 평균값 대비 70% 할인
	순자산	Target PBR	적정가치	지분율	지분가치 비교
지분가치 - 비상장사 (C)					264
오설록	133	1.0	133	100.0	133 오설록 및 오설록농장 합산 기준
코스비전	34	1.0	34	100.0	34
퍼시픽글라스	48	1.0	48	100.0	48
퍼시픽패키지	48	1.0	48	100.0	48
에워드	-7	1.0	-7	80.5	-5
에스쁘아	8	1.0	8	80.5	7
(1) 지분가치 합산					3,457 (A) + (B) + (C)
유형자산 (D)					14 3Q21 개별 기준
순현금 (E)					500 3Q21 개별 기준
(2) 자산가치 합산					514 (D) + (E)
우선주 - 아모레G우 (F)					114 3개월 평균 시가총액 기준
우선주 - 아모레G3우 (G)					260 3개월 평균 시가총액 기준
(3) 우선주 가치 합산					374 (F) + (G)
NAV					3,596 (1) + (2) - (3)
주식 수 (천주)					76,249 유통주식수 기준 (발행주식수 - 자기주식수)
적정주가 (원)					47,000 반내림
현재주가 (원)					43,500
상승여력 (%)					8.0

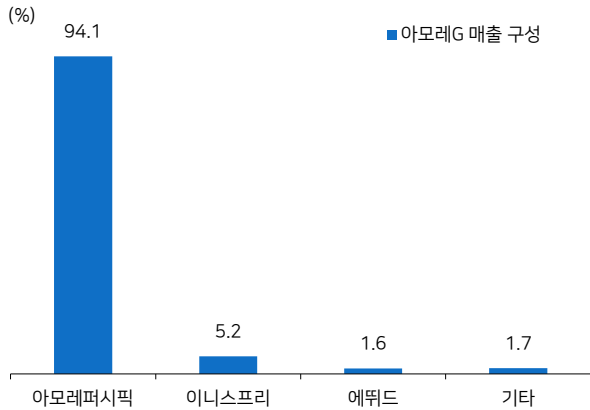
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 아모레G 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,279.3	1,180.8	1,208.6	1,261.4	1,387.5	1,303.4	1,214.5	1,268.8	4,930.1	5,174.2	5,351.7
화장품	1,329.4	1,229.1	1,244.5	1,298.3	1,429.1	1,352.4	1,232.6	1,303.4	5,101.4	5,317.5	5,473.3
아모레퍼시픽	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,156.9	1,252.8	1,176.7	1,108.9	1,194.4	4,432.2	4,732.8	4,959.1
이니스프리	107.4	88.4	80.3	72.4	89.0	87.9	72.2	66.6	348.5	315.7	308.6
에뛰드	34.6	29.6	26.6	20.5	28.1	26.2	25.9	20.5	111.3	100.7	99.6
에스쁘아	13.8	10.9	10.2	7.6	12.5	11.5	11.3	8.5	42.5	43.8	47.3
아모스프로페셔널	18.7	17.1	17.2	14.9	17.0	16.3	14.3	13.4	67.9	61.0	58.6
비화장품	82.1	72.2	79.5	57.7	90.1	89.3	75.2	60.6	291.5	315.2	333.2
영업이익	67.9	36.2	61.0	-14.5	197.7	104.6	51.7	48.9	150.7	402.8	414.5
영업이익률	5.3	3.1	5.0	-1.1	14.2	8.0	4.3	3.9	3.1	7.8	7.7
화장품	71.1	37.0	53.7	-17.4	194.3	100.8	50.7	49.1	144.5	394.8	403.8
아모레퍼시픽	60.9	35.2	56.0	-9.2	176.2	91.2	50.3	46.8	143.0	364.5	375.1
이니스프리	5.1	-1.0	-0.2	3.1	9.5	5.7	0.0	2.8	7.0	18.0	19.5
에뛰드	-2.9	-2.9	-5.1	-7.2	-0.5	-1.5	-2.5	-2.1	-18.1	-6.6	-2.4
에스쁘아	1.8	-0.5	-1.6	-2.0	-0.3	-0.8	0.1	0.2	-2.3	-0.8	0.3
아모스프로페셔널	4.4	3.9	3.9	2.0	4.2	3.3	2.8	1.5	14.2	11.9	11.3
비화장품	-3.7	-3.0	-0.9	3.5	0.9	4.5	-0.6	2.7	-4.1	7.6	12.8
순이익	46.0	2.7	1.5	-39.8	84.6	104.4	21.8	4.4	10.4	215.2	198.0
순이익률	3.6	0.2	0.1	-3.2	6.1	8.0	1.8	0.3	0.2	4.2	3.7
(% YoY)											
매출액	-22.1	-24.7	-23.0	-16.0	8.5	10.4	0.5	0.6	-21.5	5.0	3.4
화장품	-22.7	-25.8	-23.6	-16.1	7.5	10.0	-1.0	0.4	-22.2	4.2	2.9
아모레퍼시픽	-22.1	-24.2	-22.4	-13.3	10.8	11.5	1.9	3.2	-20.6	6.8	4.8
이니스프리	-30.5	-40.1	-38.3	-39.4	-17.1	-0.6	-10.1	-8.0	-36.8	-9.4	-2.2
에뛰드	-30.9	-35.1	-33.3	-53.7	-18.8	-11.5	-2.6	0.0	-38.1	-9.5	-1.1
에스쁘아	20.0	-11.4	-22.1	-23.2	-9.4	5.5	10.8	12.0	-9.2	3.1	8.0
아모스프로페셔널	-23.4	-20.1	-13.1	-16.3	-9.1	-4.7	-16.9	-10.0	-18.6	-10.1	-3.9
비화장품	105.3	57.6	93.4	-4.0	9.7	23.7	-5.4	5.0	55.9	8.1	5.7
영업이익	-66.8	-67.2	-49.4	적전	191.1	188.5	-15.3	흑전	-69.8	167.3	2.9
영업이익률	-7.2	-4.0	-2.6	-5.3	8.9	5.0	-0.8	5.0	-4.9	4.7	0.0
화장품	-66.2	-67.2	-52.2	적전	173.2	172.3	-5.7	흑전	-70.8	173.3	2.3
비화장품	적전	적전	적전	483.3	흑전	흑전	적지	-21.5	적전	흑전	68.7
순이익	-41.6	-92.5	-96.5	-70.3	84.0	3,784.4	1,357.3	흑전	-92.2	1,972.5	-8.0

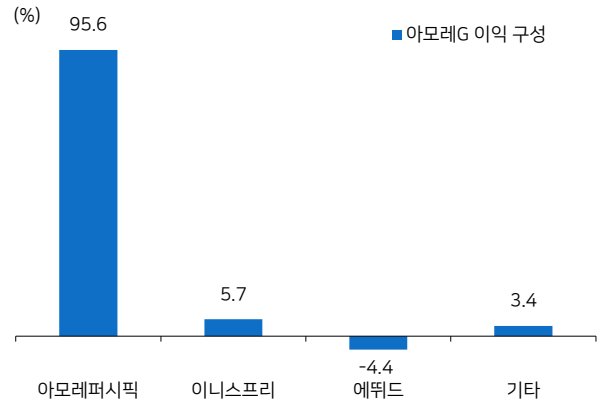
자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

그림1 아모레G 매출 구성 (4Q21E)



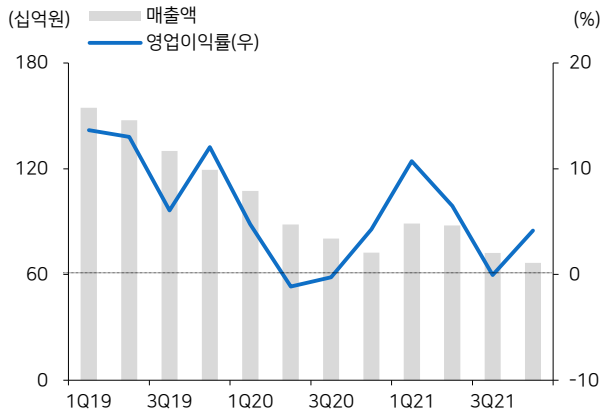
자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

그림2 아모레G 영업이익의 구성 (4Q21E)



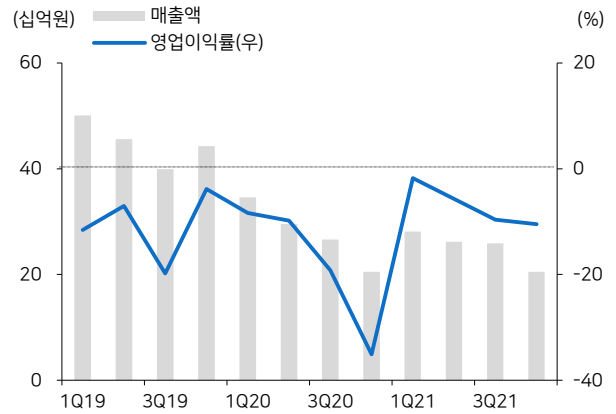
자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

그림3 이니스프리 실적 추이 및 전망



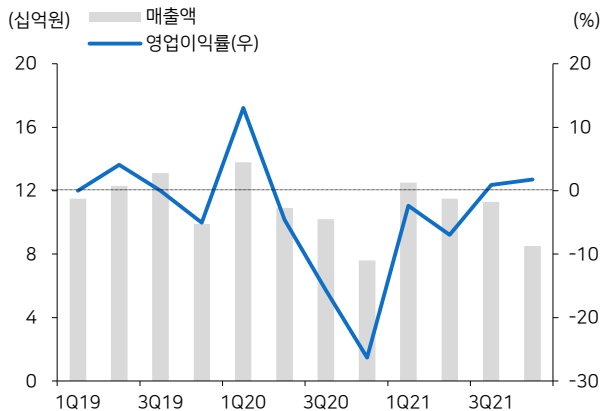
자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

그림4 에뛰드 실적 추이 및 전망



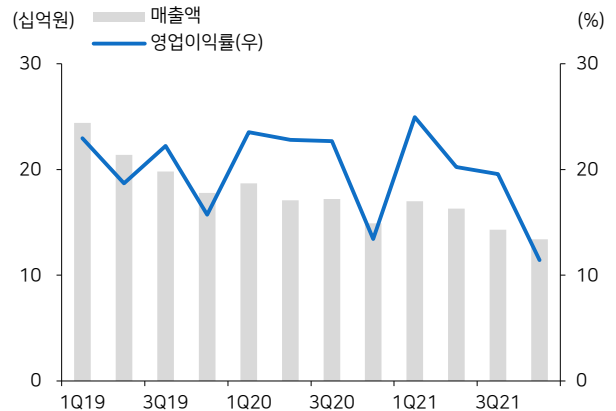
자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

그림5 에스쁘아 실적 추이 및 전망



자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

그림6 아모스프로페셔널 실적 추이 및 전망



자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

아모레 G (002790)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	4,930.1	5,174.2	5,351.7	5,598.9	5,857.6
매출액증가율 (%)	-21.5	5.0	3.4	4.6	4.6
매출원가	1,371.1	1,395.7	1,441.8	1,507.0	1,576.6
매출총이익	3,559.0	3,778.6	3,909.9	4,092.0	4,281.0
판매관리비	3,408.3	3,375.8	3,495.4	3,659.4	3,828.4
영업이익	150.7	402.8	414.5	432.6	452.6
영업이익률	3.1	7.8	7.7	7.7	7.7
금융손익	0.3	7.7	7.8	7.9	0.0
중속/관계기업손익	1.4	4.1	4.5	5.0	0.0
기타영업외손익	-121.1	99.2	91.1	84.7	0.0
세전계속사업이익	31.3	513.9	518.0	530.2	452.6
법인세비용	9.2	138.7	139.9	143.2	122.2
당기순이익	22.1	375.1	378.1	387.1	330.4
지배주주지분 순이익	10.4	215.2	198.0	202.6	173.0

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,853.1	3,525.0	3,970.9	4,497.0	5,166.7
현금및현금성자산	1,190.9	1,295.2	1,673.8	2,132.0	2,730.7
매출채권	306.7	352.7	366.8	385.1	402.9
재고자산	478.5	559.8	593.4	621.1	649.8
비유동자산	4,935.7	4,478.8	4,270.6	4,094.1	3,800.6
유형자산	3,081.1	2,607.2	2,390.5	2,208.8	1,909.9
무형자산	719.6	711.4	711.4	711.4	711.4
투자자산	160.8	332.2	340.6	345.9	351.3
자산총계	7,788.7	8,003.8	8,241.5	8,591.1	8,967.4
유동부채	1,170.2	1,111.5	999.2	993.3	1,029.1
매입채무	74.3	78.8	81.1	83.6	87.4
단기차입금	257.5	261.6	238.6	216.6	216.6
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	346.5	279.3	292.0	301.6	311.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,516.7	1,390.8	1,291.2	1,294.9	1,340.8
자본금	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
자본잉여금	779.3	698.6	698.6	698.6	698.6
기타포괄이익누계액	-13.7	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
이익잉여금	2,631.9	2,820.8	2,977.9	3,139.4	3,312.3
비지배주주지분	3,022.5	3,244.6	3,424.8	3,609.2	3,766.6
자본총계	6,272.0	6,613.0	6,950.3	7,296.2	7,626.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	666.0	883.5	685.6	727.5	652.0
당기순이익(손실)	22.1	375.1	378.1	387.1	330.4
유형자산상각비	534.2	554.4	416.7	361.7	298.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	63.0	-82.3	-109.1	-21.2	22.7
투자활동 현금흐름	-430.2	-606.5	-217.9	-194.7	-17.3
유형자산의증가(CAPEX)	-195.0	-256.5	-200.0	-180.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-66.0	-171.4	-8.4	-5.3	-5.4
재무활동 현금흐름	-436.9	-165.7	-89.1	-74.6	-36.0
차입금의 증감	-219.8	-78.6	-48.3	-33.5	6.1
자본의 증가	-102.7	-80.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-226.5	104.3	378.6	458.2	598.7
기초현금	1,417.4	1,190.9	1,295.2	1,673.8	2,132.0
기말현금	1,190.9	1,295.2	1,673.8	2,132.0	2,730.7

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	59,789	62,750	64,902	67,900	71,037
EPS(지배주주)	43	2,483	2,273	2,327	2,098
CFPS	8,962	12,180	11,334	10,817	9,114
EBITDAPS	8,305	11,608	10,080	9,633	9,114
BPS	33,852	35,090	36,727	38,409	40,211
DPS	230	398	402	411	0
배당수익률(%)	0.4	0.9	0.9	0.9	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	1,273.8	17.9	19.1	18.7	20.7
PCR	6.1	3.6	3.8	4.0	4.8
PSR	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
PBR	1.6	1.3	1.2	1.1	1.1
EBITDA	684.8	957.2	831.2	794.3	751.5
EV/EBITDA	9.8	5.6	6.1	6.0	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.3	6.5	5.7	5.6	4.6
EBITDA 이익률	13.9	18.5	15.5	14.2	12.8
부채비율	24.2	21.0	18.6	17.7	17.6
금융비용부담률	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	6.6				
매출채권회전율(x)	14.1	15.7	14.9	14.9	14.9
재고자산회전율(x)	9.8	10.0	9.3	9.2	9.2

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	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 12월 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)	
2019.10.31	기업브리프	Hold	77,820	양지혜	4.2	12.3	
2019.12.31				Univ Out			
2020.04.22	산업분석	Hold	66,000	하누리	-18.8	-9.5	
2020.10.05	기업브리프	Hold	57,000	하누리	0.0	17.2	
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	-	-	