

2022. 12. 9



▲ **화장품/의류 Analyst 하누리**

02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

퀀트/ETF Analyst **이정연**

02. 6454-4895
jungyeon.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 48,000 원

현재주가 (12.8) 32,700 원

상승여력 46.8%

KOSPI	2,371.08pt
시가총액	26,964억원
발행주식수	8,246만주
유동주식비율	30.49%
외국인비중	11.20%
52주 최고/최저가	51,100원/23,750원
평균거래대금	124.8억원

주요주주(%)

서경배 외 11 인	61.99
국민연금공단	5.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.3	-25.3	-27.0
상대주가	19.7	-17.3	-7.6

주가그래프



아모레G 002790

취를 잡아

- ✓ **영업 가치:** 사업 수익 개선, 2023E 연결 영업이익 +54%, EPSG +57%
- ✓ **지분 가치:** 투자 가치 증대, 중국 CTG 지분 확보 따른 사업 시너지 강화 기대
- ✓ **자산 가치:** 순자산 두둑, 순현금 및 유형자산 합산 = 시가총액 대비 53%
- ✓ **주주 정책:** 주주 친화 정책, 배당 성향 지속 확장 및 자사주 소각 가능성 상존
- ✓ **투자 매력:** MSCI 이탈 반영 완료, 화장품 이익 모멘텀 부각, EV/EBITDA 최저평가

Sector View

① **영업 가치:** 수익성이 개선된다. 아모레G의 국내 사업과 아모레퍼시픽의 해외 사업 모두 매출의 질을 높이고, 비용의 양을 낮춘다. ② **지분 가치:** 지분 가치가 증대된다(중속회사/우선주/중국 CTG 투자 합산 2.6조원 = 아모레G 시가총액의 96%). CTG 지분 확보로 CDFG와의 협업 또한 강화될 전망이다. ③ **자산 가치:** 자산도 두둑하다(순현금/유형자산 합산 자산 1.4조원 = 아모레G 시가총액의 53%). ④ **주주 정책:** 주주 친화적이다. 2022E 배당 성향은 27.0%로 확대될 전망이며, 추후 보유 자사주 소각 가능성 또한 열려 있다.

Quant View

① **지수 편출:** MSCI 편출로 인한 자금 이탈로 완료, 외국인 순매도 강도가 약해진 다. ② **이익 성장:** 2023E 화장품 업종의 이익 모멘텀이 강화된다. 코스피 감익과는 상반, 타 업종 대비 투자성이 돋보인다. ③ **투자 지표:** 장기 감익과 금리 인상 사이 클에서는 EV/EBITDA 지표가 주효하다. 아모레G는 EV/EBITDA 1.4배로 업종 내 가장 저평가되어 있는 종목이다.

투자의견 Buy 및 적정주가 48,000원 제시

아모레G에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 48,000원을 제시하며, 업종 내 최선호주로 추천한다. 아모레퍼시픽의 성장과, LG생활건강의 밸류 매력을 동시 견비, 투자성이 가장 높다는 판단이다. 아모레G의 시가총액은 2.6조원으로, 아모레퍼시픽 지분 가치와 순 현금 합산에도 미치지 못한다. 자체 사업 개선과 투자 자산 증대는 반영되지 않은 셈이다. 아모레퍼시픽과의 Valuation Gap 축소 또한 필요하다.

(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
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
2022E	4,431.7	256.5	92.3	1,059	-35.0	35,401	30.9	0.9	4.8	2.8	21.4
2023E	4,621.2	395.9	145.0	1,666	54.0	36,628	19.6	0.9	5.4	4.2	21.4
2024E	4,914.4	433.6	160.3	1,841	10.5	37,860	17.8	0.9	5.0	4.5	20.9

Contents

[Sector View] 화장품/의류 하누리	3
① 영업 가치: AG 국내 및 AP 해외 수익성 향상	3
② 지분 가치: CTG 지분 확보	9
③ 자산 가치: 무차입 경영, 순현금 두둑	10
④ 주주 정책: 배당 증가 및 자사주 소각	11
⑤ 적정 주가: 생활소비재 최선호주 제시	12
[Quant View] 퀀트/ETF 이정연	15
① 지수 편출: 저가 매수 기회	15
② 이익 성장: 화장품 증익 vs. 코스피 감익	16
③ 투자 지표: EV/EBITDA 매력 부각	17

아모레 G (002790)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	4,930.1	5,326.1	4,431.7	4,621.2	4,914.4
매출액증가율 (%)	-21.5	8.0	-16.8	4.3	6.3
매출원가	1,371.1	1,461.6	1,348.5	1,318.6	1,396.5
매출총이익	3,559.0	3,864.5	3,083.1	3,302.7	3,517.9
판매관리비	3,408.3	3,508.3	2,826.6	2,906.8	3,084.4
영업이익	150.7	356.2	256.5	395.9	433.6
영업이익률	3.1	6.7	5.8	8.6	8.8
금융손익	0.3	6.7	-22.7	-24.0	-25.2
중속/관계기업손익	1.4	5.7	6.2	6.9	7.5
기타영업외손익	-121.1	61.0	31.1	38.8	45.5
세전계속사업이익	31.3	429.6	271.1	417.5	461.3
법인세비용	9.2	137.6	81.4	125.4	138.5
당기순이익	22.1	292.0	189.7	292.1	322.8
지배주주지분 순이익	10.4	180.0	92.3	145.0	160.3

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	2,853.1	3,015.5	3,406.8	3,864.6	4,286.8
현금및현금성자산	1,190.9	870.6	1,248.6	1,613.1	1,965.4
매출채권	306.7	312.0	324.4	340.7	357.7
재고자산	478.5	542.8	575.4	629.5	662.8
비유동자산	4,935.7	5,022.7	4,632.4	4,494.1	4,376.8
유형자산	3,081.1	2,920.0	2,644.3	2,479.8	2,346.5
무형자산	719.6	703.4	702.5	702.5	702.5
투자자산	160.8	586.3	537.6	563.8	579.9
자산총계	7,788.7	8,038.1	8,039.2	8,358.7	8,663.6
유동부채	1,170.2	1,273.3	1,193.8	1,235.1	1,250.9
매입채무	74.3	95.5	98.4	101.3	104.3
단기차입금	257.5	257.7	281.2	259.2	237.2
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	346.5	289.2	223.8	237.1	245.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,516.7	1,562.5	1,417.6	1,472.2	1,496.2
자본금	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
자본잉여금	779.3	694.3	696.7	696.7	696.7
기타포괄이익누계액	-13.7	-2.6	35.9	35.9	35.9
이익잉여금	2,631.9	2,761.9	2,813.2	2,931.0	3,049.3
비지배주주지분	3,022.5	3,169.1	3,223.3	3,370.4	3,533.0
자본총계	6,272.0	6,475.6	6,621.6	6,886.5	7,167.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	666.0	762.6	699.1	640.0	632.4
당기순이익(손실)	22.1	292.0	189.7	292.1	322.8
유형자산상각비	534.2	414.6	627.0	344.5	313.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	63.0	-101.3	-146.5	3.4	-3.8
투자활동 현금흐름	-430.2	-809.2	-164.4	-218.8	-209.2
유형자산의증가(CAPEX)	-195.0	-99.4	-280.1	-180.0	-180.0
투자자산의감소(증가)	-66.0	-425.5	48.7	-26.2	-16.1
재무활동 현금흐름	-436.9	-262.1	-178.6	-56.7	-70.9
차입금의 증감	-219.8	-114.8	-22.8	-29.5	-28.9
자본의 증가	-102.7	-85.0	2.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-226.5	-320.3	378.0	364.5	352.3
기초현금	1,417.4	1,190.9	870.6	1,248.6	1,613.1
기말현금	1,190.9	870.6	1,248.6	1,613.1	1,965.4

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	59,789	64,591	53,745	56,043	59,599
EPS(지배주주)	43	2,090	1,059	1,666	1,841
CFPS	8,962	10,841	11,749	9,242	9,395
EBITDAPS	8,305	9,347	10,715	8,979	9,058
BPS	33,852	34,445	35,401	36,628	37,860
DPS	230	450	292	450	497
배당수익률(%)	0.4	1.0	0.9	1.4	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	1,273.8	21.2	30.9	19.6	17.8
PCR	6.1	4.1	2.8	3.5	3.5
PSR	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
PBR	1.6	1.3	0.9	0.9	0.9
EBITDA	684.8	770.7	883.5	740.4	746.9
EV/EBITDA	9.8	7.3	4.8	5.4	5.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.3	5.5	2.8	4.2	4.5
EBITDA 이익률	13.9	14.5	19.9	16.0	15.2
부채비율	24.2	24.1	21.4	21.4	20.9
금융비용부담률	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	6.6	24.9			
매출채권회전율(x)	14.1	17.2	13.9	13.9	14.1
재고자산회전율(x)	9.8	10.4	7.9	7.7	7.6

아모레퍼시픽 (090430)

Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	4,432.2	4,863.1	4,129.4	4,415.2	4,686.8
매출액증가율 (%)	-20.6	9.7	-15.1	6.9	6.2
매출원가	1,265.4	1,362.6	1,332.3	1,333.7	1,408.3
매출총이익	3,166.8	3,500.5	2,797.2	3,081.4	3,278.6
판매관리비	3,023.8	3,157.1	2,585.1	2,735.5	2,897.8
영업이익	143.0	343.4	212.1	345.9	380.8
영업이익률	3.2	7.1	5.1	7.8	8.1
금융손익	-5.2	-0.9	-12.6	-2.4	-2.7
중속/관계기업손익	0.7	0.9	9.3	5.6	5.6
기타영업외손익	-113.2	-45.5	69.8	60.3	56.4
세전계속사업이익	25.3	297.9	278.6	409.3	440.1
법인세비용	3.4	117.0	107.5	136.2	146.5
당기순이익	21.9	180.9	171.0	273.1	293.6
지배주주지분 손이익	35.1	193.7	185.7	292.4	314.4

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	1,825.7	2,018.5	2,417.6	2,800.0	3,117.2
현금및현금성자산	793.7	537.7	967.2	1,299.6	1,569.2
매출채권	283.8	295.8	319.4	329.0	338.9
재고자산	414.5	493.2	527.8	554.1	581.8
비유동자산	3,876.2	4,098.2	3,734.9	3,629.8	3,538.2
유형자산	2,566.3	2,541.4	2,329.9	2,200.5	2,094.8
무형자산	208.8	201.7	218.7	218.7	218.7
투자자산	92.9	411.5	288.5	312.8	326.9
자산총계	5,701.9	6,116.7	6,152.5	6,429.8	6,655.4
유동부채	966.0	1,157.5	1,128.4	1,187.5	1,216.3
매입채무	117.6	123.4	130.8	137.4	144.2
단기차입금	154.2	199.1	224.7	204.7	184.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	271.6	214.9	169.0	178.1	183.4
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,237.5	1,372.4	1,297.4	1,365.6	1,399.7
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	723.5	795.8	796.0	796.0	796.0
기타포괄이익누계액	-20.3	11.9	26.6	26.6	26.6
이익잉여금	3,847.8	3,937.8	4,051.2	4,279.7	4,492.0
비지배주주지분	-3.5	-16.7	-33.7	-53.1	-73.9
자본총계	4,464.4	4,744.3	4,855.1	5,064.2	5,255.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	554.4	691.4	603.1	615.8	584.0
당기순이익(손실)	21.9	180.9	171.0	273.1	293.6
유형자산상각비	458.5	361.9	554.1	307.4	283.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	39.8	-94.5	-151.8	35.3	6.7
투자활동 현금흐름	-206.4	-708.4	-40.8	-206.7	-196.6
유형자산의증가(CAPEX)	-183.0	-91.2	-245.9	-178.0	-178.0
투자자산의감소(증가)	-44.5	-318.6	123.1	-24.4	-14.1
재무활동 현금흐름	-216.0	-226.0	-156.7	-76.7	-117.9
차입금의 증감	-144.1	-30.7	-16.0	-12.7	-15.8
자본의 증가	0.0	72.3	0.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	120.2	-256.0	429.5	332.4	269.6
기초현금	673.6	793.7	537.7	967.2	1,299.6
기말현금	793.7	537.7	967.2	1,299.6	1,569.2

Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	75,818	83,173	70,597	75,482	80,127
EPS(지배주주)	456	3,135	3,007	4,731	5,087
CFPS	10,789	13,842	15,430	12,998	13,092
EBITDAPS	10,290	12,062	13,098	11,169	11,361
BPS	64,736	68,950	70,800	74,109	77,184
DPS	800	980	926	1,478	1,590
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.7	1.1	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	452.1	53.3	45.1	28.6	26.6
PCR	19.1	12.1	8.8	10.4	10.4
PSR	2.7	2.0	1.9	1.8	1.7
PBR	3.2	2.4	1.9	1.8	1.8
EBITDA	601.5	705.2	766.2	653.3	664.5
EV/EBITDA	20.1	13.9	9.5	10.6	10.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.8	4.2	3.8	5.8	6.0
EBITDA 이익률	13.6	14.5	18.6	14.8	14.2
부채비율	27.7	28.9	26.7	27.0	26.6
금융비용부담률	0.4	0.2	0.3	1.0	0.9
이자보상배율(x)	8.4	30.1	19.2	7.9	9.1
매출채권회전율(x)	13.6	16.8	13.4	13.6	14.0
재고자산회전율(x)	10.2	10.7	8.1	8.2	8.3

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

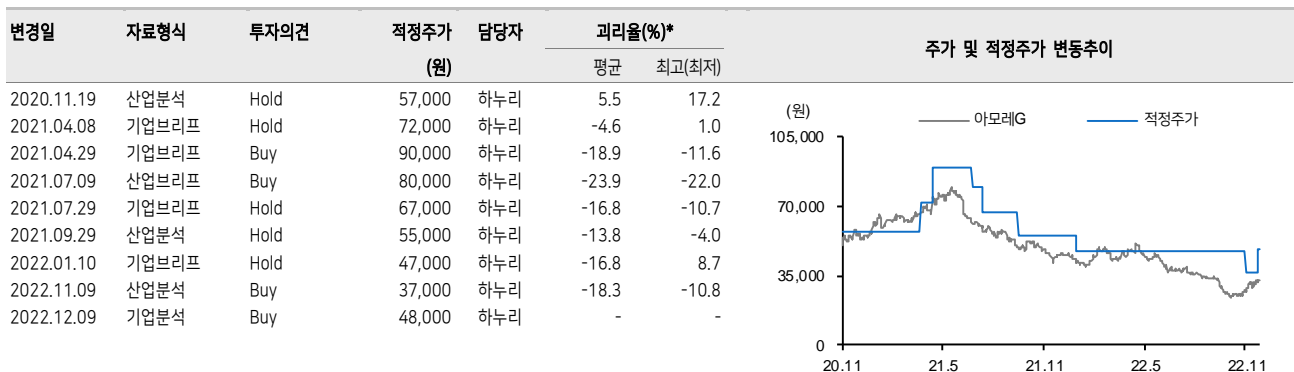
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.4%
중립	18.6%
매도	0.0%

2022년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

아모레 G (002790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

