

아모레G (002790)

4Q23 Review: MBS 중심 성장

4Q23 Review: 영업이익 시장기대치 하회

아모레G 2023년도 4분기 매출액은 1조 180억원(-14% YoY), 영업이익은 299억원(-62% YoY)을 기록하며 시장 기대치(매출액 1조 1,282억원, 영업이익 757억원)를 하회하였다. 아모레퍼시픽 실적은 매출액 9,260억원(-14.9% YoY), 영업이익 207억원(-63.7% YoY), 뷰티 계열사 실적은 매출액 1,333억원(-2.5% YoY), 영업이익 66억원(-67% YoY)을 기록하였다.

아모레퍼시픽 중국 흐름, 국내 맑음

아모레퍼시픽 2023년 4분기 실적의 주요 특징은 ① 중국 사업 적자, ② 국내 사업 영업이익 개선이다. 중국 매출은 현지화 기준으로 40% 이상 하락하였다. 매출 하락 주원인은 채널 재고 축소 영향이 제일 크다. 설화수 -60% YoY, 러 -50% YoY를 기록하였다. 국내는 프리미엄 브랜드 매출은 증가하였으나, 데일리 뷰티 저수익성 제품 매출액이 축소되었다. 전체적으로 상품 믹스 개선되어 수익성이 증가하였다. 면세 매출은 전년동기 대비 29.3% 감소한 1,345억원(비중 24%)이 추정된다.

뷰티 자회사 에뛰드, 에스브이 중심 성장 전망

뷰티 자회사 중에서 2024년 성장이 전망되는 회사는 에뛰드, 에스브이이다. 에뛰드 매출액은 2023년 1,110억원(+5% YoY), 2024년 1,217억원(+10% YoY)이 전망된다. MBS 채널 견고한 성장 및 외국인 매출 증가로 전체 매출 성장이 예상된다. 에스브이는 2023년 580억원(+12% YoY), 2024년 613억원(+6% YoY)이 예상된다. MBS 채널 판매 호조, 주요 플랫폼 및 전문몰 중심 온라인채널 성장이 전망된다.

투자의견 Buy, 목표주가 36,000원으로 하향

아모레G에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 2024년 예상 실적을 반영하여 36,000원으로 하향한다. 목표주가는 SOTP(Sum Of The Parts) Valuation방식으로 산정하였다. 상장사의 가치는 전일 시가총액에서 해당 지분율을 적용하였고 비상장사의 가치는 장부가치를 적용하였다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	53,261	44,950	40,213	46,030
영업이익	3,562	2,719	1,520	3,718
지배순이익	1,800	622	1,193	1,481
PER	28.7	56.1	20.7	15.2
PBR	1.6	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.0	8.9	7.6	4.8
ROE	5.5	1.9	3.5	4.2

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

BUY (M)**목표주가 36,000원 (D)**현재주가 (2/02) **26,750원**상승여력 **35%**

시가총액 23,973억원

총발행주식수 95,994,150주

60일 평균 거래대금 43억원

60일 평균 거래량 153,987주

52주 고/저 44,600원 / 24,600원

외인지분율 9.89%

배당수익률 0.59%

주요주주 서경배 외 11인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (7.0) (7.1) (38.3)

상대 (5.0) (16.8) (41.7)

절대 (달러환산) (8.5) (5.7) (43.1)

[표 1] 아모레 G 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q.23	2Q.23	3Q.23	4Q.23P	2023P	1Q.24E	2Q.24E	3Q.24E	4Q.24E	2024E
매출액	10,092	10,308	9,633	12,239	42,181	9,931	11,693	12,010	12,396	46,030
AMOREPACIFIC	9,137	9,454	8,888	9,260	36,740	8,915	10,800	11,227	11,423	42,365
DOMESTIC	5,522	5,550	5,432	5,604	22,108	5,086	5,443	5,411	5,599	21,540
Cosmetics	4,551	4,591	4,456	4,647	18,245	4,241	4,481	4,430	4,680	17,832
Daily Beauty	971	959	977	957	3,864	845	962	982	919	3,707
OVERSEAS & Others	3,494	3,723	3,177	3,569	13,963	3,527	4,953	5,068	5,530	19,077
Innisfree	667	675	665	731	2,738	685	691	684	764	2,824
Etude	283	292	273	262	1,110	313	324	300	280	1,217
Espoir	138	150	134	158	580	144	158	142	169	613
AMOS Professional	195	179	185	183	742	203	188	195	193	779
오셀룩	222	198	195	224	839	233	205	203	235	876
매출액 YoY	-20.1	0.4	-5.7	3.4	-6.2	-1.6	13.4	24.7	21.8	14.5
AMOREPACIFIC	-21.6	0.0	-5.1	-14.9	-11.1	-2.4	14.2	26.3	23.3	15.3
DOMESTIC	-24.6	-11.6	-7.5	-11.6	-14.4	-7.9	-1.9	-0.4	-0.1	-2.6
Cosmetics	-25.0	-13.6	-8.8	-12.2	-15.4	-6.8	-2.4	-0.6	0.7	-2.3
Daily Beauty	-22.9	-0.4	-0.6	-8.4	-9.1	-13.0	0.3	0.5	-4.0	-4.1
OVERSEAS & Others	-16.8	27.5	-5.1	-19.2	-6.5	0.9	33.0	59.5	54.9	36.6
Innisfree	-0.9	0.1	-2.0	-2.5	-1.3	4.8	5.0	5.1	5.5	5.1
Etude	-7.1	-6.3	-11.1	-9.9	-8.6	2.7	2.4	2.9	4.5	3.1
Espoir	8.8	7.7	9.2	-6.1	4.7	10.6	11.0	9.9	6.9	9.6
AMOS Professional	1.5	11.9	11.7	25.4	12.4	4.3	5.3	6.0	7.0	5.7
오셀룩	7.7	5.3	12.8	22.0	11.6	4.1	5.0	5.4	5.5	5.0
영업이익	816	117	288	299	1,520	635	839	1,007	1,237	3,718
YoY	-52.3	흑전	-12.7	-62.0	-44.1	-22.2	615.3	249.8	313.7	144.5
AMOREPACIFIC	644	59	173	207	1,082	419	713	831	1,102	3,065
DOMESTIC	439	368	191	520	1,518	582	673	721	862	2,838
Cosmetics	395	314	218	479	1,406	527	583	674	774	2,558
Daily Beauty	44	54	-27	41	112	55	90	47	88	280
OVERSEAS & Others	266	-327	-83	-337	-481	-205	-11	55	179	18
Innisfree	57	-8	37	17	103	60	37	44	30	171
Etude	53	21	45	29	148	66	30	52	39	187
Espoir	7	3	14	-2	22	12	7	21	7	47
AMOS Professional	36	26	41	23	126	43	34	37	30	144
오셀룩	21	8	10	16	55	23	10	12	17	62

자료: 아모레 G, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 아모레 G 목표주가 산정

1. 상장사가치	지분율 (%)	시가총액 (억원)	적정가치 (억원)	(억원)
아모레퍼시픽	38.1	72,005	27,434	2023.10.31 시가총액에서 지분율 38.1% 적용
2. 비상장사가치	지분율 (%)	장부가(억원)	적정가치 (억원)	
합 계			1,776	
(주)이니스프리	81.8	160	131	장부가치 적용
(주)에뛰드	100.0	300	300	장부가치 적용
(주)아모스프로페셔널	100.0	231	231	장부가치 적용
(주)에스쁘아	100.0	100	100	장부가치 적용
농업회사법인 (주)오설록농장	98.6	622	612	장부가치 적용
오설록	100.0	402	402	장부가치 적용
3. 적정 순자산가치(억원)			29,210	1+2
4. 발행주식수(천주)			79,791	
5. 주당가치(원)			37,530	
6. 목표주가(원)			36,000	+ 34.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레 G (002790) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	53,261	44,950	40,213	46,030	50,626
매출원가	14,616	13,478	11,656	13,224	14,331
매출총이익	38,645	31,472	28,558	32,806	36,295
판매비	35,083	28,753	27,038	29,088	30,700
영업이익	3,562	2,719	1,520	3,718	5,595
EBITDA	7,707	5,946	5,547	7,745	10,622
영업외손익	734	165	2,017	202	150
외환관련손익	353	246	46	54	61
이자손익	-40	15	34	65	99
관계기업관련손익	57	118	1,942	74	13
기타	365	-214	-5	9	-24
법인세비용차감전순손익	4,296	2,884	3,537	3,920	5,745
법인세비용	1,376	1,392	1,190	1,125	1,643
계속사업순손익	2,920	1,492	2,347	2,795	4,102
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,920	1,492	2,347	2,795	4,102
지배지분순이익	1,800	622	1,193	1,481	2,256
포괄순이익	2,662	1,661	2,515	2,963	4,270
지배지분포괄이익	1,654	955	1,447	1,704	2,456

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

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	7,626	1,835	1,134	2,834	5,409
당기순이익	2,920	1,492	2,347	2,795	4,102
감가상각비	4,146	3,227	4,027	4,027	5,027
외환손익	-85	245	-46	-54	-61
중속, 관계기업관련손익	0	0	-1,942	-74	-13
자산부채의 증감	-1,013	-3,863	-4,154	-4,896	-4,673
기타현금흐름	1,659	733	902	1,037	1,028
투자활동 현금흐름	-8,092	-1,301	-2,742	-6,318	-6,774
투자자산	-8,132	315	701	-566	-447
유형자산 증가 (CAPEX)	-994	-1,201	-2,620	-2,000	-4,000
유형자산 감소	29	40	254	199	187
기타현금흐름	1,004	-456	-1,077	-3,951	-2,513
재무활동 현금흐름	-2,621	-2,572	-548	-480	-501
단기차입금	-727	-563	56	91	72
사채 및 장기차입금	-421	-558	-26	-26	-28
자본	-850	-37	0	0	0
현금배당	-609	-1,053	-217	-185	-185
기타현금흐름	-14	-361	-361	-361	-361
연결범위변동 등 기타	-116	-167	5,960	5,387	5,184
현금의 증감	-3,203	-2,205	3,804	1,424	3,318
기초 현금	11,909	8,706	6,501	10,304	11,728
기말 현금	8,706	6,501	10,304	11,728	15,046
NOPLAT	3,562	2,719	1,520	3,718	5,595
FCF	6,632	633	-1,486	834	1,409

자료: 유안타증권

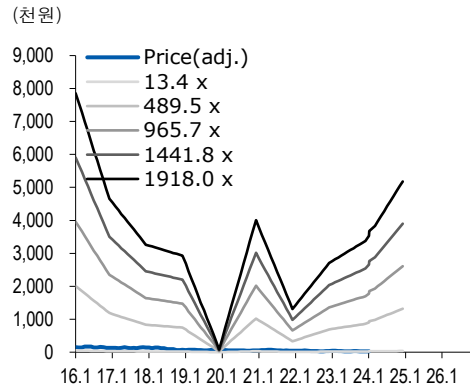
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	30,155	25,664	29,698	35,064	40,610
현금및현금성자산	8,706	6,501	10,304	11,728	15,046
매출채권 및 기타채권	3,482	3,375	3,627	4,152	4,567
재고자산	5,428	4,600	4,790	5,483	6,030
비유동자산	50,227	50,846	48,635	47,125	46,508
유형자산	29,200	28,207	26,546	24,320	23,106
관계기업등 지분관련자산	2,823	3,300	3,452	3,951	4,346
기타투자자산	3,040	3,016	2,163	2,230	2,283
자산총계	80,381	76,510	78,332	82,188	87,118
유동부채	12,733	8,519	8,227	9,049	9,699
매입채무 및 기타채무	7,204	3,890	3,702	4,237	4,660
단기차입금	2,577	2,409	2,539	2,539	2,539
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,892	2,656	2,472	2,727	2,921
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	15,625	11,175	10,699	11,776	12,620
지배지분	33,065	33,564	34,708	36,173	38,412
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	6,943	6,906	6,906	6,906	6,906
이익잉여금	27,619	27,818	28,793	30,090	32,161
비지배지분	31,691	31,771	32,926	34,240	36,085
자본총계	64,756	65,335	67,633	70,412	74,498
순차입금	-15,753	-13,348	-16,870	-20,851	-25,310
총차입금	4,793	3,672	3,702	3,768	3,812

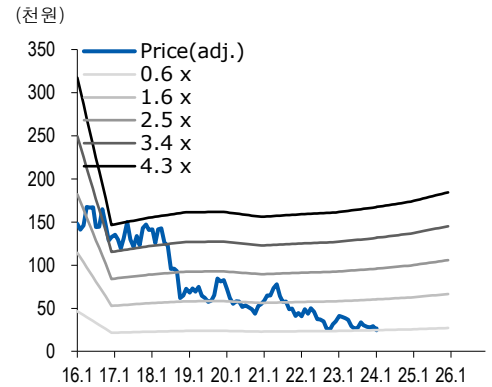
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	2,090	681	1,412	1,762	2,702
BPS	36,853	37,406	38,678	40,311	42,807
EBITDAPS	8,029	6,194	5,778	8,068	11,065
SPS	55,483	46,825	41,892	47,951	52,739
DPS	450	205	205	205	205
PER	28.7	56.1	20.7	15.2	9.9
PBR	1.6	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.0	8.9	7.6	4.8	3.3
PSR	1.1	0.8	0.7	0.6	0.5

결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	8.0	-15.6	-10.5	14.5	10.0
영업이익 증가율 (%)	136.4	-23.7	-44.1	144.6	50.5
지배순이익 증가율 (%)	1,633.8	-65.4	91.6	24.2	52.3
매출총이익률 (%)	72.6	70.0	71.0	71.3	71.7
영업이익률 (%)	6.7	6.0	3.8	8.1	11.1
지배순이익률 (%)	3.4	1.4	3.0	3.2	4.5
EBITDA 마진 (%)	14.5	13.2	13.8	16.8	21.0
ROIC	6.2	3.7	2.1	7.5	11.1
ROA	2.3	0.8	1.5	1.8	2.7
ROE	5.5	1.9	3.5	4.2	6.0
부채비율 (%)	24.1	17.1	15.8	16.7	16.9
순차입금/자기자본 (%)	-47.6	-39.8	-48.6	-57.6	-65.9
영업이익/금융비용 (배)	24.9	18.6	12.0	28.9	42.8

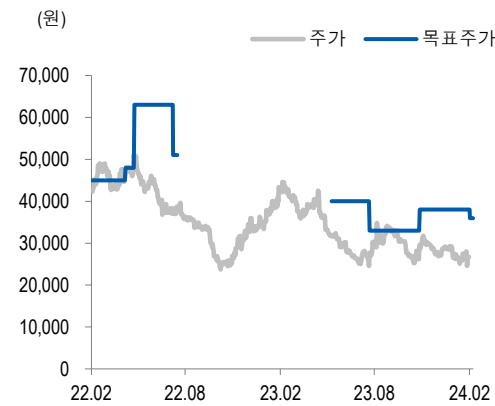
P/E band chart



P/B band chart



아모레 G (002790) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-02-05	BUY	36,000	1년		
2023-11-01	BUY	38,000	1년	-25.99	-16.32
2023-07-27	BUY	33,000	1년	-8.51	5.45
2023-05-15	BUY	40,000	1년	-29.57	-19.00
담당자변경					
2022-07-13	BUY	51,000	1년	-26.33	-24.02
2022-04-29	BUY	63,000	1년	-33.37	-19.37
2022-04-12	HOLD	48,000	1년	-0.81	6.46
2022-01-12	HOLD	45,000	1년	-1.31	9.00

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자이견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.8
Hold(중립)	11.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-02-05

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%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.