

아모레G (002790)

1Q24 Review: 뷰티 계열사 턴어라운드 절실

아모레퍼시픽 실적 서프라이즈로 전사 실적 성장

아모레G 2024년도 1분기 실적은 매출액 1조 68억원(-0.2% YoY), 영업이익 830억원(+1.7% YoY)을 기록하며 영업이익 시장 기대치(711억원)를 17% 상회하였다.

① 아모레퍼시픽: 매출액 9,115억원(-0.2% YoY), 영업이익 727억원(+12.9% YoY) 기록하였다. 화장품 국내 매출은 화장품 전년대비 2.1% 성장하였으나, 해외 매출은 전년대비 2.4% 하락하였다. 영업이익은 국내 화장품 부문 이익 개선으로 전년대비 12.9% 증가하였다.

② 뷰티 계열사 & 오설록: 이니스프리를 제외한 자회사 모두 매출액이 증가하였다. 영업이익은 마케팅, 브랜드 투자, 광고판촉비 증가 등으로 감소하였다.

- 이니스프리: 매출액 605억원(-9.4% YoY), 영업이익 20억원(-64.9% YoY)을 기록하였다. 국내 오프라인 로드숍 축소 및 글로벌 e커머스 매출 감소로 전체 매출이 하락했다. 주요 채널 재정비에 따른 전체 매출 하락으로 영업이익이 감소했다.

- 에뛰드: 매출액 299억원(+5.5% YoY), 영업이익 51억원(-4.6% YoY)을 기록하였다. MBS 채널 및 온라인 플랫폼 (쿠팡, 에이블리, 무신사, 지그재그 등) 성장으로 매출이 증가하였으나, 메이크업 경쟁력 강화를 위한 브랜드 투자 확대로 영업이익은 소폭 감소하였다.

- 에스브이: 매출액 167억원(+21.1% YoY), 영업이익 2억원(-65.5% YoY)을 기록하였다. MBS 채널 및 주요 온라인 플랫폼 견고한 성장으로 전체 매출이 확대되었으나, '허쉬드 체리' 에디션 브랜드 캠페인을 전개하며 마케팅 투자 확대로 영업이익은 감소하였다.

투자의견 Buy, 목표주가 40,000원으로 상향

아모레G에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 2024년 5월 3일 기준 아모레퍼시픽 시가총액을 반영하여, 40,000원으로 상향한다. 상장사의 가치는 전일 시가총액에서 해당 지분율을 적용하였고 비상장사의 가치는 장부가치를 적용하였다. 아모레G 기업가치는 아모레퍼시픽 대비 상대적으로 저평가 상태에 있다고 판단된다. 아모레퍼시픽이 시가총액 기준으로 평가받는 반면, 아모레G 뷰티 자회사인 이니스프리, 에뛰드, 에스브이, 아모스프로페셔널, 오설록 등은 장부가치로 평가되고 있기 때문이다. 뷰티 자회사의 실적 개선이 진행된다면, 동사 기업 가치를 Multiple 기준으로 재평가할 경우 아모레G의 총 기업 가치 상승이 기대된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	44,950	40,213	46,200	51,800
영업이익	2,719	1,520	4,262	5,600
지배순이익	622	1,193	1,802	2,420
PER	56.1	23.8	15.5	11.5
PBR	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.9	11.2	6.8	5.5
ROE	1.9	3.6	5.4	7.2

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

BUY (M)**목표주가 40,000원 (U)**현재주가 (5/3) **33,200원**상승여력 **20%**

시가총액 27,376억원

총발행주식수 95,994,150주

60일 평균 거래대금 54억원

60일 평균 거래량 186,658주

52주 고/저 34,800원 / 24,600원

외인지분율 9.66%

배당수익률 0.84%

주요주주 서경배 외 12인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 9.8 24.1 0.0

상대 11.0 21.3 (6.5)

절대 (달러환산) 8.6 20.5 (1.8)

[표 1] 아모레 G 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q.23	2Q.23	3Q.23	4Q.23	2023	1Q.24P	2Q.24E	3Q.24E	4Q.24E	2024E
매출액	10,091	10,308	9,633	10,180	40,213	10,068	11,350	12,371	12,411	46,200
AMOREPACIFIC	9,137	9,454	8,888	9,260	36,740	9,115	10,520	11,240	11,470	42,345
DOMESTIC	5,522	5,550	5,432	5,604	22,108	5,636	5,760	5,540	5,820	22,756
Luxury Brands	3,101	3,017	2,988	2,960	12,066	3,231	3,200	3,100	3,150	12,681
Premium Brands	1,142	1,176	1,110	1,366	4,794	1,261	1,350	1,250	1,550	5,411
Daily Beauty	971	959	977	957	3,864	952	930	950	900	3,732
기타	308	397	357	320	1,382	193	280	240	220	933
OVERSEAS & Others	3,494	3,723	3,177	3,569	13,963	3,368	3,230	3,100	3,330	13,028
Innisfree	667	675	665	731	2,738	605	635	640	700	2,580
Etude	283	292	273	262	1,110	299	320	300	280	1,199
Espoir	138	150	134	158	580	167	180	160	190	697
AMOS Professional	195	179	185	183	742	209	190	200	201	800
오설록	222	198	195	224	839	241	205	203	235	884
매출액 YoY	-20.1	0.4	-5.7	-14.0	-10.5	-0.2	10.1	28.4	21.9	14.9
AMOREPACIFIC	-21.6	0.0	-5.1	-14.9	-11.1	-0.2	11.3	26.5	23.9	15.3
DOMESTIC	-24.6	-11.6	-7.5	-11.6	-14.4	2.1	3.8	2.0	3.9	2.9
Luxury Brands	-20.6	-12.1	-12.0	-20.2	-16.4	4.2	6.1	3.7	6.4	5.1
Premium Brands	-38.0	-24.3	-4.3	7.7	-17.7	10.4	14.8	12.6	13.5	12.9
Daily Beauty	-22.9	-0.4	-0.6	-8.4	-9.1	-2.0	-3.0	-2.8	-6.0	-3.4
기타	-4.3	20.7	6.9	1.3	6.2	-37.4	-29.5	-32.8	-31.3	-32.5
OVERSEAS & Others	-16.8	27.5	-5.1	-19.2	-6.5	-2.4	-13.2	-2.4	-6.7	-6.7
Innisfree	-7.1	-6.3	-11.1	-9.9	-8.6	-9.4	-5.9	-3.8	-4.2	-5.8
Etude	8.8	7.7	9.2	-6.1	4.7	5.5	9.6	9.9	6.9	8.0
Espoir	1.5	11.9	11.7	25.4	12.4	21.1	20.0	19.4	20.3	20.2
AMOS Professional	7.7	5.3	12.8	22.0	11.6	7.3	6.1	8.1	9.8	7.8
오설록	-4.3	11.2	-1.5	8.7	3.1	8.5	3.5	4.1	4.9	5.4
영업이익	816	117	288	299	1,520	830	935	1,110	1,387	4,262
YoY	-52.3	흑전	-12.7	-62.0	-44.1	1.7	697.1	285.5	364.6	180.4
AMOREPACIFIC	644	59	173	207	1,082	727	820	970	1,260	3,777
DOMESTIC	439	368	191	520	1,518	491	531	361	571	1,954
Cosmetics	395	314	218	479	1,406	474	500	340	540	1,854
Daily Beauty	44	54	-27	41	112	17	31	21	31	100
OVERSEAS & Others	266	-327	-83	-337	-481	316	0	50	80	446
Innisfree	57	-8	37	17	103	20	36	44	30	130
Etude	53	21	45	29	148	51	28	48	33	160
Espoir	7	3	14	-2	22	2	3	18	7	30
AMOS Professional	36	26	41	23	126	29	34	37	30	130
오설록	21	8	10	16	55	19	6	10	15	50

주: 전사 실적은 기타 계열사(아모레퍼시픽 그룹 오설록농장, 퍼시픽테크) 및 연결조정 포함 기준
 자료: 아모레 G, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 아모레 G 목표주가 산정

1. 상장사가치	지분율 (%)	시가총액 (억원)	적정가치 (억원)	(억원)
아모레퍼시픽	38.1	98,677	37,596	2024.05.03 시가총액에서 지분율 38.1% 적용
2. 비상장사가치	지분율 (%)	장부가(억원)	적정가치 (억원)	(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)			39,372	1+2
4. 발행주식수(천주)			95,994	
5. 주당가치(원)			41,015	
6. 목표주가(원)			40,000	+ 20.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레 G (002790) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	44,950	40,213	46,200	51,800	57,000
매출원가	13,478	11,656	12,800	14,200	15,000
매출총이익	31,472	28,558	33,400	37,600	42,000
판매비	28,753	27,038	29,138	32,000	35,000
영업이익	2,719	1,520	4,262	5,600	7,000
EBITDA	5,946	4,112	6,854	8,627	10,027
영업외손익	165	2,017	638	700	800
외환관련손익	246	80	54	61	61
이자손익	15	64	82	96	122
관계기업관련손익	118	412	130	204	277
기타	-214	1,460	372	339	339
법인세비용차감전순손익	2,884	3,537	4,900	6,300	7,800
법인세비용	1,392	1,190	1,500	1,900	2,350
계속사업순손익	1,492	2,347	3,401	4,400	5,450
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,492	2,347	3,401	4,400	5,450
지배지분순이익	622	1,193	1,802	2,420	2,997
포괄순이익	1,661	965	2,019	3,018	4,067
지배지분포괄이익	955	77	161	240	324

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	1,835	3,895	3,704	5,117	6,365
당기순이익	1,492	2,347	3,401	4,400	5,450
감가상각비	3,227	2,592	2,592	3,027	3,027
외환손익	245	42	-54	-61	-61
중속, 관계기업관련손익	0	0	-130	-204	-277
자산부채의 증감	-3,863	-414	-1,023	-955	-683
기타현금흐름	733	-672	-1,082	-1,091	-1,091
투자활동 현금흐름	-1,301	-2,594	-4,674	-5,288	-5,341
투자자산	315	-2,000	-671	-628	-893
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,201	-1,883	-2,000	-4,000	-5,000
유형자산 감소	40	253	199	187	125
기타현금흐름	-456	1,036	-2,201	-847	428
재무활동 현금흐름	-2,572	-701	-462	-535	-1,012
단기차입금	-563	191	80	75	-431
사채 및 장기차입금	-558	-121	70	-28	0
자본	-37	-194	0	0	0
현금배당	-1,053	-217	-250	-221	-221
기타현금흐름	-361	-359	-361	-361	-361
연결범위변동 등 기타	-167	0	-217	627	641
현금의 증감	-2,205	599	-1,648	-80	653
기초 현금	8,706	6,501	7,100	5,452	5,372
기말 현금	6,501	7,100	5,452	5,372	6,026
NOPLAT	2,719	1,520	4,262	5,600	7,000
FCF	633	2,012	1,704	1,117	1,365

자료: 유안타증권

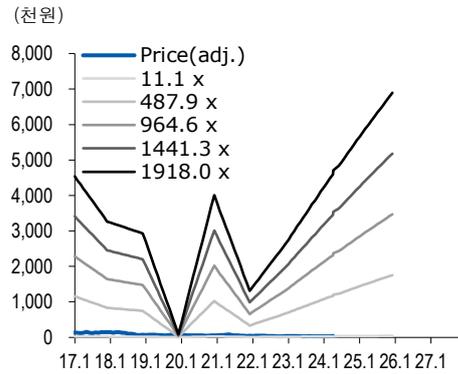
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	25,664	27,502	30,480	32,779	35,400
현금및현금성자산	6,501	6,290	5,452	5,372	6,026
매출채권 및 기타채권	3,375	3,466	3,982	4,464	4,912
재고자산	4,600	4,628	5,317	5,962	6,360
비유동자산	50,846	48,812	48,842	50,406	52,148
유형자산	28,207	27,676	26,885	27,671	29,519
관계기업 등 지분관련 자산	3,300	3,661	4,207	4,716	5,500
기타투자자산	3,016	2,393	2,519	2,637	2,747
자산총계	76,510	76,314	79,322	83,185	87,548
유동부채	8,519	8,562	9,424	10,231	10,479
매입채무 및 기타채무	3,769	3,660	4,205	4,715	5,188
단기차입금	2,409	2,771	2,771	2,771	2,271
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,656	2,501	2,878	3,138	3,405
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	11,175	11,063	12,302	13,368	13,884
지배지분	33,564	33,233	33,403	34,221	35,615
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	6,906	6,712	6,712	6,712	6,712
이익잉여금	27,818	28,577	30,129	32,329	35,105
비지배지분	31,771	32,018	33,616	35,596	38,049
자본총계	65,335	65,251	67,020	69,817	73,664
순차입금	-13,348	-15,188	-16,739	-17,798	-19,942
총차입금	3,672	3,741	3,891	3,937	3,506

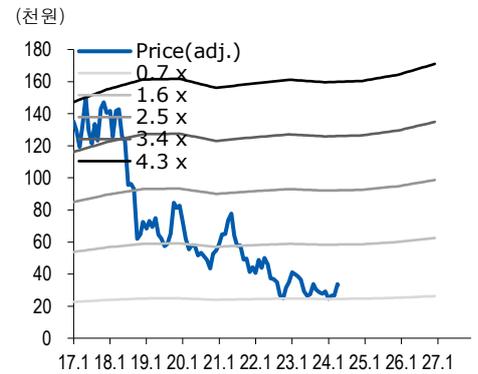
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	681	1,370	2,145	2,894	3,594
BPS	37,406	37,035	37,224	38,135	39,689
EBITDAPS	6,194	4,283	7,140	8,987	10,445
SPS	46,825	41,892	48,128	53,962	59,379
DPS	205	245	245	245	245
PER	56.1	23.8	15.5	11.5	9.2
PBR	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.9	11.2	6.8	5.5	4.8
PSR	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6

결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	-15.6	-10.5	14.9	12.1	10.0
영업이익 증가율 (%)	-23.7	-44.1	180.4	31.4	25.0
지배순이익 증가율 (%)	-65.4	91.7	51.1	34.3	23.9
매출총이익률 (%)	70.0	71.0	72.3	72.6	73.7
영업이익률 (%)	6.0	3.8	9.2	10.8	12.3
지배순이익률 (%)	1.4	3.0	3.9	4.7	5.3
EBITDA 마진 (%)	13.2	10.2	14.8	16.7	17.6
ROIC	3.7	2.5	8.2	10.4	12.4
ROA	0.8	1.6	2.3	3.0	3.5
ROE	1.9	3.6	5.4	7.2	8.6
부채비율 (%)	17.1	17.0	18.4	19.1	18.8
순차입금/자기자본 (%)	-39.8	-45.7	-50.1	-52.0	-56.0
영업이익/금융비용 (배)	18.6	9.1	24.9	31.8	41.9

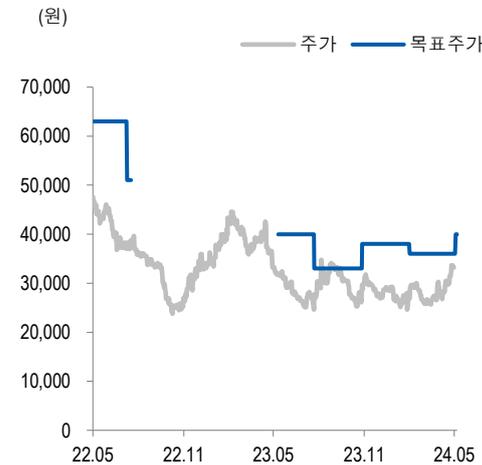
P/E band chart



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
2024-05-07	BUY	40,000	1년		
2024-02-05	BUY	36,000	1년	-20.92	-6.53
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

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자 의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	83.9
Hold(중립)	16.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-05-05

※ 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.