



BUY (유지)

목표주가(12M) 39,000원(하향)
현재주가(1.30) 28,000원

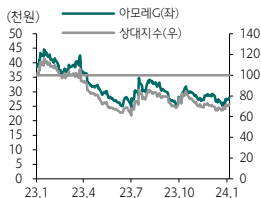
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,498.81
52주 최고/최저(원)	44,600/24,600
시가총액(십억원)	2,308.8
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	82,458.2
60일 평균 거래량(천주)	143.6
60일 평균 거래대금(십억원)	4.1
외국인지분율(%)	10.18
주요주주 지분율(%)	
서경배 외 11 인	61.81
국민연금공단	7.08

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	4,131.2	4,981.2
영업이익(십억원)	186.9	475.1
순이익(십억원)	237.0	393.8
EPS(원)	1,302	1,879
BPS(원)	38,052	40,031

Stock Price



Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	5,326.1	4,495.0	4,021.3	4,752.4
영업이익	356.2	271.9	152.0	441.5
세전이익	429.6	288.4	353.7	491.6
순이익	180.0	62.2	119.3	153.6
EPS	1,875	648	1,243	1,601
증감율	1,636.11	(65.44)	91.82	28.80
PER	23.65	53.86	23.53	17.49
PBR	1.22	0.94	0.77	0.69
EV/EBITDA	7.26	8.42	10.99	6.43
ROE	5.49	1.87	3.49	4.29
BPS	36,421	36,939	38,220	40,395
DPS	450	205	205	205



Analyst 박은정 eunjung.park3@hanafn.com
RA 김다혜 kim.dahae@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 01월 31일 | 기업분석_Earnings Review

아모레G (002790)

4Q23 Review: 대체로 부진

4Q23 Review: 대체로 부진 지속

아모레G의 4분기 실적은 연결 매출 1.1조원(YoY-14%), 영업이익 299억원(YoY-62%) 기록하며, 컨센서스를 하회했다. 핵심 자회사 아모레퍼시픽의 부진이 주되며, 뷰티 계열사 또한 전반적으로 아쉬웠다.

▶**아모레퍼시픽**은 연결 매출 9.3천억원(YoY-15%), 영업이익 207억원(YoY-64%, 영업이익률 2%) 기록했다. 중국의 손실이 예상보다 컸으며, 국내 이익이 이를 겨우 방어했다. 세전이익 1.2천억원(YoY+465%) 시현했는데, 영업 외에 COSRX 관련 관계기업투자손익(118억원), 환손실 축소(YoY+400억원) 등이 반영되었으며, 일회성으로 COSRX 인수관련 파생상품평가이익(1.2천억원)/중국법인 자산손상(300억원), 관련해서 이연법인세자산 감소에 따른 법인세 증가 (400억원) 영향이 있었다. ①**국내** 화장품은 매출 4.6천억원(YoY-12%), 영업이익 479억원(YoY+14%) 시현했다. 면세/면세외 매출이 각각 29%, 3% 감소함에도 고정비 하락/판촉 축소/제품믹스 개선으로 이익률은 10% 도달했다. 대다수 채널 수익성이 개선됨에 따라 국내 체력이 건전해 지고 있다. ②**해외**는 매출 3.6천억원(YoY-19%), 영업손실 337억원(YoY-467억원) 기록했다. 일본/미주/EMEA의 매출은 각각 두자릿수 성장하며 견조했으나, 중국이 크게 부진했다. 중국은 매출 1.2천억원(YoY-42%), 영업손실 485억원(YoY-535억원) 추정, 일회성은 미미했으며 매출 감소에 따른 손실확대가 주요했다. ▶**이니스프리**는 매출 731억원(YoY-10%), 영업이익 17억원(YoY-89%) 기록했다. 브랜드 리뉴얼/재고 관리 등의 영향으로 전반적으로 매출이 부진함에 따라 수익성도 하락했다. 온라인/로드샵/수출 매출이 감소했으나, 면세 매출이 두자릿수 성장한 것은 긍정적이다. ▶**에뛰드**는 매출 262억원(YoY-6%), 영업이익 29억원(YoY+26%) 시현했다. 온/오프라인 모두 한자릿수 성장했으나, 수출이 감소함에 따라 매출 감소 불가피했다. 믹스 개선/고정비 축소 등에 기인 수익성은 개선되었다. ▶**아모스**는 매출 183억원(YoY+22%), 영업이익 23억원(YoY+28%) 달성했다. 온라인 점점 확대 등으로 매출이 50% 이상 성장했으며, 대리점/살롱 매출 또한 증가세 기록 중이다. 매출 증가에도 광고비 확대에 기인 마진율은 소폭 증가되었다.

아모레퍼시픽과 동조화 지속

아모레G는 코로나19 이후 뷰티 계열사의 내수 체력 회복, 해외 진출 확대 등이 나타나며 외형 확대/체력 개선이 나타나고 있다. 이에 따라 2023년 기준 아모레G의 영업이익에서 아모레퍼시픽이 차지하는 비중이 71%(vs 2021년 96%)까지 하락하며 뷰티계열사의 기여도가 상승했다. 다만 2024년은 COSRX(코스알엑스) 인수로 다시 아모레퍼시픽의 기여도가 상승하게 될 것으로 향후 아모레G의 주가는 아모레퍼시픽과의 연관성이 보다 확대될 것이다. 아모레G의 2024년 실적은 연결 매출 4.7조원(YoY+18%), 영업이익 4.4천억원(YoY+190%) 전망한다. 투자의견 BUY 유지하며, 주요 자회사 아모레퍼시픽의 추정치 하향에 기인 목표주가를 3.9만원으로 하향한다.

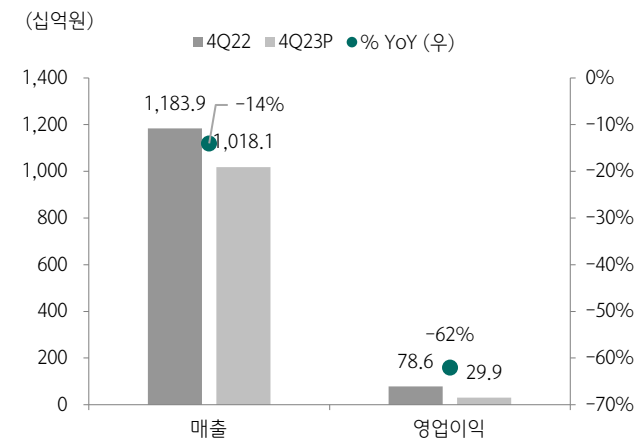
도표 1. 아모레G 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
연결 매출액	1,009.2	1,030.8	963.4	1,018.1	1,092.9	1,164.5	1,194.4	1,300.6	4,930.1	5,326.1	4,495.0	4,021.3	4,752.4	5,519.7
아모레퍼시픽	913.7	945.4	888.8	926.0	986.3	1,069.5	1,103.9	1,180.5	4,432.1	4,863.1	4,134.9	3,673.9	4,340.3	5,068.1
이니스프리	66.7	67.5	66.5	73.1	73.4	74.3	73.2	93.7	348.5	307.2	299.7	273.8	314.4	340.6
에뛰드	28.3	29.2	27.3	26.2	30.4	31.1	29.4	30.5	111.3	105.6	106.0	111.0	121.4	127.9
에스쁘아	13.8	15.0	13.4	15.8	16.6	17.3	14.7	18.8	42.5	46.7	51.6	58.0	67.3	75.8
아모스프로페셔널	19.5	17.9	18.5	18.3	20.8	18.7	20.5	21.7	67.9	61.9	66.5	74.2	81.6	88.5
% YoY														
매출액	-20%	0%	-6%	-14%	8%	13%	24%	28%	-22%	8%	-16%	-11%	18%	16%
아모레퍼시픽	-22%	0%	-5%	-15%	8%	13%	24%	27%	-21%	10%	-15%	-11%	18%	17%
이니스프리	-7%	-6%	-11%	-10%	10%	10%	10%	28%	-37%	-12%	-2%	-9%	15%	8%
에뛰드	9%	8%	9%	-6%	7%	6%	8%	16%	-38%	-5%	0%	5%	9%	5%
에스쁘아	1%	12%	12%	25%	20%	15%	10%	19%	-9%	10%	10%	12%	16%	13%
아모스프로페셔널	8%	5%	13%	22%	6%	4%	11%	18%	-19%	-9%	7%	12%	10%	8%
매출총이익	701.6	731.2	691.6	731.4	781.7	837.6	869.4	947.4	3,559.0	3,864.5	3,147.2	2,855.8	3,436.1	3,990.2
판매관리비	620.0	719.5	662.8	701.5	706.1	749.4	748.7	790.4	3,408.3	3,508.3	2,875.3	2,703.8	2,994.6	3,257.6
영업이익	81.6	11.7	28.8	29.9	75.7	88.2	120.7	156.9	150.7	356.2	271.9	152.0	441.5	732.6
아모레퍼시픽	64.4	5.9	17.3	20.7	54.3	79.4	105.7	143.1	143.0	343.4	214.2	108.2	382.5	661.5
이니스프리	5.7	-0.8	3.7	1.7	7.7	0.6	5.5	4.1	7.0	-1.0	32.4	10.3	17.9	22.8
에뛰드	5.3	2.1	4.5	2.9	6.0	2.5	5.1	3.7	-18.1	-9.6	5.0	14.8	17.4	19.4
에스쁘아	0.7	0.3	1.4	-0.2	1.2	0.7	1.8	0.1	-2.3	-0.7	2.6	2.2	3.8	5.5
아모스프로페셔널	3.6	2.6	4.1	2.3	4.2	3.1	4.9	3.2	11.0	11.2	13.1	12.6	15.4	18.2
% YoY														
영업이익	-52%	흑전	-13%	-62%	-7%	652%	319%	426%	-70%	136%	-24%	-44%	190%	66%
아모레퍼시픽	-59%	흑전	-8%	-64%	-16%	1248%	513%	591%	-67%	140%	-38%	-49%	253%	73%
이니스프리	68%	적전	-55%	-89%	36%	흑전	50%	138%	-89%	적전	흑전	-68%	74%	27%
에뛰드	1667%	133%	200%	26%	13%	21%	14%	27%	적지	적지	흑전	196%	17%	12%
에스쁘아	250%	-40%	27%	적전	67%	130%	31%	흑전	적전	적지	흑전	-15%	74%	45%
아모스프로페셔널	-18%	-21%	14%	28%	18%	19%	21%	37%	-35%	2%	17%	-4%	23%	18%
당기순이익	115.6	29.6	41.7	47.9	65.4	75.7	100.3	127.4	22.0	292.0	293.0	234.7	368.7	597.2
지배주주순이익	53.4	22.5	25.1	18.3	30.6	29.8	41.2	52.1	10.4	180.0	62.2	119.3	153.6	244.5
% Margin														
매출총이익률	70%	71%	72%	72%	72%	72%	73%	73%	72%	73%	70%	71%	72%	72%
영업이익률	8%	1%	3%	3%	7%	8%	10%	12%	3%	7%	6%	4%	9%	13%
아모레퍼시픽	7%	1%	2%	2%	6%	7%	10%	12%	3%	7%	5%	3%	9%	13%
이니스프리	9%	-1%	6%	2%	11%	1%	8%	4%	2%	0%	11%	4%	6%	7%
에뛰드	19%	7%	16%	11%	20%	8%	17%	12%	-16%	-9%	5%	13%	14%	15%
에스쁘아	5%	2%	10%	-1%	7%	4%	12%	1%	-5%	-1%	5%	4%	6%	7%
아모스프로페셔널	18%	15%	22%	13%	20%	17%	24%	15%	16%	18%	20%	17%	19%	21%

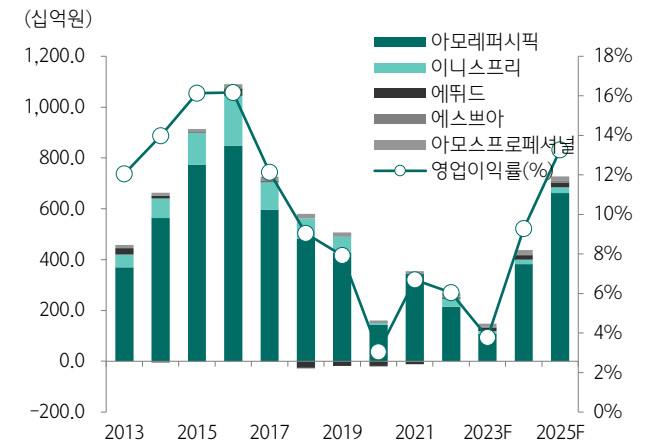
자료: 하나증권

도표 2. 아모레G 4Q23P 연결 실적 요약



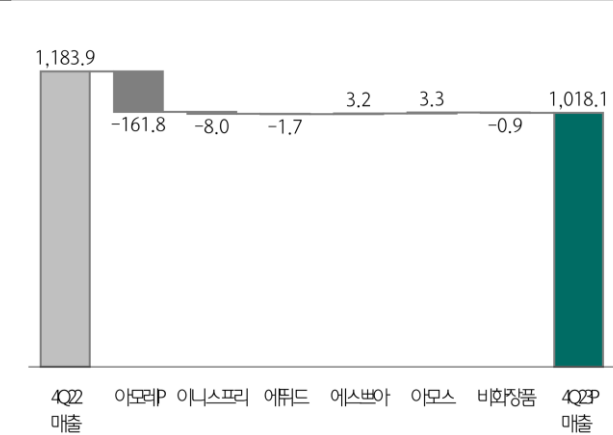
자료: 하나증권

도표 3. 아모레G 법인별 영업이익 추이 및 전망



자료: 하나증권

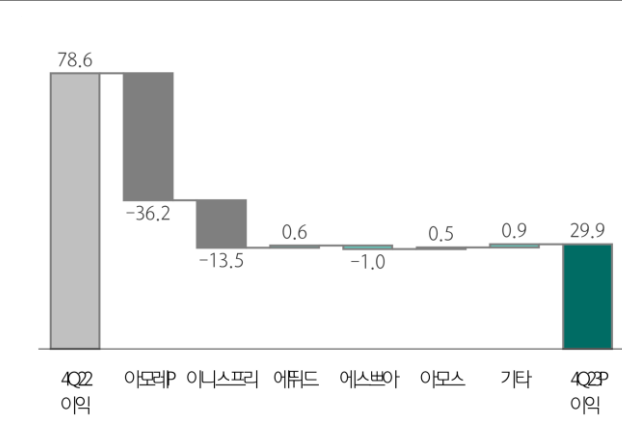
도표 4. 아모레G 4Q23P 연결 매출 변동(YoY)



주: (단위) 십억원

자료: 하나증권

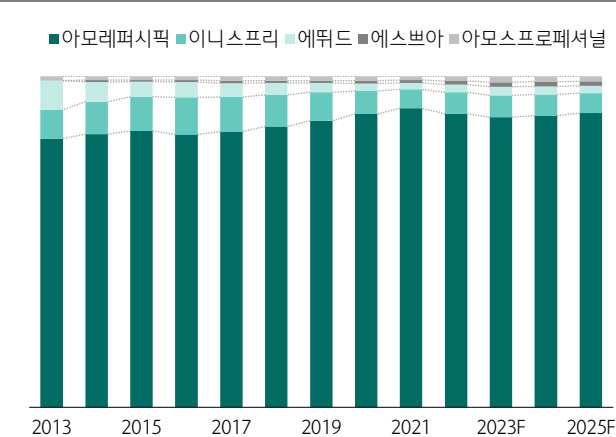
도표 5. 아모레G 4Q23P 연결 영업이익 변동(YoY)



주: (단위) 십억원

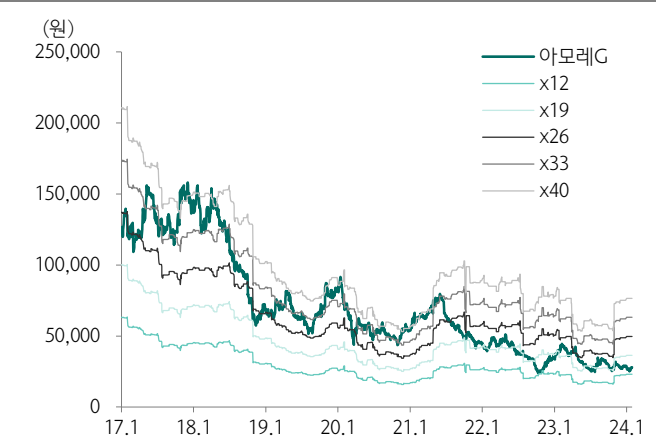
자료: 하나증권

도표 6. 아모레G 법인별 매출 비중 추이



자료: 하나증권

도표 7. 아모레G의 12MF P/E Band Chart



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
매출액	5,326.1	4,495.0	4,021.3	4,752.4	5,519.7	
매출원가	1,461.6	1,347.8	1,165.6	1,316.3	1,529.5	
매출총이익	3,864.5	3,147.2	2,855.7	3,436.1	3,990.2	
판매비	3,508.3	2,875.3	2,703.8	2,994.6	3,257.6	
영업이익	356.2	271.9	152.0	441.5	732.6	
금융손익	6.7	(5.4)	161.1	10.0	15.7	
종속/관계기업손익	5.7	11.8	28.9	12.0	16.0	
기타영업외손익	61.0	10.1	11.7	28.0	32.0	
세전이익	429.6	288.4	353.7	491.6	796.3	
법인세	137.6	139.2	119.0	122.9	199.1	
계속사업이익	292.0	149.2	234.7	368.7	597.2	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	292.0	149.2	234.7	368.7	597.2	
비지배주주지분 손이익	112.0	87.0	90.0	141.4	292.5	
지배주주순이익	180.0	62.2	119.3	153.6	244.5	
지배주주지분포괄이익	165.4	95.5	135.0	212.0	343.5	
NOPAT	242.1	140.7	100.9	331.1	549.5	
EBITDA	770.7	594.6	425.4	673.2	928.9	
성장성(%)						
매출액증가율	8.03	(15.60)	(10.54)	18.18	16.15	
NOPAT증가율	127.97	(41.88)	(28.29)	228.15	65.96	
EBITDA증가율	12.54	(22.85)	(28.46)	58.25	37.98	
영업이익증가율	136.36	(23.67)	(44.10)	190.46	65.93	
(지배주주)순이익증가율	1,630.77	(65.44)	91.80	28.75	59.18	
EPS증가율	1,636.11	(65.44)	91.82	28.80	59.09	
수익성(%)						
매출총이익률	72.56	70.02	71.01	72.30	72.29	
EBITDA이익률	14.47	13.23	10.58	14.17	16.83	
영업이익률	6.69	6.05	3.78	9.29	13.27	
계속사업이익률	5.48	3.32	5.84	7.76	10.82	

투자지표		2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)						
EPS		1,875	648	1,243	1,601	2,547
BPS		36,421	36,939	38,220	40,395	43,377
CFPS		9,313	7,534	6,484	7,446	10,208
EBITDAPS		8,029	6,194	4,432	7,013	9,677
SPS		55,483	46,825	41,891	49,507	57,500
DPS		450	205	205	205	205
주가지표(배)						
PER		23.65	53.86	23.53	17.49	10.99
PBR		1.22	0.94	0.77	0.69	0.65
PCFR		4.76	4.63	4.51	3.76	2.74
EV/EBITDA		7.26	8.42	10.99	6.43	4.24
PSR		0.80	0.75	0.70	0.57	0.49
재무비율(%)						
ROE		5.49	1.87	3.49	4.29	6.38
ROA		2.27	0.79	1.55	1.94	2.89
ROIC		5.86	3.45	2.48	8.67	15.14
부채비율		24.13	17.10	15.56	16.64	17.17
순부채비율		(24.33)	(20.43)	(27.17)	(32.21)	(38.25)
이자보상배율(배)		24.87	18.63	12.13	35.04	56.33

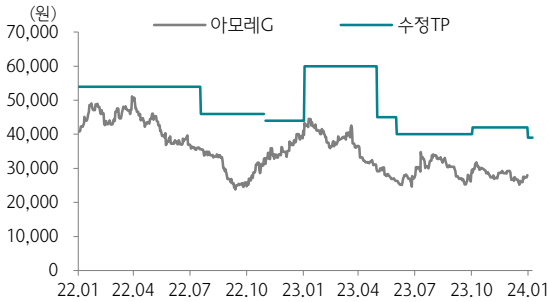
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F	
유동자산	3,015.5	2,566.4	2,951.2	3,528.8	4,302.4	
금융자산	2,054.6	1,702.0	2,175.5	2,616.2	3,246.2	
현금성자산	870.6	650.1	1,148.7	1,550.6	2,140.0	
매출채권	312.0	301.0	269.3	318.2	369.6	
재고자산	542.8	460.0	411.5	486.3	564.8	
기타유동자산	106.1	103.4	94.9	108.1	121.8	
비유동자산	5,022.7	5,084.6	4,771.7	4,601.0	4,468.6	
투자자산	586.3	631.6	592.1	653.0	716.9	
금융자산	304.0	301.6	296.9	304.1	311.7	
유형자산	2,920.0	2,820.7	2,547.3	2,315.6	2,119.3	
무형자산	703.4	856.4	856.4	856.4	856.4	
기타비유동자산	813.0	775.9	775.9	776.0	776.0	
자산총계	8,038.1	7,651.0	7,722.9	8,129.7	8,771.0	
유동부채	1,273.3	851.9	796.3	882.1	972.1	
금융부채	367.9	311.6	304.1	315.6	327.7	
매입채무	95.5	57.6	51.6	60.9	70.8	
기타유동부채	809.9	482.7	440.6	505.6	573.6	
비유동부채	289.2	265.6	243.5	277.6	313.5	
금융부채	111.5	55.7	55.7	55.7	55.7	
기타비유동부채	177.7	209.9	187.8	221.9	257.8	
부채총계	1,562.5	1,117.5	1,039.8	1,159.7	1,285.6	
지배주주지분	3,306.5	3,356.4	3,479.3	3,688.1	3,974.4	
자본금	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	
자본잉여금	694.3	690.6	690.6	690.6	690.6	
자본조정	(195.1)	(195.1)	(195.1)	(195.1)	(195.1)	
기타포괄이익누계액	(2.6)	31.1	31.1	31.1	31.1	
이익잉여금	2,761.9	2,781.8	2,904.7	3,113.5	3,399.8	
비지배주주지분	3,169.1	3,177.1	3,203.8	3,281.9	3,511.0	
자본총계	6,475.6	6,533.5	6,683.1	6,970.0	7,485.4	
순금융부채	(1,575.3)	(1,334.8)	(1,815.7)	(2,244.9)	(2,862.9)	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	762.6	183.5	500.3	610.9	804.6
당기순이익	292.0	149.2	234.7	368.7	597.2
조정	571.9	420.6	272.8	231.0	195.7
감가상각비	414.6	322.7	273.4	231.7	196.3
외환거래손익	(8.5)	24.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(5.7)	(7.5)	0.0	0.0	0.0
기타	171.5	80.9	(0.6)	(0.7)	(0.6)
영업활동 자산부채 변동	(101.3)	(386.3)	(7.2)	11.2	11.7
투자활동 현금흐름	(809.2)	(130.1)	1.8	(162.4)	(167.4)
투자자산감소(증가)	(425.5)	(45.3)	(23.9)	(124.2)	(127.3)
자본증가(감소)	(96.5)	(116.1)	0.0	0.0	0.0
기타	(287.2)	31.3	25.7	(38.2)	(40.1)
재무활동 현금흐름	(262.1)	(257.2)	(29.1)	(7.0)	(6.4)
금융부채증가(감소)	(114.8)	(112.1)	(7.4)	11.5	12.1
자본증가(감소)	(85.0)	(3.7)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(37.9)	(99.5)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(24.4)	(41.9)	(21.7)	(18.5)	(18.5)
현금의 증감	(308.7)	(203.9)	444.8	401.9	589.3
Unlevered CFO	894.0	723.2	622.4	714.7	979.9
Free Cash Flow	663.2	63.3	500.3	610.9	804.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

아모레G



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.1.31	BUY	39,000		
23.11.2	BUY	42,000	-32.78%	-24.29%
23.7.2	BUY	40,000	-26.66%	-13.00%
23.5.31	BUY	45,000	-37.72%	-32.78%
23.2.2	BUY	60,000	-36.96%	-25.67%
22.12.1	BUY	44,000	-18.68%	-6.70%
22.10.31	담당자 변경		-	-
22.8.18	BUY	46,000	-34.88%	-22.72%
21.11.30	BUY	54,000	-20.40%	-5.37%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 1월 31일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2024년 1월 31일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.01%	5.53%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 01월 31일