



**BUY (유지)**

목표주가(12M) **45,000원(상향)**  
현재주가(4.29) **32,350원**

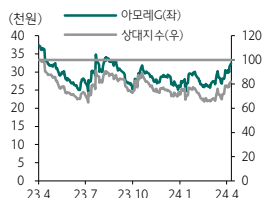
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,687.44
52주 최고/최저(원)	36,600/24,600
시가총액(십억원)	2,667.5
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	82,458.2
60일 평균 거래량(천주)	185.9
60일 평균 거래대금(십억원)	5.2
외국인지분율(%)	9.67
주요주주 지분율(%)	
서경배 외 12 인	61.81
국민연금공단	7.08

#### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	4,646.1	5,226.2
영업이익(십억원)	404.2	613.2
순이익(십억원)	301.9	450.7
EPS(원)	1,514	2,231
BPS(원)	39,530	41,985

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,495.0	4,021.3	4,649.2	5,388.7
영업이익	271.9	152.0	488.8	752.1
세전이익	288.4	353.7	564.1	809.3
순이익	62.2	119.3	176.8	244.6
EPS	648	1,243	1,841	2,548
증감율	(65.44)	91.82	48.11	38.40
PER	53.86	23.53	17.57	12.70
PBR	0.94	0.80	0.83	0.77
EV/EBITDA	8.42	10.44	5.90	4.06
ROE	1.87	3.57	5.13	6.60
BPS	36,939	36,593	39,080	42,077
DPS	205	245	245	245



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

**하나증권 리서치센터**

2024년 04월 30일 | 기업분석\_Earnings Review

## 아모레G (002790)

### 1Q24 Review: 자회사의 호실적

#### 1Q24 Review: 자회사의 호실적

아모레G의 1분기 실적은 연결 매출 1조원(YoY flat%), 영업이익 839억원(YoY+2%)을 기록하며, 컨센서스(711억원)를 상회했다. 비상장 뷰티 계열사의 경우 외형은 성장했으나, 마케팅 비용 집행 확대로 수익성이 아쉬웠다. 다만 핵심 자회사 아모레퍼시픽이 컨센서스를 크게 상회하는 실적 효과로 아모레G 또한 컨센서스를 상회하는 실적 달성했다.

▶**이니스프리**는 매출 605억원(YoY-9%), 영업이익 20억원(YoY-65%) 기록했다. 국내 오프라인 로드샵 축소 및 글로벌 이커머스 매출 감소로 전체 외형 감소가 불가피했다. MBS 채널 침투 확대하며, 외형 회복을 꾀하는 중이다. 영업이익은 감소했는데, 주요 채널 재정비에 따른 외형 감소 영향이다. ▶**에뛰드**는 매출 299억원(YoY+6%), 영업이익 51억원(YoY-4%) 시현했다. MBS 채널 및 신성장 온라인 플랫폼의 견고한 성장으로 전체 매출은 성장 달성했으나, 브랜드 투자 확대로 영업이익은 감소했다. ▶**아모스프로페셔널**은 매출 209억원(YoY+7%), 영업이익 29억원(YoY-19%) 시현했다. 온라인 점점 확대로 온라인 중심 외형 성장 나타났다. 특히 아윤체가 온라인에서의 성장세 견고했다. 다만, 마케팅 비용 집행 확대 되며 영업이익률은 하락했다. 전반적으로 비상장 뷰티 자회사의 경우 마케팅 비용 확대 기조 나타났다. ▶**아모레퍼시픽**은 연결 매출 9.1천억원(YoY flat%), 영업이익 727억원(YoY+13%, 이익률 8%)으로 컨센서스(509억원)를 크게 상회 했다. 상회 요인은 전사적 손익 개선이며 1) 우려대비 선방한 중국, 2) 해외 전반의 수익성 상승, 3) 국내 원가를 개선 등에 기인한다. ①**국내** 화장품은 매출 4.7천억원(YoY+3%), 영업이익 474억원(YoY+36%, 이익률 10%) 기록했다. 전통 채널 매출은 대체로 감소했으나, '면세/국내 이커머스/MBS 채널'의 외형 확대가 이를 상쇄했다. 면세 매출 증가(믹스 개선)/할인을 축소/재고관리 강화 등으로 전년동기비 수익성이 2.5%p 개선되었다. ②**해외**는 매출 3.4천억원(YoY-2%), 영업이익 316억원(YoY flat%) 달성했다. **중국**이 우려대비 손실 폭을 크게 줄였으며, 북미/유럽/아세안은 수익성이 대부분 개선되었다. 중국은 제품/채널 믹스 개선과 비용 축소(인건비 YoY-20%, 판촉비 -10%, 감가상각비 -84%)로 빠르게 손익이 안정화 중이다. **미국**은 라네즈/설화수/이니스프리 중심으로 고성장 달성했다. 마케팅 집행 지속되나, 고성장함에 따라 수익성은 개선되었다.

#### 2024년 전망: 아모레퍼시픽 동조화 + 뷰티 자회사 손익 개선 기대

2024년 관광객 증가 + 성장 채널/수출 공략 확대 등을 통해 비상장 뷰티 자회사의 외형 성장이 본격화될 것으로 기대한다. 1분기의 경우 외형 확장을 위한 비용 확대 구간으로 판단하며, 2분기 이니스프리를 중심으로 개선세 나타날 전망이다. 동시에 아모레퍼시픽은 COSRX 반영되며, 모멘텀 강화 예상한다. 주요 자회사의 모멘텀 확대, 뷰티 자회사의 손익 개선으로 아모레G의 성장세는 두드러질 전망이다. 아모레G의 2024년 실적은 연결 매출 4.6조원(YoY+16%), 영업이익 4.9천억원(YoY+222%) 예상하며, 투자의견 BUY 유지하며, 주요 자회사 아모레퍼시픽의 추정치 상향에 기인 목표주가를 4.5만원으로 상향한다.

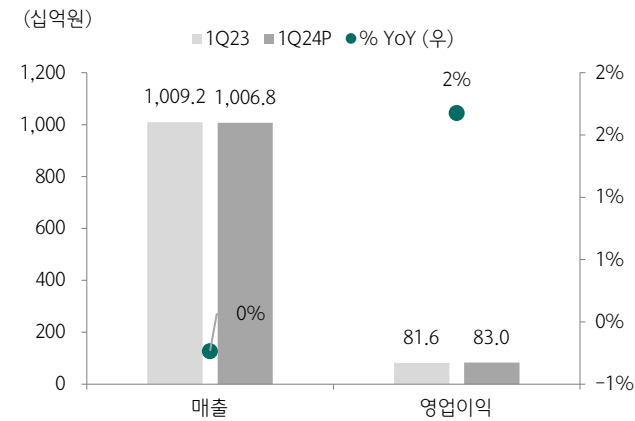
도표 1. 아모레G 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>연결 매출액</b>	<b>1,009.2</b>	<b>1,030.8</b>	<b>963.4</b>	<b>1,018.0</b>	<b>1,006.8</b>	<b>1,130.3</b>	<b>1,214.4</b>	<b>1,297.7</b>	<b>4,930.1</b>	<b>5,326.1</b>	<b>4,495.0</b>	<b>4,021.3</b>	<b>4,649.2</b>	<b>5,388.7</b>
아모레퍼시픽	913.7	945.4	888.8	926.1	911.5	1,035.4	1,123.9	1,177.6	4,432.1	4,863.1	4,134.9	3,674.0	4,248.4	4,936.8
이니스프리	66.7	67.5	66.5	73.1	60.5	74.3	73.2	93.7	348.5	307.2	299.7	273.8	301.6	340.6
에뛰드	28.3	29.2	27.3	26.2	29.9	31.1	29.4	30.5	111.3	105.6	106.0	111.0	120.9	127.9
에스쁘아	13.8	15.0	13.4	15.8	16.7	17.3	14.7	18.8	42.5	46.7	51.6	58.0	67.5	75.8
아모스프로페셔널	19.5	17.9	18.5	18.3	20.9	18.7	20.5	21.7	67.9	61.9	66.5	74.2	81.7	88.8
% YoY														
매출액	-20%	0%	-6%	-14%	0%	10%	26%	27%	-22%	8%	-16%	-11%	16%	16%
아모레퍼시픽	-22%	0%	-5%	-15%	0%	10%	26%	27%	-21%	10%	-15%	-11%	16%	16%
이니스프리	-7%	-6%	-11%	-10%	-9%	10%	10%	28%	-37%	-12%	-2%	-9%	10%	13%
에뛰드	9%	8%	9%	-6%	6%	6%	8%	16%	-38%	-5%	0%	5%	9%	6%
에스쁘아	1%	12%	12%	25%	21%	15%	10%	19%	-9%	10%	10%	12%	16%	12%
아모스프로페셔널	8%	5%	13%	22%	7%	4%	11%	18%	-19%	-9%	7%	12%	10%	9%
매출총이익	701.6	731.2	691.6	731.3	726.0	813.1	884.0	945.2	3,559.0	3,864.5	3,147.2	2,855.8	3,368.3	3,903.3
판매관리비	620.0	719.5	662.8	701.5	642.9	719.1	742.8	774.6	3,408.3	3,508.3	2,875.3	2,703.8	2,879.5	3,151.2
<b>영업이익</b>	<b>81.6</b>	<b>11.7</b>	<b>28.8</b>	<b>29.9</b>	<b>83.0</b>	<b>93.9</b>	<b>141.2</b>	<b>170.6</b>	<b>150.7</b>	<b>356.2</b>	<b>271.9</b>	<b>152.0</b>	<b>488.8</b>	<b>752.1</b>
아모레퍼시픽	64.4	5.9	17.3	20.7	72.7	85.1	126.2	156.7	143.0	343.4	214.2	108.2	440.8	695.5
이니스프리	5.7	-0.8	3.7	1.7	2.0	0.6	5.5	4.1	7.0	-1.0	32.4	10.3	12.2	17.1
에뛰드	5.3	2.1	4.5	2.9	5.1	2.5	5.1	3.7	-18.1	-9.6	5.0	14.8	16.5	17.8
에스쁘아	0.7	0.3	1.4	-0.2	0.2	0.7	1.8	0.1	-2.3	-0.7	2.6	2.2	2.9	3.5
아모스프로페셔널	3.6	2.6	4.1	2.3	2.9	3.1	4.9	3.2	11.0	11.2	13.1	12.6	14.1	15.6
% YoY														
영업이익	-52%	흑전	-13%	-62%	2%	701%	390%	471%	-70%	136%	-24%	-44%	222%	54%
아모레퍼시픽	-59%	흑전	-8%	-64%	13%	1345%	632%	658%	-67%	140%	-38%	-50%	307%	58%
이니스프리	68%	적전	-55%	-89%	-65%	흑전	50%	138%	-89%	적전	흑전	-68%	18%	40%
에뛰드	1667%	133%	200%	26%	-4%	21%	14%	27%	적지	적지	흑전	196%	11%	8%
에스쁘아	250%	-40%	27%	적전	-71%	130%	31%	흑전	적전	적지	흑전	-15%	30%	21%
아모스프로페셔널	-18%	-21%	14%	28%	-19%	19%	21%	37%	-35%	2%	17%	-4%	12%	10%
당기순이익	115.6	29.6	41.7	47.9	97.8	79.1	114.6	136.4	22.1	292.0	149.2	234.7	427.9	607.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>53.4</b>	<b>22.5</b>	<b>25.1</b>	<b>18.3</b>	<b>41.9</b>	<b>31.5</b>	<b>47.2</b>	<b>56.1</b>	<b>10.4</b>	<b>180.0</b>	<b>62.2</b>	<b>119.3</b>	<b>176.8</b>	<b>244.6</b>
% Margin														
매출총이익률	70%	71%	72%	72%	72%	72%	73%	73%	72%	73%	70%	71%	72%	72%
영업이익률	8%	1%	3%	3%	8%	8%	12%	13%	3%	7%	6%	4%	11%	14%
아모레퍼시픽	7%	1%	2%	2%	8%	8%	11%	13%	3%	7%	5%	3%	10%	14%
이니스프리	9%	-1%	6%	2%	3%	1%	8%	4%	2%	0%	11%	4%	4%	5%
에뛰드	19%	7%	16%	11%	17%	8%	17%	12%	-16%	-9%	5%	13%	14%	14%
에스쁘아	5%	2%	10%	-1%	1%	4%	12%	1%	-5%	-1%	5%	4%	4%	5%
아모스프로페셔널	18%	15%	22%	13%	14%	17%	24%	15%	16%	18%	20%	17%	17%	18%

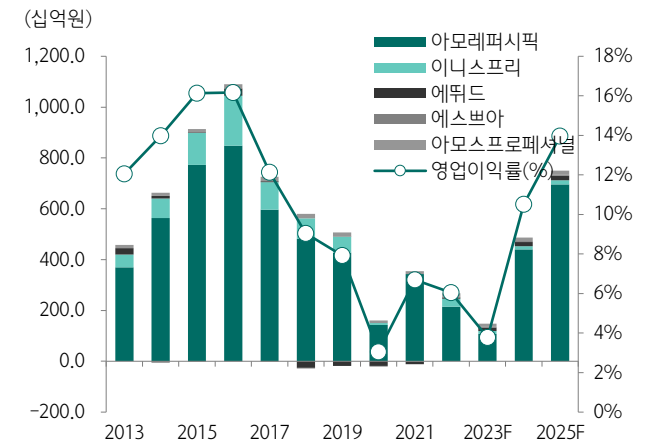
자료: 하나증권

도표 2. 아모레G 1Q24P 연결 실적 요약



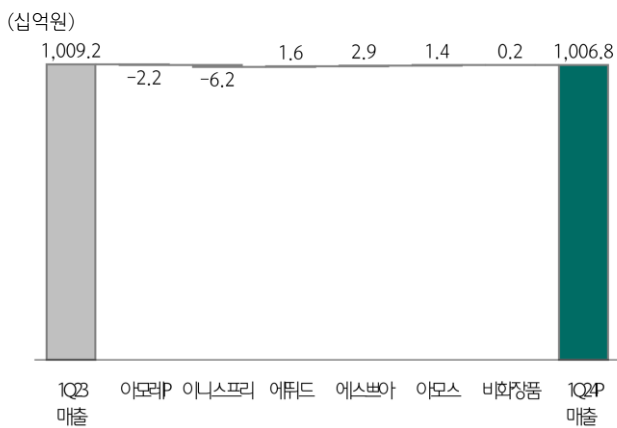
자료: 하나증권

도표 3. 아모레G 법인별 영업이익 추이 및 전망



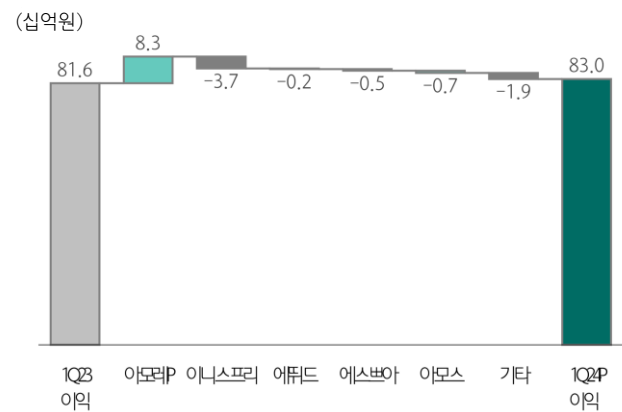
자료: 하나증권

도표 4. 아모레G 1Q24P 연결 매출 변동(YoY)



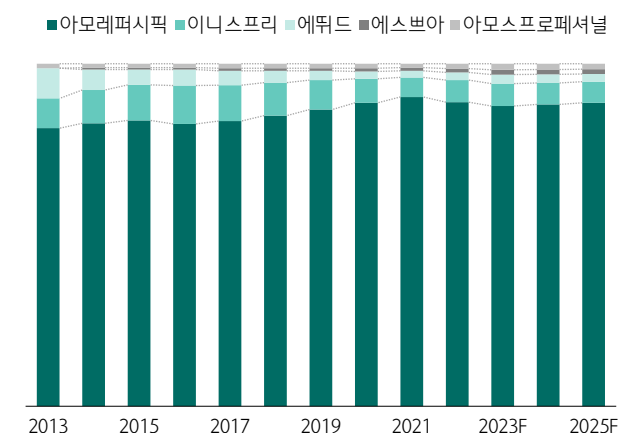
자료: 하나증권

도표 5. 아모레G 1Q24P 연결 영업이익 변동(YoY)



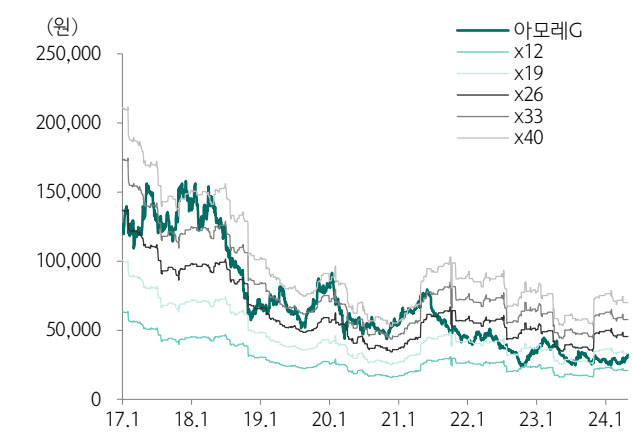
자료: 하나증권

도표 6. 아모레G 법인별 매출 비중 추이



자료: 하나증권

도표 7. 아모레G의 12MF P/E Band Chart



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
매출액	4,495.0	4,021.3	4,649.2	5,388.7	5,852.7	
매출원가	1,347.8	1,165.6	1,280.9	1,485.4	1,613.3	
매출총이익	3,147.2	2,855.7	3,368.3	3,903.3	4,239.4	
판매비	2,875.3	2,703.8	2,879.5	3,151.2	3,398.4	
영업이익	271.9	152.0	488.8	752.1	841.0	
금융손익	(5.4)	174.9	19.4	9.2	13.3	
종속/관계기업손익	11.8	41.2	28.0	16.0	20.0	
기타영업외손익	10.1	(14.5)	28.0	32.0	36.0	
세전이익	288.4	353.7	564.1	809.3	910.3	
법인세	139.2	119.0	136.2	202.3	227.6	
계속사업이익	149.2	234.7	427.9	607.0	682.7	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	149.2	234.7	427.9	607.0	682.7	
비지배주주지분 손이익	87.0	115.4	164.1	297.3	414.2	
지배주주순이익	62.2	119.3	176.8	244.6	274.0	
지배주주지분포괄이익	95.5	7.7	34.1	48.3	54.3	
NOPAT	140.7	100.9	370.8	564.1	630.8	
EBITDA	594.6	411.2	714.5	948.6	1,012.1	
성장성(%)						
매출액증가율	(15.60)	(10.54)	15.61	15.91	8.61	
NOPAT증가율	(41.88)	(28.29)	267.49	52.13	11.82	
EBITDA증가율	(22.85)	(30.84)	73.76	32.76	6.69	
영업이익증가율	(23.67)	(44.10)	221.58	53.87	11.82	
(지배주주)순이익증가율	(65.44)	91.80	48.20	38.35	12.02	
EPS증가율	(65.44)	91.82	48.11	38.40	12.05	
수익성(%)						
매출총이익률	70.02	71.01	72.45	72.43	72.43	
EBITDA이익률	13.23	10.23	15.37	17.60	17.29	
영업이익률	6.05	3.78	10.51	13.96	14.37	
계속사업이익률	3.32	5.84	9.20	11.26	11.66	

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	648	1,243	1,841	2,548	2,855
BPS	36,939	36,593	39,080	42,077	44,645
CFPS	7,534	5,035	8,112	10,290	10,990
EBITDAPS	6,194	4,283	7,443	9,881	10,543
SPS	46,825	41,892	48,432	56,135	60,970
DPS	205	245	245	245	245
주가지표(배)					
PER	53.86	23.53	17.57	12.70	11.33
PBR	0.94	0.80	0.83	0.77	0.72
PCFR	4.63	5.81	3.99	3.14	2.94
EV/EBITDA	8.42	10.44	5.90	4.06	3.47
PSR	0.75	0.70	0.67	0.58	0.53
재무비율(%)					
ROE	1.87	3.57	5.13	6.60	6.90
ROA	0.79	1.56	2.25	2.89	3.00
ROIC	3.45	2.44	9.41	15.01	17.53
부채비율	17.10	16.95	17.64	18.06	17.66
순부채비율	(20.43)	(23.28)	(29.19)	(35.46)	(41.66)
이자보상배율(배)	18.63	9.13	28.75	43.20	47.33

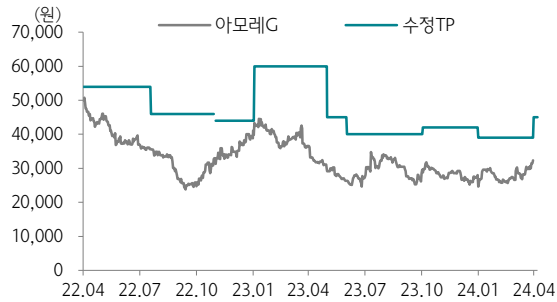
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	2,566.4	2,750.2	3,386.1	4,181.8	5,010.6	
금융자산	1,702.0	1,892.9	2,395.2	3,033.5	3,763.5	
현금성자산	650.1	629.0	1,096.6	1,694.2	2,398.6	
매출채권	301.0	315.0	364.2	422.2	458.5	
재고자산	460.0	462.8	535.1	620.2	673.6	
기타유동자산	103.4	79.5	91.6	105.9	115.0	
비유동자산	5,084.6	4,881.2	4,725.9	4,612.4	4,493.4	
투자자산	631.6	605.4	675.8	758.8	810.8	
금융자산	301.6	239.3	252.5	268.1	277.9	
유형자산	2,820.7	2,767.6	2,541.9	2,345.5	2,174.4	
무형자산	856.4	841.2	841.2	841.2	841.2	
기타비유동자산	775.9	667.0	667.0	666.9	667.0	
자산총계	7,651.0	7,631.4	8,112.1	8,794.2	9,504.0	
유동부채	851.9	856.2	933.8	1,025.1	1,082.5	
금융부채	311.6	330.6	339.0	348.8	355.0	
매입채무	57.6	63.1	72.9	84.5	91.8	
기타유동부채	482.7	462.5	521.9	591.8	635.7	
비유동부채	265.6	250.1	282.3	320.3	344.2	
금융부채	55.7	43.5	43.5	43.5	43.5	
기타비유동부채	209.9	206.6	238.8	276.8	300.7	
부채총계	1,117.5	1,106.3	1,216.1	1,345.5	1,426.6	
지배주주지분	3,356.4	3,323.3	3,562.1	3,849.8	4,096.3	
자본금	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0	
자본잉여금	690.6	671.2	671.2	671.2	671.2	
자본조정	(195.1)	(194.7)	(194.7)	(194.7)	(194.7)	
기타포괄이익누계액	31.1	(58.8)	(58.8)	(58.8)	(58.8)	
이익잉여금	2,781.8	2,857.7	3,096.5	3,384.1	3,630.7	
비지배주주지분	3,177.1	3,201.8	3,333.8	3,599.0	3,981.0	
자본총계	6,533.5	6,525.1	6,895.9	7,448.8	8,077.3	
순금융부채	(1,334.8)	(1,518.8)	(2,012.7)	(2,641.2)	(3,364.9)	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	183.5	389.5	660.2	811.3	858.5
당기순이익	149.2	234.7	427.9	607.0	682.7
조정	420.6	196.2	225.1	195.9	170.5
감가상각비	322.7	259.2	225.7	196.5	171.1
외환거래손익	24.5	4.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(7.5)	(34.6)	0.0	0.0	0.0
기타	80.9	(32.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
영업활동 자산부채 변동	(386.3)	(41.4)	7.2	8.4	5.3
투자활동 현금흐름	(130.1)	(259.4)	(136.5)	(155.2)	(109.1)
투자자산감소(증가)	(45.3)	3,141.2	(102.5)	(115.1)	(84.2)
자본증가(감소)	(116.1)	(188.3)	0.0	0.0	0.0
기타	31.3	(3,212.3)	(34.0)	(40.1)	(24.9)
재무활동 현금흐름	(257.2)	(33.8)	(16.7)	(12.2)	(15.9)
금융부채증가(감소)	(112.1)	6.9	8.4	9.8	6.2
자본증가(감소)	(3.7)	(19.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(99.5)	0.4	(0.1)	0.1	0.0
배당지급	(41.9)	(21.7)	(25.0)	(22.1)	(22.1)
현금의 증감	(203.9)	96.3	296.5	597.6	704.4
Unlevered CFO	723.2	483.3	778.7	987.8	1,055.0
Free Cash Flow	63.3	201.2	660.2	811.3	858.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

아모레G



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.4.30	BUY	45,000		
24.1.31	BUY	39,000	-27.91%	-17.05%
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 4월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2024년 4월 30일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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	94.20%	5.36%	0.45%	100%

\* 기준일: 2024년 04월 27일