

아모레G (002790)

3Q23 Review: MBS 중심 성장

아모레퍼시픽 일회성 비용을 제외하면 나쁘지 않은 실적

아모레퍼시픽 23년도 3분기 매출액은 8,888억원(-5.1% YoY), 영업이익은 173억원(-8.2% YoY)을 기록하며 시장 기대치(매출액 9,241억원, 영업이익 366억원)를 하회하였다. 일회성 비용(323억원) 인식으로 인건비 증가 및 미주, 유럽 지역 주요 브랜드 투자 증가로 광고판촉비 4% YoY 증가한 영향이다. 일회성 비용을 제외할 경우 전년동기 대비 영업이익은 163.8% 성장한 것으로 추정된다. 면세점 채널은 전년동기 대비 15% 감소한 1,249억원, 아시아 지역은 전년동기 대비 매출액이 13% 감소하였다.

이니스프리 제외한 주요 화장품 자회사 두 자릿수 성장

화장품 자회사 에뛰드, 에스브아, 아모스프로페셔널은 채널 수익 구조 개선으로 영업이익 두 자릿수 성장을 기록했다. 자회사 실적의 핵심은 최근 화장품 소비트렌드 변화에 따른 MBS 채널 성장이다. 아모레퍼시픽 럭셔리 화장품 부진에도 불구하고 에뛰드, 에스브아에서 영업이익이 큰 폭으로 개선된 것은 채널 정예화와 MBS채널의 고성장으로 판단된다. 고가 화장품 선호 소비자들이 합리적 소비성향을 나타내면서 중저가 화장을 선호하고 있다. 중저가 화장품 유통의 핵심인 MBS 채널이 화장품 성장의 핵심으로 자리 잡은 만큼 동사 브랜드 성장에도 기여도가 커질 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 38,000원으로 상향

아모레G에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 2분기 실적을 반영하여 38,000원으로 상향한다. 목표주가는 SOTP(Sum Of The Parts) Valuation 방식으로 산정하였다. 상장사의 가치는 전일 시가총액에서 해당 지분율을 적용하였고, 비상장사의 가치는 장부가치를 적용하였다. 자회사 아모레퍼시픽은 2023년 10월 30일 코스알엑스의 잔여 지분을 추가 매수할 수 있는 주식매수청구권(Call-option)의 행사를 최종 결정하고 주식매매계약을 체결하였다. 24년 5월 1일(24년 4월 30일 1차 거래 종결 직후/지분율 84.8%)부터 코스알엑스 경영 실적이 연결 편입될 예정이다. 동사 실적은 국내 MBS채널 성장 및 아모레퍼시픽 코스알엑스 인수효과가 더해져 고성장이 전망된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	5,326	4,495	4,218	5,528
영업이익	356	272	186	419
지배순이익	180	62	120	202
PER	28.7	56.1	20.0	11.8
PBR	1.6	1.0	0.7	0.7
EV/EBITDA	9.0	8.9	7.0	4.7
ROE	5.5	1.9	3.5	5.7

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

박현주 Research Assistant

hyunjoo.park@yuantakorea.com

BUY (M)
목표주가 38,000원 (U)
현재주가 (10/31) 28,600원
상승여력 33%

시가총액	25,517억원
총발행주식수	95,994,150주
60일 평균 거래대금	133억원
60일 평균 거래량	421,885주
52주 고/저	44,600원 / 24,600원
외인지분율	9.19%
배당수익률	0.59%
주요주주	서경배 외 11 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(6.1)	4.4	15.8
상대	1.6	20.6	16.6
절대 (달러환산)	(6.2)	(1.5)	22.1

[표 1] 아모레 G 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q.22	2Q.22	3Q.22	4Q.22	1Q.23	2Q.23	3Q.23P	4Q.23E	2022	2023E
매출액	12,628	10,264	10,218	11,839	10,092	10,308	9,633	12,239	44,950	42,181
YoY	-9.0	-21.3	-15.9	-16.7	-20.1	0.4	-5.7	3.4	-15.6	-6.2
AMOREPACIFIC	11,650	9,457	9,364	10,878	9,137	9,454	8,888	11,213	41,349	38,692
DOMESTIC	7,328	6,278	5,871	6,337	5,522	5,550	5,432	5,878	25,813	22,382
Cosmetics	6,069	5,315	4,888	5,292	4,551	4,591	4,456	4,864	21,564	18,462
Daily Beauty	1,259	963	983	1,045	971	959	977	1,014	4,249	3,921
OVERSEAS & Others	4,199	2,972	3,348	4,416	3,494	3,723	3,177	4,977	14,935	15,371
Innisfree	718	720	748	811	667	675	665	805	2,997	2,812
Etude	260	271	250	279	283	292	273	302	1,060	1,150
Espoir	136	134	120	126	138	150	134	133	516	555
AMOS Professional	181	170	164	150	195	179	185	160	665	719
오설록	232	178	198	206	222	198	195	226	814	841
영업이익	1,712	-109	330	786	816	117	288	424	2,719	1,646
YoY	-13.4	적전	-36.2	3,331.5	-52.3	흑전	-12.7	-46.1	-23.7	-39.5
AMOREPACIFIC	1,580	-195	188	570	644	59	173	248	2,142	1,123
DOMESTIC	1,120	367	294	401	439	368	191	145	2,182	1,143
Cosmetics	1,042	401	286	383	395	314	218	195	2,112	1,122
Daily Beauty	78	-34	8	18	44	54	-27	-50	70	21
OVERSEAS & Others	421	-425	-92	178	266	-327	-83	62	81	-82
Innisfree	34	55	83	152	57	-8	37	88	324	174
Etude	3	9	15	23	53	21	45	60	50	179
Espoir	2	5	11	8	7	3	14	12	26	36
AMOS Professional	44	33	36	18	36	26	41	26	131	129
오설록	43	8	20	17	21	8	10	17	88	56

자료: 아모레 G, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 아모레 G 목표주가 산정

1. 상장사가치	지분율 (%)	시가총액 (억원)	적정가치 (억원)	
아모레퍼시픽	38.1	73,934	28,169	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)			29,945	1+2
4. 발행주식수(천주)			79,791	
5. 주당가치(원)			37,530	
6. 목표주가(원)			38,000	+ 33%

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레 G (002790) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	5,326	4,495	4,218	5,528	6,270
매출원가	1,462	1,348	1,270	1,645	1,860
매출총이익	3,865	3,147	2,948	3,882	4,411
판매비	3,508	2,875	2,762	3,464	3,807
영업이익	356	272	186	419	604
EBITDA	771	595	589	821	1,107
영업외손익	73	16	132	121	120
외환관련 손익	35	25	74	85	91
이자손익	-4	1	3	7	10
관계기업관련손익	6	12	26	19	1
기타	36	-21	29	11	18
법인세비용차감전순이익	430	288	318	540	725
법인세비용	138	139	85	143	190
계속사업순이익	292	149	233	397	535
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	292	149	233	397	535
지배지분순이익	180	62	120	202	232
포괄순이익	266	166	249	414	552
지배지분포괄이익	165	96	143	238	317

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

현금흐름표	(단위: 십억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	763	183	211	174	522
당기순이익	292	149	233	397	535
감가상각비	415	323	403	403	503
외환손익	-9	25	-74	-85	-91
중속, 관계기업 관련 손익	0	0	-26	-19	-1
자산부채의 증감	-101	-386	-415	-612	-513
기타 현금흐름	166	73	90	90	90
투자활동 현금흐름	-809	-130	-285	-686	-702
투자자산	-813	32	70	-122	-69
유형자산 증가 (CAPEX)	-99	-120	-262	-200	-400
유형자산 감소	3	4	25	20	19
기타 현금흐름	100	-46	-118	-385	-251
재무활동 현금흐름	-262	-257	-52	-37	-46
단기차입금	-73	-56	9	21	12
사채 및 장기차입금	-42	-56	-3	-3	-3
자본	-85	-4	0	0	0
현금배당	-61	-105	-22	-18	-18
기타 현금흐름	-1	-36	-36	-36	-36
연결범위변동 등 기타	-12	-17	524	739	653
현금의 증감	-320	-221	399	190	428
기초 현금	1,191	871	650	1,049	1,239
기말 현금	871	650	1,049	1,239	1,667
NOPLAT	356	272	186	419	604
FCF	663	63	-51	-26	122

자료: 유안타증권

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

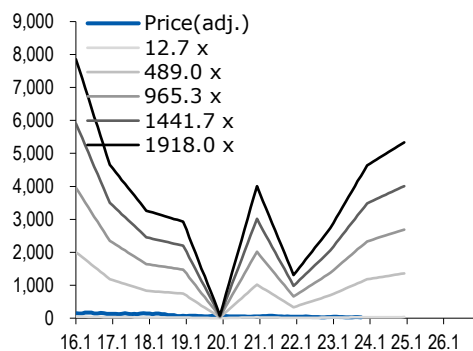
재무상태표			(단위: 십억원)		
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	3,015	2,566	3,000	3,726	4,434
현금및현금성자산	871	650	1,049	1,239	1,667
매출채권 및 기타채권	348	337	364	477	542
재고자산	543	460	479	628	712
비유동자산	5,023	5,085	4,863	4,777	4,740
유형자산	2,920	2,821	2,655	2,432	2,311
관계기업등 지분관련자산	282	330	345	452	513
기타투자자산	304	302	216	231	239
자산총계	8,038	7,651	7,864	8,503	9,174
유동부채	1,273	852	847	1,031	1,135
매입채무 및 기타채무	720	389	385	504	572
단기차입금	258	241	254	254	254
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	289	266	256	316	349
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,563	1,118	1,102	1,347	1,484
지배지분	3,307	3,356	3,472	3,672	3,903
자본금	48	48	48	48	48
자본잉여금	694	691	691	691	691
이익잉여금	2,762	2,782	2,881	3,064	3,278
비지배지분	3,169	3,177	3,289	3,484	3,787
자본총계	6,476	6,534	6,761	7,157	7,690
순차입금	-1,575	-1,335	-1,713	-2,137	-2,675
총차입금	479	367	373	391	400

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
EPS	2,090	681	1,426	2,417	2,780	
BPS	36,853	37,406	38,692	40,926	43,494	
EBITDAPS	8,029	6,194	6,131	8,557	11,531	
SPS	55,483	46,825	43,941	57,583	65,320	
DPS	450	205	205	205	205	
PER	28.7	56.1	20.0	11.8	10.3	
PBR	1.6	1.0	0.7	0.7	0.7	
EV/EBITDA	9.0	8.9	7.0	4.7	3.3	
PSR	1.1	0.8	0.7	0.5	0.4	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액 증가율 (%)	8.0	-15.6	-6.2	31.0	13.4	
영업이익 증가율 (%)	136.4	-23.7	-31.7	125.3	44.3	
지배순이익 증가율 (%)	1,633.8	-65.4	93.5	67.8	14.8	
매출총이익률 (%)	72.6	70.0	69.9	70.2	70.3	
영업이익률 (%)	6.7	6.0	4.4	7.6	9.6	
지배순이익률 (%)	3.4	1.4	2.9	3.7	3.7	
EBITDA 마진 (%)	14.5	13.2	14.0	14.9	17.7	
ROIC	6.2	3.7	3.1	9.3	12.5	
ROA	2.3	0.8	1.6	2.5	2.6	
ROE	5.5	1.9	3.5	5.7	6.1	
부채비율 (%)	24.1	17.1	16.3	18.8	19.3	
순차입금/자기자본 (%)	-47.6	-39.8	-49.3	-58.2	-68.5	
영업이익/금융비용 (배)	24.9	18.6	14.6	31.8	44.3	

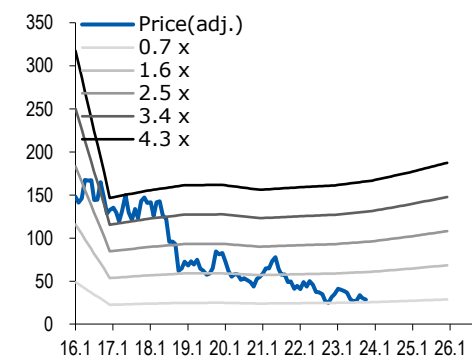
P/E band chart

(천원)



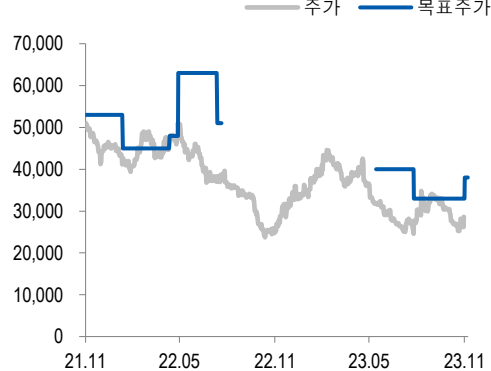
P/B band chart

(천원)



아모레 G (002790) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-01	BUY	38,000	1년		
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
2021-11-01	HOLD	53,000	1년	-13.45	-3.77

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)	89.9
Hold(중립)	10.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-01

※ 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 투자사결정은 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.