



아모레 G

Bloomberg Code (002790 KS) | Reuters Code (002790.KS)

2023년 7월 6일

구조조정 효과 가시화

[화장품]

박현진 연구위원
☎ 02-3772-1563
✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원
☎ 02-3772-1575
✉ jieun.ju@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (7월 5일)
25,550 원



목표주가
36,000 원 (하향)



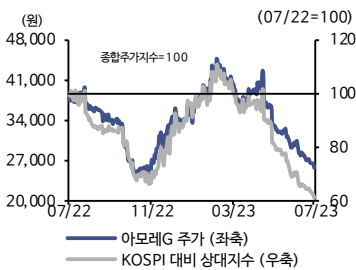
상승여력
40.9%

- ◆ 2Q23 비용 부각은 아쉽지만, 자회사 실적은 조금씩 개선 중
- ◆ 이니스프리, 에뛰드 구조조정 효과에 따른 이익 개선 추세 전망
- ◆ 느리지만 완전한 턴어라운드 기조에 하반기 주가 반전 기대

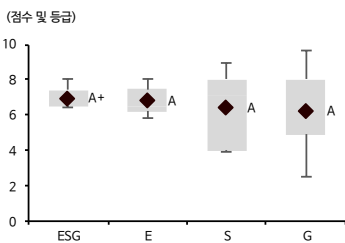


시가총액	2,106.8십억원
발행주식수	82.5백만주
유동주식수	25.1백만주(30.5%)
52주 최고가/최저가	44,600원/23,750원
일평균 거래량 (60일)	324,260주
일평균 거래액 (60일)	10,482백만원
외국인 지분율	11.19%
주요주주	
서경배 외 10인	61.99%
국민연금공단	7.02%
절대수익률	
3개월	-34.8%
6개월	-27.1%
12개월	-32.2%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-36.9%
6개월	-36.0%
12개월	-38.5%

주가



ESG 컨센서스



단기 비용 이슈 있으나 조금씩 나아지는 분기 실적

2Q23 연결매출 10,695억원(+4% YoY), 영업이익 658억원(흑전 YoY)으로 기존 추정치보다 저조했을 것으로 예상된다. 아모레퍼시픽의 연결매출 9,882억원(+5% YoY), 영업이익 503억원(흑전 YoY)을 전망하며, 이니스프리와 라네즈, 아모스프로페셔널 매출이 각각 -1% YoY, +7% YoY, +6% YoY 성장했을 것으로 예상된다. 대부분의 자회사 실적이 작년보다 회복을 예상하지만 회복강도는 낮다.

아모레퍼시픽이 글로벌 리오프닝 효과에 힘입어 매출이 회복세인 데 반해 영업이익이 부진한 이유로는 1) 설화수 리브랜딩 관련 마케팅비용, 2) 중국 티몰 리뉴얼 이전 설화수 재고 처리건, 3) 미국법인 성과급 발생에 따른 비용 반영 때문이다. 이중 재고 관련 비용은 3Q23까지 소폭 이어지는 것으로 파악된다. 이밖에 이니스프리는 국내외 유통채널 재정비 지속으로 매출이 저조하나 매장 효율 개선 등으로 영업이익 기여는 높아지는 추세다. 에뛰드가 면세 및 오프라인 채널 정예화로 영업이익이 크게 늘어나는 추세이며, 아모스프로페셔널은 엔진 상품의 판매 호조로 실적이 견조하다.

중저가 브랜드사 흑자 행진, 퍼시픽 해외 실적 개선세

중저가 로드샵 브랜드 시장이 인플루언서 브랜드, 온라인 브랜드들로 재편되는 와중에 이니스프리와 에뛰드가 재도약하는 모습이 눈에 띈다. 고기능성 제품 위주로 라인업을 강화해 킬러 아이টে임을 발굴하고, 패키징 리뉴얼로 브랜드 경쟁력을 개선하는 데 노력 중이다. 오프라인 채널은 대부분 정리하는 한편 온라인과 H&B 채널 위주로 대응하고 있으며, 이밖에 에뛰드도 면세 및 오프라인 채널 정리를 통해 고정비를 절감하며 영업이익 기여를 높이는 데 주력하고 있다. 저가 브랜드사들의 구조조정 성과가 나타나고 있는 것으로 보인다. 꾸준히 성장하는 자회사 아모스프로페셔널은 제품 포트폴리오 강화와 교육 콘텐츠 강화로 신규 거래처 확보에 노력하며 인지도를 높이고 있다.

하반기 내 주가 반전 계기 만들어질 것을 기대

단기 이익 모멘텀은 아쉽지만 자회사들의 턴어라운드 기조를 감안할 때 하반기 내 주가 반전 계기를 만들 것으로 기대해 본다. 실적 추정치 하향으로 당장의 목표주가는 내리지만, 현 주가는 악재를 충분히 반영하고 있는 것으로 판단되어 매수 의견을 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	5,326.1	356.2	180.0	1,796	34,445	24.7	7.3	1.3	5.5	(24.3)
2022	4,495.0	271.9	62.2	585	34,964	59.6	8.4	1.0	1.9	(20.4)
2023F	4,559.8	370.3	115.4	1,110	35,767	23.0	5.5	0.7	3.4	(22.3)
2024F	4,993.0	482.4	146.1	1,416	37,003	18.0	4.7	0.7	4.2	(22.8)
2025F	5,397.4	592.9	167.2	1,636	38,044	15.6	4.1	0.7	4.6	(30.6)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

아모레G 분기, 연간 실적 전망

(억원,%)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022	2023F
연결매출	12,628	10,264	10,218	11,839	10,091	10,695	11,461	13,351	53,261	44,950	45,598
% YoY	(9.0)	(21.3)	(15.9)	(16.7)	(20.1)	4.2	12.2	12.8	8.0	(15.6)	1.4
뷰티부문	12,945	10,752	10,646	12,245	10,420	11,208	11,903	13,836	54,681	46,588	47,367
% YoY	(9.4)	(20.5)	(15.0)	(14.6)	(19.5)	4.2	11.8	13.0	7.2	(14.8)	1.7
아모레퍼시픽	11,650	9,457	9,364	10,878	9,137	9,882	10,563	12,444	48,631	41,349	42,025
% YoY	(7.0)	(19.6)	(15.6)	(17.9)	(21.6)	4.5	12.8	14.4	9.7	(15.0)	1.6
Innisfree	718	720	748	811	667	714	750	814	3,072	2,997	2,946
% YoY	(19.3)	(18.1)	(3.1)	52.7	(7.1)	(0.8)	0.3	0.4	(11.9)	(2.4)	(1.7)
Etude	260	271	250	279	283	289	273	292	1,056	1,060	1,137
% YoY	(7.5)	3.4	(3.5)	9.8	8.8	6.8	9.1	4.7	(5.1)	0.4	7.3
Espoir	136	134	120	126	138	143	139	128	467	516	547
% YoY	8.8	16.5	6.2	10.5	1.5	6.6	15.5	1.4	9.9	10.5	6.0
AMOS Pro.	181	170	164	150	195	180	179	158	619	665	712
% YoY	6.5	4.3	14.7	4.9	7.7	6.0	9.0	5.1	(8.8)	7.4	7.0
영업이익	1,712	(109)	330	785	816	658	1,015	1,215	3,562	2,719	3,703
% YoY	(13.4)	(110.4)	(36.2)	3,468.9	(52.3)	흑전	207.7	54.7	136.5	(23.7)	36.2
% OPM	13.6	(1.1)	3.2	6.6	8.1	6.1	8.9	9.1	6.7	6.0	8.1
뷰티부문	1,663	(93)	333	771	797	641	999	1,201	3,499	2,674	3,638
% OPM	12.8	(0.9)	3.1	6.3	7.6	5.7	8.4	8.7	6.4	5.7	7.7
아모레퍼시픽	1,580	(195)	188	570	644	503	820	920	3,434	2,143	2,887
% OPM	13.6	(2.1)	2.0	5.2	7.0	5.1	7.8	7.4	7.1	5.2	6.9
Innisfree	34	55	83	152	57	57	90	173	(10)	324	377
% OPM	4.7	7.6	11.1	18.7	8.5	8.0	12.0	21.2	(0.3)	10.8	12.8
Etude	3	9	15	23	53	43	41	33	(96)	50	171
% OPM	1.2	3.3	6.0	8.2	18.7	15.0	15.0	11.4	(9.1)	4.7	15.0
Espoir	2	5	11	8	7	6	3	17	(7)	26	33
% OPM	1.5	3.7	9.2	6.3	5.1	4.0	2.0	13.6	(1.5)	5.0	6.0
AMOS Pro.	44	33	36	18	36	32	45	58	112	131	171
% OPM	24.3	19.4	22.0	12.0	18.5	18.0	25.0	36.6	18.1	19.7	24.0

자료: 신한투자증권

아모레G 실적 추정치 변경

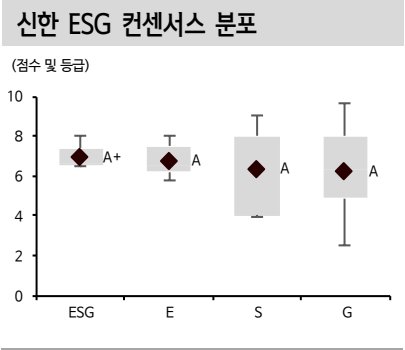
(억원,%)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		Consensus	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
연결매출	45,598	49,930	49,972	56,719	(8.8)	(12.0)	44,764	50,744
영업이익	3,703	4,824	4,234	5,527	(12.5)	(12.7)	3,513	4,724
순이익	1,154	1,461	1,189	1,550	(2.9)	(5.8)	2,987	3,645

자료: 신한투자증권

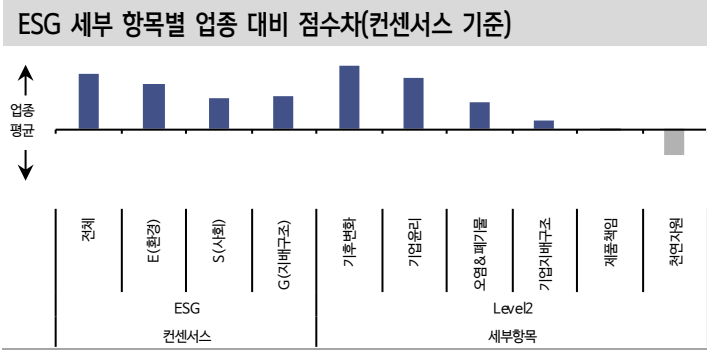
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 국내 화장품 업계 최초로 아모레스토어 광고 '리필스테이션'에서 전용 리필 용기 사용으로 플라스틱 사용량 30% 절감
- ◆ 글로벌 SHE(Safety, Health, Environment) 리스크 및 규제 대응 차원으로 그룹 공통의 선진적 관리 기준 도입

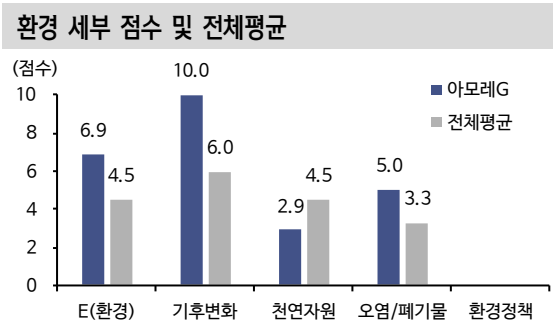


자료: 신한투자증권

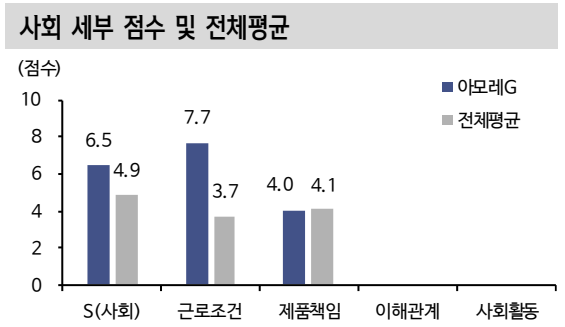


자료: 신한투자증권

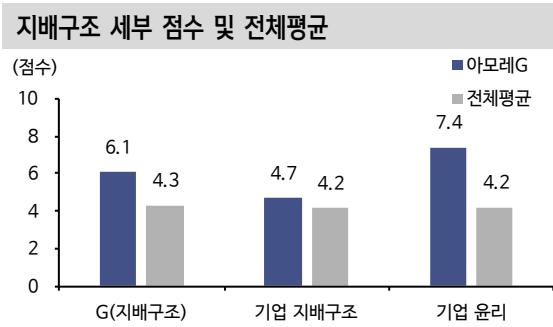
Key Chart



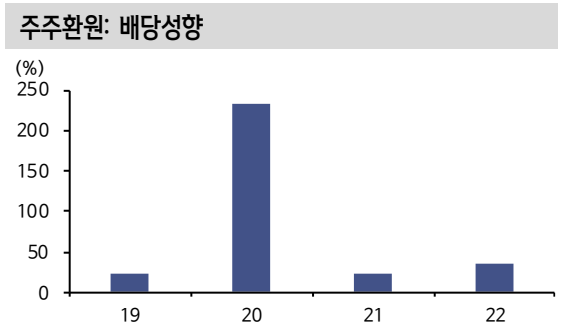
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준



자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준



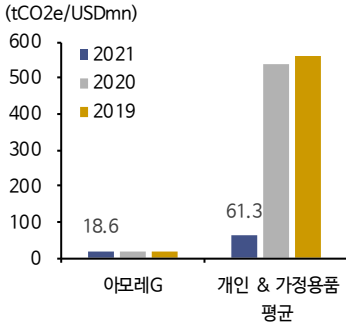
자료: MSCI, 신한투자증권 / 주: 세부항목은 MSCI 기준



자료: 회사 자료, 신한투자증권

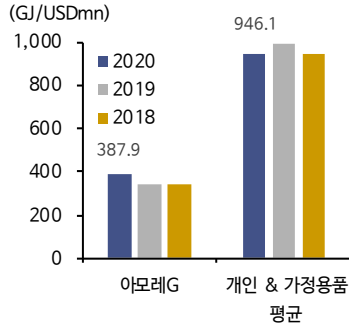
Environment (환경)

온실가스 배출량



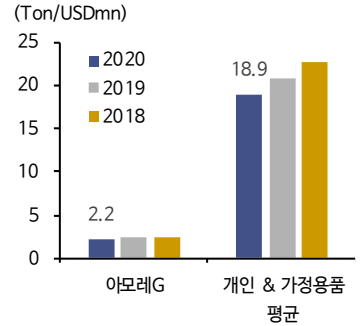
자료: Refinitiv, 신한투자증권

에너지 사용량



자료: Refinitiv, 신한투자증권

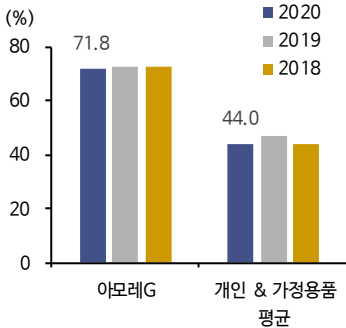
폐기물량



자료: Refinitiv, 신한투자증권

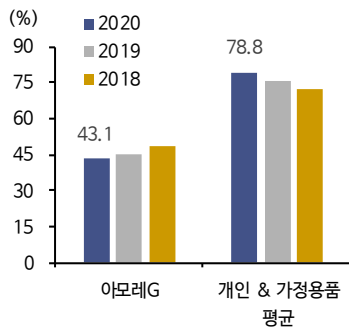
Social (사회)

여성직원 비율



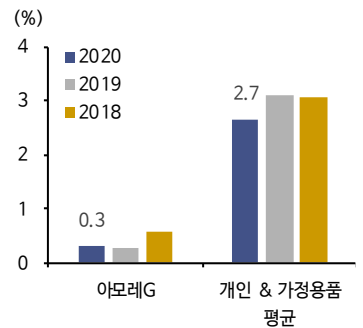
자료: Refinitiv, 신한투자증권

직원 만족도



자료: Refinitiv, 신한투자증권

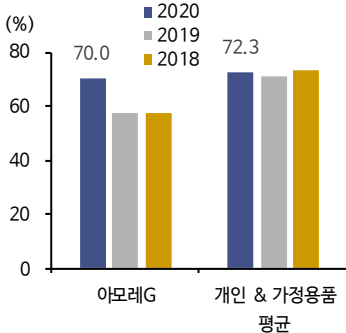
산업재해율



자료: Refinitiv, 신한투자증권

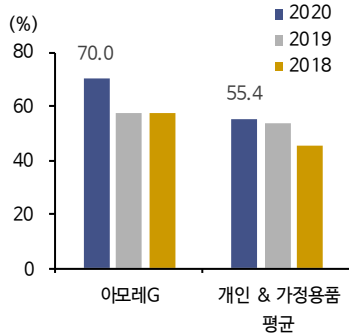
Governance (지배구조)

사외이사 비율



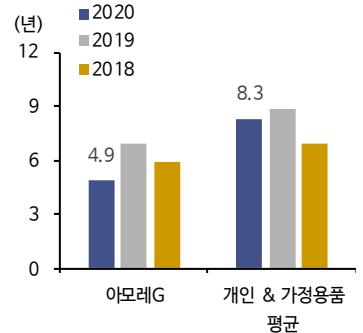
자료: Refinitiv, 신한투자증권

독립이사 비율



자료: Refinitiv, 신한투자증권

이사회 평균 임기



자료: Refinitiv, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	8,038.1	7,651.0	7,891.1	8,298.1	8,744.8
유동자산	3,015.5	2,566.4	2,747.4	2,949.0	3,703.1
현금및현금성자산	870.6	650.1	815.1	910.5	1,565.4
매출채권	312.0	301.0	305.3	334.3	361.4
재고자산	542.8	460.0	466.6	510.9	552.3
비유동자산	5,022.7	5,084.6	5,143.8	5,349.1	5,041.7
유형자산	2,920.0	2,820.7	2,874.5	3,043.7	2,702.5
무형자산	703.4	856.4	856.4	856.4	856.4
투자자산	586.3	631.6	637.0	673.1	706.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,562.5	1,117.5	1,119.3	1,203.5	1,277.3
유동부채	1,273.3	851.9	850.7	914.6	969.6
단기차입금	257.7	240.9	230.9	235.9	235.9
매입채무	95.5	57.6	58.5	64.0	69.2
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	289.2	265.6	268.6	288.9	307.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	111.5	55.7	55.7	55.7	55.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	6,475.6	6,533.5	6,771.8	7,094.7	7,467.4
자본금	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
자본잉여금	694.3	690.6	690.6	690.6	690.6
기타자본	(195.1)	(195.1)	(195.1)	(195.1)	(195.1)
기타포괄이익누계액	(2.6)	31.1	51.1	91.1	91.1
이익잉여금	2,761.9	2,781.8	2,838.8	2,917.5	3,017.4
지배주주지분	3,306.5	3,356.4	3,433.4	3,552.1	3,651.9
비지배주주지분	3,169.1	3,177.1	3,338.4	3,542.6	3,815.5
*총차입금	479.3	367.2	358.2	370.0	376.4
*순차입금(순현금)	(1,575.3)	(1,334.8)	(1,512.2)	(1,618.8)	(2,288.8)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	762.6	183.5	599.9	724.0	748.9
당기순이익	292.0	149.2	276.7	350.2	440.1
유형자산상각비	414.6	322.7	376.2	410.7	341.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환환손실(이익)	(8.5)	24.5	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(94.5)	(10.2)	(10.2)	(10.2)	(10.2)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(5.7)	(7.5)	(4.5)	(6.9)	(12.0)
온건자본변동	(101.3)	(386.3)	(38.3)	(20.0)	(10.3)
(법인세납부)	(24.9)	(153.2)	(149.0)	(197.0)	(230.4)
기타	290.9	244.3	149.0	197.2	230.5
투자활동으로인한현금흐름	(809.2)	(130.1)	(417.8)	(596.7)	(51.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(99.4)	(120.1)	(230.0)	(280.0)	0.0
유형자산의감소	2.9	4.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(30.8)	(38.7)	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(813.2)	31.5	(4.4)	(33.7)	(30.2)
기타	131.3	(6.8)	(183.4)	(283.0)	(21.4)
FCF	798.4	76.0	382.2	408.0	701.0
재무활동으로인한현금흐름	(262.1)	(257.2)	(30.7)	(46.6)	(61.0)
차입금의 증가(감소)	(8.8)	(12.6)	(9.0)	11.8	6.4
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(60.9)	(105.3)	(21.7)	(58.4)	(67.4)
기타	(192.4)	(139.3)	0.0	(0.0)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	13.7	14.7	18.7
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(11.6)	(16.7)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(320.3)	(220.5)	165.1	95.4	654.9
기초현금	1,190.9	870.6	650.1	815.1	910.5
기말현금	870.6	650.1	815.1	910.5	1,565.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

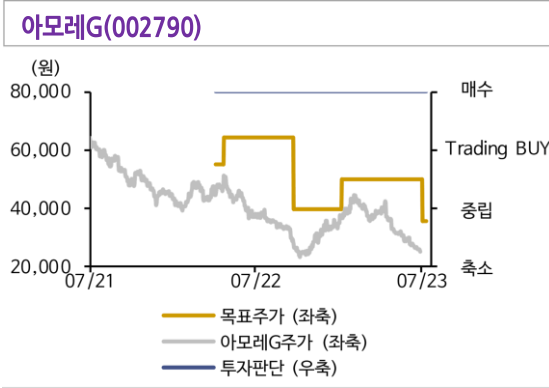
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	5,326.1	4,495.0	4,559.8	4,993.0	5,397.4
증감률 (%)	8.0	(15.6)	1.4	9.5	8.1
매출원가	1,461.6	1,347.8	1,240.3	1,339.5	1,473.4
매출총이익	3,864.5	3,147.2	3,319.6	3,653.5	3,924.0
매출총이익률 (%)	72.6	70.0	72.8	73.2	72.7
판매관리비	3,508.3	2,875.3	2,949.3	3,171.1	3,331.1
영업이익	356.2	271.9	370.3	482.4	592.9
증감률 (%)	136.4	(23.7)	36.2	30.3	22.9
영업이익률 (%)	6.7	6.0	8.1	9.7	11.0
영업외손익	73.4	16.5	55.4	64.9	77.7
금융손익	6.7	(5.4)	7.5	16.7	29.3
기타영업외손익	61.0	10.1	34.0	33.0	32.1
종속 및 관계기업관련손익	5.7	11.8	13.8	15.2	16.3
세전계속사업이익	429.6	288.4	425.7	547.3	670.5
법인세비용	137.6	139.2	149.0	197.0	230.4
계속사업이익	292.0	149.2	276.7	350.2	440.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	292.0	149.2	276.7	350.2	440.1
증감률 (%)	1,224.3	(48.9)	85.4	26.6	25.7
순이익률 (%)	5.5	3.3	6.1	7.0	8.2
(지배주주)당기순이익	180.0	62.2	115.4	146.1	167.2
(비지배주주)당기순이익	112.0	87.0	161.3	204.2	272.9
총포괄이익	266.2	166.1	296.7	390.2	440.1
(지배주주)총포괄이익	165.4	95.5	170.6	224.5	253.1
(비지배주주)총포괄이익	100.8	70.5	126.0	165.8	187.0
EBITDA	770.7	594.6	746.5	893.1	934.0
증감률 (%)	12.5	(22.9)	25.5	19.6	4.6
EBITDA 이익률 (%)	14.5	13.2	16.4	17.9	17.3

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	2,962	1,491	2,790	3,543	4,479
EPS (지배순이익, 원)	1,796	585	1,110	1,416	1,636
BPS (자본총계, 원)	67,459	68,061	70,544	73,907	77,791
BPS (지배지분, 원)	34,445	34,964	35,767	37,003	38,044
DP (원)	450	205	650	750	750
PER (당기순이익, 배)	15.0	23.4	9.2	7.2	5.7
PER (지배순이익, 배)	24.7	59.6	23.0	18.0	15.6
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.5	0.4	0.3	0.3
PBR (지배지분, 배)	1.3	1.0	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	7.3	8.4	5.5	4.7	4.1
배당성향 (%)	23.3	34.9	50.6	46.1	40.3
배당수익률 (%)	1.0	0.6	2.5	2.9	2.9
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	14.5	13.2	16.4	17.9	17.3
영업이익률 (%)	6.7	6.0	8.1	9.7	11.0
순이익률 (%)	5.5	3.3	6.1	7.0	8.2
ROA (%)	3.7	1.9	3.6	4.3	5.2
ROE (지배순이익, %)	5.5	1.9	3.4	4.2	4.6
ROIC (%)	5.6	5.7	6.0	7.8	9.9
안정성					
부채비율 (%)	24.1	17.1	16.5	17.0	17.1
순차입금비율 (%)	(24.3)	(20.4)	(22.3)	(22.8)	(30.6)
현금비율 (%)	68.4	76.3	95.8	99.6	161.4
이자보상배율 (배)	24.9	18.6	29.6	38.4	46.1
활동성					
순운전자본회전율 (회)	29.7	23.3	13.9	14.4	14.3
재고자산회수기간 (일)	35.0	40.7	37.1	35.7	36.0
매출채권회수기간 (일)	21.2	24.9	24.3	23.4	23.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 04월 11일	매수	55,000	(13.6)	(7.1)
2022년 04월 29일	매수	64,000	(39.9)	(20.6)
2022년 09월 28일	매수	40,000	(24.8)	(5.4)
2023년 01월 11일	매수	50,000	(28.3)	(10.8)
2023년 07월 06일	매수	36,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 07월 04일 기준)

매수 (매수)	95.41%	Trading BUY (중립)	2.83%	중립 (중립)	1.77%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------