

아모레G (002790)

화장품



백은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	129,000원 (D)
현재주가 (7/26)	102,500원
상승여력	26%

시가총액	87,806억원
총발행주식수	88,901,950주
60일 평균 거래대금	120억원
60일 평균 거래량	98,298주
52주 고	158,500원
52주 저	102,500원
외인지분율	20.48%
주요주주	서경배 외 7 인 61.96%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(14.9)	(27.0)	(20.8)
상대	(12.6)	(21.1)	(15.8)
절대(달러환산)	(15.3)	(29.5)	(20.7)

2Q18 Review: 이니스프리 중심으로 회복

투자 의견 BUY, 목표주가 129,000원으로 10% 하향

아모레G에 대한 투자 의견 BUY 유지, 목표주가를 144,000원에서 129,000원으로 하향한다. 목표주가 하향의 근거는 아모레퍼시픽 및 주요 자회사인 이니스프리, 에뛰드의 실적을 하향 조정하였기 때문이다. 2018년, 2019년 EPS를 각각 14%, 15% 하향 하였다. 목표주가 129,000원은 주요 자회사 가치의 합을 통해 산출하였으며, 12MF EPS 3,431원에 Target PER 38배를 적용한 수준이다. 주요 자회사의 실적 부진을 우려하여 주가는 최근 한달 동안 15% 하락하였다. 추가적인 하락은 제한적일 것으로 판단하나, 주요 자회사의 실적 속도 회복이 가시화 되기 전까지는 주가 탄력성은 열위에 있을 것으로 예상된다.

2Q18 Review: 더딘 회복, 이니스프리 성장 전환

아모레G의 2분기 실적은 연결 매출 1조 5,537억원(+10% yoy), 영업이익 1,703억원(+31% yoy)을 기록하였으며, 주요 계열사가 성장 전환되어 수익성이 전년동기비 2%p 개선된 11%를 달성했다.

- ▶ 아모레퍼시픽의 매출과 영업이익은 전년동기비 각각 +12%, +44% 성장하였으며, 면세시장 성장(+59%) 대비 더딘 면세 채널의 성과(+29%)와 급여 체계 변화로 일회성 비용 100억원이 반영되어 예상대비 부진한 실적을 달성하였다.
- ▶ 이니스프리의 매출과 영업이익은 전년동기비 각각 +4%, +21% 증가하였고, 면세 및 온라인 채널의 매출 확대로 영업이익률이 17% 달성하며 전년동기비 3%p 개선되었다. 채널 별로 살펴보면 면세 채널과 온라인이 두 자리수 이상 성장했으며, 전문점 채널 또한 성장 전환되었다. 다만, 수출은 감소하였는데, 아모레퍼시픽 중국공장 생산 비중이 기존 50%에서 65%까지 확대된 영향이다. 이는 중국 현지의 빠른 트렌드 변화를 대응하기 위함으로 향후 로열티 유입 가능성이 존재한다.
- ▶ 에뛰드의 매출과 영업이익은 전년동기비 각각 2% 감소, 영업적자를 시현했다. 부진 점포 철수 등의 영향으로 매출이 부진했다.
- ▶ 에스브이 매출과 영업이익은 전년동기비 각각 9% 성장, 영업적자를 시현했는데, 밀레니얼 고객 수요가 이어지며 견조한 외형성장을 달성하였다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	15,537	10.0	-6.6	16,168	-3.9
영업이익	1,703	30.6	-38.8	2,127	-19.9
세전계속사업이익	1,742	23.1	-38.9	2,076	-16.1
지배순이익	494	8.3	-44.6	730	-32.3
영업이익률 (%)	11.0	+1.8 %pt	-5.7 %pt	13.2	-2.2 %pt
지배순이익률 (%)	3.2	0	-2.2 %pt	4.5	-1.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	66,976	60,291	65,070	74,698
영업이익	10,828	7,315	8,082	10,551
지배순이익	3,424	2,026	2,488	3,153
PER	35.6	54.8	34.6	27.2
PBR	4.7	3.9	2.7	2.5
EV/EBITDA	10.5	13.1	9.7	7.7
ROE	12.8	7.0	8.0	9.5

자료: 유안타증권

아모레 G 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F
연결 매출액	6,697.6	6,029.1	6,507.0	1,855.4	1,413.0	1,418.66	1,342.1	1,664.3	1,553.7	1,672.2	1,617.2
아모레퍼시픽	5,645.4	5,123.8	5,652.2	1,569.1	1,205.0	1,209.9	1,140.0	1,431.6	1,343.7	1,457.5	1,419.5
이니스프리	767.9	642.1	631.8	198.4	153.5	141.2	149.0	162.7	159.6	150.2	159.3
에뛰드	316.6	259.0	244.3	81.3	58.6	61.4	57.7	64.8	57.2	62.5	59.9
에스쁘아	37.9	43.2	43.6	12.5	9.8	10.2	10.7	12.4	10.7	10.4	10.1
아모스프로페셔널	79.2	83.3	87.5	25.7	20.7	20.4	16.5	25.9	21.6	22.1	17.8
에스트라	103.4	114.1	114.5	27.7	34.8	26.8	24.8	28.2	29.5	29.5	27.3
% YoY											
매출액	18%	-10%	8%	5%	-18%	-14%	-14%	-10%	10%	18%	21%
아모레퍼시픽	18%	-9%	10%	6%	-17%	-14%	-13%	-9%	12%	20%	25%
이니스프리	30%	-16%	-2%	6%	-28%	-20%	-22%	-18%	4%	6%	7%
에뛰드	23%	-18%	-6%	0%	-31%	-19%	-23%	-20%	-2%	2%	4%
에스쁘아	26%	14%	1%	47%	9%	10%	-4%	-1%	9%	2%	-6%
아모스프로페셔널	23%	5%	5%	18%	7%	0%	-6%	1%	4%	9%	8%
에스트라	12%	10%	0%	14%	6%	7%	17%	2%	-15%	10%	10%
매출총이익	5,056.7	4,414.9	4,794.7	1,408.4	1,015.5	1,016.07	974.9	1,233.9	1,147.6	1,206.0	1,207.1
판매관리비	3,973.9	3,683.5	3,986.4	1,029.9	885.1	883.72	884.7	955.8	977.3	1,024.4	1,029.0
영업이익	1,082.8	731.4	808.2	378.5	130.4	132.35	90.3	278.1	170.3	181.6	178.1
아모레퍼시픽	848.1	596.4	702.6	316.8	101.6	101.1	76.9	235.9	145.8	163.7	157.1
이니스프리	196.5	107.9	106.4	46.3	22.2	20.5	18.9	32.9	26.9	24.8	21.8
에뛰드	29.5	4.2	(13.3)	8.8	(0.5)	(0.7)	(3.4)	(1.5)	(6.1)	(7.0)	1.3
에스쁘아	(1.0)	(1.8)	(1.3)	0.5	(1.0)	(0.6)	(0.7)	0.0	(0.5)	(0.3)	(0.5)
아모스프로페셔널	16.1	17.6	18.3	7.3	4.4	4.6	1.3	7.6	4.3	5.0	1.4
에스트라	2.1	3.3	2.3	1.2	2.8	0.3	(1.0)	1.1	2.4	0.2	(1.4)
% YoY											
영업이익	19%	-32%	10%	-10%	-58%	-40%	-33%	-27%	31%	37%	97%
아모레퍼시픽	10%	-30%	18%	-6%	-58%	-40%	-25%	-26%	44%	62%	104%
이니스프리	56%	-45%	-1%	-11%	-65%	-45%	-58%	-29%	21%	21%	15%
에뛰드	1183%	-86%	적전	-28%	적전	적전	적지	적전	적지	적지	흑전
에스쁘아	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	na	적지	적지	적지
아모스프로페셔널	22%	9%	4%	24%	-8%	5%	30%	4%	-2%	9%	8%
에스트라	흑전	57%	-30%	140%	-7%	-25%	적지	-8%	-14%	-43%	적지
당기순이익	811.5	489.6	626.2	266.2	100.0	102.5	20.9	216.0	126.9	142.3	141.0
지배주주순이익	342.4	202.6	248.8	105.9	45.6	42.6	8.5	89.2	49.4	55.4	54.9
% Margin											
매출총이익률	76%	73%	74%	76%	72%	72%	73%	74%	74%	72%	75%
영업이익률	16%	12%	12%	20%	9%	9%	7%	17%	11%	11%	11%
아모레퍼시픽	15%	12%	12%	20%	8%	8%	7%	16%	11%	11%	11%
이니스프리	26%	17%	17%	23%	14%	15%	13%	20%	17%	17%	14%
에뛰드	9%	2%	-5%	11%	-1%	-1%	-6%	-2%	-11%	-11%	2%
에스쁘아	-3%	-4%	-3%	4%	-10%	-6%	-7%	0%	-5%	-3%	-5%
아모스프로페셔널	20%	21%	21%	28%	21%	23%	8%	29%	20%	23%	8%
에스트라	2%	3%	2%	4%	8%	1%	-4%	4%	8%	1%	-5%

자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 변동표					(단위: 십억원, %, %p)	
	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	6,653	7,714	6,507	7,470	-2%	-3%
영업이익	891	1,163	808	1,055	-9%	-9%
영업이익률	13%	15%	12%	14%	-1%p	-1%p
지배주주순이익	288	368	249	315	-14%	-14%
순이익률	4%	5%	4%	4%	-1%p	-1%p
EPS	3,459	4,436	2,960	3,767	-14%	-15%

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레 G SOTP Valuation							(단위: 십억원)
	가치	지분율	장부가	2018년 매출액	2018년 순이익	비고	
아모레퍼시픽(보통주+우선주) (A)	7,379						
아모레퍼시픽	7,210	35		5,652	526	아모레퍼시픽 지분율 반영, 20% 할인	
아모레퍼시픽(우)	169	14				시총에 지분율 적용, 20% 할인	
주요 계열사 가치(B)	2,071						
이니스프리 가치	1,741	82	16	632	85	2018년 순이익, PER 25배, 지분율	
아모스프로페셔널 가치	293	100	24	87	15	2018년 순이익, PER 20배, 지분율	
에스트라 가치	37	100	66	114	2	2018년 순이익, PER 20배, 지분율	
기타 계열사 가치(C)	194						
퍼시픽글라스	43		43		1	PBR 1배	
퍼시픽패키지	36		36		6	PBR 1배	
오설록농장(구. 장원)	42		42		1	PBR 1배	
코스비전	74		74		5	PBR 1배	
유형자산(D)	20					1Q18 별도기준	
순현금(E)	298					1Q18 별도기준	
소계(A)+(B)+(C)+(D)+(E)	9,963						
주식수(F, 천주)	76,908					자기주식수 감안	
주당 적정가 (A)+(B)+(C)+(D)+(E)/(F)	129,000						
12M Fwd Implied PER(X)	38						

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레 G (002790) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	66,976	60,291	65,070	74,698	84,362
매출원가	16,409	16,141	17,123	18,933	20,731
매출총이익	50,567	44,149	47,947	55,766	63,631
판매비	39,739	36,834	39,864	45,215	51,466
영업이익	10,828	7,315	8,082	10,551	12,165
EBITDA	13,038	9,998	10,452	12,658	14,037
영업외손익	55	-332	239	228	218
외환관련손익	-7	-292	-193	-193	-193
이자손익	238	209	221	210	199
관계기업관련손익	16	11	11	11	11
기타	-193	-261	200	200	200
법인세비용차감전순이익	10,883	6,983	8,321	10,780	12,383
법인세비용	2,767	2,088	2,055	2,695	3,096
계속사업순이익	8,115	4,895	6,266	8,085	9,287
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8,115	4,895	6,266	8,085	9,287
지배지분순이익	3,424	2,026	2,488	3,153	3,622
포괄순이익	7,925	4,813	6,183	8,002	9,204
지배지분포괄이익	3,328	2,024	2,600	3,365	3,871

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

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	29,426	25,260	32,595	40,441	48,980
현금및현금성자산	9,690	12,077	18,760	25,293	32,514
매출채권 및 기타채권	3,604	3,897	4,033	4,615	5,200
재고자산	4,782	4,576	4,939	5,669	6,403
비유동자산	41,458	48,092	45,723	43,616	41,744
유형자산	27,739	32,470	30,100	27,994	26,122
관계기업 등 지분관련자산	67	50	50	50	50
기타투자자산	400	480	480	480	480
자산총계	70,884	73,352	78,317	84,057	90,724
유동부채	13,211	11,708	12,054	12,450	12,847
매입채무 및 기타채무	6,373	5,883	5,944	6,057	6,169
단기차입금	2,057	1,781	2,065	2,349	2,633
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,004	2,324	2,778	3,233	3,687
장기차입금	0	429	883	1,338	1,792
사채	0	0	0	0	0
부채총계	15,215	14,033	14,832	15,683	16,533
지배지분	28,332	29,973	32,078	34,548	37,487
자본금	445	445	445	445	445
자본잉여금	6,956	6,956	6,956	6,956	6,956
이익잉여금	22,510	24,226	26,413	28,966	31,988
비지배지분	27,336	29,347	31,408	33,826	36,704
자본총계	55,669	59,320	63,485	68,374	74,191
순차입금	-16,004	-11,847	-17,792	-23,587	-30,070
총차입금	2,087	2,210	2,948	3,686	4,424

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	8,767	5,897	7,664	8,610	9,572
당기순이익	8,115	4,895	6,266	8,085	9,287
감가상각비	2,210	2,683	2,370	2,106	1,872
외환손익	-68	133	193	193	193
종속, 관계기업 관련손익	0	0	-11	-11	-11
자산부채의 증감	-2,126	-1,450	-1,597	-2,206	-2,212
기타현금흐름	636	-363	443	443	443
투자활동 현금흐름	-8,141	-2,435	-1,670	-433	284
투자자산	-1,353	1,668	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6,023	-8,466	-5,644	-3,763	-2,508
유형자산 감소	18	39	0	0	0
기타현금흐름	-782	4,324	3,974	3,329	2,792
재무활동 현금흐름	-989	-873	-340	-340	-340
단기차입금	1,088	284	284	284	284
사채 및 장기차입금	-738	4	454	454	454
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-997	-1,174	-1,091	-1,091	-1,091
기타현금흐름	-341	13	13	13	13
연결범위변동 등 기타	21	-203	1,029	-1,304	-2,295
현금의 증감	-341	2,386	6,683	6,533	7,221
기초 현금	10,032	9,690	12,077	18,760	25,293
기말 현금	9,690	12,077	18,760	25,293	32,514
NOPLAT	10,828	7,315	8,082	10,551	12,165
FCF	2,135	-2,105	1,215	4,051	6,276

자료: 유안타증권

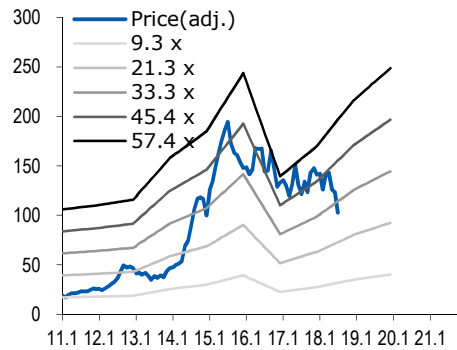
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,248	2,429	2,960	3,767	4,336
BPS	31,869	33,714	38,513	41,479	45,007
EBITDAPS	14,666	11,246	11,757	14,238	15,790
SPS	75,336	67,817	73,193	84,023	94,893
DPS	460	360	360	360	360
PER	35.6	54.8	34.6	27.2	23.6
PBR	4.7	3.9	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	10.5	13.1	9.7	7.7	6.7
PSR	2.0	2.0	1.4	1.2	1.1

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	18.3	-10.0	7.9	14.8	12.9
영업이익 증가율 (%)	18.5	-32.4	10.5	30.5	15.3
지배순이익 증가율 (%)	31.5	-40.8	22.8	26.8	14.9
매출총이익률 (%)	75.5	73.2	73.7	74.7	75.4
영업이익률 (%)	16.2	12.1	12.4	14.1	14.4
지배순이익률 (%)	5.1	3.4	3.8	4.2	4.3
EBITDA 마진 (%)	19.5	16.6	16.1	16.9	16.6
ROIC	24.3	13.4	15.0	20.2	23.8
ROA	5.2	2.8	3.3	3.9	4.1
ROE	12.8	7.0	8.0	9.5	10.1
부채비율 (%)	27.3	23.7	23.4	22.9	22.3
순차입금/자기자본 (%)	-56.5	-39.5	-55.5	-68.3	-80.2
영업이익/금융비용 (배)	240.7	155.3	128.6	134.3	129.0

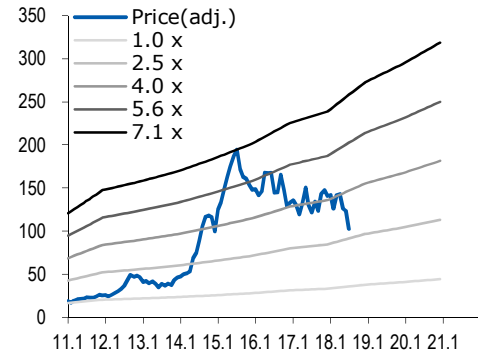
P/E band chart

(천원)



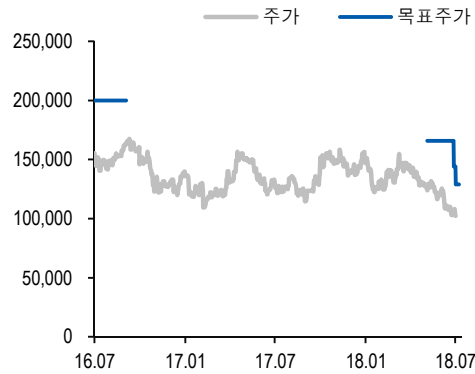
P/B band chart

(천원)



아모레 G (002790) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-07-27	BUY	129,000	1년		
2018-07-23	BUY	144,000	1년	-26.74	-25.00
2018-05-30	BUY	166,000	1년	-29.14	-20.78
	담당자 변경				
2017-02-02	1년 경과 이후		1년	-32.57	-20.75
2016-02-02	BUY	200,000	1년	-29.32	-12.75

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	2.2
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	12.8
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2018-07-25

※ 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: 박은정)
- 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.