

아모레G (002790)

화장품

박은정



02 3770 5597

eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (D)
목표주가	97,000원 (D)
현재주가 (10/4)	79,000원
상승여력	23%

시가총액	68,190억원
총발행주식수	88,901,950주
60일 평균 거래대금	112억원
60일 평균 거래량	115,673주
52주 고	158,500원
52주 저	79,000원
외인지분율	20.47%
주요주주	서경배 외 7 인 61.96%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(17.5)	(29.1)	(36.0)
상대	(16.0)	(29.4)	(32.7)
절대(달러환산)	(18.6)	(30.1)	(35.2)

새로움이 필요할 때

투자의견 Hold 하향, 목표주가 97,000원으로 23% 하향

아모레G에 대한 투자의견을 Hold 하향, 목표주가를 129,000원에서 97,000원으로 하향한다. 목표주가 하향의 근거는 주요 자회사의 내수 경쟁 강도가 심화되어, 점유율 하락 및 고정비 부담이 지속될 것으로 판단하기 때문이다. 목표주가 97,000원은 주요 자회사 가치의 합을 통해 산출하였으며, 12M EPS 2,812원에 Target P/E 34배를 적용한 수준이다. 실적 부진으로 2018년, 2019년 EPS를 각각 16%, 23% 하향하였다.

3Q18 Preview: 주요 자회사의 성과가 심상치 않다

3분기 실적은 연결 매출 1조 5,466억원(YoY+9%), 영업이익 1,424억원(YoY+8%)를 전망하며 컨센서스 영업이익 1,885억원 대비 25% 하회할 것으로 예상한다.

▶ 아모레퍼시픽의 매출과 영업이익은 전년동기비 각각 +11%, +32% 성장을 전망한다. 면세점 매출은 전년동기비 +27% 증가를 추정하며, 중국법인 매출은 전년동기비 +9% 성장을 예상한다. 기저효과 감안 시 아쉬운 성과이다. ▶ 이니스프리 매출은 전년동기비 +3% 성장하고 영업이익은 전년동기비 11% 감소할 것으로 보인다. 기저효과에도 불구하고 한자리수 매출 성장에 그칠 것으로 예상된다. 국내 로드샵은 성장 정체에 있으며, 면세점은 두자리수 성장이 예상되나, 면세시장에서의 점유율은 하락 추세이다. 중국에서의 빠른 트랜드 대응을 위해 현지생산 비중을 늘리고 있으며, 이로인해 당분간 수출부문의 역성장은 불가피하다. 방한 중국인이 본격화 되기 전까지는 고정비 부담이 이어질 것으로 판단된다. ▶ 에뛰드의 경우 이니스프리 보다 부진할 것으로 보인다. 매출은 전년동기비 -13% 감소하고, 적자가 지속될 것으로 예상한다. 로드샵은 두자리수 감소가 예상되며, 면세점 수요도 뜻밖의 것으로 전망된다.

새로움이 필요할 때

국내 중소형 브랜드기업은 대다수 원브랜드샵의 비즈니스 구조를 띤다. 우리나라뿐 아니라 전세계적으로 다양한 브랜드를 유통하는 멀티샵 중심으로 재편되고 있다. 이런 환경일수록 원브랜드샵의 채널은 멀티샵 대비 매력도가 떨어질 수밖에 없다. 이는 국내 대다수 원브랜드샵에 부담이며 멀티 브랜드 채널의 확대로 인디브랜드, 해외브랜드 등을 유통하는 채널이 헤게머니를 가져갈 것이다. 2019년 한국에 세포라가 입점 될 것으로 알려져 있다. 멀티샵의 경쟁강도가 보다 심화될 것으로 보이며, 원브랜드샵 기반의 주요 자회사는 신규 수요를 창출할 수 있는 새로운 시급한 때이다.

Quarterly earning forecasts

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	15,466	9.0	-0.5	16,282	-5.0
영업이익	1,424	7.6	-16.4	1,885	-24.5
세전계속사업이익	1,481	5.5	-15.0	1,882	-21.3
지배순이익	438	2.8	-11.3	592	-26.0
영업이익률 (%)	9.2	-0.1 %pt	-1.8 %pt	11.6	-2.4 %pt
지배순이익률 (%)	2.8	-0.2 %pt	-0.4 %pt	3.6	-0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	66,976	60,291	62,633	70,511
영업이익	10,828	7,315	6,795	8,158
지배순이익	3,424	2,026	2,103	2,453
PER	35.6	54.8	31.7	27.1
PBR	4.4	3.7	2.1	2.0
EV/EBITDA	10.5	13.1	8.9	7.7
ROE	12.8	7.0	6.8	7.5

자료: 유안타증권

아모레 G 연결 실적추이 및 전망											(단위: 십억원, %)	
	2017	2018F	2019F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	
연결 매출액	6,029.1	6,263.3	7,051.1	1,855.4	1,413.0	1418.66	1,342.1	1,664.3	1,553.7	1,546.6	1,499.1	
아모레퍼시픽	5,123.8	5,414.8	6,152.3	1,569.1	1,205.0	1,209.9	1,140.0	1,431.6	1,343.7	1,340.7	1,298.8	
이니스프리	642.1	618.5	656.3	198.4	153.5	141.2	149.0	162.7	159.6	145.6	150.6	
에뛰드	259.0	229.7	239.8	81.3	58.6	61.4	57.7	64.8	57.2	53.3	54.3	
에스쁘아	43.2	46.2	65.9	12.5	9.8	10.2	10.7	12.4	10.7	11.0	12.1	
아모스프로페셔널	83.3	87.5	95.0	25.7	20.7	20.4	16.5	25.9	21.6	22.1	17.8	
에스트라	114.1	115.2	127.8	27.7	34.8	26.8	24.8	28.2	29.5	28.9	28.5	
% YoY	매출액	-10%	4%	13%	5%	-18%	-14%	-14%	-10%	10%	9%	12%
	아모레퍼시픽	-9%	6%	14%	6%	-17%	-14%	-13%	-9%	12%	11%	14%
	이니스프리	-16%	-4%	6%	6%	-28%	-20%	-22%	-18%	4%	3%	1%
	에뛰드	-18%	-11%	4%	0%	-31%	-19%	-23%	-20%	-2%	-13%	-6%
	에스쁘아	14%	7%	43%	47%	9%	10%	-4%	-1%	9%	8%	14%
	아모스프로페셔널	5%	5%	9%	18%	7%	0%	-6%	1%	4%	9%	8%
	에스트라	10%	1%	11%	14%	6%	7%	17%	2%	-15%	8%	15%
매출총이익	4,414.9	4,631.4	5,325.8	1,408.4	1,015.5	1016.07	974.9	1,233.9	1,147.6	1,130.9	1,119.0	
판매관리비	3,683.4	3,951.9	4,510.0	1,029.9	885.1	883.72	884.7	955.8	977.3	988.6	1,030.2	
영업이익	731.5	679.5	815.8	378.5	130.4	132.35	90.3	278.1	170.3	142.4	88.7	
아모레퍼시픽	596.4	596.8	753.1	316.8	101.6	101.1	76.9	235.9	145.8	124.8	90.3	
이니스프리	107.9	95.6	105.3	46.3	22.2	20.5	18.9	32.9	26.9	18.2	17.6	
에뛰드	4.2	(20.5)	(19.6)	8.8	(0.5)	(0.7)	(3.4)	(1.5)	(6.1)	(7.0)	(5.9)	
에스쁘아	(1.8)	(1.4)	0.9	0.5	(1.0)	(0.6)	(0.7)	0.0	(0.5)	(0.3)	(0.6)	
아모스프로페셔널	17.6	18.3	20.4	7.3	4.4	4.6	1.3	7.6	4.3	5.0	1.4	
에스트라	3.3	0.9	1.1	1.2	2.8	0.3	(1.0)	1.1	2.4	(1.1)	(1.4)	
% YoY	영업이익	-32%	-7%	20%	-10%	-58%	-40%	-33%	-27%	31%	8%	-2%
	아모레퍼시픽	-30%	0%	26%	-6%	-58%	-40%	-25%	-26%	44%	24%	17%
	이니스프리	-45%	-11%	10%	-11%	-65%	-45%	-58%	-29%	21%	-11%	-7%
	에뛰드	-86%	적전	적지	-28%	적전	적전	적지	적전	적지	적지	적지
	에스쁘아	적지	적지	흑전	흑전	적전	적지	적지	na	적지	적지	적지
	아모스프로페셔널	9%	4%	12%	24%	-8%	5%	30%	4%	-2%	9%	8%
	에스트라	57%	-72%	19%	140%	-7%	-25%	적지	-8%	-14%	적전	적지
당기순이익	489.6	528.4	629.0	266.2	100.0	102.5	20.9	216.0	126.9	112.5	73.0	
지배주주순이익	202.6	210.8	244.9	105.9	45.6	42.6	8.5	89.2	49.4	43.8	28.4	
% Margin	매출총이익률	73%	74%	76%	76%	72%	72%	73%	74%	74%	73%	75%
	영업이익률	12%	11%	12%	20%	9%	9%	7%	17%	11%	9%	6%
	아모레퍼시픽	12%	11%	12%	20%	8%	8%	7%	16%	11%	9%	7%
	이니스프리	17%	15%	16%	23%	14%	15%	13%	20%	17%	13%	12%
	에뛰드	2%	-9%	-8%	11%	-1%	-1%	-6%	-2%	-11%	-13%	-11%
	에스쁘아	-4%	-3%	1%	4%	-10%	-6%	-7%	0%	-5%	-3%	-5%
	아모스프로페셔널	21%	21%	21%	28%	21%	23%	8%	29%	20%	23%	8%
	에스트라	3%	1%	1%	4%	8%	1%	-4%	4%	8%	-4%	-5%

자료: 유안타증권 리서치센터

연간 실적 변동표			(단위: 십억원, %, %p)			
	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	6,507	7,470	6,263	7,051	-4%	-6%
영업이익	808	1,055	680	816	-16%	-23%
영업이익률	12%	14%	11%	12%	-2%p	-3%p
지배주주순이익	249	315	210	245	-16%	-22%
순이익률	4%	4%	3%	3%	0%p	-1%p
EPS	2,960	3,767	2,494	2,918	-16%	-23%

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레 G SOTP Valuation							(단위: 십억원, 원, %)
	가치	지분율	장부가	2018년 매출액	2018년 순이익	비고	
아모레퍼시픽(보통주+우선주) (A)	5,445						
아모레퍼시픽	5,287	35		5,415	444	아모레퍼시픽 지분율 반영, 20% 할인	
아모레퍼시픽(우)	157	14				시가총액에 지분율 적용, 20% 할인	
주요 계열사 가치(B)	1,560						
이니스프리 가치	1,252	82	16	619	76	2018년 순이익, PER 25배, 지분율	
아모스프로페셔널 가치	293	100	24	87	15	2018년 순이익, PER 20배, 지분율	
에스트라 가치	15	100	66	115	1	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					2Q18 별도기준	
순현금(E)	313					2Q18 별도기준	
소계(A)+(B)+(C)+(D)+(E)	7,531						
주식수(F, 천주)	76,908					자기주식수 감안	
주당 적정가 (A)+(B)+(C)+(D)+(E)/(F)	97,000						
12M Fwd Implied PER(X)	34						

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	62,633	70,511	78,493
매출원가	16,409	16,141	16,319	17,253	18,330
매출총이익	50,567	44,149	46,314	53,258	60,164
판관비	39,739	36,834	39,519	45,100	50,959
영업이익	10,828	7,315	6,795	8,158	9,204
EBITDA	13,038	9,998	9,165	10,265	11,077
영업외순익	55	-332	239	228	218
외환관련순익	-7	-292	-193	-193	-193
이자순익	238	209	221	210	199
관계기업관련순익	16	11	11	11	11
기타	-193	-261	200	200	200
법인세비용차감전순이익	10,883	6,983	7,035	8,387	9,422
법인세비용	2,767	2,088	1,738	2,097	2,356
계속사업순이익	8,115	4,895	5,297	6,290	7,067
증단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8,115	4,895	5,297	6,290	7,067
지배지분순이익	3,424	2,026	2,103	2,453	2,756
포괄순이익	7,925	4,813	5,214	6,207	6,984
지배지분포괄이익	3,328	2,024	2,193	2,610	2,937

주: 영업이익의 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	29,426	25,260	31,783	38,189	44,970
현금및현금성자산	9,690	12,077	18,281	23,612	29,304
매출채권 및 기타채권	3,604	3,897	3,886	4,362	4,845
재고자산	4,782	4,576	4,754	5,351	5,957
비유동자산	41,458	48,092	45,723	43,616	41,744
유형자산	27,739	32,470	30,100	27,994	26,122
관계기업등 지분관련자산	67	50	50	50	50
기타투자자산	400	480	480	480	480
자산총계	70,884	73,352	77,506	81,806	86,714
유동부채	13,211	11,708	12,004	12,346	12,697
매입채무 및 기타채무	6,373	5,883	5,894	5,953	6,020
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	14,782	15,578	16,384
지배지분	28,332	29,973	31,693	33,463	35,536
자본금	445	445	445	445	445
자본잉여금	6,956	6,956	6,956	6,956	6,956
이익잉여금	22,510	24,226	26,029	27,881	30,037
비지배지분	27,336	29,347	31,031	32,764	34,794
자본총계	55,669	59,320	62,724	66,227	70,330
순차입금	-16,004	-11,847	-17,313	-21,906	-26,860
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	6,977	6,999	7,536
당기순이익	8,115	4,895	5,297	6,290	7,067
감가상각비	2,210	2,683	2,370	2,106	1,872
외환순이익	-68	133	193	193	193
증속,관계기업관련순이익	0	0	-11	-11	-11
자산부채의 증감	-2,126	-1,450	-1,314	-2,022	-2,027
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
자본금	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	1,237	-894	-1,788
현금의 증감	-341	2,386	6,204	5,332	5,692
기초 현금	10,032	9,690	12,077	18,281	23,612
기말 현금	9,690	12,077	18,281	23,612	29,304
NOPLAT	10,828	7,315	6,795	8,158	9,204
FCF	2,135	-2,105	528	2,440	4,240

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

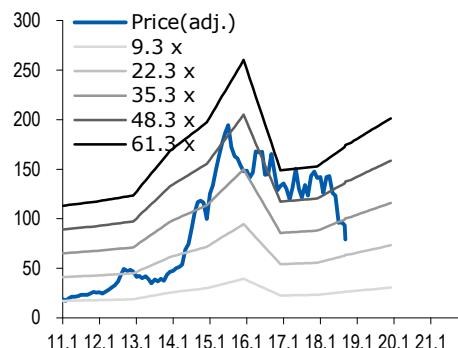
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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	2,494	2,918	3,286
BPS	34,017	35,986	38,051	40,177	42,665
EBITDAPS	14,666	11,246	10,309	11,546	12,459
SPS	75,336	67,817	70,452	79,313	88,292
DPS	460	360	360	360	360
PER	35.6	54.8	31.7	27.1	24.0
PBR	4.4	3.7	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	10.5	13.1	8.9	7.7	6.9
PSR	2.0	2.0	1.1	1.0	0.9
재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	18.3	-10.0	3.9	12.6	11.3
영업이익 증가율 (%)	18.5	-32.4	-7.1	20.1	12.8
지배순이익 증가율 (%)	31.5	-40.8	3.8	16.7	12.3
매출총이익률 (%)	75.5	73.2	73.9	75.5	76.6
영업이익률 (%)	16.2	12.1	10.8	11.6	11.7
지배순이익률 (%)	5.1	3.4	3.4	3.5	3.5
EBITDA 마진 (%)	19.5	16.6	14.6	14.6	14.1
ROIC	24.3	13.4	12.7	15.8	18.3
ROA	5.2	2.8	2.8	3.1	3.3
ROE	12.8	7.0	6.8	7.5	8.0
부채비율 (%)	27.3	23.7	23.6	23.5	23.3
순차입금/자기자본 (%)	-56.5	-39.5	-54.6	-65.5	-75.6
영업이익/금융비용 (배)	240.7	155.3	108.2	103.8	97.6

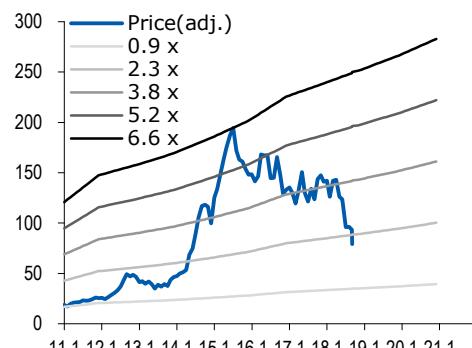
P/E band chart

(천원)



P/B band chart

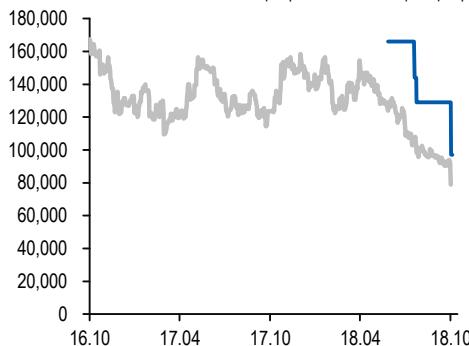
(천원)



아모레 G (002790) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)

주가 목표주가



자료: 유안타증권

주: 괴리율 = $(\text{실제주가}^* - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2018-10-05	HOLD	97,000	1년			
2018-07-27	BUY	129,000	1년	-25.75	-20.54	
2018-07-23	BUY	144,000	1년	-26.74	-25.00	
2018-05-30	BUY	166,000	1년	-29.14	-20.78	
담당자 변경 1년 경과 이후						
2017-02-02				1년	-32.57	-20.75
2016-02-02	BUY	200,000	1년	-29.32	-12.75	

주: 기준일 2018-10-03

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	86.9
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 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 기준 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 투자 의사결정은 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.