

아모레G(002790)

중립(유지)

3Q18 Preview: 우려는 대부분 현실화

더딘 회복, 중저가 브랜드 부진 지속

3분기 매출액은 전년대비 10% 증가한 1,56조원, 영업이익은 23% 증가한 1,625억원(영업이익률 10.4%, +1.1%p YoY)으로, 기저 효과에 힘입은 실적 개선이 예상되나 하향된 컨센서스를 11% 하회할 전망이다. 아모레퍼시픽과 이니스프리 실적은 완만한 개선이 예상된다. 아모레퍼시픽 매출액과 영업이익은 각각 1.34조원(+11% YoY)과 1,320억원(+30% YoY, 영업이익률 9.8%)으로, 이니스프리는 1,510억원(+7% YoY)과 264억원(+29% YoY, 영업이익률 17.5%)으로 예상된다. 한편, 에뛰드는 매출 감소와 영업 손실이 불가피할 것이다. 메이크업 전문 브랜드 에스쁘아, 헤어케어 브랜드인 아모스프로페셔널, 피부과 화장품 에스트라 매출액은 전년보다 증가할 전망이나 이익 기여는 미미할 것이다.

국내 중저가 브랜드 시장 구조적 경쟁 심화, 글로벌화가 필요한 시점

핵심 자회사인 아모레퍼시픽의 내수 부진이 지속되면서 중국 매출 증가율이 둔화되고 있다. 이에 국내 이니스프리와 에뛰드 등 중저가 브랜드들은 다양한 제품 구색을 갖춘 H&B 스토어의 부상, 온라인·모바일 채널을 활용하는 신생 브랜드 등장, 유통업체들의 화장품 강화 등 경쟁 심화 영향권이다. 향후 경쟁 심화를 극복할 정도의 강한 중국인 관광객 회복, 또는 이니스프리 중국을 비롯한 미주 등 글로벌 확장 전략이 관건이다. 경쟁 심화에도 이니스프리는 '더페이스샵' 등 여타 원브랜드샵 부진에 비해서는 차별화되는 실적과 높은 수익성은 고무적이다. 해외 사업에 대해 수출 매출을 인식하거나 로열티를 수취하는 구조로 향후 중국 사업 회복과 미주 등 해외 사업 본격 성장시 국내 이니스프리의 재조명이 가능할 것이다.

밸류에이션 부담 완화, 캐털리스트 모색 과정

아모레퍼시픽 성장성 둔화와 중저가 브랜드 경쟁 심화에 근거, '중립' 의견을 유지한다. 지속적인 주가 하락으로 40배를 상회했던 밸류에이션 2019년 PER 22배까지 하락, 밸류에이션 부담이 크게 완화되었다. 향후 아모레퍼시픽 회복, 이니스프리의 글로벌 사업 전개, 중국인 관광객 회복에 따른 중저가 브랜드 회복 등의 캐털리스트를 모색하는 시기가 예상된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	6,698	1,083	342	4,240	31.7	1,304	31.4	9.4	4.0	12.8	0.3
2017A	6,029	731	203	2,432	(42.6)	1,000	58.0	13.6	4.0	7.0	0.3
2018F	6,339	744	229	2,756	13.3	1,083	27.8	7.7	2.0	7.4	0.5
2019F	6,911	899	284	3,418	24.0	1,241	22.4	6.7	1.9	8.5	0.6
2020F	7,602	1,055	346	4,177	22.2	1,401	18.3	5.9	1.7	9.6	0.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

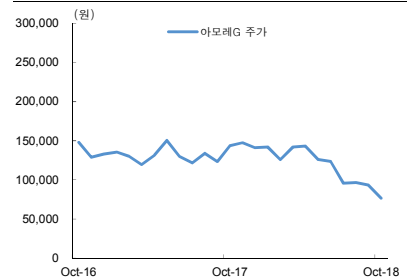
Stock Data

KOSPI(10/10)	2,229
주가(10/10)	76,500
시가총액(십억원)	6,308
발행주식수(백만)	82
52주 최고/최저가(원)	158,500/76,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	11,737
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.3/20.6
주요주주(%)	서경배 외 7 인 62.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(18.1)	(47.8)	(38.6)
KOSPI 대비(%p)	(15.5)	(38.7)	(30.1)

주가추이



자료: WISEfn

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 1〉 3Q18 preview: 영업이익 부진 지속

(단위: 십억원, %)

	3Q18F	% YoY	% QoQ	Consensus	%diff
매출액	1,558	9.8	0.3	1,622	(4.0)
영업이익	163	22.9	(4.5)	184	(11.6)
세전이익	175	24.8	0.6	196	(10.4)
지배주주순이익	51	19.2	2.9	58	(12.6)

자료: 한국투자증권

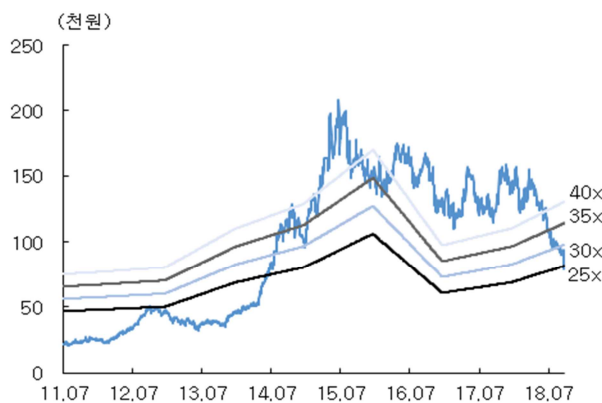
〈표 2〉 실적 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2017				2018F				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,855	1,413	1,419	1,342	1,664	1,554	1,558	1,563	6,698	6,018	6,339	6,911	7,602
아모레퍼시픽	1,569	1,205	1,210	1,140	1,432	1,344	1,339	1,367	5,645	5,124	5,481	6,021	6,680
이니스프리	198	154	141	149	163	160	151	161	768	642	635	663	691
에뛰드	81	59	61	58	65	57	69	44	317	259	235	252	273
에스쁘아	13	10	10	11	12	11	13	16	38	43	52	62	75
아모스프로페셔널	26	21	20	17	26	22	23	21	79	83	92	103	115
에스트라	28	35	27	25	28	30	29	24	103	114	111	122	134
영업이익	379	130	132	90	278	170	163	133	1,083	714	744	899	1,055
아모레퍼시픽	317	102	101	77	236	146	132	103	848	596	617	736	860
이니스프리	46	22	21	19	33	27	26	34	197	108	121	146	173
에뛰드	9	(1)	(1)	(3)	(2)	(6)	(1)	(0)	30	4	(9)	(3)	3
에스쁘아	1	(1)	(1)	(1)	0	(1)	0	1	(1)	(2)	0	0	1
아모스프로페셔널	7	4	5	1	8	4	5	3	16	18	20	23	26
에스테라	1	3	0	(1)	1	2	0	(2)	2	2	2	2	1
영업이익률	20.4	9.2	9.3	6.7	16.7	11.0	10.4	8.5	16.2	11.9	11.7	13.0	13.9
아모레퍼시픽	20.2	8.4	8.4	6.7	16.5	10.8	9.8	7.5	15.0	11.6	11.2	12.2	12.9
이니스프리	23.3	14.5	14.5	12.7	20.2	16.9	17.5	21.3	25.6	16.8	19.0	22.0	25.0
에뛰드	10.8	(0.9)	(1.1)	(5.9)	(2.3)	(10.7)	(2.0)	(1.0)	9.3	1.6	(4.0)	(1.0)	1.0
Espoir	4.0	(10.2)	(5.9)	(6.5)	0.0	(4.7)	0.0	3.1	(2.6)	(4.2)	0.0	0.0	1.3
아모스프로페셔널	28.4	21.3	22.5	7.9	29.3	19.9	20.0	15.5	20.3	21.1	21.6	22.2	22.9
에스트라	4.3	8.0	1.1	(4.0)	3.9	8.1	2.0	(8.5)	2.0	1.8	1.6	1.6	0.6
매출액 증감	5.5	(17.8)	(14.2)	(14.2)	(10.3)	10.0	9.8	16.5	18.3	(10.1)	5.3	9.0	10.0
아모레퍼시픽	5.6	(16.5)	(13.6)	(13.4)	(8.8)	11.5	10.7	19.9	18.4	(9.2)	7.0	9.9	10.9
이니스프리	6.3	(28.1)	(20.2)	(21.9)	(18.0)	4.0	7.0	8.4	29.7	(16.4)	(1.1)	4.4	4.4
에뛰드	(0.1)	(30.7)	(18.9)	(23.1)	(20.3)	(2.4)	13.0	(24.1)	22.8	(18.2)	(9.2)	7.2	8.4
Espoir	47.1	8.9	9.7	(3.6)	(0.8)	9.2	25.0	50.8	26.3	14.0	20.3	20.0	20.0
아모스프로페셔널	17.9	6.7	(0.5)	(5.7)	0.8	4.3	15.0	25.9	22.6	5.2	10.1	12.0	12.0
에스트라	14.0	5.8	7.2	17.0	1.8	(15.2)	7.0	(1.6)	12.4	10.3	(2.9)	10.0	10.0

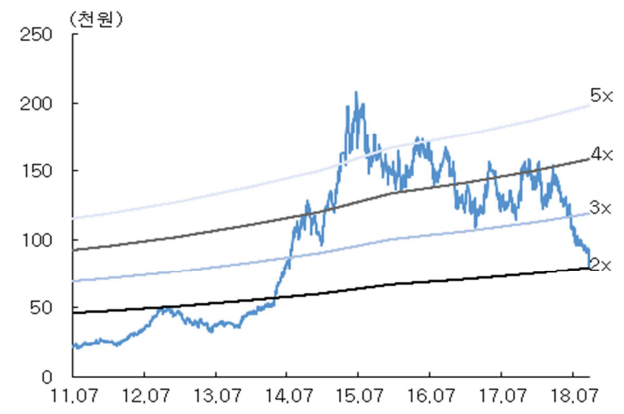
자료: 아모레퍼시픽그룹, 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

2006년 인적 분할을 통해 화장품, 생활용품, 식품 등의 제조 판매를 아모레퍼시픽으로 이전하였음. 현재 아모레퍼시픽, 이니스프리 등 10개 자회사를 보유한 지주회사임.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,943	2,526	2,743	3,405	4,050
현금성자산	969	1,208	1,395	1,935	2,432
매출채권및기타채권	360	390	410	447	491
재고자산	478	458	444	484	532
비유동자산	4,146	4,809	4,913	5,043	5,241
투자자산	47	53	56	61	67
유형자산	2,774	3,247	3,271	3,294	3,318
무형자산	749	761	800	829	912
자산총계	7,088	7,335	7,656	8,448	9,291
유동부채	1,321	1,171	895	972	977
매입채무및기타채무	637	588	619	674	742
단기차입금및단기사채	206	178	178	178	178
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	200	232	285	346	411
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	3	43	86	129	172
부채총계	1,522	1,403	1,181	1,318	1,388
지배주주지분	2,833	2,997	3,198	3,443	3,748
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	696	696	696
기타자본	(146)	(146)	(140)	(140)	(140)
이익잉여금	2,251	2,423	2,617	2,862	3,167
비지배주주지분	2,734	2,935	3,278	3,686	4,155
자본총계	5,567	5,932	6,476	7,129	7,903

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	877	590	953	1,406	1,497
당기순이익	812	490	572	692	815
유형자산감가상각비	221	268	339	342	345
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(213)	(145)	(301)	(37)	(133)
기타	57	(23)	343	409	470
투자활동현금흐름	(814)	(244)	(438)	(462)	(533)
유형자산투자	(602)	(847)	(367)	(370)	(373)
유형자산매각	2	4	4	4	4
투자자산순증	(302)	630	(3)	(5)	(6)
무형자산순증	(46)	(46)	(39)	(30)	(83)
기타	134	15	(33)	(61)	(75)
재무활동현금흐름	(99)	(87)	(328)	(404)	(467)
자본의증가	2	1	0	0	0
차입금의순증	35	29	43	43	43
배당금지급	(100)	(117)	(30)	(34)	(38)
기타	(36)	0	(341)	(413)	(472)
기타현금흐름	2	(20)	0	0	0
현금의증가	(34)	239	187	540	498

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,698	6,029	6,339	6,911	7,602
매출원가	1,641	1,614	1,572	1,783	2,037
매출총이익	5,057	4,415	4,767	5,128	5,564
판매관리비	3,974	3,683	4,023	4,229	4,509
영업이익	1,083	731	744	899	1,055
금융수익	29	26	24	30	39
이자수익	28	26	24	30	39
금융비용	7	5	5	6	7
이자비용	4	5	5	6	7
기타영업외손익	(18)	(55)	0	0	0
관계기업관련손익	2	1	0	0	0
세전계속사업이익	1,088	698	762	923	1,087
법인세비용	277	209	191	231	272
연결당기순이익	812	490	572	692	815
지배주주지분순이익	342	203	229	284	346
기타포괄이익	(19)	(8)	0	0	0
총포괄이익	792	481	572	692	815
지배주주지분포괄이익	333	202	229	284	346
EBITDA	1,304	1,000	1,083	1,241	1,401

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,240	2,432	2,756	3,418	4,177
BPS	33,440	35,285	37,545	40,303	43,733
DPS	460	360	410	460	500
성장성(%, YoY)					
매출증가율	18.3	(10.0)	5.1	9.0	10.0
영업이익증가율	18.5	(32.4)	1.7	20.9	17.4
순이익증가율	31.5	(40.8)	12.9	24.0	22.1
EPS증가율	31.7	(42.6)	13.3	24.0	22.2
EBITDA증가율	18.3	(23.3)	8.3	14.6	12.9
수익성(%)					
영업이익률	16.2	12.1	11.7	13.0	13.9
순이익률	5.1	3.4	3.6	4.1	4.6
EBITDA Margin	19.5	16.6	17.1	18.0	18.4
ROA	12.3	6.8	7.6	8.6	9.2
ROE	12.8	7.0	7.4	8.5	9.6
배당수익률	0.3	0.3	0.5	0.6	0.7
배당성향	11.2	14.8	15.0	13.6	12.0
안정성					
순차입금(십억원)	(1,600)	(1,183)	(1,339)	(1,855)	(2,332)
차입금/자본총계비율(%)	3.7	3.8	4.1	4.3	4.4
Valuation(X)					
PER	31.4	58.0	27.8	22.4	18.3
PBR	4.0	4.0	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	9.4	13.6	7.7	6.7	5.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
아모레G(002790)	2016.10.05	매수	200,000원	-21.5	-17.8
	2016.11.01	매수	180,000원	-26.3	-13.1
	2017.02.03	매수	157,000원	-16.2	-0.3
	2017.07.05	중립	-	-	-
	2018.07.05	1년경과	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 10월 10일 현재 아모레G 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018.9.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0.0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.