

2018. 10. 30



▲ 유통/화장품

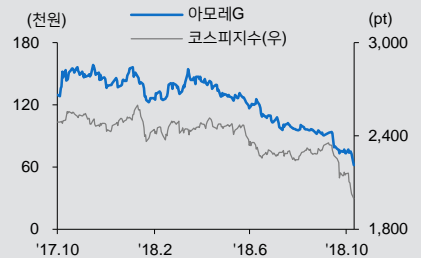
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월)	75,000 원
현재주가 (10.29)	61,900 원
상승여력	21.2%
KOSPI	1,996.05pt
시가총액	51,042억원
발행주식수	8,246만주
유통주식비율	31.31%
외국인비중	21.49%
52주 최고/최저가	158,500원/61,900원
평균거래대금	127.6억원
주요주주(%)	
서경배 외 7 인	61.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-33.7	-55.5	-57.7
상대주가	-22.1	-44.4	-47.2

주가그래프



아모레G 002790

채널 환경 변화에 무너지다

- ✓ 3Q 매출액 1조 4,626억원 (+3.1% YoY), 영업이익 847억원 (-36.0% YoY) 기록
- ✓ 아모레퍼시픽 뿐만 아니라 이니스프리, 에뛰드하우스, 아모스프로페셔널 모두 부진
- ✓ 브랜드샵의 위기 1) 중심상권 가맹점주 이탈 2) 온라인과의 상충 3) 수출 비중 하락
- ✓ 당분간 실적 부진 지속될 전망, 중장기 M&A 및 신사업 확대 가능성 잠재
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 75,000원으로 하향

3Q 실적 시장 컨센서스 대비 큰 폭으로 하회

아모레G의 연결기준 3분기 실적은 매출액 1조 4,626억원 (+3.1% YoY), 영업이익 847억원 (-36.0% YoY)를 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1조 5,625억원, 영업이익 1,669억원) 대비 대폭 하회했다. 상장 자회사인 아모레퍼시픽의 부진도 컸지만 이니스프리와 에뛰드하우스, 아모스프로페셔널, 에스트라 등 비상장 자회사도 모두 외형 성장과 수익성이 큰 폭으로 하락했다.

브랜드샵, 채널 환경 변화에 무너지다

이니스프리와 에뛰드하우스 등 브랜드샵의 부진은 빠르게 달라진 화장품 유통 환경 때문이다. 높은 임차료 부담으로 중심상권의 가맹점주들의 이탈이 시작되었으며 온라인 채널과 오프라인 매장의 상충 또한 이슈가 되고 있다. 수출 또한 해외 현지 생산 비중이 높아지면서 기여도가 낮아질 것으로 판단한다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 75,000 원으로 하향

아모레G에 대해 투자의견 Trading Buy를 유지하고 적정주가를 130,000원에서 75,000원으로 하향한다. 적정주가는 상장 자회사 및 비상장 자회사의 영업가치에 자산가치의 합으로 산출하였다. 이니스프리와 에뛰드하우스 등의 순이익 추정치를 -35% 하향하고 목표 PER 또한 35배 (아시아 소비재 평균)에서 27배 (글로벌 화장품 평균)으로 하향 적용했다. 당분간 실적 부진이 불가피할 전망이며 중장기 연결 기준 순현금 1조 4천억원 (개별기준 3,126억원)을 활용한 M&A 및 신사업 확대 가능성이 잠재한다고 판단하여 투자의견 Trading Buy를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	6,697.6	1,082.8	342.4	4,248	20.4	31,869	31.3	4.2	9.6	12.8	27.3
2017	6,029.1	731.5	202.6	2,429	-41.6	33,714	58.1	4.2	13.8	7.0	23.7
2018E	6,038.5	585.7	168.6	2,014	-11.6	35,240	30.7	1.8	7.8	5.5	22.0
2019E	6,462.4	612.4	191.6	2,290	5.2	36,987	27.0	1.7	7.4	6.0	21.4
2020E	6,850.1	671.3	214.7	2,566	9.4	38,953	24.1	1.6	6.8	6.4	20.6

(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,462.6	1,418.7	3.1	1,553.7	-5.9	1,512.2	-3.3	1,562.5	-6.4
영업이익	84.7	132.4	-36.0	170.3	-50.3	173.0	-51.0	166.9	-49.3
지배주주순이익	20.9	42.6	-50.9	49.4	-57.7	53.8	-61.2	49.4	-57.7
영업이익률 (%)	5.8			11.0		11.4		10.7	-4.9%p
지배주주순이익률 (%)	1.4			3.2		3.6		3.2	-1.7%p

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	6,121.0	6,799.0	6,038.5	6,462.4	-1.3	-5.0
영업이익	782.1	881.6	585.7	612.4	-25.1	-30.5
지배주주순이익	241.8	273.7	168.6	191.6	-30.3	-30.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	(A)	(B)	(C)	비고
아모레퍼시픽	180,000	20,695,860	3,725.3	적정주가 180,000원 * 주식수
상장사 가치			2,607.7	30% 할인
이니스프리	60.4	27	1,630.8	2019년 예상 순이익 * 목표 PER 27배
에뛰드하우스	-12.8	27	0.0	2019년 예상 순이익 * 목표 PER 27배
아모스프로페셔널	12.4	27	334.8	2019년 예상 순이익 * 목표 PER 27배
에스트라 (태평양제약)	3.6	27	97.2	2019년 예상 순이익 * 목표 PER 27배
퍼시픽글라스			42.6	
퍼시픽패키지			35.9	
장원 (오설록농장)			42.2	
코스비전			53.6	
기타			21.8	
비상장사 가치			2,258.9	
자회사 가치 합			4,866.6	
유형자산 가치			416.0	투자부동산
순현금			312.6	2018년 2분기 개별기준
NAV (십억원)			5,595.2	
주식수 (백만주)			7.4	자사주 제외
적정주가 (원)			75,611	
메리츠증권 적정주가			75,000	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 아모레G 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	6,029.2	1,664.3	1,553.7	1,462.6	1,358.0	6,038.5	1,772.7	1,638.8	1,566.2	1,484.9	6,462.4
증가율 (% YoY)	-10.0	-10.3	10.0	3.1	1.2	0.2	6.5	5.5	7.1	9.3	7.0
매출원가	1,614.2	430.4	406.1	391.1	346.3	1,573.9	443.2	416.2	407.2	378.7	1,645.3
증가율 (% YoY)	-1.6	-3.7	2.2	-2.9	-5.7	-2.5	3.0	2.5	4.1	9.3	4.5
매출원가율 (%)	26.8	25.9	26.1	26.7	25.5	26.1	25.0	25.4	26.0	25.5	25.5
매출총이익	4,414.9	1,233.9	1,147.6	1,071.6	1,011.7	4,464.8	1,329.5	1,222.5	1,159.0	1,106.3	4,817.3
증가율 (% YoY)	-12.7	-12.4	13.0	5.5	3.8	1.1	7.7	6.5	8.2	9.3	7.9
매출총이익률 (%)	73.2	74.1	73.9	73.3	74.5	73.9	75.0	74.6	74.0	74.5	74.5
판매비	3,683.4	955.8	977.3	986.9	959.0	3,879.0	1,043.3	1,056.2	1,067.5	1,037.8	4,204.9
증가율 (% YoY)	-7.3	-7.2	10.4	11.7	8.4	5.3	9.2	8.1	8.2	8.2	8.4
판매비중 (%)	61.1	57.4	62.9	67.5	70.6	64.2	58.9	64.5	68.2	69.9	65.1
Personnel (인건비)	539.9	136.5	154.6	169.2	119.1	579.4	147.4	167.0	182.7	128.7	625.8
증가율 (% YoY)	3.9	-10.0	16.7	14.8	10.0	7.3	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
매출대비 (%)	9.0	8.2	10.0	11.6	8.8	9.6	8.3	10.2	11.7	8.7	9.7
A&P (광고판촉비)	633.8	152.6	162.7	171.7	191.2	678.2	175.5	187.1	197.5	219.8	779.9
증가율 (% YoY)	-5.0	-2.2	-4.4	20.3	16.0	7.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
매출대비 (%)	10.5	9.2	10.5	11.7	14.1	11.2	9.9	11.4	12.6	14.8	12.1
Commission (수수료)	1,486.3	407.8	394.8	387.7	379.0	1,569.3	448.6	434.3	426.5	416.8	1,726.2
증가율 (% YoY)	-14.8	-12.8	20.0	12.3	10.0	5.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
매출대비 (%)	24.7	24.5	25.4	26.5	27.9	26.0	25.3	26.5	27.2	28.1	26.7
기타	1,023.4	258.9	265.2	258.3	269.8	1,052.2	271.8	267.9	260.9	272.5	1,073.0
증가율 (% YoY)	-1.9	1.7	4.7	4.0	1.0	2.8	5.0	1.0	1.0	1.0	2.0
영업이익	731.5	278.1	170.3	84.7	52.7	585.7	286.2	166.3	91.4	68.4	612.4
증가율 (% YoY)	-32.4	-26.5	30.6	-36.0	-41.6	-19.9	2.9	-2.3	8.0	29.9	4.5
영업이익률 (%)	12.1	16.7	11.0	5.8	3.9	9.7	16.1	10.1	5.8	4.6	9.5

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

표5 아모레G 분기별 실적 추이 및 전망											
	2017	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	6,029.2	1,664.3	1,553.7	1,462.6	1,358.0	6,038.5	1,772.7	1,638.8	1,566.2	1,484.9	6,462.4
증가율(% YoY)	-10.0	-10.3	10.0	3.1	1.2	0.2	6.5	5.5	7.1	9.3	7.0
Amorepacific											
매출액	5,123.9	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,216.6	5,270.3	1,562.2	1,471.8	1,397.6	1,335.9	5,767.5
증가율(% YoY)	-9.2	-8.8	11.5	5.7	6.7	2.9	9.1	9.5	9.3	9.8	9.4
영업이익	596.4	235.9	145.8	76.5	51.5	509.8	249.1	158.6	83.9	55.9	547.5
증가율(% YoY)	-29.7	-25.5	43.5	-24.3	-33.0	-14.5	5.6	8.8	9.6	8.5	7.4
영업이익률(%)	11.6	16.5	10.9	6.0	4.2	9.7	15.9	10.8	6.0	4.2	9.5
Etude											
매출액	259.0	64.8	57.2	47.5	46.2	215.7	58.3	51.5	42.8	41.5	194.1
증가율(% YoY)	-18.2	-20.3	-2.4	-22.6	-20.0	-16.7	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
영업이익	4.2	-1.5	-6.1	-9.2	-9.0	-25.8	-2.0	-5.0	-5.0	-5.0	-17.0
증가율(% YoY)	-85.8	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률(%)	1.6	-2.3	-10.7	-19.4	-19.5	-12.0	-3.4	-9.7	-11.7	-12.0	-8.8
Espoir											
매출액	43.2	12.4	10.7	10.3	10.9	44.3	12.6	10.9	10.5	11.1	45.2
증가율(% YoY)	14.0	-0.8	9.2	1.0	2.0	2.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
영업이익	-1.8	0.0	-0.5	-0.4	-0.3	-1.2	0.1	0.2	-0.2	-0.2	-0.1
증가율(% YoY)	적지	N/A	적지	적지	적지	적지	N/A	흑전	적지	적지	적지
영업이익률(%)	-4.2	0.0	-4.7	-3.9	-2.7	-2.7	0.8	1.8	-1.9	-1.8	-0.2
Innisfree											
매출액	642.1	162.7	159.6	145.3	153.5	621.1	167.6	167.6	149.7	161.1	646.0
증가율(% YoY)	-16.4	-18.0	4.0	2.9	3.0	-3.3	3.0	5.0	3.0	5.0	4.0
영업이익	107.9	32.9	26.9	14.6	15.1	89.5	29.6	24.2	13.1	13.6	80.6
증가율(% YoY)	-45.1	-28.9	21.2	-28.8	-20.0	-17.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
영업이익률(%)	16.8	20.2	16.9	10.0	9.9	14.4	17.7	14.4	8.8	8.4	12.5
AMOS Professional											
매출액	83.3	25.9	21.6	20.0	16.7	84.2	27.2	22.7	21.0	17.5	88.4
증가율(% YoY)	5.2	0.8	4.3	-2.0	1.0	1.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	17.6	7.6	4.3	3.2	1.2	16.3	7.8	4.4	3.3	1.2	16.6
증가율(% YoY)	9.3	4.1	-2.3	-30.4	-10.0	-7.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
영업이익률(%)	21.1	29.3	19.9	16.0	7.0	19.3	28.5	19.3	15.5	6.8	18.8
Aestura											
매출액	114.1	28.2	29.5	22.9	25.3	105.9	29.6	31.0	24.0	26.6	111.2
증가율(% YoY)	10.3	1.8	-15.2	-14.6	2.0	-7.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	3.3	1.1	2.4	-0.7	-1.0	1.8	1.5	3.1	0.7	-0.5	4.8
증가율(% YoY)	57.1	-8.3	-14.3	적전	적지	-45.5	6.0	6.0	6.0	적지	166.7
영업이익률(%)	2.9	3.9	8.1	-3.1	-4.0	1.7	5.1	10.0	2.9	-1.9	4.3

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

아모레 G (002790)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,697.6	6,029.1	6,038.5	6,462.4	6,850.1
매출액증가율 (%)	18.3	-10.0	0.2	7.0	6.0
매출원가	1,640.9	1,614.1	1,573.9	1,645.2	1,712.5
매출총이익	5,056.7	4,414.9	4,464.6	4,817.2	5,137.6
판매관리비	3,973.9	3,683.4	3,878.9	4,204.8	4,466.3
영업이익	1,082.8	731.5	585.7	612.4	671.3
영업이익률	16.2	12.1	9.7	9.5	9.8
금융손익	22.4	21.0	20.3	26.5	33.9
중속/관계기업손익	1.6	1.1	1.0	1.0	1.0
기타영업외손익	-18.5	-55.2	-10.0	-10.0	-10.0
세전계속사업이익	1,088.3	698.3	597.0	629.9	696.2
법인세비용	276.7	208.8	163.6	173.7	197.0
당기순이익	811.5	489.6	433.4	456.2	499.3
지배주주지분 순이익	342.4	202.6	168.6	191.6	214.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	876.7	589.8	758.1	767.4	808.5
당기순이익(손실)	811.5	489.6	433.4	456.2	499.3
유형자산상각비	221.0	268.3	310.3	309.1	307.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-212.6	-145.0	14.3	2.2	1.4
투자활동 현금흐름	-814.1	-243.5	-400.4	-317.7	-316.1
유형자산의증가(CAPEX)	-602.4	-846.6	-400.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	32.0	-6.3	-0.1	-3.7	-3.4
재무활동 현금흐름	-98.9	-87.3	-60.0	-65.9	-69.2
차입금의 증감	17.9	13.8	-30.0	-32.9	-32.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-34.1	238.6	297.7	383.9	423.2
기초현금	1,003.2	969.0	1,207.7	1,505.3	1,889.2
기말현금	969.0	1,207.7	1,505.3	1,889.2	2,312.4

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,942.6	2,526.0	2,826.0	3,302.6	3,810.6
현금및현금성자산	969.0	1,207.7	1,505.3	1,889.2	2,312.4
매출채권	344.6	364.6	355.2	380.1	402.9
재고자산	478.2	457.6	468.6	501.5	531.6
비유동자산	4,145.8	4,809.2	4,899.0	4,893.7	4,889.2
유형자산	2,773.9	3,247.0	3,336.7	3,327.6	3,319.7
무형자산	749.1	760.5	760.5	760.5	760.5
투자자산	46.7	53.0	53.1	56.8	60.2
자산총계	7,088.4	7,335.2	7,725.0	8,196.3	8,699.8
유동부채	1,321.1	1,170.8	1,162.9	1,203.9	1,238.9
매입채무	135.5	100.6	118.2	126.5	134.1
단기차입금	205.7	178.1	148.1	118.1	88.1
유동성장기부채	0.0	0.0	3.0	3.0	3.0
비유동부채	200.4	232.4	229.7	240.0	249.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	42.9	39.9	36.9	33.9
부채총계	1,521.5	1,403.3	1,392.6	1,444.0	1,488.1
자본금	44.5	44.5	44.5	44.5	44.5
자본잉여금	695.6	695.6	695.6	695.6	695.6
기타포괄이익누계액	-11.9	-19.4	-19.4	-19.4	-19.4
이익잉여금	2,251.0	2,422.6	2,558.2	2,713.5	2,888.3
비지배주주지분	2,733.6	2,934.7	3,199.5	3,464.1	3,748.7
자본총계	5,566.9	5,932.0	6,332.4	6,752.3	7,211.6

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	83,816	73,117	73,231	78,372	83,074
EPS(지배주주)	4,248	2,429	2,014	2,290	2,566
CFPS	16,743	12,534	10,757	11,065	11,766
EBITDAPS	16,317	12,125	10,866	11,174	11,876
BPS	31,869	33,714	35,240	36,987	38,953
DPS	460	360	396	436	479
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.6	0.7	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	31.3	58.1	30.7	27.0	24.1
PCR	7.9	11.2	5.8	5.6	5.3
PSR	1.6	1.9	0.8	0.8	0.7
PBR	4.2	4.2	1.8	1.7	1.6
EBITDA	1,303.9	999.8	896.0	921.4	979.2
EV/EBITDA	9.6	13.8	7.8	7.4	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.8	7.0	5.5	6.0	6.4
EBITDA 이익률	19.5	16.6	14.8	14.3	14.3
부채비율	27.3	23.7	22.0	21.4	20.6
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
이자보상배율(x)	240.7	155.3	129.2	159.2	214.7
매출채권회전율(x)	20.3	17.0	16.8	17.6	17.5
재고자산회전율(x)	15.4	12.9	13.0	13.3	13.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 10월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 10월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 10월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

아모레 G (002790) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.24	산업분석	Buy	200,000	양지혜	-33.4	-21.8	
2017.01.06	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	-17.9	-12.5	
2017.02.03	기업브리프	Buy	150,000	양지혜	-19.9	-13.3	
2017.03.23	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-3.9	11.8	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	170,000	양지혜	-20.2	-11.2	
2017.07.27	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-2.6	13.2	
2018.01.08	산업브리프	Trading Buy	150,000	양지혜	-10.1	4.3	
2018.07.06	산업브리프	Trading Buy	130,000	양지혜	-28.1	-14.6	
2018.10.30	기업브리프	Trading Buy	75,000	양지혜	-	-	