

## 아모레G

HOLD(유지)

002790 기업분석 | 화장품

목표주가(하향)	63,000원	현재주가(10/29)	61,900원	Up/Downside	+1.8%
----------	---------	-------------	---------	-------------	-------

2018. 10. 30

## 시장 구조 변화에 대응력 개선 필요

## Comment

**어닝쇼크, 로드샵 브랜드 실적 부진:** 3Q18 연결매출 14,626억원(+3.1%YoY), 영업이익 847억원(-36.1%YoY)으로 당사 추정이익(1,578억원)과 컨센서스(1,669억원)을 하회했다. 아모레퍼시픽과 이니스프리, 에뛰드 등 대부분의 자회사 매출과 영업이익이 예상치를 크게 밑돌았다. 중국인 수요가 사라진 국내 화장품 유통채널의 기준점 성장이 부재한 것으로 추정되며, 중저가 브랜드 중에서 국내외로 브랜드 경쟁력이 출중하다고 보여졌던 이니스프리 조차 성장세가 크게 둔화되면서 고정비 부담 증가로 이니스프리 자체 영업이익률은 4.5%p(YoY) 감소했다. 에뛰드가 영업적자를 유지하고 있으며, 아모스프로페셔널이나 에스트라도 매출이 감소해 이후 실적에 대한 우려를 키울 것으로 판단된다.

**시장 구조 변화에 유연한 대응력이 절실히 시기:** H&B채널의 확산으로 중저가 로드샵들의 어려움이 커지고 있는 듯 보인다. 할인 경쟁 체제가 고착화되면서 중저가 로드샵 브랜드들의 ASP 상승이 어려워졌고, 내국인 수요가 감소하면서 Q의 증가로 어렵다. 아모레G가 아모레퍼시픽보다 높은 밸류에이션을 구가할 수 있었던 장점 하나가 사라진 셈이다. 중국을 비롯한 아시아 시장에서 이니스프리의 성장세가 주춤하고, 에뛰드는 국내 기준점 매출 감소세가 높아 적자폭이 단기에 줄어들기는 어려울 수 있어 보인다. 과거보다 성장매력이 낮아져 아모레퍼시픽과 적정 밸류에이션 고리를 키울 이유가 없어졌다고 판단한다.

## Action

**추정치 하향 조정, 관망 필요:** 자회사 실적 추정치의 하향과 적정 밸류에이션의 조정(아모레퍼시픽과 동일하게 FW12개월 Target P/E 25배)으로 목표주가를 63,000원으로 하향 제시한다. 로드샵 브랜드들의 실적 부진 이유는 복합적이겠지만 유통채널의 구조 변화에 기인하는 영향이 상당히 커 당분간 실적 부진 주제는 지속될 것으로 전망한다. 관망이 필요한 때이다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)					(단위: 십억원 원 배 %)	Stock Data	
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	61,900/158,500원
<b>매출액</b>	6,698	6,029	6,140	6,523	6,946	KOSDAQ /KOSPI	630/1,996pt
(증가율)	18.3	-10.0	1.8	6.2	6.5	시가총액	51,042억원
<b>영업이익</b>	1,083	731	620	729	1,068	60일-평균거래량	148,950
(증가율)	18.5	-32.4	-15.2	17.6	46.4	외국인자본율	21.5%
<b>자배주주순이익</b>	342	203	186	217	318	60일-외국인자본율변동주이	+1.0%p
<b>EPS</b>	4,248	2,429	2,229	2,601	3,824	주요주주	서경배 외 7 인 62.0%
PER (H/L)	42.4/27.4	66.5/44.1	27.8	23.8	16.2	(천원)	(pt)
PBR (H/L)	5.6/3.7	4.8/3.2	1.7	1.7	1.5	아모레G(좌)	
EV/EBITDA (H/L)	12.0/8.6	15.2/11.1	5.8	5.2	4.0	KOSPI지수대비(우)	
<b>영업이익률</b>	16.2	12.1	10.1	11.2	15.4		
<b>ROE</b>	12.8	7.0	6.1	6.7	9.1		
					주가상승률	1M	3M
					절대기준	-33.7	-37.1
					상대기준	-22.1	-27.7
						-57.7	-47.2

The chart displays two lines: AmoreG's stock price (left axis, 0 to 200 pt) and the KOSPI index (right axis, 0 to 200). The AmoreG line shows significant volatility, starting around 180 pt, peaking near 200 pt in early 2018, and then generally declining to around 150 pt by September. The KOSPI index line is much more stable, starting around 180 pt and remaining relatively flat until late 2017, after which it shows a slight upward trend to about 190 pt by September.

도표 1. 아모레G 3Q18 Review

(단위: 억원, %)

	3Q18P	3Q17	%YoY	2Q18	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	14,626	14,187	3.1	15,537	-5.9	16,108	-9.2	15,625	-6.4
영업이익	847	1,324	-36.0	1,703	-50.3	1,578	-46.3	1,669	-49.3
순이익	538	1,025	-47.5	1,269	-57.6	955	-43.7	1,258	-57.2

자료: DB 금융투자

도표 2. 아모레G 실적 추정치 조정

(단위: 억원, %)

	18년E			19년E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	61,402	64,288	-4.5	65,225	70,474	-7.4
영업이익	6,202	7,567	-18.0	7,292	9,407	-22.5
순이익	4,497	5,385	-16.5	5,238	6,750	-22.4
지배주주순익	1,861	2,229	-16.5	2,168	2,793	-22.4

자료: DB 금융투자

도표 3. 자회사 아모레퍼시픽 실적 추정치 조정

(단위: 억원, %)

	18년E			19년E		
	수정후	수정전	%차이	수정후	수정전	%차이
매출액	53,184	54,989	-3.3	56,664	59,880	-5.4
영업이익	5,276	6,178	-14.6	6,142	7,427	-17.3
순이익	3,523	4,175	-15.6	4,310	5,225	-17.5
지배주주순익	3,488	4,124	-15.4	4,267	5,178	-17.6

자료: DB 금융투자

도표 4. 자회사 아모레퍼시픽 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	17	18E	19E
연결매출	15,690	12,050	12,099	11,400	14,316	13,437	12,784	12,648	51,238	53,184	56,664
국내	11,044	8,056	7,902	6,473	9,408	8,777	8,397	7,453	33,474	34,035	35,346
해외	4,646	3,994	4,197	4,927	4,908	4,659	4,388	5,194	17,764	19,149	21,319
%YoY	5.7	-16.5	-13.6	-13.4	-8.8	11.5	5.7	10.9	-9.2	3.8	6.5
국내	1.8	-22.4	-21.5	-25.5	-14.8	8.9	6.3	15.1	-16.3	1.7	3.9
해외	16.3	-1.3	6.6	10.3	5.6	16.7	4.5	5.4	8.0	7.8	11.3
영업이익	3,168	1,016	1,011	769	2,359	1,458	765	694	5,964	5,275	6,142
국내	2,340	826	669	342	1,575	926	491	324	4,177	3,315	3,946
해외	881	198	454	409	814	454	262	352	1,942	1,882	2,118
영업이익률	20.2	8.4	8.4	6.7	16.5	10.9	6.0	5.5	11.6	9.9	10.8
국내	21.2	10.3	8.5	5.3	16.7	10.6	5.8	4.3	12.5	9.7	11.2
해외	19.0	5.0	10.8	8.3	16.6	9.8	6.0	6.8	10.9	9.8	9.9
%YoY	-6.2	-57.8	-39.7	-24.7	-25.6	43.6	-24.3	-9.8	-29.7	-11.5	16.4
국내	-12.8	-58.6	-51.0	-53.3	-32.7	12.1	-26.6	-5.2	-38.3	-20.6	19.0
해외	11.0	-59.7	-3.8	17.2	-7.7	129.7	-42.3	-14.0	-7.8	-3.1	12.6

자료: DB 금융투자

도표 5. 아모레G 분기, 연간 실적

(단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	17	18E	19E
<b>연결매출</b>	18,554	14,130	14,187	13,421	16,643	15,537	14,626	14,601	60,288	61,402	65,225
%YoY	5.5	-17.8	-14.2	-14.2	-10.3	10.0	3.1	8.8	-10.0	1.8	6.2
<b>뷰티부문</b>	<b>19,146</b>	<b>14,824</b>	<b>14,699</b>	<b>13,988</b>	<b>17,259</b>	<b>16,222</b>	<b>15,244</b>	<b>14,925</b>	<b>62,655</b>	<b>63,646</b>	<b>67,524</b>
%YoY	5.9	-17.8	-14.0	-14.3	-9.9	9.4	3.7	6.7	-9.9	1.6	6.1
아모레P	15,690	12,050	12,099	11,400	14,316	13,437	12,784	12,648	51,238	53,184	56,664
%YoY	5.7	-16.5	-13.6	-13.4	-8.8	11.5	5.7	10.9	-9.2	3.8	6.5
Innisfree	1,984	1,535	1,412	1,490	1,627	1,596	1,453	1,358	6,421	6,034	6,336
%YoY	6.3	-28.1	-20.2	-21.9	-18.0	4.0	2.9	-8.9	-16.4	-6.0	5.0
Etude	813	586	614	577	648	571	475	421	2,590	2,115	2,031
%YoY	-0.1	-30.7	-18.9	-23.1	-20.3	-2.6	-22.6	-27.0	-18.2	-18.3	-4.0
Espoir	125	98	102	107	124	107	103	111	432	445	498
%YoY	47.1	8.9	9.7	-3.6	-0.8	9.2	1.0	3.5	14.0	2.9	12.0
AMOS.P	257	207	204	165	259	216	200	166	833	841	917
%YoY	17.9	6.7	-0.5	-5.7	0.8	4.3	-2.0	0.8	5.2	1.0	9.0
AESTURA	277	348	268	248	282	295	229	221	1,141	1,027	1,078
%YoY	14.0	5.8	7.2	17.0	1.8	-15.2	-14.6	-10.9	10.3	-10.0	5.0
<b>뷰티외부문</b>	<b>445</b>	<b>334</b>	<b>368</b>	<b>421</b>	<b>414</b>	<b>410</b>	<b>385</b>	<b>445</b>	<b>1,568</b>	<b>1,654</b>	<b>1,927</b>
%YoY	-6.7	-27.7	-13.0	-11.2	-7.0	22.8	4.6	5.7	-14.6	5.5	16.5
<b>영업이익</b>	<b>3,785</b>	<b>1,304</b>	<b>1,324</b>	<b>903</b>	<b>2,781</b>	<b>1,703</b>	<b>847</b>	<b>817</b>	<b>7,316</b>	<b>6,202</b>	<b>7,292</b>
%YoY	-9.7	-57.9	-39.7	-32.8	-26.5	30.6	-36.1	-9.5	-32.4	-15.2	17.6
%OPM	20.4	9.2	9.3	6.7	16.7	11.0	5.8	5.6	12.1	10.1	11.2
<b>뷰티부문</b>	<b>3,809</b>	<b>1,295</b>	<b>1,252</b>	<b>920</b>	<b>2,760</b>	<b>1,728</b>	<b>840</b>	<b>774</b>	<b>7,276</b>	<b>6,101</b>	<b>7,108</b>
%OPM	19.9	8.7	8.5	6.6	16.0	10.7	5.5	5.2	11.6	9.6	10.5
아모레P	3,168	1,016	1,011	769	2,359	1,458	765	694	5,964	5,275	6,142
%OPM	20.2	8.4	8.4	6.7	16.5	10.9	6.0	5.5	11.6	9.9	10.8
Innisfree	463	222	205	189	329	269	146	122	1,079	866	919
%OPM	23.3	14.5	14.5	12.7	20.2	16.9	10.0	9.0	16.8	14.4	14.5
Etude	88	-5	-7	-34	-15	-61	-92	-67	42	-235	-203
%OPM	10.8	-0.9	-1.1	-5.9	-2.3	-10.7	-19.4	-16.0	1.6	-11.1	-10.0
Espoir	5	-10	-6	-7	0	-5	-4	3	-18	-6	10
%OPM	4.0	-10.2	-5.9	-6.5	0.0	-4.7	-3.9	3.0	-4.2	-1.3	2.0
AMOS.P	73	44	46	13	76	43	32	20	176	171	197
%OPM	28.4	21.3	22.5	7.9	29.3	19.9	16.0	12.0	21.1	20.3	21.5
AESTURA	12	28	3	-10	11	24	-7	2	33	30	43
%OPM	4.3	8.0	1.1	-4.0	3.9	8.1	-3.1	1.0	2.9	2.9	4.0
<b>뷰티외부문</b>	<b>-32</b>	<b>-3</b>	<b>-15</b>	<b>3</b>	<b>-13</b>	<b>3</b>	<b>-3</b>	<b>18</b>	<b>-47</b>	<b>5</b>	<b>75</b>
%OPM	-7.2	-0.9	-4.1	0.7	-3.1	0.7	-0.8	3.9	-3.0	0.3	3.9

자료: DB 금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>2,943</b>	<b>2,526</b>	<b>3,051</b>	<b>3,496</b>	<b>4,117</b>
현금및현금성자산	969	1,208	1,784	2,149	2,681
매출채권및기타채권	360	390	348	374	412
재고자산	478	458	428	459	503
<b>비유동자산</b>	<b>4,146</b>	<b>4,809</b>	<b>4,785</b>	<b>4,891</b>	<b>5,048</b>
유형자산	2,774	3,247	3,223	3,329	3,486
무형자산	749	761	761	761	761
투자자산	47	53	53	53	53
<b>자산총계</b>	<b>7,088</b>	<b>7,335</b>	<b>7,836</b>	<b>8,388</b>	<b>9,165</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,321</b>	<b>1,171</b>	<b>1,252</b>	<b>1,315</b>	<b>1,363</b>
매입채무및기타채무	637	588	672	735	783
단기차입금및기타채무	206	178	178	178	178
유동성장기부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	<b>200</b>	<b>232</b>	<b>232</b>	<b>232</b>	<b>232</b>
사채및장기차입금	0	43	43	43	43
<b>부채총계</b>	<b>1,522</b>	<b>1,403</b>	<b>1,484</b>	<b>1,547</b>	<b>1,596</b>
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	696	696	696
이익잉여금	2,251	2,423	2,579	2,760	3,040
비자본주자분	2,734	2,935	3,198	3,505	3,955
<b>자본총계</b>	<b>5,567</b>	<b>5,932</b>	<b>6,352</b>	<b>6,840</b>	<b>7,570</b>

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>877</b>	<b>590</b>	<b>1,099</b>	<b>1,039</b>	<b>1,277</b>
당기순이익	812	490	450	524	767
현금유동이없는비유동수익	526	544	691	740	864
유형및무형자산상각비	221	268	542	556	583
<b>영업관련자산부채변동</b>	<b>-213</b>	<b>-145</b>	<b>142</b>	<b>-11</b>	<b>-37</b>
매출채권및기타채권의감소	-12	-29	42	-26	-38
재고자산의감소	-92	17	30	-31	-44
매입채권및기타채무의증가	0	-33	84	63	48
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-814</b>	<b>-244</b>	<b>-488</b>	<b>-638</b>	<b>-705</b>
CAPEX	-602	-847	-518	-662	-740
투자자산의순증	32	-6	0	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>-99</b>	<b>-87</b>	<b>-35</b>	<b>-35</b>	<b>-40</b>
사채및차입금의증가	18	14	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-100	-117	-30	-30	-35
기타현금흐름	2	-20	0	0	0
<b>현금의증가</b>	<b>-34</b>	<b>239</b>	<b>576</b>	<b>366</b>	<b>532</b>
기초현금	1,003	969	1,208	1,784	2,149
기말현금	969	1,208	1,784	2,149	2,681

자료: 아모레 G, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>6,698</b>	<b>6,029</b>	<b>6,140</b>	<b>6,523</b>	<b>6,946</b>
매출원가	1,641	1,614	1,592	1,618	1,709
<b>매출총이익</b>	<b>5,057</b>	<b>4,415</b>	<b>4,548</b>	<b>4,905</b>	<b>5,238</b>
판관비	3,974	3,683	3,928	4,176	4,170
<b>영업이익</b>	<b>1,083</b>	<b>731</b>	<b>620</b>	<b>729</b>	<b>1,068</b>
EBITDA	1,304	1,000	1,162	1,285	1,651
<b>영업외손익</b>	<b>6</b>	<b>-33</b>	<b>13</b>	<b>8</b>	<b>17</b>
금융순익	22	21	34	29	37
투자순익	2	1	1	1	1
기타영업외손익	-18	-55	-22	-22	-21
<b>세전이익</b>	<b>1,088</b>	<b>698</b>	<b>633</b>	<b>738</b>	<b>1,085</b>
증단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>812</b>	<b>490</b>	<b>450</b>	<b>524</b>	<b>767</b>
자비주주지분순이익	342	203	186	217	318
비자비주주지분순이익	469	287	264	307	450
<b>총포괄이익</b>	<b>792</b>	<b>481</b>	<b>450</b>	<b>524</b>	<b>767</b>
증감률(%YoY)					
매출액	18.3	-10.0	1.8	6.2	6.5
영업이익	18.5	-32.4	-15.2	17.6	46.4
EPS	31.9	-42.8	-8.2	16.7	47.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기준의 기타영수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(%, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,248	2,429	2,229	2,601	3,824
BPS	31,869	33,714	35,470	37,511	40,659
DPS	460	360	360	430	460
<b>Multiple(배)</b>					
P/E	31.3	58.1	27.8	23.8	16.2
P/B	4.2	4.2	1.7	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.6	13.8	5.8	5.2	4.0
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	16.2	12.1	10.1	11.2	15.4
EBITDA마진	19.5	16.6	18.9	19.7	23.8
순이익률	12.1	8.1	7.3	8.0	11.0
ROE	12.8	7.0	6.1	6.7	9.1
ROA	12.3	6.8	5.9	6.5	8.7
ROIC	22.9	12.5	10.2	12.0	17.0
<b>안정성 및 기타</b>					
부채비율(%)	27.3	23.7	23.4	22.6	21.1
이자보상배율(배)	240.7	155.3	127.6	150.0	219.7
배당성향(배)	4.4	5.7	6.2	6.3	4.6

자료: 아모레 G, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석팀당지와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자본을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 개별회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임지자로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 권리율은 수정주기를 기준으로 산출되었습니다.

■ 1년간 투자의견 비율 (2018-09~30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 아모레G 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	고리율(%)		일자	투자의견	목표주가	고리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/07/11	Buy	210,000	-26.5	-20.2	18/04/09	Hold	150,000	-5.1	-2.0
16/11/02	Buy	185,000	-24.2	-15.4	18/05/10	Buy	158,000	-20.7	-14.9
16/11/30	Buy	150,000	-14.8	-9.7	18/07/04	Buy	142,000	-24.7	-21.8
17/01/19	Hold	150,000	-18.1	-6.7	18/07/27	Hold	115,000	-21.2	-10.9
17/03/27	Hold	130,000	5.0	20.4	18/10/30	Hold	63,000	-	-
17/07/13	Hold	115,000	11.3	33.5					
17/10/31	Hold	135,000	5.5	17.4					