

## 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 기존점 성장이 부재한 것으로 추정되며, 중저가 브랜드 중에서 국내외로 브랜드 경쟁력이 출중하다고 보여졌던 이니스프리조차 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 절실했던 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 기존점 매출 감소세가 높아 적자폭이 단기에 줄어들기는 어려울 수 있어 보인다. 과거보다 성장매력이 낮아져 아모레퍼시픽과 적정 밸류에이션 괴리를 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 추세는 지속될 것으로 전망한다. 관망이 필요한 때이다.

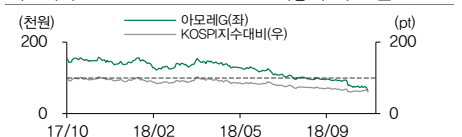
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백, %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	6,698	6,029	6,140	6,523	6,946
(증가율)	18.3	-10.0	1.8	6.2	6.5
영업이익	1,083	731	620	729	1,068
(증가율)	18.5	-32.4	-15.2	17.6	46.4
지배주주순이익	342	203	186	217	318
EPS	4,248	2,429	2,229	2,601	3,824
PER (H/L)	42.4/27.4	66.5/44.1	27.8	23.8	16.2
PBR (H/L)	5.6/3.7	4.8/3.2	1.7	1.7	1.5
EV/EBITDA (H/L)	12.0/8.6	15.2/11.1	5.8	5.2	4.0
영업이익률	16.2	12.1	10.1	11.2	15.4
ROE	12.8	7.0	6.1	6.7	9.1

## Stock Data

52주 최저/최고	61,900/158,500원
KOSDAQ /KOSPI	630/1,996pt
시가총액	51,042억원
60일-평균거래량	148,950
외국인지분율	21.5%
60일-외국인지분율변동추이	+1.0%p
주요주주	서경배 외 7인 62.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-33.7	-37.1	-57.7
상대기준	-22.1	-27.7	-47.2

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: DB금융투자

도표 5. 아모레G 분기, 연간 실적

(단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	17	18E	19E
<b>연결매출</b>	<b>18,554</b>	<b>14,130</b>	<b>14,187</b>	<b>13,421</b>	<b>16,643</b>	<b>15,537</b>	<b>14,626</b>	<b>14,601</b>	<b>60,288</b>	<b>61,402</b>	<b>65,225</b>
%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
유동자산	2,943	2,526	3,051	3,496	4,117
현금및현금성자산	969	1,208	1,784	2,149	2,681
매출채권및기타채권	360	390	348	374	412
재고자산	478	458	428	459	503
비유동자산	4,146	4,809	4,785	4,891	5,048
유형자산	2,774	3,247	3,223	3,329	3,486
무형자산	749	761	761	761	761
투자자산	47	53	53	53	53
자산총계	7,088	7,335	7,836	8,388	9,165
유동부채	1,321	1,171	1,252	1,315	1,363
매입채무및기타채무	637	588	672	735	783
단기차입금및단기차대	206	178	178	178	178
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	200	232	232	232	232
사채및장기차입금	0	43	43	43	43
부채총계	1,522	1,403	1,484	1,547	1,596
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	696	696	696
이익잉여금	2,251	2,423	2,579	2,760	3,040
비지배주주지분	2,734	2,935	3,198	3,505	3,955
자본총계	5,567	5,932	6,352	6,840	7,570

## 현금흐름표

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

자료: 아모레G, DB 금융투자 주: IFPS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,698	6,029	6,140	6,523	6,946
매출원가	1,641	1,614	1,592	1,618	1,709
매출총이익	5,057	4,415	4,548	4,905	5,238
판매비	3,974	3,683	3,928	4,176	4,170
영업이익	1,083	731	620	729	1,068
EBITDA	1,304	1,000	1,162	1,285	1,651
영업외손익	6	-33	13	8	17
금융손익	22	21	34	29	37
투자손익	2	1	1	1	1
기타영업외손익	-18	-55	-22	-22	-21
세전이익	1,088	698	633	738	1,085
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	812	490	450	524	767
지배주주지분순이익	342	203	186	217	318
비지배주주지분순이익	469	287	264	307	450
총포괄이익	792	481	450	524	767
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 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
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
Multiple(배)					
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
수익성(%)					
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
안정성및기타					
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

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

## 1년간 투자이익률(2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

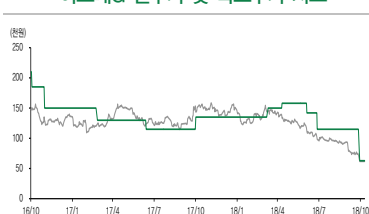
기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 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 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 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				