

아모레G

HOLD(유지)

002790 기업분석 | 화장품

목표주가(상향)	70,000원	현재주가(04/15)	81,900원	Up/Downside	-14.5%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 04. 16

추세 회복 예단 어려워, 트레이딩 관점 유지

Comment

소비 트렌드 변화에 따른 원브랜드 로드샵 시장 침체 지속, 단기 어닝모멘텀 저조: 아모레퍼시픽을 포함해 이니스프리, 에뛰드 등 주요 자회사들의 1Q19 실적이 여전히 부진을 면치 못하고 있는 것으로 추정되는데 반해 주가는 하반기 회복 기대감을 선반영해 변동성을 키우고 있다. 상반기 실적 기대치를 재차 낮추는 과정에서 연간 컨센서스가 하향 추세임에도 불구하고, 이익 성장의 방향성이 달라지는 것에 주목해 수급 공백을 활용한 트레이딩-바이 전략이 주를 이루는 것으로 판단한다. 물론 아모레퍼시픽이 설화수를 중심으로 브랜드 믹스 개선이 진행 중이고, 비효율 매장 및 SKU 조정의 효과를 적어도 하반기부터 기대해봐도 되지 않을까 하는 막연한 기대감이 있긴 하다. 하지만 원브랜드 로드샵 시장의 침체는 구조적 문제로 보여 아모레G의 매력력이 아모레퍼시픽에 비해 다소 낮아 보이는 것도 사실이다.

Action

하반기 실적 회복 가시성 확인 전까지 트레이딩 전략 선호: 1Q19 매출은 3.2%YOY, 영업이익 -14.3%YOY 성장을 전망해 컨센서스를 다소 하회할 것으로 예상된다. 아모레퍼시픽과 이니스프리의 해외 출점 및 마케팅비의 증가로 영업이익 추정치를 기존보다 200억원 가량 낮춰 보았다. 아직은 추세적인 회복을 예단하기 이른 감이 있어 보이지만, 지금보다 업황이 더 나빠질 이유도 과거보다 줄어 들어 업사이클로 가기 전단계의 고밸류가 타당해지는 애매한 시점으로 보고자 한다. 아모레퍼시픽과 마찬가지로 2020년 EPS에 기준 타겟 멀티플을 적용해 목표주가를 상향 제시하며, 하반기 실적 회복 가시성이 확인되기 전까지 목표주가 7만원을 기준으로 박스권 트레이딩 전략을 선호하는 바이다

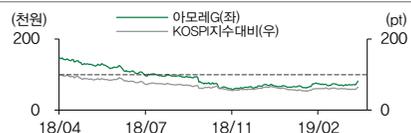
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	6,029	6,078	6,340	6,777	7,049
(증가율)	-10.0	0.8	4.3	6.9	4.0
영업이익	731	549	590	700	749
(증가율)	-32.4	-24.9	7.3	18.7	6.9
지배주주순이익	203	142	155	184	199
EPS	2,429	1,701	1,852	2,204	2,386
PER (H/L)	66.5/44.1	92.9/33.7	41.4	34.8	32.1
PBR (H/L)	4.8/3.2	4.5/1.6	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA (H/L)	15.2/11.1	17.6/7.8	8.5	7.6	7.1
영업이익률	12.1	9.0	9.3	10.3	10.6
ROE	7.0	4.7	4.9	5.5	5.7

Stock Data

52주 최저/최고	57,400/147,000원
KOSDAQ /KOSPI	767/2,243pt
시가총액	67,533억원
60일-평균거래량	159,552
외국인지분율	21.4%
60일-외국인지분율변동추이	+0.6%p
주요주주	서경배 외 7인 62.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	11.0	20.1	-44.3
상대기준	7.7	12.3	-39.0

도표 1. 아모레G 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	18	19E	20E
연결매출	16,643	15,537	14,626	13,977	17,228	16,344	15,754	15,099	60,782	63,401	67,772
%YoY	-10.3	10.0	3.1	4.1	3.5	5.2	7.7	8.0	0.8	4.3	6.9
화장품	17,259	16,222	15,244	14,493	17,694	16,761	16,164	15,409	63,214	66,025	70,561
%YoY	-9.9	9.4	3.7	3.6	2.5	3.3	6.0	6.3	0.9	4.4	6.9
아모레P	14,316	13,437	12,784	12,240	15,059	14,127	13,637	13,055	52,778	55,878	60,018
%YoY	-8.8	11.5	5.7	7.4	5.2	5.1	6.7	6.7	3.0	5.9	7.4
Innisfree	1,627	1,596	1,453	1,312	1,472	1,501	1,530	1,422	5,988	5,925	6,222
%YoY	-18.0	4.0	2.9	-11.9	-9.5	-6.0	5.3	8.4	-6.7	-1.0	5.0
Etude	648	571	475	488	490	483	423	420	2,182	1,815	1,725
%YoY	-20.3	-2.6	-22.6	-15.4	-24.4	-15.5	-11.0	-14.0	-15.8	-16.8	-5.0
Espoir	124	107	103	87	110	111	117	124	421	462	517
%YoY	-0.8	9.2	1.0	-18.7	-11.7	3.8	13.6	43.0	-2.5	9.7	12.0
AMOS.P	259	216	200	169	269	233	216	184	844	903	984
%YoY	0.8	4.3	-2.0	2.4	4.0	8.0	8.0	9.1	1.3	7.0	9.0
AESTURA	282	295	229	195	290	307	240	203	1,001	1,041	1,094
%YoY	1.8	-15.2	-14.6	-21.4	3.0	4.0	5.0	4.3	-12.3	4.0	5.1
비화장품	414	410	385	422	441	441	419	485	1,631	1,786	1,992
%YoY	-7.0	22.8	4.6	0.2	6.6	7.6	8.8	14.9	4.0	9.5	11.5
영업이익	2,781	1,703	847	164	2,382	1,731	1,060	724	5,495	5,897	7,000
%YoY	-26.5	30.6	-36.1	-81.8	-14.3	1.6	25.2	341.7	-24.9	7.3	18.7
%OPM	16.7	11.0	5.8	1.2	13.8	10.6	6.7	4.8	9.0	9.3	10.3
화장품	2,760	1,728	840	195	2,344	1,748	1,032	670	5,523	5,794	6,852
%OPM	16.0	10.7	5.5	1.3	13.2	10.4	6.4	4.3	8.7	8.8	9.7
아모레P	2,359	1,458	765	238	2,069	1,509	878	588	4,820	5,045	5,947
%OPM	16.5	10.9	6.0	1.9	13.7	10.7	6.4	4.5	9.1	9.0	9.9
Innisfree	329	269	146	60	265	240	145	85	804	736	821
%OPM	20.2	16.9	10.0	4.6	18.0	16.0	9.5	6.0	13.4	12.4	13.2
Etude	-15	-61	-92	-95	-74	-63	-42	-38	-263	-216	-172
%OPM	-2.3	-10.7	-19.4	-19.5	-15.0	-13.0	-10.0	-9.0	-12.1	-11.9	-10.0
Espoir	0	-5	-4	-9	2	6	2	4	-18	14	10
%OPM	0.0	-4.7	-3.9	-10.3	2.0	5.0	2.0	3.0	-4.3	3.0	2.0
AMOS.P	76	43	32	20	73	47	39	22	171	180	202
%OPM	29.3	19.9	16.0	11.8	27.0	20.0	18.0	12.0	20.3	20.0	20.5
AESTURA	11	24	-7	-19	9	9	10	8	9	36	44
%OPM	3.9	8.1	-3.1	-9.7	3.0	3.0	4.0	4.0	0.9	3.4	4.0
비화장품	-13	3	-3	-2	5	10	18	29	-15	62	101
%OPM	-3.1	0.7	-0.8	-0.5	1.1	2.3	4.2	6.1	-0.9	3.5	5.1

자료: DB금융투자

도표 2. 글로벌 생활용품/화장품 기업 실적 컨센서스 및 밸류에이션

(단위: ML\$, %, 배)

	P&G	LOREAL	UNILEVER	ESTEE LAUDER	Beiersdorf	KAO	SHISEIDO	아모레퍼사픽	LG생활건강	아모레G
시가총액	264,492	151,134	164,820	60,350	26,561	36,786	29,119	12,076	19,812	5,949
18 매출액	66,832	31,816	60,216	13,683	8,543	13,661	9,918	4,798	6,135	5,526
19E	67,207	32,530	58,789	14,561	8,513	14,145	10,590	5,018	6,431	5,699
20E	69,477	34,229	61,158	15,533	8,867	14,633	11,481	5,438	6,885	6,061
18 영업이익	13,711	5,689	14,863	2,052	1,299	1,882	982	438	945	500
19E	14,394	6,034	11,031	2,478	1,286	2,023	1,114	495	1,044	578
20E	15,360	6,451	12,038	2,733	1,359	2,172	1,369	584	1,138	719
18 순이익	9,750	4,601	11,090	1,108	860	1,392	556	302	621	129
19E	11,610	4,846	7,438	1,864	857	1,453	720	356	712	168
20E	12,245	5,169	8,083	2,045	913	1,561	889	418	784	209
18 EBITDA	16,545	7,000	16,927	2,583	1,494	2,431	1,379	680	1,088	777
19E	17,150	7,395	12,853	3,041	1,431	2,596	1,619	724	1,186	874
20E	18,224	7,862	13,886	3,333	1,511	2,768	1,947	812	1,295	966
18 EPS 성장률	-1.1	1.9	62.0	-11.5	8.4	5.3	170.0	-15.7	12.6	-29.8
19E	5.3	3.3	2.2	12.1	0.7	5.2	28.1	9.0	8.9	24.7
20E	6.9	7.0	10.2	11.0	6.6	8.3	22.1	17.2	10.4	20.2
18 P/E	19.0	27.1	21.5	26.0	33.1	25.5	95.6	53.3	32.9	58.0
19E	23.8	31.2	20.0	33.1	28.0	25.3	40.8	36.7	29.4	36.8
20E	22.2	29.2	18.1	29.8	26.2	23.4	33.4	31.4	26.6	30.6
18 P/B	3.9	4.2	9.3	8.1	4.4	4.7	5.1	4.3	5.8	3.6
19E	4.3	4.7	11.3	14.5	3.4	4.5	6.4	3.2	6.0	2.1
20E	4.2	4.3	10.9	12.8	3.2	4.1	5.6	3.0	5.1	2.0
18 ROE	18.3	14.5	40.4	31.4	13.8	19.8	5.6	8.3	19.3	6.4
19E	21.4	15.3	56.2	40.4	12.7	18.6	17.1	8.8	21.0	7.1
20E	22.2	15.3	56.9	47.1	12.3	18.3	18.6	9.5	19.7	8.0

자료: DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
유동자산	2,526	2,490	2,838	3,151	3,505
현금및현금성자산	1,208	1,297	1,664	1,949	2,296
매출채권및기타채권	393	342	381	430	450
재고자산	458	498	464	518	536
비유동자산	4,809	4,898	4,978	5,121	5,273
유형자산	3,247	3,322	3,426	3,569	3,721
무형자산	761	774	774	774	774
투자자산	89	77	53	53	53
자산총계	7,335	7,387	7,816	8,272	8,778
유동부채	1,171	898	945	944	949
매입채무및기타채무	588	557	605	604	610
단기차입금및단기차채	178	169	169	169	169
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	232	247	245	242	243
사채및장기차입금	43	45	43	39	40
부채총계	1,403	1,145	1,190	1,186	1,193
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	696	696	696
이익잉여금	2,423	2,546	2,675	2,833	3,006
비자배주주지분	2,935	3,124	3,378	3,680	4,007
자본총계	5,932	6,242	6,626	7,086	7,586

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
영업활동현금흐름	590	731	821	768	889
당기순이익	490	376	409	486	526
현금유출이없는비용및수익	544	583	512	560	586
유형및무형자산상각비	268	311	378	393	410
영업관련자산부채변동	-145	-61	61	-77	-7
매출채권및기타채권의감소	-29	54	-39	-50	-20
재고자산의감소	17	-95	34	-54	-18
매입채무및기타채무의증가	-33	-15	48	-1	6
투자활동현금흐름	-244	-540	-422	-450	-513
CAPEX	-847	-437	-483	-536	-562
투자자산의순증	-42	11	24	0	0
재무활동현금흐름	-87	-102	-32	-33	-29
사채및차입금의 증가	14	-8	-2	-3	1
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-117	-92	-26	-26	-26
기타현금흐름	-20	2	0	0	0
현금의증가	239	90	366	285	347
기초현금	969	1,208	1,297	1,664	1,949
기말현금	1,208	1,297	1,664	1,949	2,296

자료: 아모레G, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산실역원					
매출액	6,029	6,078	6,340	6,777	7,049
매출원가	1,614	1,619	1,614	1,708	1,780
매출총이익	4,415	4,459	4,726	5,069	5,269
판매비	3,683	3,910	4,136	4,369	4,520
영업이익	731	549	590	700	749
EBITDA	1,000	860	968	1,093	1,159
영업외손익	-33	-14	-19	-13	-8
금융손익	21	26	28	34	39
투자손익	1	1	1	1	1
기타영업외손익	-55	-41	-48	-48	-48
세전이익	698	535	571	687	741
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	490	376	409	486	526
자배주주지분순이익	203	142	155	184	199
비자배주주지분순이익	287	234	254	302	327
총포괄이익	481	402	409	486	526
총감률(%YoY)					
매출액	-10.0	0.8	4.3	6.9	4.0
영업이익	-32.4	-24.9	7.3	18.7	6.9
EPS	-42.8	-30.0	8.9	19.0	8.3

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	2,429	1,701	1,852	2,204	2,386
BPS	33,714	35,082	36,532	38,308	40,254
DPS	360	310	310	310	310
Multiple(배)					
P/E	58.1	42.7	41.4	34.8	32.1
P/B	4.2	2.1	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	13.8	9.3	8.5	7.6	7.1
수익성(%)					
영업이익률	12.1	9.0	9.3	10.3	10.6
EBITDA마진	16.6	14.2	15.3	16.1	16.4
순이익률	8.1	6.2	6.5	7.2	7.5
ROE	7.0	4.7	4.9	5.5	5.7
ROA	6.8	5.1	5.4	6.0	6.2
ROIC	12.6	8.6	9.1	10.4	10.7
안정성및기타					
부채비율(%)	23.7	18.3	18.0	16.7	15.7
이자보상배율(배)	155.3	120.5	132.5	159.3	171.2
배당성향(배)	5.7	6.3	5.8	4.9	4.5

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 투자의견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

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

업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- 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	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/03/27	Hold	130,000	5.0	20.4	18/10/30	Hold	63,000	3.0	15.4
17/07/13	Hold	115,000	11.3	33.5	19/01/10	Hold	66,000	0.2	4.4
17/10/31	Hold	135,000	5.5	17.4	19/02/01	Hold	60,000	17.5	27.7
18/04/09	Hold	150,000	-5.1	-2.0	19/04/16	Hold	70,000	-	-
18/05/10	Buy	158,000	-20.7	-14.9					
18/07/04	Buy	142,000	-24.7	-21.8					
18/07/27	Hold	115,000	-21.7	-10.9					

주: *표는 담당자 변경