

아모레G

HOLD(유지)

002790 기업분석 | 화장품

목표주가(유지)	70,000원	현재주가(04/29)	80,500원	Up/Downside	-13.0%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019.04.30

업태 변화 속에서 경쟁력 확보 필요

Comment

뷰티계열 자회사 모두 매출 감소, 투자 증가로 이익 부진: 1Q19 연결매출 16,425억원(-1.3%YoY), 영업이익 2,048억원(-26.4%YoY)으로 당사 추정 영업이익(2,382억원)과 컨센서스(2,503억원)를 하회하는 부진한 실적을 발표했다. 이니스프리, 에뛰드, 아모스프로페셔널 등 주요 자회사들의 매출이 대부분 감소했고, 이익단에서는 일부 자회사들이 해외 투자를 늘림과 동시에 매출 부진에 따른 고정비 부담 증가로 영업이익률이 급감했다. H&B채널 확장세와 온라인 브랜드들의 시장 진입이 늘면서 중저가 로드샵 브랜드들의 어려움이 지속되고 있고, 아모레퍼시픽의 럭셔리&프리미엄 브랜드들도 면세점을 제외하고는 내수 유통채널의 성장이 부재하다. 또한 중국을 비롯해 아세안 국가에서의 매출 성장률이 급격히 하향 안정세를 띠는 점은 아쉽다.

이니스프리 리뉴얼 효과 확인 필요, 브랜드 경쟁력 약한 에뛰드: 2Q19에도 해외 마케팅 비용 증가 및 출점 확대로 영업이익률 개선이 쉽지 않아 보인다. 아모레퍼시픽의 설화수를 포함해 이니스프리가 중국 3~4성급 도시를 위주로 출점에 집중하고 있으나 기존점 성장이 받쳐주지 않는 듯 보이고, 에뛰드는 브랜드 경쟁력의 열위로 국내외 매출 지체가 부진하다. 브랜드 리뉴얼이 단행되면서 변화가 예상되지만 실적 회복으로 이어질 수 있을지는 확인되기 전까지 하반기와 2020년 실적 추정치를 당분간 보수적으로 추정하는 것이 무리가 없어 보인다.

 Action

보수적인 투자 의견 유지, 트레이딩 필요: 하반기 실적 개선 기대감을 갖기엔 여전히 뷰티계열 자회사들의 실적이 너무 부진하다. 브랜드별 리뉴얼 혹은 구조조정이 본격화됨과 동시에 투자가 증가하는 시기로 이러한 액션이 실제 실적 개선으로 이어질지는 두고 볼 일이다. 타겟 베이스에 이션을 높이기에도 부담스러워 당분간 박스권 트레이딩 전략을 권한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)			(단위: 십억원 원 배 %)		Stock Data	
FYE Dec	2017	2018	2019E	2020E	2021E	52주 최저/최고 57,400/143,000원
매출액	6,029	6,078	6,265	6,655	6,879	KOSDAQ /KOSPI 741/2,179pt
(증가율)	-10.0	0.8	3.1	6.2	3.4	시가총액 66,461억원
영업이익	731	549	512	628	718	60일-평균거래량 161,178
(증가율)	-32.4	-24.9	-6.9	22.8	14.3	외국인지분율 21.3%
지배주주순이익	203	142	134	164	190	60일-외국인지분율변동추이 +0.4%p
EPS	2,429	1,701	1,595	1,968	2,284	주요주주 시경배 외 7 인 62.0%
PER (H/L)	66.5/44.1	92.9/33.7	50.5	41.0	35.3	(천원) (pt)
PBR (H/L)	4.8/3.2	4.5/1.6	2.2	2.1	2.0	아모레G(좌) KOSPI지수대비(우)
EV/EBITDA (H/L)	15.2/11.1	17.6/7.8	9.7	8.5	7.7	0 200 0 200
영업이익률	12.1	9.0	8.2	9.4	10.4	0 18/04 18/08 18/11 19/03 0
ROE	7.0	4.7	4.2	5.0	5.5	주가상승률 1M 3M 12M
						절대기준 14.0 21.2 -42.6
						상대기준 12.4 21.1 -34.8

도표 1. 아모레G 1Q19 Review

(단위: 억원 %)

	1Q19	1Q18	%YoY	4Q18	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	16,425	16,643	-1.3	13,976	17.5	17,228	-4.7	17,372	-5.5
영업이익	2,048	2,781	-26.4	164	1,148.8	2,382	-14.0	2,503	-18.2
순이익	1,638	2,160	-24.2	-205	흑전	1,950	-16.0	1,786	-8.3

자료: DB금융투자

도표 2. 아모레G 분기, 연간 실적

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	18	19E	20E
연결매출	16,643	15,537	14,626	13,976	16,425	16,141	15,514	15,339	60,782	62,648	66,548
%YoY	-10.3	10.0	3.1	4.2	-1.3	3.9	6.1	9.7	0.8	3.1	6.2
뷰티계열	17,259	16,222	15,244	14,494	17,195	16,548	15,911	15,620	63,214	65,272	69,336
%YoY	-9.9	9.4	3.7	3.6	-0.4	2.0	4.4	7.8	0.9	3.3	6.2
아모레P	14,316	13,437	12,784	12,241	14,513	13,913	13,385	13,225	52,778	55,035	58,700
%YoY	-8.8	11.5	5.7	7.4	1.4	3.5	4.7	8.0	3.0	4.3	6.7
Innisfree	1,627	1,596	1,453	1,312	1,546	1,501	1,530	1,422	5,988	5,999	6,299
%YoY	-18.0	4.0	2.9	-11.9	-5.0	-6.0	5.3	8.4	-6.7	0.2	5.0
Etude	648	571	475	488	501	483	423	420	2,182	1,826	1,735
%YoY	-20.3	-2.6	-22.6	-15.4	-22.7	-15.5	-11.0	-14.0	-15.8	-16.3	-5.0
AMOS.P	259	216	200	169	244	233	216	210	844	903	984
%YoY	0.8	4.3	-2.0	2.4	-5.8	8.0	8.0	24.1	1.3	7.0	9.0
AESTURA	282	295	229	195	275	307	240	219	1,001	1,041	1,094
%YoY	1.8	-15.2	-14.6	-21.4	-2.5	4.0	5.0	12.2	-12.3	4.0	5.1
非뷰티계열	414	410	385	422	400	441	419	526	1,631	1,786	1,992
%YoY	-7.0	22.8	4.6	0.2	-3.4	7.6	8.8	24.7	4.0	9.5	11.5
영업이익	2,780	1,703	847	164	2,048	1,481	974	616	5,495	5,118	6,283
%YoY	-26.6	30.6	-36.0	-81.8	-26.3	-13.0	15.0	275.5	-24.9	-6.9	22.8
%OPM	16.7	11.0	5.8	1.2	12.5	9.2	6.3	4.0	9.0	8.2	9.4
뷰티계열	2,760	1,728	840	195	2,103	1,508	1,008	638	5,523	5,257	6,429
%OPM	16.0	10.7	5.5	1.3	12.2	9.1	6.3	4.1	8.7	8.1	9.3
아모레P	2,359	1,458	765	238	1,866	1,308	854	577	4,820	4,606	5,679
%OPM	16.5	10.9	6.0	1.9	12.9	9.4	6.4	4.4	9.1	8.4	9.7
Innisfree	329	269	146	60	211	195	138	71	804	615	630
%OPM	20.2	16.9	10.0	4.6	13.6	13.0	9.0	5.0	13.4	10.3	10.0
Etude	-15	-61	-92	-95	-58	-63	-42	-50	-263	-213	-191
%OPM	적전	적지	적전	적지	적지						
AMOS.P	76	43	32	20	56	47	39	25	171	167	202
%OPM	29.3	19.9	16.0	11.8	23.0	20.0	18.0	12.0	20.3	18.5	20.5
AESTURA	11	24	-7	-19	28	15	17	11	9	71	98
%OPM	3.9	8.1	적전	적지	10.2	5.0	흑전	흑전	0.9	6.8	9.0
非뷰티계열	-13	3	-3	-2	17	1	16	28	-15	61	85
%OPM	-3.1	0.7	-0.8	-0.5	4.1	0.2	3.8	5.4	-0.9	3.4	4.3

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,526	2,490	2,780	3,076	3,437
현금및현금성자산	1,208	1,297	1,616	1,890	2,249
매출채권및기타채권	393	342	377	423	441
재고자산	458	498	459	509	523
비유동자산	4,809	4,898	4,978	5,086	5,209
유형자산	3,247	3,322	3,426	3,534	3,658
무형자산	761	774	774	774	774
투자자산	89	77	53	53	53
자산총계	7,335	7,387	7,758	8,162	8,646
유동부채	1,171	898	943	942	947
매입채무및기타채무	588	557	603	602	607
단기应付및단기차체	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	1,189	1,184	1,190
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	696	696	696
이익잉여금	2,423	2,546	2,654	2,792	2,957
비자본주자분	2,935	3,124	3,343	3,613	3,926
자본총계	5,932	6,242	6,570	6,978	7,456

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	590	731	773	719	865
당기순이익	490	376	353	434	503
현금유동이 없는 비용 및 수익	544	583	490	535	570
유형 및 무형자산상각비	268	311	378	388	402
영업관련자산부채변동	-145	-61	70	-71	-2
매출채권및기타채권의감소	-29	54	-35	-47	-17
재고자산의감소	17	-95	40	-50	-14
마이너스 및 기타채무의증가	-33	-15	47	-2	5
투자활동현금흐름	-244	-540	-423	-411	-477
CAPEX	-847	-437	-483	-496	-525
투자자산의순증	-42	11	24	0	0
재무활동현금흐름	-87	-102	-32	-33	-29
사채 및 차입금의 증가	14	-8	-2	-3	1
자본금 및 자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-117	-92	-26	-26	-26
기타현금흐름	-20	2	0	0	0
현금의증가	239	90	318	275	359
기초현금	969	1,208	1,297	1,616	1,890
기말현금	1,208	1,297	1,616	1,890	2,249

자료: 아모레G, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,029	6,078	6,265	6,655	6,879
매출원가	1,614	1,619	1,626	1,677	1,748
매출총이익	4,415	4,459	4,639	4,978	5,131
판관비	3,683	3,910	4,127	4,349	4,413
영업이익	731	549	512	628	718
EBITDA	1,000	860	890	1,017	1,120
영업외손익	-33	-14	-19	-14	-9
금융순익	21	26	28	33	38
투자순익	1	1	1	1	1
기타영업외손익	-55	-41	-48	-48	-48
세전이익	698	535	493	614	710
증단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	490	376	353	434	503
자비주주지분순이익	203	142	134	164	190
비자비주주지분순이익	287	234	220	270	313
총포괄이익	481	402	353	434	503
증감률(%YoY)					
매출액	-10.0	0.8	3.1	6.2	3.4
영업이익	-32.4	-24.9	-6.9	22.8	14.3
EPS	-42.8	-30.0	-6.3	23.4	16.1

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

주요 투자지표

12월 결산(원 %, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	2,429	1,701	1,595	1,968	2,284
BPS	33,714	35,082	36,293	37,851	39,702
DPS	360	310	310	310	310
Multiple(배)					
P/E	58.1	42.7	50.5	41.0	35.3
P/B	4.2	2.1	2.2	2.1	2.0
P/C	5	EV/EBITDA	13.8	9.3	8.5
영업이익률	12.1	9.0	8.2	9.4	10.4
EBITDA마진	16.6	14.2	14.2	15.3	16.3
순이익률	8.1	6.2	5.6	6.5	7.3
ROE	7.0	4.7	4.2	5.0	5.5
ROA	6.8	5.1	4.7	5.5	6.0
ROIC	12.6	8.6	7.9	9.4	10.4
안정성 및 기타					
부채비율(%)	23.7	18.3	18.1	17.0	16.0
이자보상배율(배)	155.3	120.5	115.0	143.0	164.3
배당성향(배)	5.7	6.3	6.7	5.5	4.7

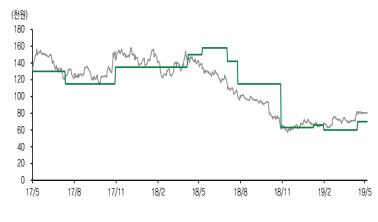
1년간 투자의견 비율 (2019-01~07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

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

- 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 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
17/03/27	Hold	130,000	5.0	18/10/30	Hold	63,000	3.0 15.4
17/07/13	Hold	115,000	11.3	19/01/10	Hold	66,000	0.2 4.4
17/10/31	Hold	135,000	5.5	19/02/01	Hold	60,000	17.9 36.5
18/04/09	Hold	150,000	-5.1	19/04/16	Hold	70,000	- -
18/05/10	Buy	158,000	-20.7	18/07/04	Buy	142,000	-24.7 -21.8
18/07/04	Buy	142,000	-24.7	18/07/27	Hold	115,000	-21.7 -10.9

주: *표는 담당자 변경