

## 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 국내의 매출 자체가 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 밸류에이션을 높이 기에도 부담스러운 당분간 박스권 트레이딩 전략을 권한다.

## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	6,029	6,078	6,265	6,655	6,879
(증가율)	-10.0	0.8	3.1	6.2	3.4
영업이익	731	549	512	628	718
(증가율)	-32.4	-24.9	-6.9	22.8	14.3
지배주주순이익	203	142	134	164	190
EPS	2,429	1,701	1,595	1,968	2,284
PER (H/L)	66.5/44.1	92.9/33.7	50.5	41.0	35.3
PBR (H/L)	4.8/3.2	4.5/1.6	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA (H/L)	15.2/11.1	17.6/7.8	9.7	8.5	7.7
영업이익률	12.1	9.0	8.2	9.4	10.4
ROE	7.0	4.7	4.2	5.0	5.5

## Stock Data

52주 최저/최고	57,400/143,000원
KOSDAQ /KOSPI	741/2,179pt
시가총액	66,461억원
60일-평균거래량	161,178
외국인지분율	21.3%
60일-외국인지분율변동추이	+0.4%p
주요주주	서경배 외 7인 62.0%



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	적지	적지	적지	적지	적지	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
단기차입금및담보대출	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
비지배주주지분	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
현금유출이없는비용및수익	544	583	490	535	570
유형및무형자산상각비	268	311	378	388	402
영업관련자산부채변동	-145	-61	70	-71	-2
매출채권및기타채권의감소	-29	54	-35	-47	-17
재고자산의감소	17	-95	40	-50	-14
매입채무및기타채무의증가	-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
사채및장기차입금의 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	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
판매비	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
금융손익	21	26	28	33	38
투자손익	1	1	1	1	1
기타영업외손익	-55	-41	-48	-48	-48
세전이익	698	535	493	614	710
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	490	376	353	434	503
지배주주지분순이익	203	142	134	164	190
비지배주주지분순이익	287	234	220	270	313
총포괄이익	481	402	353	434	503
총감률(%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 적용으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(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
EV/EBITDA	13.8	9.3	9.7	8.5	7.7
수익성(%)					
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
ROC	12.6	8.6	7.9	9.4	10.4
안정성및기타					
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

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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 기재된 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 것이나 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 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

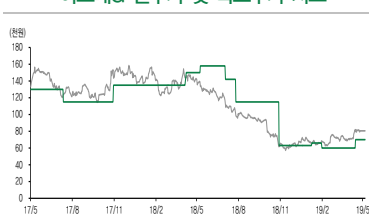
■ 기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- 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
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	17.9 36.5
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