

아모레G (002790)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	HOLD (M)
목표주가	72,000원 (M)
현재주가 (4/29)	80,500원
상승여력	-11%

시기총액	68,718억원
총발행주식수	88,901,950주
60일 평균 거래대금	118억원
60일 평균 거래량	162,166주
52주 고	143,000원
52주 저	57,400원
외인지분율	21.33%
주요주주	서경배 외 7 인 61.96%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	15.7	22.5	(42.1)
상대	11.7	20.7	(34.9)
절대(달력환산)	13.3	18.1	(46.2)

증가 브랜드의 부진 지속

투자의견 Hold, 목표주가 72,000원 유지

아모레G에 대한 투자의견 Hold, 목표주가 72,000원을 유지한다. 목표주가 72,000원은 주요 자회사 가치 합을 통해 산출하였으며, 12mF EPS 기준 Target P/E 32x 수준이다. 아모레G의 주요 자회사 실적부진은 여전하다. 아모레퍼시픽은 국내외 수요 부진영향으로 내수의 경우 채널 재정비, 중국에서는 브랜드 투자 확대를 본격화 하고 있다. 원브랜드샵 채널의 이니스프리와 에뛰드는 H&B채널 및 이커머스에서의 인디브랜드 확대로 구조적으로 수요약세가 이어지고 있다. 일부 비효율 매장 축소를 진행하나, 아직 까지는 매출 하락에 의한 수익성 악화가 우세한 상황이다. 여전히 보수적인 시각 유지하며, 유일한 기대는 히트제품 탄생을 통한 내수 수요 자극 및 유커의 유입이다.

1Q19 Review: 증가 브랜드의 부진 지속

아모레G의 1분기 실적은 연결 매출 1조 6,425억원(YoY-1%), 영업이익 2,048억원(YoY-26%), 영업이익률 13%(YoY-4.2%p) 달성하며 컨센서스 영업이익 2,472억원 대비 10% 하회하는 실적을 기록했다. 하회의 원인은 주요 계열사의 수요 부진에 따른 손익 악화 영향이다.

▶아모레퍼시픽은 전년동기비 매출 1% 성장하고, 영업이익은 21% 감소했다. 면세점 매출은 3,669억원으로 전년동기비 15%, 전분기비 17% 성장했으나, 아리따움, 방판 등을 포함한 순수 내수 채널이 전년동기비 8% 감소하며 점유율 약세가 지속 중이다. 중국 화장품 시장은 10% 성장하나, 중국법인은 이니스프리의 수요 부진으로 한자리수 성장에 그치며 점유율이 하락했다. 설화수와 헤라의 매출성장률은 30-40% 수준으로 비중이 아직은 낮으나 고성장 달성 중이다.

▶이니스프리는 전년동기비 매출 5% 감소하고, 영업이익 36% 감소했다. 로드샵과 면세 채널이 20% 이상 감소하며 수요 약세가 지속되었으며, 온라인 매출은 가맹점과 수익배분하는 영향으로 10% 수준의 매출 감소가 이어졌다. 수출의 경우 전년동기비 30% 성장하며 유일하게 성장했다. 내수 약세가 이어지는 가운데, 현지 수요 약세가 면세점에서의 매출 감소로 이어지는 것으로 파악된다. 수요 부진으로 매출총이익률 축소(66%, -3%p yoy), 판관비율 확대(53%, +3%p yoy)되어 영업이익률(14%, -6%p yoy) 하락이 지속되었다.

▶에뛰드는 전년동기비 매출 23% 감소하고, 영업손실 58억원 기록하며 수익성이 악화되었다. 브랜드 수요 부진이 전채널에서 이어지고 있다. 면세/로드샵/온라인/할인점/수출 등에서 매출이 두자리수 감소가 이어졌다. 브랜드 수요 부진이 이어짐에 따라, 로드샵 일부 철수 수순에 들어간 것으로 보인다. 전년동기비 18% 축소되어 1분기 기준으로 국내 로드샵 매장은 365개 수준으로 낮아졌다. 수요 부진에 따른 판촉 확대로 매출총이익률 축소(55%, -3%p yoy)가 지속 중이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	16,425	-1.3	17.5	17,317	-5.1
영업이익	2,049	-26.3	1,149.1	2,472	-17.1
세전계속사업이익	2,066	-27.5	흑전	2,550	-19.0
지배순이익	793	-11.1	흑전	720	10.2
영업이익률 (%)	12.5	-4.2 %pt	+11.3 %pt	14.3	-1.8 %pt
지배순이익률 (%)	4.8	-0.6 %pt	흑전	4.2	+0.6 %pt

자료: 유안타증권

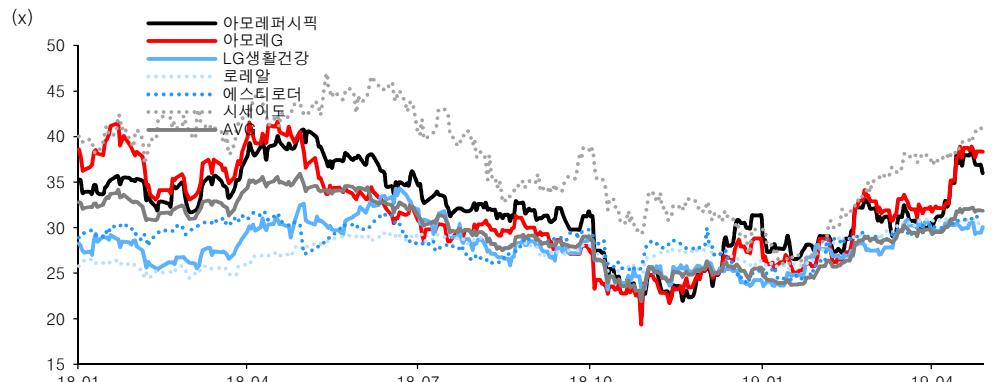
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	60,291	60,782	63,490	67,604
영업이익	7,315	5,495	5,452	6,249
지배순이익	2,026	1,423	1,881	1,922
PER	54.8	64.5	36.1	35.3
PBR	3.7	2.9	2.0	1.9
EV/EBITDA	13.1	13.0	10.5	9.4
ROE	7.0	4.7	5.8	5.7

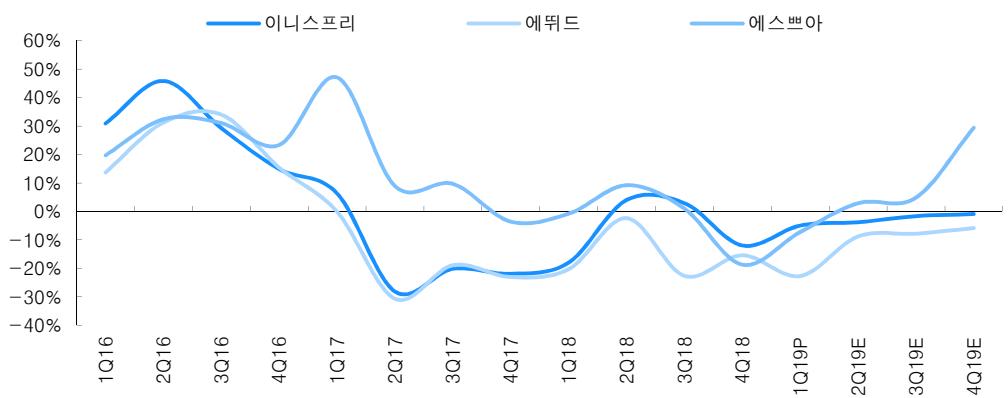
자료: 유안타증권

[그림 1] 글로벌 주요 화장품 기업 FW P/E Chart



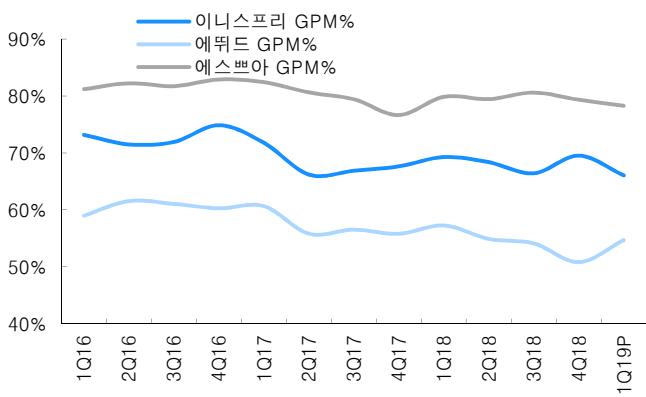
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 원브랜드샵 자회사 매출 성장률



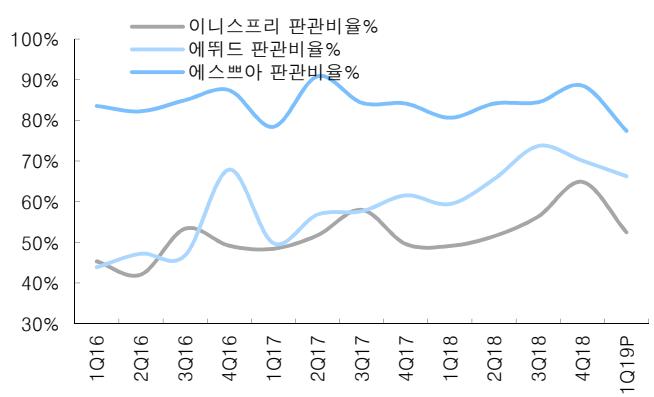
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 원브랜드샵 자회사 매출총이익률 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 원브랜드샵 자회사 판관비율 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[표 1] 아모레 G 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

		2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F
매출액		6,029.1	6,078.2	6,349.0	1,664.3	1,553.7	1,462.6	1,397.6	1,642.5	1,609.4	1,570.2	1,527.0
아모레퍼시픽		5,123.8	5,277.8	5,619.4	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.2	1,451.3	1,421.8	1,392.0	1,354.2
이니스프리		642.1	598.8	595.6	162.7	159.6	145.3	131.2	154.6	152.4	151.1	137.5
에뛰드		259.0	218.3	165.6	64.8	57.2	47.5	48.8	50.1	42.5	35.6	37.4
아모스프로페셔널		83.3	84.4	87.2	25.9	21.6	20.0	16.9	24.4	23.4	21.4	18.1
에스트라		114.1	100.1	106.2	28.2	29.5	22.9	19.5	27.5	32.5	25.2	21.1
비화장품		156.8	163.1	168.2	41.4	41.0	38.5	42.2	40.0	39.7	41.8	46.7
% YoY	매출액	-10%	1%	4%	-10%	10%	3%	4%	-1%	4%	7%	9%
	아모레퍼시픽	-9%	3%	6%	-9%	12%	6%	7%	1%	6%	9%	11%
	이니스프리	-16%	-7%	-1%	-18%	4%	3%	-12%	-5%	-5%	4%	5%
	에뛰드	-18%	-16%	-24%	-20%	-2%	-23%	-15%	-23%	-26%	-25%	-23%
	아모스프로페셔널	5%	1%	3%	1%	4%	-2%	2%	-6%	8%	7%	7%
	에스트라	10%	-12%	6%	2%	-15%	-15%	-21%	-2%	10%	10%	8%
	비화장품	-15%	4%	3%	-7%	23%	5%	0%	-3%	-3%	8%	11%
매출총이익		4,414.9	4,459.5	4,622.8	1,233.9	1,147.6	1,071.6	1,006.4	1,199.6	1,186.7	1,131.5	1,105.1
판매관리비		3,683.4	3,910.0	4,077.6	955.8	977.3	986.9	990.0	994.7	1,044.3	1,014.3	1,024.4
영업이익		731.5	549.5	545.2	278.1	170.3	84.7	16.4	204.8	142.4	117.2	80.7
아모레퍼시픽		596.4	482.0	500.1	235.9	145.8	76.5	23.8	186.6	120.1	112.3	81.1
이니스프리		107.9	80.4	59.3	32.9	26.9	14.6	6.0	21.1	21.1	10.6	6.4
에뛰드		4.2	(26.3)	(27.4)	(1.5)	(6.1)	(9.2)	(9.5)	(5.8)	(6.2)	(8.7)	(6.7)
아모스프로페셔널		17.6	17.1	15.4	7.6	4.3	3.2	2.0	5.6	4.8	3.5	1.5
에스트라		3.3	0.9	3.3	1.1	2.4	(0.7)	(1.9)	2.8	2.6	(0.9)	(1.2)
비화장품		(4.7)	(1.5)	1.5	(1.3)	0.3	(0.3)	(0.2)	1.7	0.0	0.3	(0.4)
% YoY	영업이익	-32%	-25%	-1%	-27%	31%	-36%	-82%	-26%	-16%	38%	392%
	아모레퍼시픽	-30%	-19%	4%	-26%	44%	-24%	-69%	-21%	-18%	47%	241%
	이니스프리	-45%	-25%	-26%	-29%	21%	-29%	-68%	-36%	-22%	-27%	7%
	에뛰드	-86%	적전	적지	적전	적지						
	아모스프로페셔널	9%	-3%	-10%	4%	-2%	-30%	54%	-26%	11%	10%	-24%
	에스트라	57%	-73%	269%	-8%	-14%	적전	적지	157%	8%	적지	적지
	비화장품	적전	적지	흑전	적지	흑전	적지	적전	흑전	흑전	적지	적지
당기순이익		489.6	376.3	444.3	216.0	126.9	53.8	-20.5	163.8	115.3	78.3	87.0
지배주주순이익		202.6	142.3	188.1	89.2	49.4	20.9	-17.2	79.3	44.7	30.4	33.7
% Margin	매출총이익률	73%	73%	73%	74%	74%	73%	72%	73%	74%	72%	72%
	영업이익	12%	9%	9%	17%	11%	6%	1%	12%	9%	7%	5%
	아모레퍼시픽	12%	9%	9%	16%	11%	6%	2%	13%	8%	8%	6%
	이니스프리	17%	13%	10%	20%	17%	10%	5%	14%	14%	7%	5%
	에뛰드	2%	-12%	-17%	-2%	-11%	-19%	-19%	-12%	-15%	-24%	-18%
	아모스프로페셔널	21%	20%	18%	29%	20%	16%	12%	23%	20%	17%	8%
	에스트라	3%	1%	3%	4%	8%	-3%	-10%	10%	8%	-3%	-6%
	비화장품	-3%	-1%	1%	-3%	1%	-1%	0%	4%	0%	1%	-1%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 연간 실적 변동표

(단위: 십억원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	6,647	7,192	6,349	6,760	-4%	-6%
영업이익	647	751	545	625	-16%	-17%
영업이익률	10%	10%	9%	9%	-1%p	-1%p
지배주주순이익	196	226	188	192	-4%	-15%
순이익률	3%	3%	3%	3%	0%p	0%p
EPS	2,320	2,685	2,232	2,283	-4%	-15%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 아모레 G SOTP Valuation

(단위: 십억원)

	가치	지분율	장부가	2019년 매출액	2019년 순이익	비고
아모레퍼시픽(보통주+우선주) (A)	4,004					
아모레퍼시픽	3,865	35		5,616	359	아모레퍼시픽 지분율 반영, 20% 할인
아모레퍼시픽(우)	139	14				시가총액에 지분율 적용, 20% 할인
주요 계열사 가치(B)	1,038					
이니스프리 가치	738	82	16	599	47	2019년 순이익, PER 20배, 지분율
아모스프로페셔널 가치	247	100	24	84	12	2019년 순이익, PER 20배, 지분율
에스트라 가치	53	100	66	100	3	2018년 순이익, PER 20배, 지분율
기타 계열사 가치(C)	194					
퍼시픽글라스	43		43		1	PBR 1배
퍼시픽패키지	36		36		6	PBR 1배
오설록농장(구.장원)	72		42		1	PBR 1배
코스비전	74		74		5	PBR 1배
유형자산(D)	15					4Q18 별도기준
순현금(E)	298					4Q18 별도기준
소계(A)+(B)+(C)+(D)+(E)	5,560					
주식수(F, 천주)	76,908					자기주식수 감안
주당 적정가 (A)+(B)+(C)+(D)+(E)/(F)	72,000					
12M Fwd Implied PER(X)	32					

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레 G (002790) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	60,291	60,782	63,490	67,604	71,022
매출원가	16,141	16,187	17,262	17,992	18,306
매출총이익	44,149	44,595	46,228	49,612	52,715
판관비	36,834	39,100	40,776	43,363	45,410
영업이익	7,315	5,495	5,452	6,249	7,305
EBITDA	9,998	8,605	7,905	8,430	9,244
영업외손익	-332	-146	355	361	644
외환관련손익	-292	63	66	66	66
이자손익	209	234	240	247	530
관계기업관련손익	11	9	9	9	9
기타	-261	-453	39	39	39
법인세비용차감전순손익	6,983	5,348	5,807	6,610	7,950
법인세비용	2,088	1,586	1,363	1,653	1,987
계속사업순손익	4,895	3,763	4,443	4,958	5,962
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	4,895	3,763	4,443	4,958	5,962
지배지분순이익	2,026	1,423	1,881	1,922	2,312
포괄순이익	4,813	4,016	4,696	5,211	6,215
지배지분포괄이익	2,024	1,511	1,767	1,961	2,339

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	25,260	24,896	30,682	36,124	42,081
현금및현금성자산	12,077	12,975	18,902	23,798	29,301
매출채권 및 기타채권	3,930	3,418	3,517	3,726	3,900
재고자산	4,576	4,983	5,205	5,542	5,822
비유동자산	48,092	48,977	46,280	44,100	42,162
유형자산	32,470	33,216	30,763	28,583	26,645
관계기업등 지분관련자산	50	48	48	48	48
기타투자자산	835	724	480	480	480
자산총계	73,352	73,874	76,962	80,224	84,242
유동부채	11,708	8,976	8,184	8,122	8,038
매입채무 및 기타채무	5,883	5,565	5,624	5,664	5,682
단기차입금	1,781	1,694	1,593	1,491	1,389
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,324	2,473	2,473	2,473	2,473
장기차입금	429	447	447	447	447
사채	0	0	0	0	0
부채총계	14,033	11,449	10,656	10,595	10,510
자베지분	29,973	31,188	33,127	34,788	36,838
자본금	445	445	445	445	445
자본잉여금	6,956	6,956	6,956	6,956	6,956
이익잉여금	24,226	25,458	27,080	28,488	30,285
비자베지분	29,347	31,236	33,178	34,841	36,894
자본총계	59,320	62,425	66,306	69,629	73,732
순차입금	-11,847	-13,084	-19,114	-24,111	-29,716
총차입금	2,210	2,141	2,039	1,938	1,836

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	5,897	7,307	7,656	7,693	8,525
당기순이익	4,895	3,763	4,443	4,958	5,962
감가상각비	2,683	3,110	2,453	2,181	1,938
외환손익	133	-63	-66	-66	-66
증속,관계기업관련손익	0	0	-9	-9	-9
자산부채의 증감	-1,450	-612	-345	-551	-481
기타현금흐름	-363	1,109	1,180	1,180	1,180
투자활동 현금흐름	-2,435	-5,404	-3,228	-2,179	-172
투자자산	1,668	-132	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-8,466	-4,369	-2,913	-1,942	0
유형자산 감소	39	23	0	0	0
기타현금흐름	4,324	-927	-316	-237	-172
재무활동 현금흐름	-873	-1,024	-982	-981	-981
단기차입금	284	-102	-102	-102	-102
사채 및 장기차입금	4	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,174	-922	-880	-879	-879
기타현금흐름	13	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	-203	19	2,481	363	-1,869
현금의 증감	2,386	898	5,927	4,896	5,503
기초 현금	9,690	12,077	12,975	18,902	23,798
기말 현금	12,077	12,975	18,902	23,798	29,301
NOPLAT	7,315	5,495	5,452	6,249	7,305
FCF	-2,105	1,995	3,367	4,375	6,936

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

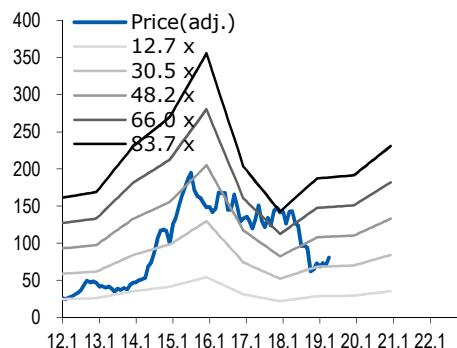
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	2,429	1,701	2,232	2,283	2,755
BPS	35,986	37,446	39,929	41,930	44,401
EBITDAPS	11,246	9,679	8,892	9,482	10,398
SPS	67,817	68,369	71,416	76,043	79,888
DPS	360	310	310	310	310
PER	54.8	64.5	36.1	35.3	29.2
PBR	3.7	2.9	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	13.1	13.0	10.5	9.4	8.2
PSR	2.0	1.6	1.1	1.1	1.0

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	-10.0	0.8	4.5	6.5	5.1
영업이익 증가율 (%)	-32.4	-24.9	-0.8	14.6	16.9
지배순이익 증가율 (%)	-40.8	-29.8	32.2	2.2	20.3
매출총이익률 (%)	73.2	73.4	72.8	73.4	74.2
영업이익률 (%)	12.1	9.0	8.6	9.2	10.3
지배순이익률 (%)	3.4	2.3	3.0	2.8	3.3
EBITDA 마진 (%)	16.6	14.2	12.5	12.5	13.0
ROIC	13.4	9.2	9.9	11.5	14.0
ROA	2.8	1.9	2.5	2.4	2.8
ROE	7.0	4.7	5.8	5.7	6.5
부채비율 (%)	23.7	18.3	16.1	15.2	14.3
순차입금/자기자본 (%)	-39.5	-42.0	-57.7	-69.3	-80.7
영업이익/금융비용 (배)	155.3	120.5	125.6	151.5	186.9

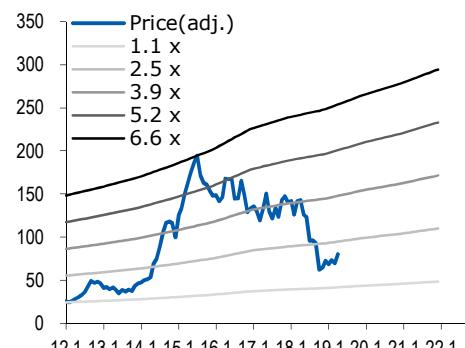
P/E band chart

(천원)



P/B band chart

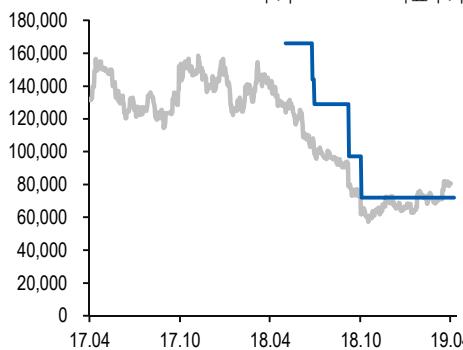
(천원)



아모레 G (002790) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)

주가 ————— 목표주가



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-04-30	HOLD	72,000	1년		
2018-10-30	HOLD	72,000	1년		
2018-10-05	HOLD	97,000	1년	-23.63	-
2018-07-27	BUY	129,000	1년	-25.75	-20.54
2018-07-23	BUY	144,000	1년	-26.74	-25.00
2018-05-30	BUY	166,000	1년	-29.14	-20.78
답당자 변경					
2017-05-02	1년 경과 이후			1년	-31.15
2016-05-02	BUY	200,000	1년	-29.80	-12.75

자료: 유안타증권

주: 괴리를 $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.1
Hold(중립)	13.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-28

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.