

2019. 8. 1



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6454-4873

jihye.yang@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월) 67,000 원

현재주가 (7.31) 57,500 원

상승여력 16.5%

KOSPI 2,024.55pt

시가총액 47,413억원

발행주식수 8,246만주

유동주식비율 30.51%

외국인비중 21.92%

52주 최고/최저가 102,500원/57,400원

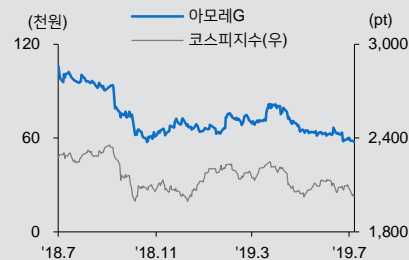
평균거래대금 75.4억원

주요주주(%)

서경배 외 8 인 61.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.7	-16.1	-40.0
상대주가	-2.9	-8.6	-32.0

주가그래프



아모레G 002790

크게 부진했지만 일부 긍정적 변화 감지

- ✓ 2Q 자회사 아모레퍼시픽의 마케팅 비용 증가로 시장 컨센서스 대폭 하회
- ✓ 오프라인 구조조정과 신채널 공략으로 에스쁘아와 에스트라 실적 턴어라운드
- ✓ 이니스프리와 에뛰드하우스 중심으로 당분간 실적 부진 불가피할 전망
- ✓ 적극적으로 신채널을 공략하고 있는 자회사들의 점진적인 기업가치 확대 기대
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 67,000원으로 하향

2Q 시장 컨센서스 크게 하회

아모레G의 2분기 실적은 매출액 1조 5,689억원 (+1.0% YoY)와 영업이익 1,104억원 (-35.2% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1조 5,903억원, 영업이익 1,464억원) 대비 크게 하회했다. 자회사 아모레퍼시픽 등의 브랜드 리빌딩을 위한 마케팅 비용이 +29.4% YoY 증가하면서 영업이익이 예상치를 대폭 하회했다. 이니스프리는 매출액 1,476억원 (-7.5% YoY), 영업이익 192억원 (-28.6% YoY)을 기록했다.

오프라인 구조조정과 신채널 공략으로 에스쁘아와 에스트라 턴어라운드

멀티브랜드 채널 확장을 가속화하면서 2분기 에스쁘아와 에스트라가 호실적을 나타냈다. 에스쁘아는 직영점을 축소하고 올리브영 입점과 신제품 출시 효과로 매출액이 +15% YoY 증가하고 1분기에 이어 2분기 영업이익이 소폭 흑자로 전환되었다. 에스트라 또한 올리브영 입점 확대와 함께 디지털 커뮤니케이션 강화로 브랜드 인지도가 상승하면서 매출액이 +25.1% YoY, 영업이익은 +103% YoY 증가했다. 에뛰드하우스는 로드샵 재정비로 매출액이 -20.3% YoY 감소했지만 영업손실은 2018년 2분기 -61억원에서 2019년 2분기 -32억원으로 축소되었다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 67,000원으로 하향

아모레G에 대해 투자의견 Trading Buy를 유지하고 적정주가를 75,000원에서 67,000원으로 하향한다. 적정주가는 상장 자회사 및 비상장 자회사의 영업가치에 자산가치의 합으로 산출하였다. 이니스프리와 에뛰드하우스 중심으로 당분간 실적 부진이 불가피하겠지만 적극적으로 신채널을 공략하고 있는 에스트라와 에스쁘아, 아모스프로페셔널 등의 기업가치가 점진적으로 확대될 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	6,029.1	731.5	202.6	2,429	-41.6	33,714	58.1	4.2	13.8	7.0	23.7
2018	6,078.2	549.5	142.3	1,701	-23.2	35,082	42.7	2.1	9.3	4.7	18.3
2019E	6,163.1	431.8	152.2	1,822	-15.3	36,506	31.6	1.6	9.5	4.8	22.1
2020E	6,525.9	516.9	176.7	2,116	17.9	38,176	27.2	1.5	8.3	5.3	21.3
2021E	6,917.5	594.9	201.3	2,412	16.4	40,091	23.8	1.4	7.4	5.8	20.5

표1 아모레G 2Q19 Earnings Review

(십억원)	2Q19P	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,568.9	1,553.7	1.0	1,642.5	-4.5	1,535.6	2.2	1,590.3	-1.3
영업이익	110.4	170.3	-35.2	204.8	-46.1	103.9	6.3	146.4	-24.6
지배주주순이익	35.6	49.4	-27.9	78.8	-54.8	24.1	47.7	41.0	-13.2
영업이익률 (%)	7.0			12.5		6.8		9.2	-2.2%p
지배주주순이익률 (%)	2.3			4.8		1.6		2.6	-0.3%p

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	6,291.8	6,749.8	6,163.1	6,525.9	-2.0	-3.3
영업이익	559.0	630.5	431.8	516.9	-22.8	-18.0
지배주주순이익	164.8	194.0	152.2	176.7	-7.6	-8.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 아모레G SOTP Valuation

(십억원)	(A)	(B)	(C)	비고
아모레퍼시픽	170,000	20,695,860	3,518.3	적정주가 170,000원 * 주식수
상장사가치			2,462.8	30% 할인
이니스프리	44.6	24	1,070.4	2019년 예상 순이익 * 목표 PER 24배
에뛰드하우스	-10.1	24	0.0	2019년 예상 순이익 * 목표 PER 24배
아모스프로페셔널	11.5	27	304.8	2019년 예상 순이익 * 목표 PER 27배
에스트라	6.4	27	169.6	2019년 예상 순이익 * 목표 PER 27배
퍼시픽글라스			42.6	
퍼시픽패키지			35.9	
장원 (오설록농장)			42.2	
코스비전			53.6	
기타			21.8	
비상장사가치			1,740.9	
자회사가치 합			4,203.7	
유형자산가치			416.0	투자부동산
순현금			295.0	2019년 1분기 개별기준
NAV (십억원)			4,914.7	
주식수 (백만주)			7.4	자사주 제외
적정주가 (원)			66,414	
메리츠증권 적정주가			67,000	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 아모레G 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	6,029.2	1,664.3	1,553.7	1,462.6	1,397.6	6,078.2	1,642.5	1,568.9	1,511.9	1,439.8	6,163.1
증가율 (% YoY)	-10.0	-10.3	10.0	3.1	4.1	0.8	-1.3	1.0	3.4	3.0	1.4
매출원가	1,614.2	430.4	406.1	391.1	391.2	1,618.8	442.9	409.2	400.6	388.8	1,641.5
증가율 (% YoY)	-1.6	-3.7	2.2	-2.9	6.6	0.3	2.9	0.8	2.4	-0.6	1.4
매출원가율 (%)	26.8	25.9	26.1	26.7	28.0	26.6	27.0	26.1	26.5	27.0	26.6
매출총이익	4,414.9	1,233.9	1,147.6	1,071.6	1,006.4	4,459.5	1,199.6	1,159.7	1,111.2	1,051.1	4,521.6
증가율 (% YoY)	-12.7	-12.4	13.0	5.5	3.2	1.0	-2.8	1.1	3.7	4.4	1.4
매출총이익률 (%)	73.2	74.1	73.9	73.3	72.0	73.4	73.0	73.9	73.5	73.0	73.4
판매비	3,683.4	955.8	977.3	986.9	990.0	3,910.0	994.7	1,049.2	1,029.4	1,016.5	4,089.8
증가율 (% YoY)	-7.3	-7.2	10.4	11.7	11.9	6.2	4.1	7.4	4.3	2.7	4.6
판매비중 (%)	61.1	57.4	62.9	67.5	70.8	64.3	60.6	66.9	68.1	70.6	66.4
Personnel (인건비)	539.9	136.5	154.6	169.2	114.2	574.5	145.5	153.9	172.6	119.9	591.9
증가율 (% YoY)	3.9	-10.0	16.7	14.8	5.4	6.4	6.6	-0.5	2.0	5.0	3.0
매출대비 (%)	9.0	8.2	10.0	11.6	8.2	9.5	8.9	9.8	11.4	8.3	9.6
A&P (광고판매촉비)	633.8	152.6	162.7	171.7	205.4	692.4	175.3	210.6	188.9	215.7	790.4
증가율 (% YoY)	-5.0	-2.2	-4.4	20.3	24.6	9.2	14.9	29.4	10.0	5.0	14.2
매출대비 (%)	10.5	9.2	10.5	11.7	14.7	11.4	10.7	13.4	12.5	15.0	12.8
Commission (수수료)	1,486.3	407.8	394.8	387.7	384.9	1,575.2	396.0	395.6	391.6	392.6	1,575.8
증가율 (% YoY)	-14.8	-12.8	20.0	12.3	11.7	6.0	-2.9	0.2	1.0	2.0	0.0
매출대비 (%)	24.7	24.5	25.4	26.5	27.5	25.9	24.1	25.2	25.9	27.3	25.6
기타	1,023.4	258.9	265.2	258.3	285.5	1,067.9	277.9	289.1	276.4	288.4	1,131.7
증가율 (% YoY)	-1.9	1.7	4.7	4.0	6.9	4.3	7.3	9.0	7.0	1.0	6.0
영업이익	731.5	278.1	170.3	84.7	16.4	549.5	204.8	110.4	81.8	34.5	431.8
증가율 (% YoY)	-32.4	-26.5	30.6	-36.0	-81.8	-24.9	-26.4	-35.2	-3.4	110.6	-21.4
영업이익률 (%)	12.1	16.7	11.0	5.8	1.2	9.0	12.5	7.0	5.4	2.4	7.0

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

표5 아모레G 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	6,029.2	1,664.3	1,553.7	1,462.6	1,397.6	6,078.2	1,642.5	1,568.9	1,511.9	1,439.8	6,163.1
증가율 (% YoY)	-10.0	-10.3	10.0	3.1	4.1	0.8	-1.3	1.0	3.4	3.0	1.4
Amorepacific											
매출액	5,123.9	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	5,277.8	1,451.3	1,393.1	1,345.2	1,315.6	5,505.2
증가율(% YoY)	-9.2	-8.8	11.5	5.7	7.4	3.0	1.4	3.7	5.2	7.5	4.3
영업이익	596.4	235.9	145.8	76.5	23.8	482.0	186.6	87.8	77.1	46.9	398.4
증가율(% YoY)	-29.7	-25.5	43.5	-24.3	-69.1	-19.2	-20.9	-39.8	0.8	97.1	-17.3
영업이익률(%)	11.6	16.5	10.9	6.0	1.9	9.1	12.9	6.3	5.7	3.6	7.2
Etude											
매출액	259.0	64.8	57.2	47.5	48.8	218.3	50.1	45.6	40.4	43.9	180.0
증가율(% YoY)	-18.2	-20.3	-2.4	-22.6	-15.4	-15.7	-22.7	-20.3	-15.0	-10.0	-17.5
영업이익	4.2	-1.5	-6.1	-9.2	-9.5	-26.3	-5.8	-3.2	-5.0	-5.0	-19.0
증가율(% YoY)	-85.8	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률(%)	1.6	-2.3	-10.7	-19.4	-19.5	-12.0	-11.6	-7.0	-12.4	-11.4	-10.6
Espoir											
매출액	43.2	12.4	10.7	10.3	8.7	42.1	11.5	12.3	11.5	9.6	44.9
증가율(% YoY)	14.0	-0.8	9.2	1.0	-18.7	-2.5	-7.3	15.0	12.0	10.0	6.7
영업이익	-1.8	0.0	-0.5	-0.4	-0.9	-1.8	0.1	0.5	0.3	0.5	1.4
증가율(% YoY)	적지	N/A	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전
영업이익률(%)	-4.2	0.0	-4.7	-3.9	-10.3	-4.3	0.4	4.1	2.6	5.2	3.0
Innisfree											
매출액	642.1	162.7	159.6	145.3	131.2	598.8	154.6	147.6	149.7	137.8	589.6
증가율(% YoY)	-16.4	-18.0	4.0	2.9	-11.9	-6.7	-5.0	-7.5	3.0	5.0	-1.5
영업이익	107.9	32.9	26.9	14.6	6.0	80.4	21.1	19.2	12.4	5.4	58.1
증가율(% YoY)	-45.1	-28.9	21.2	-28.8	-68.3	-25.5	-35.9	-28.6	-15.0	-10.0	-27.7
영업이익률(%)	16.8	20.2	16.9	10.0	4.6	13.4	13.6	13.0	8.3	3.9	9.9
AMOS Professional											
매출액	83.3	25.9	21.6	20.0	16.9	84.4	24.4	21.4	20.4	17.4	83.6
증가율(% YoY)	5.2	0.8	4.3	-2.0	2.4	1.3	-5.8	-0.9	2.0	3.0	-0.9
영업이익	17.6	7.6	4.3	3.2	2.0	17.1	5.6	4.0	3.0	2.0	14.6
증가율(% YoY)	9.3	4.1	-2.3	-30.4	53.8	-2.8	-26.3	-7.0	-5.0	-2.0	-14.6
영업이익률(%)	21.1	29.3	19.9	16.0	11.8	20.3	23.0	18.7	14.9	11.3	17.5
Aestura											
매출액	114.1	28.2	29.5	22.9	19.5	100.1	27.5	36.9	27.7	24.4	116.5
증가율(% YoY)	10.3	1.8	-15.2	-14.6	-21.4	-12.3	-2.5	25.1	21.0	25.0	16.4
영업이익	3.3	1.1	2.4	-0.7	-1.9	0.9	2.8	4.8	0.7	-0.5	7.8
증가율(% YoY)	57.1	-8.3	-14.3	적전	적지	-72.7	154.5	103.0	흑전	적지	766.7
영업이익률(%)	2.9	3.9	8.1	-3.1	-9.7	0.9	10.2	13.0	2.5	-2.1	6.7

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

아모레 G (002790)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,029.1	6,078.2	6,163.1	6,525.9	6,917.5
매출액증가율 (%)	-10.0	0.8	1.4	5.9	6.0
매출원가	1,614.1	1,618.7	1,641.5	1,729.3	1,826.2
매출총이익	4,414.9	4,459.5	4,521.6	4,796.6	5,091.3
판매관리비	3,683.4	3,910.0	4,089.8	4,279.7	4,496.4
영업이익	731.5	549.5	431.8	516.9	594.9
영업이익률	12.1	9.0	7.0	7.9	8.6
금융손익	21.0	25.8	22.5	23.8	31.2
종속/관계기업손익	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0
기타영업외손익	-55.2	-41.3	-10.0	-10.0	-10.0
세전계속사업이익	698.3	534.8	445.3	531.8	617.1
법인세비용	208.8	158.6	126.1	155.8	179.5
당기순이익	489.6	376.3	319.1	376.0	437.6
지배주주지분 순이익	202.6	142.3	152.2	176.7	201.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	589.8	730.7	630.7	683.0	742.7
당기순이익(손실)	489.6	376.3	319.1	376.0	437.6
유형자산상각비	268.3	311.0	313.5	311.8	310.3
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-145.0	-61.2	-1.9	-4.8	-5.3
투자활동 현금흐름	-243.5	-540.4	-798.0	-316.6	-317.9
유형자산의증가(CAPEX)	-846.6	-436.9	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-41.8	11.3	23.7	-3.2	-3.4
재무활동 현금흐름	-87.3	-102.4	252.2	-58.7	-61.2
차입금의 증감	13.8	-8.4	278.0	-33.0	-33.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	238.6	89.8	84.8	307.7	363.5
기초현금	969.0	1,207.7	1,297.5	1,382.3	1,690.0
기말현금	1,207.7	1,297.5	1,382.3	1,690.0	2,053.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,526.0	2,489.6	2,598.7	2,978.1	3,418.9
현금및현금성자산	1,207.7	1,297.5	1,382.3	1,690.0	2,053.5
매출채권	364.6	308.9	341.5	361.6	383.3
재고자산	457.6	498.3	484.6	513.1	543.9
비유동자산	4,809.2	4,897.8	5,379.1	5,370.5	5,363.6
유형자산	3,247.0	3,321.7	3,308.2	3,296.4	3,286.1
무형자산	760.5	773.7	773.7	773.7	773.7
투자자산	88.5	77.2	53.6	56.7	60.1
자산총계	7,335.2	7,387.4	7,977.8	8,348.5	8,782.4
유동부채	1,170.8	897.6	886.8	900.6	917.9
매입채무	100.6	88.8	96.0	101.7	107.8
단기차입금	178.1	169.4	139.4	109.4	79.4
유동성장기부채	0.0	0.0	3.0	3.0	3.0
비유동부채	232.4	247.3	555.1	564.2	574.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	42.9	44.7	41.7	38.7	35.7
부채총계	1,403.3	1,144.9	1,441.9	1,464.8	1,492.1
자본금	44.5	44.5	44.5	44.5	44.5
자본잉여금	695.6	695.6	695.6	695.6	695.6
기타포괄이익누계액	-19.4	-21.0	-21.0	-21.0	-21.0
이익잉여금	2,422.6	2,545.8	2,672.4	2,820.9	2,991.2
비지배주주지분	2,934.7	3,123.6	3,290.6	3,489.8	3,726.1
자본총계	5,932.0	6,242.5	6,536.0	6,883.8	7,290.3

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	73,117	73,712	74,742	79,142	83,891
EPS(지배주주)	2,429	1,701	1,822	2,116	2,412
CFPS	12,534	11,633	8,929	9,941	10,869
EBITDAPS	12,125	10,435	9,038	10,050	10,978
BPS	33,714	35,082	36,506	38,176	40,091
DPS	360	310	310	341	375
배당수익률(%)	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	58.1	42.7	31.6	27.2	23.8
PCR	11.2	6.2	6.4	5.8	5.3
PSR	1.9	1.0	0.8	0.7	0.7
PBR	4.2	2.1	1.6	1.5	1.4
EBITDA	999.8	860.5	745.2	828.7	905.2
EV/EBITDA	13.8	9.3	9.5	8.3	7.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.0	4.7	4.8	5.3	5.8
EBITDA 이익률	16.6	14.2	12.1	12.7	13.1
부채비율	23.7	18.3	22.1	21.3	20.5
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
이자보상배율(x)	155.3	120.5	58.6	52.1	64.4
매출채권회전율(x)	17.0	18.0	19.0	18.6	18.6
재고자산회전율(x)	12.9	12.7	12.5	13.1	13.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자 의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

아모레 G (002790) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

