



▲ 유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월)	78,000 원
현재주가 (10.30)	84,500 원
상승여력	-7.7%
KOSPI	2,080.27pt
시가총액	69,677억원
발행주식수	8,246만주
유동주식비율	30.51%
외국인비중	22.06%
52주 최고/최저가	84,500원/51,600원
평균거래대금	75.8억원
주요주주(%)	
서경배 외 8 인	61.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	29.2	12.4	36.1
상대주가	28.1	19.0	31.8

주가그래프



(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	9.2	4.7	18.3
2019E	6,227.9	493.1	138.2	1,652	-3.4	36,348	51.2	2.3	11.6	4.4	22.1
2020E	6,547.2	547.6	158.9	1,900	9.2	37,817	44.5	2.2	10.7	4.8	21.1
2021E	6,940.0	562.1	190.1	2,276	4.0	39,606	37.1	2.1	10.4	5.5	20.4

아모레G 002790

3Q 시장 컨센서스 대폭 상회

- ✓ 3Q 자회사 아모레퍼시픽의 호실적으로 시장 컨센서스 대폭 상회
- ✓ 오피라인 구조조정과 신채널 공략으로 에스쁘아와 에스트라 실적 턴어라운드 지속
- ✓ 핵심 자회사 이니스프리와 에뛰드하우스 중심으로 당분간 실적 부진 불가피할 전망
- ✓ 투자의견 Hold 유지, 적정주가 78,000원으로 상향

3Q 시장 컨센서스 크게 상회

아모레G의 3분기 실적은 매출액 1조 5,704억원 (+7.4% YoY)와 영업이익 1,205억원 (+42.3% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1조 5,096억원, 영업이익 907억원) 대비 크게 상회했다. 자회사 아모레퍼시픽의 면세점 매출이 +31.7% YoY 증가하면서 영업이익이 예상치를 상회했다. 이니스프리는 매출액 1,301억원 (-16.0% YoY), 영업이익 79억원 (-45.9% YoY)를 기록하여 크게 부진했다.

오피라인 구조조정과 신채널 공략으로 에스쁘아와 에스트라 턴어라운드

멀티브랜드 채널 확장을 가속화하면서 2분기에 이어 3분기에도 에스쁘아와 에스트라가 호실적을 나타냈다. 에스쁘아는 직영점을 축소하고 올리브영 입점과 신제품 출시 효과로 매출액이 +27.2% YoY 증가하고 2분기에 이어 3분기 영업이익이 소폭 흑자로 전환되었다. 에스트라 또한 올리브영 입점 확대와 함께 디지털 커뮤니케이션 강화로 브랜드 인지도가 상승하면서 매출액이 +7.0% YoY, 영업이익은 흑자전환했다. 에뛰드하우스는 로드샵 재정비로 매출액이 -16.0% YoY 감소했으나 영업 손실이 2018년 3분기 -92억원에서 2019년 3분기 -79억원으로 소폭 축소되었다.

투자의견 Hold 유지, 적정주가 78,000원으로 상향

아모레G에 대해 투자의견 Hold를 유지하고 3분기 호실적을 반영하여 적정주가를 72,000원에서 78,000원으로 상향한다. 적정주가는 상장 자회사 및 비상장 자회사의 영업가치에 자산가치의 합으로 산출하였다. 아모레퍼시픽의 호실적에도 핵심 자회사인 이니스프리와 에뛰드하우스 중심으로 당분간 실적 부진이 불가피할 전망이며 이를 감안할 때 전일 주가 상승폭 (+17.85%)은 과도하다는 판단이다.

표1 아모레G 3Q19 Earnings Review

(십억원)	3Q19P	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,570.4	1,462.6	7.4	1,568.9	0.1	1,521.6	3.2	1,509.6	4.0
영업이익	120.5	84.7	42.3	110.4	9.1	96.7	24.6	90.7	32.9
지배주주순이익	42.7	20.9	104.3	35.6	19.9	34.9	22.2	28.4	50.3
영업이익률 (%)	7.7			7.0		6.4	1.3%p	6.0	1.7%p
지배주주순이익률 (%)	2.7			2.3		2.3	0.4%p	1.9	0.8%p

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	6,162.3	6,496.1	6,227.9	6,547.2	1.1	0.8
영업이익	441.3	502.2	493.1	547.6	11.7	9.0
지배주주순이익	155.6	171.8	138.2	158.9	-11.2	-7.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 아모레G SOTP Valuation

(십억원)	(A)	(B)	(C)	비고
아모레퍼시픽	215,000	20,695,860	4,449.6	적정주가 215,000원 * 주식수
상장사가치			3,114.7	30% 할인
이니스프리	37.8	30	1,134.0	2020년 예상 순이익 * 목표 PER 30배
에뛰드하우스	-9.0	30	0.0	2020년 예상 순이익 * 목표 PER 30배
아모스프로페셔널	13.2	30	396.0	2020년 예상 순이익 * 목표 PER 30배
에스트라	6.7	30	201.0	2020년 예상 순이익 * 목표 PER 30배
에스쁘아	1.6	30	48.0	2020년 예상 순이익 * 목표 PER 30배
파시픽글라스			42.6	
파시픽패키지			35.9	
장원 (오설록농장)			42.2	
코스비전			53.6	
기타			21.8	
비상장사가치			1,975.1	
자회사가치 합			5,089.8	
유형자산가치			416.0	특자부동산
순현금			271.6	2019년 2분기 개별기준
NAV (십억원)			5,777.4	
주식수 (백만주)			7.4	자사주 제외
적정주가 (원)			78,073	
메리츠증권 적정주가			78,000	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 아모레G 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
매출액	6,078.2	1,642.5	1,568.9	1,570.4	1,446.2	6,228.0	1,721.9	1,642.9	1,630.8	1,551.6	6,547.2
증가율 (% YoY)	0.8	-1.3	1.0	7.4	3.5	2.5	4.8	4.7	3.8	7.3	5.1
매출원가	1,618.8	442.9	409.2	407.4	383.2	1,642.7	461.5	427.2	415.9	411.2	1,715.7
증가율 (% YoY)	0.3	2.9	0.8	4.2	-2.0	1.5	4.2	4.4	2.1	7.3	4.4
매출원가율 (%)	26.6	27.0	26.1	25.9	26.5	26.4	26.8	26.0	25.5	26.5	26.2
매출총이익	4,459.5	1,199.6	1,159.7	1,163.0	1,062.9	4,585.2	1,260.4	1,215.7	1,215.0	1,140.5	4,831.6
증가율 (% YoY)	1.0	-2.8	1.1	8.5	5.6	2.8	5.1	4.8	4.5	7.3	5.4
매출총이익률 (%)	73.4	73.0	73.9	74.1	73.5	73.6	73.2	74.0	74.5	73.5	73.8
판관비	3,910.0	994.7	1,049.2	1,042.5	1,005.8	4,092.2	1,038.3	1,093.4	1,083.9	1,068.4	4,284.0
증가율 (% YoY)	6.2	4.1	7.4	5.6	1.6	4.7	4.4	4.2	4.0	6.2	4.7
판관비중 (%)	64.3	60.6	66.9	66.4	69.5	65.7	60.3	66.6	66.5	68.9	65.4
Personnel (인건비)	574.5	145.5	153.9	154.1	116.5	570.0	149.9	157.0	158.7	122.3	587.9
증가율 (% YoY)	6.4	6.6	-0.5	-8.9	2.0	-0.8	3.0	2.0	3.0	5.0	3.1
매출대비 (%)	9.5	8.9	9.8	9.8	8.1	9.2	8.7	9.6	9.7	7.9	9.0
A&P (광고판촉비)	692.4	175.3	210.6	166.7	203.3	755.9	184.1	221.1	175.0	213.5	793.7
증가율 (% YoY)	9.2	14.9	29.4	-2.9	-1.0	9.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출대비 (%)	11.4	10.7	13.4	10.6	14.1	12.1	10.7	13.5	10.7	13.8	12.1
Commission (수수료)	1,575.2	396.0	395.6	423.9	411.8	1,627.3	423.7	423.3	449.3	444.8	1,741.1
증가율 (% YoY)	6.0	-2.9	0.2	9.3	7.0	3.3	7.0	7.0	6.0	8.0	7.0
매출대비 (%)	25.9	24.1	25.2	27.0	28.5	26.1	24.6	25.8	27.6	28.7	26.6
기타	1,067.9	277.9	289.1	297.8	274.1	1,138.9	280.7	292.0	300.8	287.8	1,161.2
증가율 (% YoY)	4.3	7.3	9.0	15.3	-4.0	6.6	1.0	1.0	1.0	5.0	2.0
영업이익	549.5	204.8	110.4	120.5	57.2	493.1	222.1	122.4	131.1	72.1	547.6
증가율 (% YoY)	-24.9	-26.4	-35.2	42.3	248.6	-10.3	8.4	10.8	8.8	26.0	11.1
영업이익률 (%)	9.0	12.5	7.0	7.7	4.0	7.9	12.9	7.4	8.0	4.6	8.4

자료: 아모레G, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 아모레G 분기별 세부 실적 추이 및 전망

(십억원)	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
매출액	6,078.2	1,642.5	1,568.9	1,570.4	1,446.2	6,228.0	1,721.9	1,642.9	1,630.8	1,551.6	6,547.2
증가율(% YoY)	0.8	-1.3	1.0	7.4	3.5	2.5	4.8	4.7	3.8	7.3	5.1
Amorepacific											
매출액	5,277.8	1,451.3	1,393.1	1,402.0	1,331.5	5,577.9	1,544.0	1,502.1	1,488.0	1,439.8	5,973.9
증가율(% YoY)	3.0	1.4	3.7	9.7	8.8	5.7	6.4	7.8	6.1	8.1	7.1
영업이익	482.0	186.6	87.8	107.5	56.4	438.3	204.5	110.9	121.0	64.1	500.5
증가율(% YoY)	-19.2	-20.9	-39.8	40.5	137.1	-9.1	9.6	26.3	12.6	13.6	14.2
영업이익률(%)	9.1	12.9	6.3	7.7	4.2	7.9	13.2	7.4	8.1	4.5	8.4
Etude											
매출액	218.3	50.1	45.6	39.9	43.9	179.5	45.1	41.0	35.9	39.5	161.6
증가율(% YoY)	-15.7	-22.7	-20.3	-16.0	-10.0	-17.8	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
영업이익	-26.3	-5.8	-3.2	-7.9	-5.0	-21.9	-4.0	-2.0	-3.0	-3.0	-12.0
증가율(% YoY)	적지										
영업이익률(%)	-12.0	-11.6	-7.0	-19.8	-11.4	-12.2	-8.9	-4.9	-8.4	-7.6	-7.4
Espoir											
매출액	42.1	11.5	12.3	13.1	10.4	47.3	13.2	14.1	15.1	11.0	53.4
증가율(% YoY)	-2.5	-7.3	15.0	27.2	20.0	12.4	15.0	15.0	15.0	5.0	12.8
영업이익	-1.8	0.1	0.5	0.0	0.5	1.1	0.2	0.7	0.3	0.6	1.8
증가율(% YoY)	적지	혹전	혹전	혹전	혹전	혹전	300.0	40.0	4.0	6.0	71.4
영업이익률(%)	-4.3	0.4	4.1	0.0	4.8	2.2	1.5	4.9	2.0	5.5	3.4
Innisfree											
매출액	598.8	154.6	147.6	130.1	127.3	559.6	151.5	144.6	127.5	124.7	548.4
증가율(% YoY)	-6.7	-5.0	-7.5	-10.5	-3.0	-6.6	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0
영업이익	80.4	21.1	19.2	7.9	4.8	53.0	20.0	18.2	7.5	4.6	50.4
증가율(% YoY)	-25.5	-35.9	-28.6	-45.9	-20.0	-34.1	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
영업이익률(%)	13.4	13.6	13.0	6.1	3.8	9.5	13.2	12.6	5.9	3.7	9.2
AMOS Professional											
매출액	84.4	24.4	21.4	19.8	17.4	83.0	25.6	22.5	20.8	18.3	87.2
증가율(% YoY)	1.3	-5.8	-0.9	-1.0	3.0	-1.7	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	17.1	5.6	4.0	4.4	2.1	16.1	5.8	4.4	4.5	2.2	16.9
증가율(% YoY)	-2.8	-26.3	-7.0	37.5	5.0	-5.8	3.0	10.0	3.0	5.0	5.0
영업이익률(%)	20.3	23.0	18.7	22.2	12.1	19.4	22.5	19.6	21.8	12.1	19.4
Aestura											
매출액	100.1	27.5	36.9	24.5	21.5	110.4	31.6	42.4	28.2	24.7	126.9
증가율(% YoY)	-12.3	-2.5	25.1	7.0	10.0	10.2	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
영업이익	0.9	2.8	4.8	0.4	-0.5	7.5	3.0	5.0	0.8	-0.2	8.6
증가율(% YoY)	-72.7	154.5	100.0	혹전	적지	733.3	7.1	4.2	100.0	적지	14.7
영업이익률(%)	0.9	10.2	13.0	1.6	-2.3	6.8	9.5	11.8	2.8	-0.8	6.8

자료: 아모레G, 메리츠증권증권 리서치센터

아모레 G (002790)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,029.1	6,078.2	6,227.9	6,547.2	6,940.0
매출액증가율 (%)	-10.0	0.8	2.5	5.1	6.0
매출원가	1,614.1	1,618.7	1,642.7	1,715.7	1,832.2
매출총이익	4,414.9	4,459.5	4,585.2	4,831.6	5,107.9
판매관리비	3,683.4	3,910.0	4,092.1	4,284.0	4,545.7
영업이익	731.5	549.5	493.1	547.6	562.1
영업이익률	12.1	9.0	7.9	8.4	8.1
금융손익	21.0	25.8	23.1	24.8	32.1
종속/관계기업순이익	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0
기타영업외순이익	-55.2	-41.3	-5.0	-10.0	-10.0
세전계속사업이익	698.3	534.8	512.2	563.4	585.2
법인세비용	208.8	158.6	148.5	166.3	172.0
당기순이익	489.6	376.3	363.7	397.1	413.3
지배주주지분 순이익	202.6	142.3	138.2	158.9	190.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	589.8	730.7	676.0	707.0	721.5
당기순이익(손실)	489.6	376.3	363.7	397.1	413.3
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	-1.1	-1.9	-2.0
투자활동 현금흐름	-243.5	-540.4	-825.3	-314.6	-318.0
유형자산의증가(CAPEX)	-846.6	-436.9	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-41.8	11.3	-1.3	-2.8	-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	102.8	333.7	342.4
기초현금	969.0	1,207.7	1,297.5	1,400.3	1,734.0
기말현금	1,207.7	1,297.5	1,400.3	1,734.0	2,076.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,526.0	2,489.6	2,628.3	3,022.4	3,439.1
현금및현금성자산	1,207.7	1,297.5	1,400.3	1,734.0	2,076.4
매출채권	364.6	308.9	345.1	362.8	384.5
재고자산	457.6	498.3	489.7	514.8	545.7
비유동자산	4,809.2	4,897.8	5,404.1	5,395.1	5,388.2
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	78.5	81.3	84.7
자산총계	7,335.2	7,387.4	8,032.3	8,417.5	8,827.2
유동부채	1,170.8	897.6	894.6	903.2	920.6
매입채무	100.6	88.8	97.0	102.0	108.1
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	557.3	564.9	575.0
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	1,451.9	1,468.1	1,495.6
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	2,658.3	2,789.0	2,948.0
비지배주주지분	2,934.7	3,123.6	3,349.1	3,587.4	3,810.5
자본총계	5,932.0	6,242.5	6,580.5	6,949.4	7,331.6

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2017	2018	2019E	2020E	2021E
SPS	73,117	73,712	75,528	79,400	84,164
EPS(지배주주)	2,429	1,701	1,652	1,900	2,276
CFPS	12,534	11,633	9,733	10,313	10,472
EBITDAPS	12,125	10,435	9,781	10,422	10,581
BPS	33,714	35,082	36,348	37,817	39,606
DPS	360	310	310	341	375
배당수익률(%)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
(Valuation(Multiple))					
PER	58.1	42.7	51.2	44.5	37.1
PCR	11.2	6.2	8.7	8.2	8.1
PSR	1.9	1.0	1.1	1.1	1.0
PBR	4.2	2.1	2.3	2.2	2.1
EBITDA	999.8	860.5	806.5	859.4	872.5
EV/EBITDA	13.8	9.2	11.6	10.7	10.4
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	7.0	4.7	4.4	4.8	5.5
EBITDA 이익률	16.6	14.2	13.0	13.1	12.6
부채비율	23.7	18.3	22.1	21.1	20.4
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1
이자보상배율(X)	155.3	120.5	66.9	55.1	60.8
매출채권회전율(X)	17.0	18.0	19.0	18.5	18.6
재고자산회전율(X)	12.9	12.7	12.6	13.0	13.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 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	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

아모레 G (002790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

