

2021. 4. 8



▲ 화장품/섬유익복

Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

RA **정은수**
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) **72,000 원**

현재주가 (4.7) **66,100 원**

상승여력 **8.9%**

KOSPI	3,137.41pt
시가총액	54,505억원
발행주식수	8,246만주
유동주식비율	30.52%
외국인비중	19.64%
52주 최고/최저가	66,800원/43,550원
평균거래대금	138.6억원

주요주주(%)
서경배 외 9 인 61.95

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.7	35.0	22.2
상대주가	-1.9	2.7	-29.0

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	6,284.3	498.3	133.7	1,527	-26.6	35,078	54.2	2.4	8.8	4.1	27.8
2020	4,930.1	150.7	10.4	43	-94.5	33,852	1,273.8	1.6	9.8	0.3	24.2
2021E	5,405.8	431.9	132.3	1,566	1,714.3	34,998	42.2	1.9	7.4	4.0	22.0
2022E	5,886.9	546.3	181.4	2,162	37.6	36,633	30.6	1.8	7.1	5.3	19.7
2023E	6,323.0	627.5	215.9	2,579	19.1	38,626	25.6	1.7	4.0	6.0	19.7

아모레G 002790

1Q21 Preview: AP 회복 = AG 개선

- ✓ 1Q21E: 매출액 1조 3,415억(+5%), 영업이익 1,530억(+125%), 순이익 521억(+13%)
- ✓ [AP] 아모레퍼시픽 회복 → 그룹 전체 실적 견인(영업이익: AP +132%, AG +125%)
- ✓ [자체] 자체 브랜드 역신장 폭 축소(이니스프리 -3%, 에뛰드 -2% 등)
- ✓ ① AP 회복 기대감 상당 반영, ② 원브랜드숍 할인 요소 → 투자의견 Hold 유지

1Q21E 자회사 개선 낙수효과

아모레G는 2021년 1분기 매출액 1조 3,415억원(+4.9% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,530억원(+125.4%), 순이익 521억원(+13.4%)을 기록할 것으로 예상된다.

[AP] 주요 자회사인 아모레퍼시픽의 회복이 그룹 전체 실적을 끌어올리겠다(1Q21E 영업이익 YoY: AP +132.1%, AG +125.4%). 영업 환경 개선과(→ 매출 ↑) 비용 절감(→ 이익 ↑)에 따른다.

[자체] 자체 전개하는 국내 브랜드 또한 나아지고 있다. 브랜드별 매출 성장률로 이니스프리 -3%, 에뛰드 -2%, 아모스프로페셔널 -5%, 에스쁘아 -5%, 에스트라 +4%를 추정한다. 관광 상권 침체와 매장 축소가 지속되고 있어, 역신장을 벗어나기는 쉽지 않겠다.

투자의견 Hold(유지) 및 적정주가 72,000원(상향) 제시

아모레G에 대한 적정주가를 72,000원으로 +26% 상향한다(EPS 변동률: 2021E +35%, 2022E 30%). AP의 실적 회복과 주가 상승이 AG에 낙수효과를 안기겠다(2021E AP 기여도: 매출 91.4%, 영업이익 96.0%).

투자의견은 Hold를 유지한다. ① 현재 주가는 AP 회복 기대감을 충분히 반영하고 있다는 판단이다(YTD: AG +20%, AP +25%). AG의 투자 유인은 AP와의 주가 괴리율에 있다. AG가 AP를 적정하게 반영하고 있지 못할 때 비로소 손이 간다는 말이다. ② 국내 브랜드 사업은 할인 요소이다. '저가형 특정 브랜드'라는 원브랜드숍 성격이 트렌드에 부합하지 않는다. 소비자 연소화에 따른 브랜드 충성도 감소와 온라인 인디 브랜드 확대에 의한 경쟁 심화 모두 위협 요인이다.

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,341.5	1,279.3	4.9	1,261.4	6.4	1,381.5	-2.9
영업이익	153.0	67.9	125.4	-14.5	흑전	142.6	7.3
지배순이익	52.1	46.0	13.4	-39.8	흑전	49.4	5.5
영업이익률(%)	11.4	5.3	6.1	-1.1	12.6	10.3	1.1

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	5,405.8	5,886.9	5,420.6	5,739.8	-0.3	2.6	5,521.4	6,040.9
영업이익	431.9	546.3	298.1	389.3	44.9	40.3	456.2	611.1
순이익	132.3	181.4	98.0	139.7	35.0	29.8	145.8	204.6

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

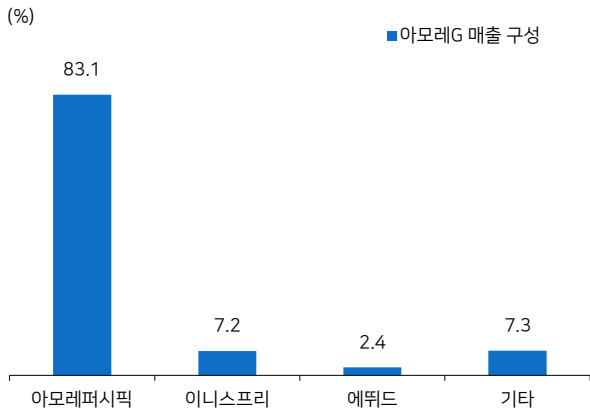
(십억원, %, 배)	시가총액	지분율	지분가치	할인율	지분가치 비교
지분가치 - 상장사 (A)					4,975
아모레퍼시픽 보통주	17,385	37.46	6,512	25.0	4,884 당사 적정 시가총액에 주식 양도소득세율 할인 적용
아모레퍼시픽 우선주	844	14.32	121	25.0	91 3개월 평균 시가총액에 주식 양도소득세율 할인 적용
	순이익	Target PER	적정가치	지분율	지분가치 비교
지분가치 - 비상장사 (B)					322
이니스프리	18	11.0	198	81.8	162 국내 화장품 Peer 평균값 대비 50% 할인
아모스프로페셔널	12	11.0	130	100.0	130 국내 화장품 Peer 평균값 대비 50% 할인
에스트라	3	11.0	31	100.0	31 국내 화장품 Peer 평균값 대비 50% 할인
	순자산	Target PBR	적정가치	지분율	지분가치 비교
지분가치 - 비상장사 (C)					264
오설록	133	1.0	133	100.0	133 오설록 및 오설록농장 합산 기준
코스비전	34	1.0	34	100.0	34
퍼시픽글라스	48	1.0	48	100.0	48
퍼시픽패키지	48	1.0	48	100.0	48
에뛰드	-7	1.0	-7	80.5	-5
에스쁘아	8	1.0	8	80.5	7
(1) 지분가치 합산					5,561 (A) + (B) + (C)
유형자산 (D)					14 2020년 말 개별 기준
순현금 (E)					326 2020년 말 개별 기준
(2) 자산가치 합산					340 (D) + (E)
우선주 - 아모레G우 (F)					145 3개월 평균 시가총액 기준
우선주 - 아모레G3우 (G)					288 3개월 평균 시가총액 기준
(3) 우선주 가치 합산					433 (F) + (G)
NAV					5,468 (1) + (2) - (3)
주식 수 (천주)					76,249 유통주식수 기준 (발행주식수 - 자기주식수)
적정주가 (원)					72,000
현재주가 (원)					66,100
상승여력					8.9

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 아모레G 실적 추이 및 전망											
(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,279.3	1,180.8	1,208.6	1,261.4	1,341.5	1,327.5	1,295.9	1,440.9	4,930.1	5,405.8	5,886.9
화장품	1,329.4	1,229.1	1,244.5	1,298.3	1,392.2	1,381.6	1,340.9	1,488.1	5,101.4	5,602.8	6,113.6
아모레퍼시픽	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,156.9	1,198.3	1,210.6	1,186.0	1,347.4	4,432.2	4,942.4	5,451.4
이니스프리	107.4	88.4	80.3	72.4	104.2	85.7	77.9	70.2	348.5	338.0	331.3
에뛰드	34.6	29.6	26.6	20.5	33.9	29.0	26.1	20.1	111.3	109.1	109.1
에스쁘아	13.8	10.9	10.2	7.6	13.1	11.4	10.7	8.0	42.5	43.2	46.7
에스트라	24.0	27.4	21.6	26.0	25.0	28.5	22.5	27.0	99.0	103.0	106.0
아모스프로페셔널	18.7	17.1	17.2	14.9	17.8	16.2	17.7	15.3	67.9	67.1	69.1
비화장품	47.2	43.0	49.5	57.7	49.6	45.2	52.0	60.6	197.4	207.3	213.5
영업이익	67.9	36.2	61.0	-14.5	153.0	89.9	118.6	70.4	150.7	431.9	546.3
영업이익률	5.3	3.1	5.0	-1.1	11.4	6.8	9.1	4.9	3.1	8.0	9.3
화장품	71.1	37.0	53.7	-17.4	150.8	94.6	119.0	73.5	144.5	437.9	556.7
아모레퍼시픽	60.9	35.2	56.0	-9.2	141.4	88.8	114.4	70.0	143.0	414.7	520.2
이니스프리	5.1	-1.0	-0.2	3.1	7.5	3.4	2.3	3.6	7.0	16.8	21.4
에뛰드	-2.9	-2.9	-5.1	-7.2	-3.4	-2.9	-2.1	-0.6	-18.1	-9.0	-5.5
에스쁘아	1.8	-0.5	-1.6	-2.0	-1.3	-0.9	-0.5	-0.2	-2.3	-3.0	-0.1
에스트라	1.6	2.3	0.7	-4.1	2.2	2.4	1.0	-1.4	0.5	4.2	5.6
아모스프로페셔널	4.4	3.9	3.9	2.0	4.4	3.9	4.0	2.1	14.2	14.3	15.1
비화장품	-3.0	-2.1	0.2	3.5	2.0	1.8	1.6	3.4	-1.4	8.7	12.8
순이익	46.0	2.7	1.5	-39.8	52.1	28.0	35.2	17.0	10.4	132.3	181.4
순이익률	3.6	0.2	0.1	-3.2	3.9	2.1	2.7	1.2	0.2	2.4	3.1
(% YoY)											
매출액	-22.1	-24.7	-23.0	-16.0	4.9	12.4	7.2	14.2	-21.5	9.6	8.9
화장품	-22.7	-25.8	-23.6	-16.1	4.7	12.4	7.7	14.6	-22.2	9.8	9.1
아모레퍼시픽	-22.1	-24.2	-22.4	-13.3	6.0	14.7	8.9	16.5	-20.6	11.5	10.3
이니스프리	-30.5	-40.1	-38.3	-39.4	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-36.8	-3.0	-2.0
에뛰드	-30.9	-35.1	-33.3	-53.7	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-38.1	-2.0	0.0
에스쁘아	20.0	-11.4	-22.1	-23.2	-5.0	5.0	5.0	5.0	-9.2	1.8	8.0
에스트라	-12.7	-25.7	-11.8	17.1	4.0	4.0	4.0	4.0	-10.9	4.0	3.0
아모스프로페셔널	-23.4	-20.1	-13.1	-16.3	-5.0	-5.0	3.0	3.0	-18.6	-1.2	3.0
비화장품	18.0	-6.1	20.4	-4.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.6	5.0	3.0
영업이익	-66.8	-67.2	-49.4	적전	125.4	148.0	94.3	흑전	-69.8	186.6	26.5
영업이익률	-7.2	-4.0	-2.6	-5.3	6.1	3.7	4.1	6.0	-4.9	4.9	1.3
화장품	-66.2	-67.2	-52.2	적전	112.0	155.6	121.5	흑전	-70.8	203.1	27.1
비화장품	적전	적전	-86.7	483.3	흑전	흑전	686.6	-4.2	적전	흑전	47.8
순이익	-41.6	-92.5	-96.5	-70.3	13.4	941.2	2,252.1	흑전	-92.2	1,174.2	37.2

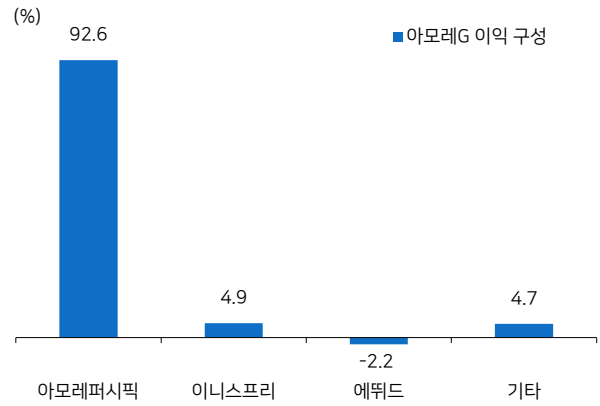
자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

그림1 아모레G 매출 구성 (1Q21E)



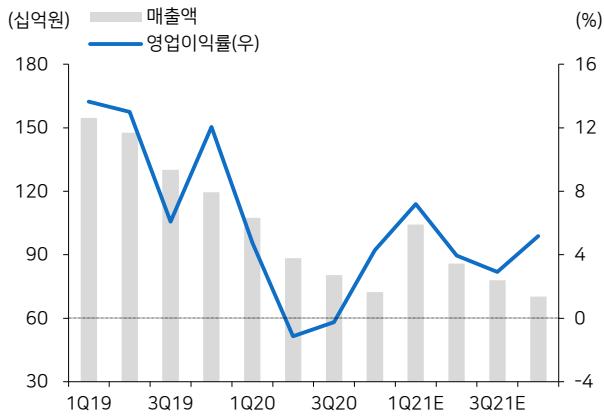
자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

그림2 아모레G 영업이익의 구성 (1Q21E)



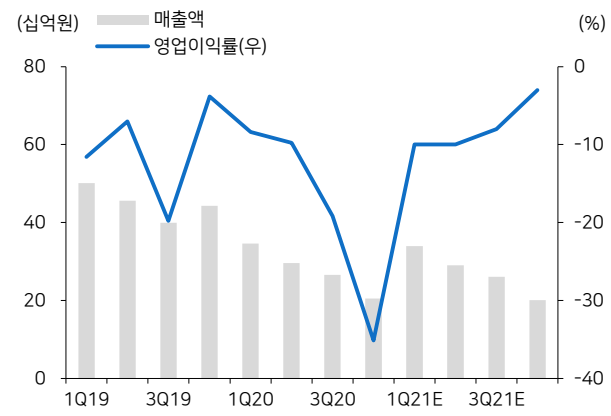
자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

그림3 이니스프리 실적 추이 및 전망



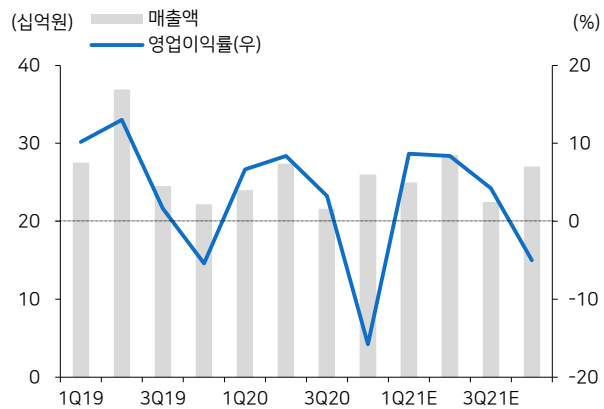
자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

그림4 에뛰드 실적 추이 및 전망



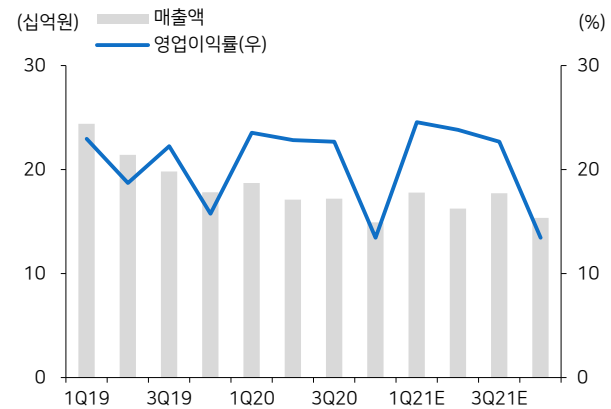
자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

그림5 에스트라 실적 추이 및 전망



자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

그림6 아모스프로페셔널 실적 추이 및 전망



자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

아모레 G (002790)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	6,284.3	4,930.1	5,405.8	5,886.9	6,323.0
매출액증가율 (%)	3.4	-21.5	9.6	8.9	7.4
매출원가	1,641.8	1,371.1	1,418.9	1,515.6	1,618.6
매출총이익	4,642.4	3,559.0	3,986.9	4,371.3	4,704.4
판매관리비	4,144.2	3,408.3	3,555.0	3,825.0	4,077.0
영업이익	498.3	150.7	431.9	546.3	627.5
영업이익률	7.9	3.1	8.0	9.3	9.9
금융손익	4.8	0.3	0.1	-0.1	-0.4
종속/관계기업손익	0.7	1.4	1.4	1.4	1.4
기타영업외손익	-72.3	-121.1	-45.4	-15.4	4.6
세전계속사업이익	431.4	31.3	388.0	532.2	633.1
법인세비용	149.0	9.2	108.6	149.0	177.3
당기순이익	282.4	22.1	279.3	383.2	455.8
지배주주지분 순이익	133.7	10.4	132.3	181.4	215.9

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,905.9	2,853.1	3,500.7	4,117.8	5,438.7
현금및현금성자산	1,417.4	1,190.9	1,782.2	2,355.2	3,564.9
매출채권	394.7	306.7	315.9	325.4	352.1
재고자산	524.5	478.5	502.4	517.4	560.0
비유동자산	5,375.5	4,935.7	4,464.6	4,127.9	3,320.4
유형자산	3,200.1	3,081.1	2,581.3	2,220.9	1,402.7
무형자산	739.4	719.6	733.6	745.6	745.6
투자자산	94.8	160.8	175.5	187.1	197.8
자산총계	8,281.4	7,788.7	7,965.3	8,245.7	8,759.1
유동부채	1,225.9	1,170.2	1,064.3	967.8	1,030.4
매입채무	104.8	74.3	78.8	81.9	88.7
단기차입금	157.6	257.5	229.5	206.5	206.5
유동성장기부채	46.5	0.0	-15.0	0.0	0.0
비유동부채	575.4	346.5	371.8	390.1	409.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,801.3	1,516.7	1,436.2	1,357.9	1,440.0
자본금	48.0	48.0	48.0	48.0	48.0
자본잉여금	882.1	779.3	779.3	779.3	779.3
기타포괄이익누계액	-15.0	-13.7	-13.7	-13.7	-13.7
이익잉여금	2,648.3	2,631.9	2,742.0	2,898.9	3,090.2
비지배주주지분	3,112.8	3,022.5	3,169.6	3,371.3	3,611.2
자본총계	6,480.2	6,272.0	6,529.2	6,887.8	7,319.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	830.3	666.0	752.2	709.5	1,253.4
당기순이익(손실)	282.4	22.1	279.3	383.2	455.8
유형자산상각비	578.5	534.2	538.8	408.3	818.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-214.7	63.0	-65.9	-81.9	-20.7
투자활동 현금흐름	-433.3	-430.2	-79.0	-81.1	-30.9
유형자산의증가(CAPEX)	-274.2	-195.0	-39.0	-48.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-17.5	-66.0	-14.7	-11.6	-10.7
재무활동 현금흐름	-287.4	-436.9	-82.0	-55.5	-12.7
차입금의 증감	599.9	-219.8	-57.7	-33.3	11.8
자본의 증가	190.0	-102.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	120.0	-226.5	591.3	573.0	1,209.8
기초현금	1,297.5	1,417.4	1,190.9	1,782.2	2,355.2
기말현금	1,417.4	1,190.9	1,782.2	2,355.2	3,564.9

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	76,211	59,789	65,558	71,392	76,681
EPS(지배주주)	1,527	43	1,566	2,162	2,579
CFPS	14,603	8,962	11,701	11,580	17,396
EBITDAPS	13,058	8,305	11,772	11,577	17,532
BPS	35,078	33,852	34,998	36,633	38,626
DPS	300	230	250	280	280
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	54.2	1,273.8	42.2	30.6	25.6
PCR	5.7	6.1	5.6	5.7	3.8
PSR	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9
PBR	2.4	1.6	1.9	1.8	1.7
EBITDA	1,076.8	684.8	970.7	954.6	1,445.7
EV/EBITDA	8.8	9.8	7.4	7.1	4.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.1	0.3	4.0	5.3	6.0
EBITDA 이익률	17.1	13.9	18.0	16.2	22.9
부채비율	27.8	24.2	22.0	19.7	19.7
금융비용부담률	0.4	0.5	1.7	1.5	1.4
이자보상배율(x)	18.9	6.6	4.6	6.1	6.9
매출채권회전율(x)	17.9	14.1	17.4	18.4	18.7
재고자산회전율(x)	12.3	9.8	11.0	11.5	11.7

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 간섭 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 종가대비 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	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

아모레 G (002790) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.03.12	산업브리프	Trading Buy	74,827	양지혜	-9.2	9.2	
2019.08.01	기업브리프	Trading Buy	66,846	양지혜	-9.4	8.5	
2019.10.16	산업분석	Hold	71,834	양지혜	-0.3	17.4	
2019.10.31	기업브리프	Hold	77,820	양지혜	4.2	12.3	
2019.12.31				커버리지 제외			
2020.04.22	산업분석	Hold	66,000	하누리	-18.8	-9.5	
2020.10.05	기업브리프	Hold	57,000	하누리	-0.3	17.2	
2021.04.08	기업브리프	Hold	72,000	하누리	-	-	