

아모레G (002790)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	95,000원 (U)
현재주가 (4/28)	72,700원
상승여력	31%

시가총액	64,703억원
총발행주식수	95,994,150주
60일 평균 거래대금	138억원
60일 평균 거래량	210,923주
52주 고	72,700원
52주 저	43,550원
외인지분율	19.47%
주요주주	서경배 외 9인 61.95%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	12.2	18.0	24.7
상대	7.2	13.8	(24.2)
절대(달러환산)	13.8	18.7	37.3

자회사의 효율화 본격화

1Q21 Review: 자회사의 효율화 본격화

아모레G의 1분기 실적은 연결 매출 1조 3,875억원(YoY+9%), 영업이익 1,977억원(YoY+191%)를 기록하며 상향된 컨센서스를 35% 상회했다. 상회의 주요인은 뷰티 자회사의 이익이 모두 시장 눈높이를 넘어섰기 때문이다. 업황 회복 초입에 아모레G의 영업이익률은 14%를 기록하며 예전의 수익성을 되찾았다.

▶**아모레퍼시픽**은 전년동기비 매출이 11% 성장하고, 영업이익이 189% 증가했다. 코로나19 이후 매출이 증가하기 시작했으며, 전사 영업이익률이 14%(+9%p yoy)로 투자리수 이익률에 안착하며 가벼워진 이익 체력을 알렸다. 국내와 중국 모두 럭셔리 중심으로 외형 확대가 본격화 중이다. 1분기 기준 전사 럭셔리 비중은 48% 추정하며, 2018-2020년 40% 대비 8%p 이상 증가됐다. ①**국내** 매출이 10% 성장, 영업이익은 61% 증가했으며, ②**해외**는 매출이 20% 성장했으며, 이익이 523억원 기록하며 흑자 전환했다. 지역별 매출성장률은 아시아 +22%, 유럽 +4%, 미국 -7%이다. 중국은 전년동기비 35% 성장했으며, 설화수 매출성장률이 80%에 달했다. 국내와 중국 모두 믹스 개선 및 비용 효율화 효과가 나타나기 시작했다. ▶**이니스프리**는 전년동기비 매출 17% 감소하고, 영업이익은 88% 급증했다. 채널 재정비로 매출은 감소했으나, 이커머스 매출은 30% 이상 성장한 것으로 파악된다. 영업이익률이 11% 기록하며, 매출 감소에도 전년동기비 수익성이 6%p 개선되었다. 온라인 매출이 확대됨에 따라 채널 수익성이 상승했으며, 매장 축소에 따라 고정비 하락 효과가 나타난 이유다. 효율화 효과는 연중 이어질 것으로 보인다. ▶**에뛰드**는 전년동기비 매출 19% 감소하고, 영업손실은 축소됐다. 면세 및 오프라인 채널 정예화로 고정비 절감이 본격화 중이다. 제품 경쟁력을 바탕으로 이커머스 매출은 30% 이상 상승 중이다. ▶**에스트라(더마)**는 전년동기비 매출 24% 증가하고, 영업이익이 206% 증가했다. 고마진 핵심 제품 중심으로 고성장 기록함에 따라 매출과 이익 모두 이니스프리 다음의 핵심법인으로 올라섰다.

그룹 효율화 효과가 아모레G에 집중

2021년 아모레그룹 전사적으로 효율화 효과가 기대되며, 총집합은 아모레G 실적에 고스란히 나타날 것으로 보인다. 1분기는 코로나19 영향으로 아모레퍼시픽(090430)과 에스트라, 오설록을 제외한 대다수 자회사의 매출이 감소했으나, 효율화 효과는 명확하게 확인했다. 2021년 아모레G의 연결 영업이익을 6,817억원(YoY+352%) 전망하며, 직전 추정치 대비 11% 상향 함에 따라 목표주가를 9.5만원으로 조정한다. 상반기는 효율화 효과가 기대되며 하반기는 외형 성장이 나타남에 따라 아모레퍼시픽(090430)과의 밸류에이션 격차를 좁힐 것으로 판단한다.

Quarterly earning Forecasts

	1Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	13,875	8.5	10.0	13,790	0.6
영업이익	1,977	191.1	흑전	1,463	35.1
세전계속사업이익	2,348	127.2	흑전	1,622	44.8
지배순이익	846	84.0	흑전	518	63.4
영업이익률 (%)	14.2	+8.9 %pt	흑전	10.6	+3.6 %pt
지배순이익률 (%)	6.1	+2.5 %pt	흑전	3.8	+2.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액		62,843	49,301	56,955	64,650
영업이익		4,982	1,507	6,817	9,171
지배순이익		1,337	104	2,640	3,216
PER		45.1	1,322.9	23.3	19.0
PBR		1.8	1.6	1.9	1.7
EV/EBITDA		7.2	9.8	6.9	5.7
ROE		4.1	0.3	7.8	8.8

자료: 유안타증권

[표 1] 아모레G 연결 실적추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,279.3	1,180.8	1,208.6	1,261.4	1,387.5	1,405.1	1,431.2	1,471.7	6,284.3	4,930.1	5,695.5	6,465.0
아모레퍼시픽	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,157.0	1,252.8	1,290.8	1,331.1	1,395.4	5,580.1	4,432.2	5,270.1	6,113.7
이니스프리	107.4	88.4	80.3	72.4	89.0	101.7	92.3	83.3	551.8	348.5	366.3	391.8
에스트라	24.0	27.4	21.6	26.0	29.7	32.9	24.8	28.1	111.1	99.0	115.5	125.3
에뛰드	34.6	29.6	26.6	20.5	28.1	34.0	30.6	23.6	179.9	111.3	116.3	122.3
에스쁘아	13.8	10.9	10.2	7.6	12.5	12.0	11.7	9.1	46.8	42.5	45.3	47.1
아모스프로페셔널	18.7	17.1	17.2	14.9	17.0	16.6	18.1	16.4	83.4	67.9	68.0	74.5
% YoY												
매출액	-22%	-25%	-23%	-16%	9%	19%	18%	17%	3%	-22%	16%	14%
아모레퍼시픽	-22%	-24%	-22%	-13%	11%	22%	22%	21%	6%	-21%	19%	16%
이니스프리	-31%	-40%	-38%	-39%	-17%	15%	15%	15%	-8%	-37%	5%	7%
에스트라	-13%	-26%	-12%	17%	24%	20%	15%	8%	11%	-11%	17%	8%
에뛰드	-31%	-35%	-33%	-54%	-19%	15%	15%	15%	-18%	-38%	4%	5%
에스쁘아	20%	-11%	-22%	-23%	-9%	10%	15%	20%	11%	-9%	7%	4%
아모스프로페셔널	-23%	-20%	-13%	-16%	-9%	-3%	5%	10%	-1%	-19%	0%	10%
매출총이익	934.7	856.7	872.3	895.3	1,020.4	1,040.6	1,061.7	1,081.4	4,642.4	3,559.0	4,204.0	4,851.9
판매관리비	866.8	820.5	811.3	909.8	822.7	877.7	905.5	916.4	4,144.2	3,408.3	3,522.3	3,934.8
영업이익	67.9	36.2	61.0	-14.5	197.7	162.8	156.1	165.0	498.3	150.7	681.7	917.1
아모레퍼시픽	60.9	35.2	56.0	-9.2	176.2	150.8	147.6	162.7	427.8	142.9	637.4	853.8
이니스프리	5.1	-1.0	-0.2	3.1	9.5	3.9	3.5	6.1	62.6	7.0	23.0	31.5
에스트라	1.6	2.3	3.9	-4.1	5.0	4.4	4.5	0.9	6.8	3.7	14.8	18.5
에뛰드	-2.9	-2.9	-5.1	-7.2	-0.5	-1.6	-2.8	-5.9	-18.6	-18.1	-10.9	-9.6
에스쁘아	1.8	-0.5	-1.6	-2.0	-0.3	-0.2	-0.7	-1.0	0.1	-2.3	-2.2	0.9
아모스프로페셔널	4.4	3.9	0.7	2.0	4.2	3.9	2.5	2.4	16.8	11.0	13.1	16.5
% YoY												
영업이익	-67%	-67%	-49%	적전	191%	349%	156%	흑전	-9%	-70%	352%	35%
아모레퍼시픽	-67%	-60%	-48%	적전	189%	328%	164%	흑전	-11%	-67%	346%	34%
이니스프리	-76%	적전	적전	-78%	88%	흑전	흑전	96%	-22%	-89%	228%	37%
에스트라	-43%	-52%	875%	적지	206%	91%	15%	흑전	659%	-46%	300%	25%
에뛰드	적지											
에스쁘아	4400%	적전	적전	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	흑전
아모스프로페셔널	-22%	-3%	-84%	-29%	-4%	1%	263%	18%	-2%	-35%	19%	26%
당기순이익	94.8	5.1	7.0	-84.9	176.8	150.2	145.2	153.1	282.4	22.0	625.3	804.1
지배주주순이익	46.0	2.7	1.5	-39.8	84.6	60.1	58.1	61.2	133.7	10.4	264.0	321.6
% Margin												
매출총이익률	73%	73%	72%	71%	74%	74%	74%	73%	74%	72%	74%	75%
영업이익률	5%	3%	5%	-1%	14%	12%	11%	11%	8%	3%	12%	14%
아모레퍼시픽	5%	3%	5%	-1%	14%	12%	11%	12%	8%	3%	12%	14%
이니스프리	5%	-1%	0%	4%	11%	4%	4%	7%	11%	2%	6%	8%
에스트라	7%	8%	18%	-16%	17%	13%	18%	3%	6%	4%	13%	15%
에뛰드	-8%	-10%	-19%	-35%	-2%	-5%	-9%	-25%	-10%	-16%	-9%	-8%
에스쁘아	13%	-5%	-16%	-26%	-2%	-2%	-6%	-11%	0%	-5%	-5%	2%
아모스프로페셔널	24%	23%	4%	13%	25%	24%	14%	14%	20%	16%	19%	22%

자료: 유안타증권 리서치센터

아모레 G (002790) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	62,843	49,301	56,955	64,650	70,534
매출원가	16,418	13,711	14,916	16,131	16,997
매출충이익	46,424	35,590	42,040	48,519	53,537
판매비	41,442	34,083	35,223	39,348	42,489
영업이익	4,982	1,507	6,817	9,171	11,048
EBITDA	10,767	6,848	11,062	12,605	13,808
영업외손익	-669	-1,194	1,511	1,548	1,595
외환관련손익	55	-197	-92	-92	-92
이자손익	-27	-109	-85	-49	-2
관계기업관련손익	7	14	14	14	14
기타	-703	-901	1,675	1,675	1,675
법인세비용차감전순손익	4,314	313	8,328	10,719	12,643
법인세비용	1,490	92	2,076	2,680	3,161
계속사업순손익	2,824	220	6,252	8,039	9,482
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,824	220	6,252	8,039	9,482
지배지분순이익	1,337	104	2,640	3,216	3,793
포괄순이익	2,874	372	6,404	8,190	9,633
지배지분포괄이익	1,344	167	2,873	3,675	4,322

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	8,302	6,660	11,102	12,071	13,109
당기순이익	2,824	220	6,252	8,039	9,482
감가상각비	5,785	5,342	4,246	3,434	2,760
외환손익	39	104	92	92	92
중속, 관계기업관련손익	0	0	-14	-14	-14
자산부채의 증감	-2,147	630	-1,036	-1,042	-772
기타현금흐름	1,802	364	1,561	1,561	1,561
투자활동 현금흐름	-4,333	-4,301	-270	76	175
투자자산	-1,237	-3,151	-549	-549	-549
유형자산 증가 (CAPEX)	-2,742	-1,950	-650	-217	-72
유형자산 감소	157	249	83	28	9
기타현금흐름	-511	551	846	814	787
재무활동 현금흐름	-2,874	-4,369	-4,422	-4,483	-4,564
단기차입금	-136	703	586	488	407
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	2,343	0	0	0	0
현금배당	-1,011	-783	-720	-683	-683
기타현금흐름	-4,069	-4,288	-4,288	-4,288	-4,288
연결범위변동 등 기타	104	-255	515	61	-242
현금의 증감	1,200	-2,265	6,925	7,725	8,478
기초 현금	12,975	14,174	11,909	18,834	26,559
기말 현금	14,174	11,909	18,834	26,559	35,038
NOPLAT	4,982	1,507	6,817	9,171	11,048
FCF	5,560	4,710	10,452	11,854	13,037

자료: 유안타증권

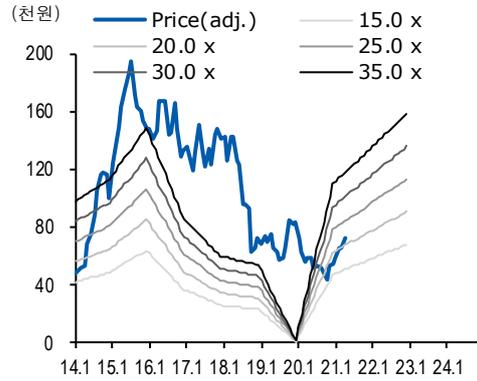
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	29,059	28,531	36,675	45,625	55,041
현금및현금성자산	14,174	11,909	18,835	26,559	35,038
매출채권 및 기타채권	4,183	3,367	3,632	4,110	4,476
재고자산	5,245	4,784	5,527	6,274	6,845
비유동자산	53,755	49,357	46,227	43,531	41,383
유형자산	32,001	30,811	27,132	23,887	21,190
관계기업 등 지분관련자산	46	606	1,155	1,704	2,253
기타투자자산	901	1,002	1,002	1,002	1,002
자산총계	82,814	77,887	82,903	89,156	96,423
유동부채	12,259	11,702	11,800	12,354	12,807
매입채무 및 기타채무	6,043	6,128	6,193	6,259	6,306
단기차입금	1,576	2,575	3,160	3,648	4,055
유동성장기부채	465	0	0	0	0
비유동부채	5,754	3,465	3,465	3,465	3,465
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	18,012	15,167	15,265	15,819	16,273
지배지분	33,673	32,495	35,043	37,996	41,526
자본금	480	480	480	480	480
자본잉여금	8,821	7,793	7,793	7,793	7,793
이익잉여금	26,483	26,319	28,715	31,517	34,895
비지배지분	31,128	30,225	32,595	35,341	38,625
자본총계	64,801	62,720	67,637	73,337	80,151
순차입금	-12,561	-14,158	-20,498	-27,734	-35,806
총차입금	5,681	4,110	4,696	5,184	5,591

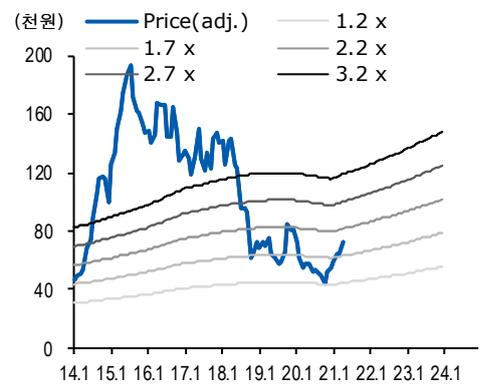
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,526	43	3,124	3,823	4,523
BPS	37,530	36,218	39,057	42,348	46,283
EBITDAPS	12,062	7,134	11,524	13,131	14,384
SPS	70,395	51,358	59,332	67,348	73,477
DPS	300	230	230	230	230
PER	45.1	1,322.9	23.3	19.0	16.1
PBR	1.8	1.6	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.2	9.8	6.9	5.7	4.9
PSR	1.0	1.1	1.2	1.1	1.0

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	3.4	-21.5	15.5	13.5	9.1
영업이익 증가율 (%)	-9.3	-69.8	352.4	34.5	20.5
지배순이익 증가율 (%)	-6.0	-92.2	2,442.7	21.8	18.0
매출총이익률 (%)	73.9	72.2	73.8	75.0	75.9
영업이익률 (%)	7.9	3.1	12.0	14.2	15.7
지배순이익률 (%)	2.1	0.2	4.6	5.0	5.4
EBITDA 마진 (%)	17.1	13.9	19.4	19.5	19.6
ROIC	7.6	2.5	12.8	18.1	23.0
ROA	1.7	0.1	3.3	3.7	4.1
ROE	4.1	0.3	7.8	8.8	9.5
부채비율 (%)	27.8	24.2	22.6	21.6	20.3
순차입금/자기자본 (%)	-37.3	-43.6	-58.5	-73.0	-86.2
영업이익/금융비용 (배)	18.9	6.6	26.0	31.7	35.4

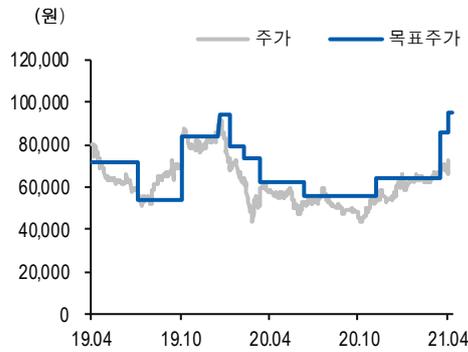
P/E band chart



P/B band chart



아모레 G (002790) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-04-29	BUY	95,000	1년	-	-
2021-04-14	BUY	86,000	1년	-19.65	-15.47
2020-12-02	BUY	64,000	1년	-4.36	7.97
2020-07-07	HOLD	56,000	1년	-8.64	-
2020-04-08	HOLD	62,000	1년	-10.45	-
2020-03-04	HOLD	74,000	1년	-27.61	-
2020-02-06	HOLD	79,000	1년	-13.99	-
2020-01-14	HOLD	94,000	1년	-14.07	-
2019-10-31	HOLD	83,807	1년	-2.63	-
2019-08-01	HOLD	53,876	1년	16.38	-

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.0
Buy(매수)	92.0
Hold(중립)	8.0
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-04-27

※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 기존 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.