



# 아모레G (002790)

주력 자회사들의 실적 개선이 시작되다

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

**Buy (유지)**

목표주가(상향): 97,000원

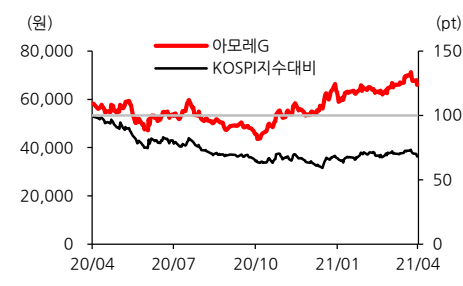
현재 주가(4/28)	72,700원
상승여력	▲33.4%
시가총액	59,947억원
발행주식수	82,458천주
52 주 최고가 / 최저가	72,700 / 43,550원
90 일 일평균 거래대금	137.76억원
외국인 지분율	19.5%
주주 구성	
서경배 (외 10 인)	62.0%
자사주 (외 1 인)	7.5%
오정화 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	12.2	18.0	60.0	24.7
상대수익률(KOSPI)	7.6	14.4	24.3	-39.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	6,284	4,930	5,344	5,953
영업이익	498	151	557	718
EBITDA	1,077	685	1,037	1,174
지배주주순이익	134	10	193	225
EPS	1,619	126	2,279	2,656
순차입금	-1,010	-1,233	-1,540	-1,615
PER	51.1	436.1	31.9	27.4
PBR	2.4	1.6	2.0	1.9
EV/EBITDA	5.8	5.2	4.9	4.3
배당수익률	0.4	0.4	0.5	0.6
ROE	4.1	0.3	5.8	6.4

주가 추이



1Q21 실적은 주력 자회사 3업체 모두 턴어라운드 성공했습니다. 여전히 아모레퍼시픽 중심의 기업가치 회복을 예상합니다. 다만 최근 아모레퍼시픽과의 밸류에이션 할인율 확대에 따라 단기적으로 괴리를 축소 가능할 것으로 예상합니다.

### 1Q21 Review: 주력 자회사 이익 턴어라운드 성공

1Q21 연결 기준 매출액 1조 3,875억원(+8.5%, 이하 yoy 기준 동일), 영업이익 1,977억원(+191.1%), 지배주주 순이익 846억원(+84.0%)으로 높아진 시장 기대치를 소폭 상회하는 호실적을 기록하였다. 1) 아모레퍼시픽(이하 AP) 매출액 1조 2,528억원(+10.8%), 영업이익 1,762억원(+189.2%)으로 럭셔리 설화수 브랜드의 성장과 오프라인 채널 구조 조정 효과로 수익성이 대폭 개선되었다. 2) 이니스프리 매출액 890억원(-17.2%), 영업이익 95억원(+88.2%), 3) 에뛰드 매출액 281억원(-18.7%), 영업적자 -5억원(적자축소, -29억원)으로 매출 하락은 지속되었으나 오프라인 채널 재정부 및 효율성 개선 노력에 힘입어 이익은 개선되었다. 4) 에스쁘아 매출액 125억원(-9.1%), 영업적자 -3억원(적자전환, +18억원)으로 오프라인 매출이 감소하고 마케팅 비용 증가로 부진했다. 5) 에스트라 매출액 297억원(+23.7%), 영업이익 50억원(+205.9%)으로 고수익 제품 판매 확대에 호실적을 기록했다. 6) 아모스포츠페셔널 매출액 170억원(-8.8%), 영업이익 42억원(-4.4%)으로 면세사업 축소로 매출은 감소했으나 비용 효율화로 영업이익률은 소폭 개선되었다. 7) 오설록 매출액 166억원(+31.2%), 영업이익 17억원(흑자전환, -3억원)으로 선물 세트 중심의 온라인 판매 증가와 원가 절감 노력으로 흑자전환했다.

회복의 중심인 AP와의 밸류에이션 차이 확대에 단기 매력 증가 AP와 함께 에뛰드와 이니스프리의 이익 개선도 예상보다 빠르게 나타나고 있다. 그러나 여전히 아모레퍼시픽 중심으로 기업가치 회복을 예상한다. 이유는 에뛰드와 이니스프리의 경우 중장기적으로 외형 확대에 대한 고민이 필요해보이기 때문이다. 다만 최근 아모레퍼시픽과의 밸류에이션 할인율 확대에 따라 단기적으로 괴리를 축소는 가능해보인다. 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 실적 추정치 상향에 따라 9.7만원으로 상향 조정한다.

[표1] 아모레 G 1Q21 실적 잠정치와 당사추정치 및 컨센서스 비교

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P (a)	yy	q-q	한화추정치(b)	컨센서스	차이(a/b-1)
매출액	1,279.3	1,180.8	1,208.6	1,261.4	1,387.5	8.5	10.0	1,240.7	1,379.0	11.8
영업이익	67.9	36.2	61.0	-14.5	197.7	191.1	흑자전환	132.2	146.3	49.5
지배주주 순이익	46.0	2.7	1.5	-39.8	84.6	84.0	흑자전환	45.3	51.8	86.8
영업이익률(%)	5.3	3.1	5.0	-1.1	14.2			10.7	10.6	
순이익률(%)	3.6	0.2	0.1	-3.2	6.1			3.7	3.8	

자료: Dataguide, 한화투자증권

[표2] 아모레퍼시픽그룹(아모레 G) 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,279.3	1,180.8	1,208.6	1,261.4	1,387.5	1,296.3	1,328.8	1,331.9	4,930.1	5,344.5	5,952.9
growth %	-22.1	-24.7	-23.0	-16.0	8.5	9.8	10.0	5.6	-21.5	8.4	11.4
Operating Company	1,329.4	1,229.1	1,244.8	1,298.3	1,429.1	1,348.9	1,380.5	1,385.6	5,101.6	5,544.0	6,243.3
growth %	-22.7	-25.8	-23.6	-16.1	7.5	9.7	10.9	6.7	-22.2	8.7	12.6
sales %	94.2	96.6	96.2	95.7	94.1	96.6	97.0	96.8	95.6	96.1	97.1
AP	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,156.9	1,252.8	1,187.3	1,232.4	1,246.1	4,432.1	4,918.6	5,618.0
growth %	-22.1	-24.2	-22.4	-13.3	10.8	12.5	13.2	7.7	-20.2	11.0	14.2
sales %	80.1	83.0	84.1	85.3	82.5	85.0	86.6	87.0	83.1	85.2	87.4
Innisfree	107.4	88.4	80.3	72.4	89.0	77.4	74.4	69.8	348.5	310.5	309.0
growth %	-30.5	-40.1	-38.3	-39.4	-17.2	-12.5	-7.3	-3.7	-36.8	-10.9	-0.5
sales %	7.6	6.9	6.2	5.3	5.9	5.5	5.2	4.9	6.5	5.4	4.8
Etude	34.6	29.6	26.6	20.5	28.1	24.4	23.6	20.0	111.3	96.1	90.0
growth %	-30.9	-35.1	-33.3	-53.7	-18.7	-17.5	-11.4	-2.6	-38.1	-13.7	-6.3
sales %	2.5	2.3	2.1	1.5	1.8	1.7	1.7	1.4	2.1	1.7	1.4
Non-Operating Company	82.1	43.0	49.5	57.7	90.1	47.6	42.5	46.2	232.3	226.4	183.2
growth %	79.3	4.6	-17.6	-29.7	109.5	-3.8	-26.4	-48.7	24.2	-2.5	-19.1
sales %	5.8	3.4	3.8	4.3	5.9	3.4	3.0	3.2	4.4	3.9	2.9
영업이익	67.9	36.2	61.0	-14.5	197.7	136.5	140.8	82.4	150.7	557.3	718.0
growth %	-66.8	-67.2	-49.4	-123.2	191.1	276.6	130.7	-668.0	-69.8	269.9	28.8
margin %	5.3	3.1	5.0	-1.1	14.2	10.5	10.6	6.2	3.1	10.4	12.1
Operating Company	69.1	37.5	55.3	-15.4	194.4	134.4	132.2	82.7	146.6	543.8	702.2
growth %	-67.1	-66.7	-50.8	-125.6	181.3	258.3	139.1	-637.3	-71.5	270.9	29.1
margin %	4.9	2.9	4.3	-1.1	12.8	9.6	9.3	5.8	2.7	9.4	10.9
AP	60.9	35.2	56.0	-9.2	176.2	124.8	125.5	81.4	143.0	507.9	658.9
growth %	-67.4	-59.9	-47.9	-120.0	189.2	254.5	124.1	-984.8	-68.0	255.2	29.7
margin %	5.4	3.3	5.1	-0.8	14.1	10.5	10.2	6.5	3.2	10.3	11.7
Innisfree	5.1	-1.0	-0.2	3.1	9.5	3.9	3.7	3.5	7.0	20.6	24.8
growth %	-75.8	-105.2	-102.5	-78.5	88.2	-486.9	-1960.3	12.5	-88.8	194.0	20.7
margin %	4.7	-1.1	-0.2	4.3	10.7	5.0	5.0	5.0	2.0	6.6	8.0
Etude	-2.9	-2.9	-5.1	-7.2	-0.5	-1.4	-1.6	-1.4	-18.1	-5.0	-4.2
growth %	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
margin %	-8.4	-9.8	-19.2	-35.1	-1.8	-5.8	-7.0	-7.0	-16.3	-5.2	-4.6
Non-Operating Company	2.1	3.1	1.7	1.6	1.7	0.5	1.1	0.2	8.5	3.5	4.0
growth %	8.8	36.3	149.4	36.1	-19.2	-83.6	-37.0	-89.8	39.8	-59.3	16.1
margin %	2.6	7.3	3.4	2.7	1.9	1.1	2.5	0.3	3.7	1.5	2.2
지배주주순이익	46.0	2.7	1.5	-39.8	84.6	50.5	30.0	27.6	10.4	192.7	224.5
growth %	-41.6	-92.5	-96.5	적지	84.0	1779.2	1906.8	흑전	-92.2	1756.1	16.5
margin %	3.6	0.2	0.1	-3.2	6.1	3.9	2.3	2.1	0.2	3.6	3.8

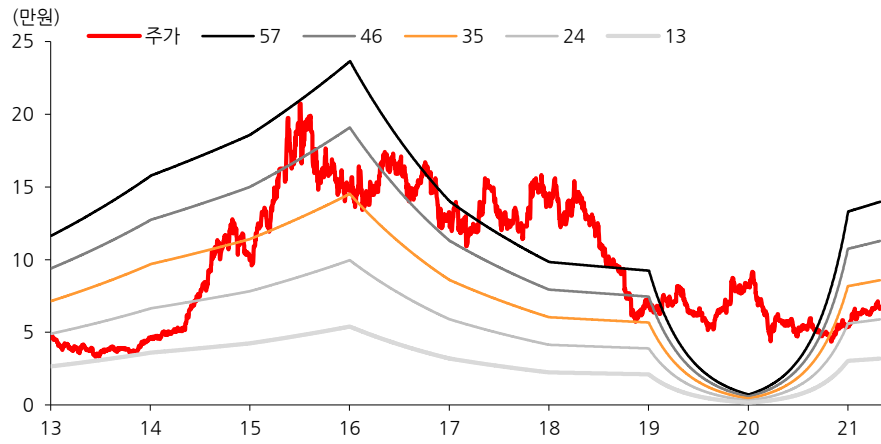
자료: 아모레G, 한화투자증권

[그림1] 아모레 G 및 아모레퍼시픽 12M FWD P/E 및 할인률



자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림2] 아모레 G 12M FWD PER 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권

[ 재무제표 ]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	6,078	6,284	4,930	5,344	5,953
매출총이익	4,459	4,642	3,559	3,885	4,357
영업이익	549	498	151	557	718
EBITDA	860	1,077	685	1,037	1,174
순이자손익	24	-2	-11	32	33
외화관련손익	6	6	-20	0	0
지분법손익	1	1	1	0	0
세전계속사업손익	535	431	31	601	728
당기순이익	376	282	22	433	509
지배주주순이익	142	134	10	193	225
<b>증가율(%)</b>					
매출액	0.8	3.4	-21.5	8.4	11.4
영업이익	-24.9	-9.3	-69.8	269.9	28.8
EBITDA	-13.9	25.1	-36.4	51.5	13.2
순이익	-23.1	-24.9	-92.2	1,865.3	17.6
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	73.4	73.9	72.2	72.7	73.2
영업이익률	9.0	7.9	3.1	10.4	12.1
EBITDA 이익률	14.2	17.1	13.9	19.4	19.7
세전이익률	8.8	6.9	0.6	11.3	12.2
순이익률	6.2	4.5	0.4	8.1	8.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	731	830	666	624	683
당기순이익	376	282	22	433	509
자산상각비	311	578	534	480	456
운전자본증감	-61	-215	63	-6	-6
매출채권 감소(증가)	54	-91	74	-6	-6
재고자산 감소(증가)	-95	-81	1	-10	-10
매입채무 증가(감소)	-15	18	-24	8	8
투자현금흐름	-540	-433	-430	-332	-614
유형자산처분(취득)	-435	-259	-170	-200	-480
무형자산 감소(증가)	-54	-36	-33	-46	-46
투자자산 감소(증가)	-70	-144	-237	-40	-40
재무현금흐름	-102	-287	-437	-44	-69
차입금의 증가(감소)	-10	-244	-180	-20	-35
자본의 증가(감소)	-92	133	-78	-24	-34
배당금의 지급	-92	-101	-78	-24	-34
총현금흐름	959	1,204	739	630	689
(-)운전자본증가(감소)	60	117	-9	61	6
(-)설비투자	437	274	195	200	480
(+)자산매각	-51	-20	-9	-46	-46
Free Cash Flow	411	792	545	322	157
(-)기타투자	-16	93	-64	-9	48
잉여현금	427	700	609	332	109
NOPLAT	387	326	106	402	503
(+) Dep	311	578	534	480	456
(-)운전자본투자	60	117	-9	61	6
(-)Capex	437	274	195	200	480
OpFCF	201	513	454	620	472

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	2,490	2,906	2,853	3,166	3,232
현금성자산	1,573	1,824	1,827	2,114	2,154
매출채권	338	406	316	322	328
재고자산	498	525	478	488	498
비유동자산	4,898	5,375	4,936	4,743	4,861
투자자산	807	1,432	1,131	1,177	1,224
유형자산	3,322	3,200	3,081	2,801	2,825
무형자산	774	739	720	766	811
자산총계	7,387	8,281	7,789	7,909	8,093
유동부채	898	1,226	1,170	1,124	1,129
매입채무	365	410	391	399	407
유동성이자부채	169	450	441	431	416
비유동부채	247	575	347	344	333
비유동이자부채	45	364	154	144	124
부채총계	1,145	1,801	1,517	1,469	1,462
자본금	44	48	48	48	48
자본잉여금	696	882	779	779	779
이익잉여금	2,546	2,648	2,632	2,800	2,991
자본조정	-167	-211	-210	-210	-210
자기주식	-140	-190	-190	-190	-190
자본총계	6,242	6,480	6,272	6,440	6,631

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
<b>주당지표</b>					
EPS	1,722	1,619	126	2,279	2,656
BPS	34,990	35,078	33,851	35,605	37,593
DPS	310	300	230	350	400
CFPS	10,762	13,501	7,698	6,559	7,174
ROA(%)	1.9	1.7	0.1	2.5	2.8
ROE(%)	4.7	4.1	0.3	5.8	6.4
ROIC(%)	8.1	6.3	2.0	8.2	10.3
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	42.1	51.1	436.1	31.9	27.4
PBR	2.1	2.4	1.6	2.0	1.9
PSR	1.1	1.2	1.1	1.3	1.2
PCR	6.7	6.1	7.1	11.1	10.1
EV/EBITDA	5.6	5.8	5.2	4.9	4.3
배당수익률	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	18.3	27.8	24.2	22.8	22.0
Net debt/Equity	-21.8	-15.6	-19.7	-23.9	-24.4
Net debt/EBITDA	-157.9	-93.8	-180.0	-148.5	-137.6
유동비율	277.4	237.0	243.8	281.6	286.2
이자보상배율(배)	120.5	18.9	6.6	108.2	139.4
<b>자산구조(%)</b>					
투자자본	67.2	62.6	62.7	59.5	59.4
현금+투자자산	32.8	37.4	37.3	40.5	40.6
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	3.3	11.2	8.7	8.2	7.5
자기자본	96.7	88.8	91.3	91.8	92.5

[ Compliance Notice ]

(공표일: 2021년 4월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (손호주, 조은아)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 아모레G 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2019.05.07	2019.05.07	2019.07.05	2019.08.01	2019.08.19	2019.10.11
투자의견	담당자변경	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	손호주	80,000	70,000	60,000	60,000	60,000
일 시	2019.10.14	2019.10.31	2020.01.14	2020.07.08	2020.08.03	2021.03.15
투자의견	Hold	Hold	Hold	Hold	Hold	Buy
목표가격	60,000	60,000	90,000	60,000	60,000	73,000
일 시	2021.04.29					
투자의견	Buy					
목표가격	97,000					

[ 목표주가 변동 내역별 괴리를 ]

\*괴리를 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.07	Hold	80,000	-17.73	-3.50
2019.07.04	Hold	70,000	-13.11	-4.86
2019.08.01	Hold	60,000	19.03	50.35
2020.01.14	Hold	90,000	-32.87	1.78
2020.07.08	Hold	60,000	-8.90	10.67
2021.03.15	Buy	73,000	-9.37	-2.33
2021.04.29	Buy	97,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

## [ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%