



화장품/섬유의복

Analyst 하누리

02. 6454-4892

nuri.ha@meritz.co.kr

아모레G 002790

2Q21 Review: 상대 우위 vs. 절대 열위

- ✓ 2Q21: 매출액 1조 3,034억원(+10%), 영업이익 1,046억원(+189%; OPM 8.0%)
- ✓ 직영점 축소 및 온라인 강화 → 이니스프리 흑자 전환, 에뛰드 적자 축소
- ✓ 제주 티뮤지엄 호조 및 채널 믹스 개선 → 오설록 매출 +51%, 흑자 전환
- ✓ 수익 개선 vs. 매출 저조 → 자회사 대비 상대 우위 vs. 경쟁사 대비 절대 열위
- ✓ 원브랜드 부진, 에스트라 양도, 화장품 모멘텀 약화 → 보수적 접근 권고

Hold

적정주가 (12개월)	67,000 원
현재주가 (7.28)	60,000 원
상승여력	11.7%
KOSPI	3,236.86pt
시가총액	49,475억원
발행주식수	8,246만주
유동주식비율	30.52%
외국인비중	17.53%
52주 최고/최저가	79,600원/43,550원
평균거래대금	147.2억원
주요주주(%)	
서경배 외 8 인	61.95
국민연금공단	5.01
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-8.3 -2.6 13.0
상대주가	-6.4 -7.6 -21.2

주가그래프



2Q21 국내 브랜드 개선

아모레G는 2021년 2분기 매출액 1조 3,034억원(+10.4% YoY; 이하 YoY), 영업이익 1,046억원(+188.5%), 순이익 1,044억원(+3,786%)을 기록하면서, 시장 기대치를 하회했다. 연결 실적에 절대적 비중(매출 90.3%, 영업이익 87.2%)을 차지하는 아모레퍼시픽이 부진했던 영향이다. 자회사 퍼시픽글라스 지분 매각으로 영업외이익이 반영되면서, 순이익의 증가 폭이 커진 것으로 보인다.

자체 전개하는 국내 사업은 증익했다. 직영점 축소 및 온라인 강화 전략이 주효했다. 기여도가 가장 큰 이니스프리(매출 -0.5%, OPM +7.6%p)는 흑자 전환했고, 에뛰드(매출 -11.4%, OPM +4.1%p)의 경우 적자 폭을 줄였다. 제주 티뮤지엄 호조 및 채널 믹스 개선으로 오설록(매출 +50.7%, OPM +8.4%p) 성과 또한 괄목할 만했다.

투자의견 Hold(하향) 및 적정주가 67,000원(하향) 제시

아모레G에 대한 투자의견(Hold → Buy) 및 적정주가(-16%)를 하향한다. 아모레퍼시픽 적정주가 변동(-18%)에 따른 지분가치 감소를 반영했다. 자회사(= AP) 대비 상대 우위이나, 경쟁사 대비로는 절대 열위에 있다. 매출 성장이 부재하기 때문이다. 쇼핑 행태 변화로 국내 원브랜드가 과거 영광을 되찾기 어렵다고 판단한다(원브랜드숍 → 멀티브랜드숍, 가두점 → 대형몰 몰링, 저가형 인디 브랜드 증가). 더마 카테고리로서 두각을 나타내던 에스트라 또한 3Q21E를 기점으로 AP에 양도된다. 화장품 업종 전반에 모멘텀이 약화됨에 따라 시장 효과를 누리기도 쉽지 않다. 주가 약세 기조가 지속될 것으로 전망, 보수적인 접근을 권고한다.

(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	5,405.3	461.3	225.9	2,607	2,415.6	35,729	23.0	1.7	6.5	6.8	21.6
2022E	5,778.6	514.1	196.5	2,256	-4.7	37,329	26.6	1.6	6.8	5.6	19.2
2023E	6,173.6	549.3	211.2	2,425	7.5	39,104	24.7	1.5	6.6	5.8	18.6

표1 아모레G 2Q21P 실적 Review

(십억원)	2Q21P	2Q20	(% YoY)	1Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	1,303.4	1,180.8	10.4	1,387.5	-6.1	1,346.2	-3.2	1,305.0	-0.1
영업이익	104.6	36.2	188.5	197.7	-47.1	129.3	-19.1	111.1	-5.9
순이익	104.4	2.7	3,785.6	84.6	23.4	48.1	117.0	40.1	160.3
영업이익률(%)	8.0	3.1	5.0	14.2	-6.2	9.6	-1.6	8.5	-0.5

표2 아모레G 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	5,405.3	5,778.6	5,434.5	5,926.2	-0.5	-2.5	5,539.6	6,172.2
영업이익	461.3	514.1	532.8	648.3	-13.4	-20.7	562.6	733.9
순이익	225.9	196.5	188.5	240.2	19.8	-18.2	189.9	243.4

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

표3 아모레G 적정주가 산정

(십억원, %, 배)	시가총액	지분율	지분가치	할인율	지분가치	비고
지분가치 - 상장사 (A)					4,465	
아모레퍼시픽 보통주	15,646	37.13	5,810	25.0	4,357	당사 목표주가 기준 주식 양도소득세율 할인 적용
아모레퍼시픽 우선주	1,001	14.31	143	25.0	107	3개월 평균 시가총액에 주식 양도소득세율 할인 적용
	순이익	Target PER	적정가치	지분율	지분가치	비고
지분가치 - 비상장사 (B)					503	
이니스프리	23	17.7	402	81.8	329	글로벌 화장품 Peer 평균값 대비 50% 할인
아모스프로페셔널	10	17.7	174	100.0	174	글로벌 화장품 Peer 평균값 대비 50% 할인
	순자산	Target PBR	적정가치	지분율	지분가치	비고
지분가치 - 비상장사 (C)					264	
오셀록	133	1.0	133	100.0	133	오셀록 및 오셀록농장 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					5,232 (A) + (B) + (C)	
유형자산 (D)					14	1Q21 개별 기준
순현금 (E)					365	1Q21 개별 기준
(2) 자산가치 합산					379 (D) + (E)	
우선주 - 아모레G우 (F)					166	3개월 평균 시가총액 기준
우선주 - 아모레G3우 (G)					335	3개월 평균 시가총액 기준
(3) 우선주 가치 합산					501 (F) + (G)	
NAV					5,110 (1) + (2) - (3)	
주식 수 (천주)					76,249	유통주식수 기준 (발행주식수 - 자기주식수)
적정주가 (원)					67,000	
현재주가 (원)					60,000	
상승여력					11.7	

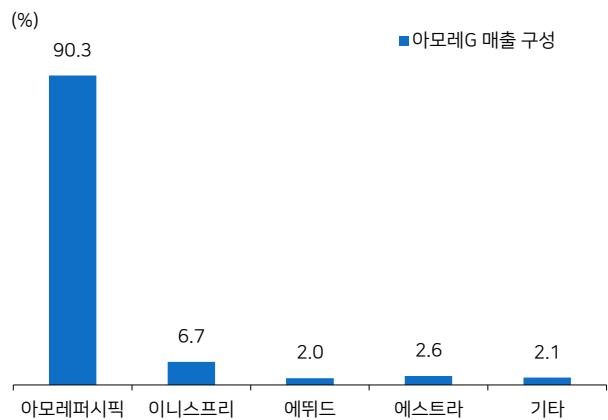
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 아모레G 실적 추이 및 전망

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	1,279.3	1,180.8	1,208.6	1,261.4	1,387.5	1,303.4	1,334.1	1,380.3	4,930.1	5,405.3	5,778.6
화장품	1,329.4	1,229.1	1,244.5	1,298.3	1,429.1	1,352.4	1,366.3	1,432.3	5,101.4	5,580.1	6,000.4
아모레퍼시픽	1,130.9	1,055.7	1,088.6	1,156.9	1,252.8	1,176.7	1,215.7	1,293.8	4,432.2	4,939.0	5,358.4
이니스프리	107.4	88.4	80.3	72.4	89.0	87.9	73.9	68.8	348.5	319.6	312.5
에뛰드	34.6	29.6	26.6	20.5	28.1	26.2	23.9	18.9	111.3	97.1	91.1
에스쁘아	13.8	10.9	10.2	7.6	12.5	11.5	10.2	7.8	42.5	42.0	44.1
에스트라	24.0	27.4	21.6	26.0	29.7	33.8	25.9	28.6	99.0	-	-
아모스프로페셔널	18.7	17.1	17.2	14.9	17.0	16.3	16.7	14.5	67.9	64.4	64.4
비화장품	82.1	72.2	49.5	57.7	90.1	89.3	54.5	66.4	261.5	300.2	324.2
영업이익	67.9	36.2	61.0	-14.5	197.7	104.6	104.7	54.4	150.7	461.3	514.1
영업이익률	5.3	3.1	5.0	-1.1	14.2	8.0	7.8	3.9	3.1	8.5	8.9
화장품	71.1	37.0	53.7	-17.4	194.3	100.8	100.5	55.3	144.5	450.9	492.2
아모레퍼시픽	60.9	35.2	56.0	-9.2	176.2	91.2	94.2	52.7	143.0	414.4	457.0
이니스프리	5.1	-1.0	-0.2	3.1	9.5	5.7	3.6	3.6	7.0	22.4	24.9
에뛰드	-2.9	-2.9	-5.1	-7.2	-0.5	-1.5	-1.8	-1.8	-18.1	-5.7	-1.6
에스쁘아	1.8	-0.5	-1.6	-2.0	-0.3	-0.8	-0.7	-0.5	-2.3	-2.4	-0.3
에스트라	1.6	2.3	0.7	-4.1	5.0	2.9	2.1	1.5	0.5	-	-
아모스프로페셔널	4.4	3.9	3.9	2.0	4.2	3.3	3.1	1.4	14.2	12.0	12.2
비화장품	-3.7	-3.0	0.2	3.5	0.9	4.5	2.2	3.0	-3.0	10.6	12.8
순이익	46.0	2.7	1.5	-39.8	84.6	104.4	35.3	1.6	10.4	225.9	196.5
순이익률	3.6	0.2	0.1	-3.2	6.1	8.0	2.6	0.1	0.2	4.2	3.4
(% YoY)											
매출액	-22.1	-24.7	-23.0	-16.0	8.5	10.4	10.4	9.4	-21.5	9.6	6.9
화장품	-22.7	-25.8	-23.6	-16.1	7.5	10.0	9.8	10.3	-22.2	9.4	7.5
아모레퍼시픽	-22.1	-24.2	-22.4	-13.3	10.8	11.5	11.7	11.8	-20.6	11.4	8.5
이니스프리	-30.5	-40.1	-38.3	-39.4	-17.1	-0.6	-8.0	-5.0	-36.8	-8.3	-2.2
에뛰드	-30.9	-35.1	-33.3	-53.7	-18.8	-11.5	-10.0	-8.0	-38.1	-12.8	-6.1
에스쁘아	20.0	-11.4	-22.1	-23.2	-9.4	5.5	0.0	3.0	-9.2	-1.1	5.0
에스트라	-12.7	-25.7	-11.8	17.1	23.8	23.4	20.0	10.0	-10.9	-	-
아모스프로페셔널	-23.4	-20.1	-13.1	-16.3	-9.1	-4.7	-3.0	-3.0	-18.6	-5.1	0.0
비화장품	105.3	57.6	20.4	-4.0	9.7	23.7	10.0	15.0	39.8	14.8	8.0
영업이익	-66.8	-67.2	-49.4	적전	191.1	188.5	71.6	흑전	-69.8	206.2	11.5
영업이익률	-7.2	-4.0	-2.6	-5.3	8.9	5.0	2.8	5.1	-4.9	5.5	0.4
화장품	-66.2	-67.2	-52.2	적전	173.2	172.2	87.0	흑전	-70.8	212.1	9.2
비화장품	적전	적전	-86.7	483.3	흑전	흑전	996.3	-14.1	적전	흑전	20.3
순이익	-41.6	-92.5	-96.5	-70.3	84.0	3,785.6	2,256.8	흑전	-92.2	2,076.1	-13.0

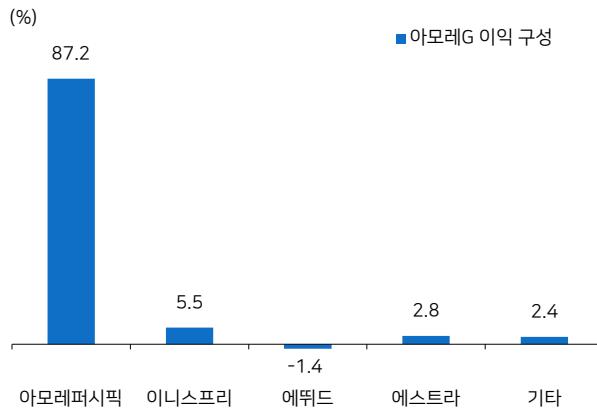
자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

그림1 아모레G 매출 구성 (2Q21P)



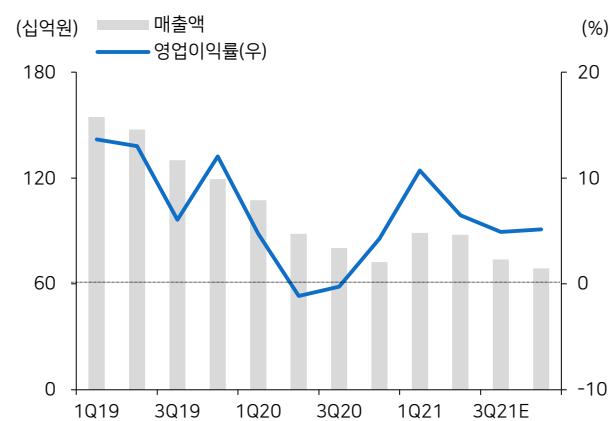
자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

그림2 아모레G 영업이익 구성 (2Q21P)



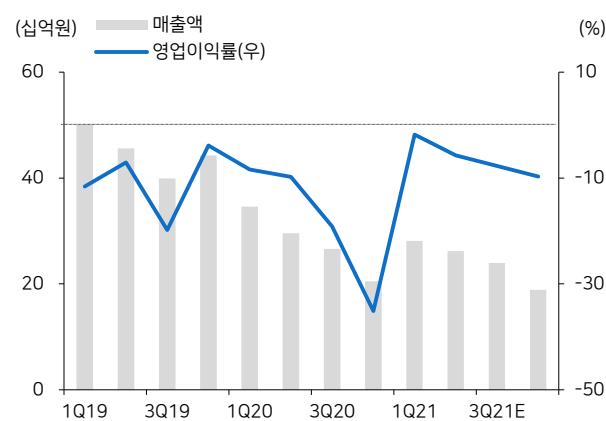
자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

그림3 이니스프리 실적 추이 및 전망



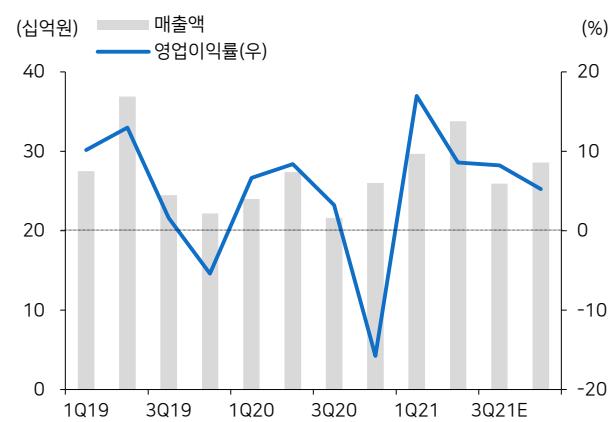
자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

그림4 에뛰드 실적 추이 및 전망



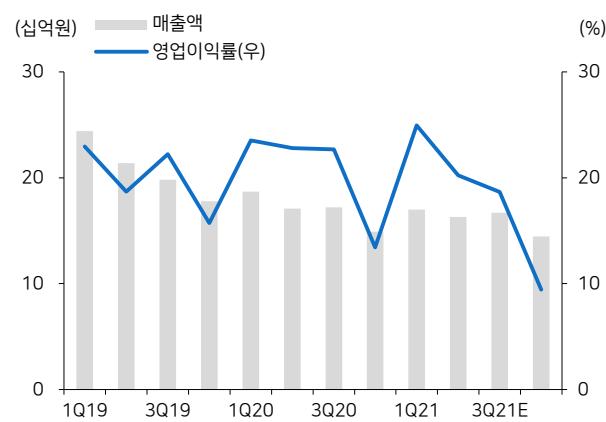
자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

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	5,405.3	5,778.6	6,173.6
매출액증가율 (%)	3.4	-21.5	9.6	6.9	6.8
매출원가	1,641.8	1,371.1	1,441.1	1,540.6	1,646.0
매출총이익	4,642.4	3,559.0	3,964.2	4,237.9	4,527.6
판매관리비	4,144.2	3,408.3	3,502.9	3,723.8	3,978.3
영업이익	498.3	150.7	461.3	514.1	549.3
영업이익률	7.9	3.1	8.5	8.9	8.9
금융손익	4.8	0.3	0.1	-0.1	-0.4
증속/관계기업손익	0.7	1.4	2.1	2.3	2.5
기타영업외손익	-72.3	-121.1	99.2	19.9	24.9
세전계속사업이익	431.4	31.3	562.7	536.1	576.3
법인세비용	149.0	9.2	168.8	160.8	172.9
당기순이익	282.4	22.1	393.9	375.3	403.4
지배주주지분 순이익	133.7	10.4	225.9	196.5	211.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	830.3	666.0	787.3	695.6	749.7
당기순이익(손실)	282.4	22.1	393.9	375.3	403.4
유형자산상각비	578.5	534.2	568.8	426.3	369.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-214.7	63.0	-75.5	-106.0	-22.8
투자활동 현금흐름	-433.3	-430.2	-280.5	-219.7	-198.3
유형자산의증가(CAPEX)	-274.2	-195.0	-207.6	-200.0	-180.0
투자자산의감소(증가)	-17.5	-66.0	-14.2	-10.2	-8.9
재무활동 현금흐름	-287.4	-436.9	-89.8	-91.1	-74.3
차입금의 증감	599.9	-219.8	-58.6	-48.3	-33.5
자본의 증가	190.0	-102.7	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	120.0	-226.5	422.5	384.7	477.1
기초현금	1,297.5	1,417.4	1,190.9	1,613.5	1,998.2
기말현금	1,417.4	1,190.9	1,613.5	1,998.2	2,475.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	2,905.9	2,853.1	3,555.1	4,007.1	4,573.7
현금및현금성자산	1,417.4	1,190.9	1,613.5	1,998.2	2,475.3
매출채권	394.7	306.7	352.7	366.8	385.1
재고자산	524.5	478.5	559.8	593.4	636.1
비유동자산	5,375.5	4,935.7	4,461.1	4,245.0	4,064.9
유형자산	3,200.1	3,081.1	2,653.4	2,427.1	2,238.0
무형자산	739.4	719.6	714.4	714.4	714.4
투자자산	94.8	160.8	175.0	185.2	194.1
자산총계	8,281.4	7,788.7	8,016.2	8,252.2	8,638.6
유동부채	1,225.9	1,170.2	1,093.3	980.9	988.6
매입채무	104.8	74.3	78.8	81.1	83.6
단기차입금	157.6	257.5	243.4	220.4	198.4
유동성장기부채	46.5	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	575.4	346.5	333.4	349.2	365.5
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	1,426.6	1,330.2	1,354.0
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	-10.0	-10.0	-10.0
이익잉여금	2,648.3	2,631.9	2,808.4	2,962.1	3,132.4
비지배주주지분	3,112.8	3,022.5	3,159.9	3,338.7	3,530.9
자본총계	6,480.2	6,272.0	6,589.6	6,922.0	7,284.6

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2019	2020	2021E	2022E	2023E
SPS	76,211	59,789	65,552	70,079	74,869
EPS(지배주주)	1,527	43	2,607	2,256	2,425
CFPS	14,603	8,962	11,728	11,672	11,465
EBITDAPS	13,058	8,305	12,493	11,405	11,138
BPS	35,078	33,852	35,729	37,329	39,104
DPS	300	230	418	399	429
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7
(Valuation(Multiple))					
PER	54.2	1,273.8	23.0	26.6	24.7
PCR	5.7	6.1	5.1	5.1	5.2
PSR	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8
PBR	2.4	1.6	1.7	1.6	1.5
EBITDA	1,076.8	684.8	1,030.1	940.4	918.4
EV/EBITDA	8.8	9.8	6.5	6.8	6.6
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	4.1	0.3	6.8	5.6	5.8
EBITDA 이익률	17.1	13.9	19.1	16.3	14.9
부채비율	27.8	24.2	21.6	19.2	18.6
금융비용부담률	0.4	0.5	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(X)	18.9	6.6			
매출채권회전율(X)	17.9	14.1	16.4	16.1	16.4
재고자산회전율(X)	12.3	9.8	10.4	10.0	10.0

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 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	81.8%
중립	18.2%
매도	0.0%

2021년 6월 30일 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	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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			Univ Out.		-14.1	-	
2020.04.22	산업분석	Hold	66,000	하누리	-18.8	-9.5	
2020.10.05	기업브리프	Hold	57,000	하누리	0.0	17.2	
2021.04.08	기업브리프	Hold	72,000	하누리	-4.6	1.0	
2021.04.29	기업브리프	Buy	90,000	하누리	-18.9	-11.6	
2021.07.09	산업브리프	Buy	80,000	하누리	-23.9	-22.0	
2021.07.29	기업브리프	Hold	67,000	하누리	-	-	