

아모레G(002790)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 157,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(4/24)	2,174
주가(4/24)	135,500
시가총액(십억원)	11,173
발행주식수(백만)	82
52주 최고/최저가(원)	174,500/109,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	20,787
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.3/19.3
주요주주(%)	서강배 외 6인 62.0
	국민연금 5.8

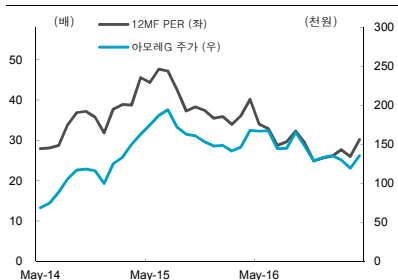
Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	31.4	34.7	27.2
PBR(x)	4.0	3.7	3.3
ROE(%)	12.8	10.9	12.5
DY(%)	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA(x)	9.4	9.9	8.6
EPS(원)	4,240	3,909	4,975
BPS(원)	33,440	36,664	40,736

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	12.9	(15.6)	(18.4)
상대주가(%p)	12.7	(21.7)	(26.2)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

아모레퍼시픽 실적 및 주가와 연동될 전망

What's new : 예상을 하회한 영업 실적

1분기 매출액은 전년대비 5.5% 증가한 1,863억원, 영업이익은 10% 감소한 3,790억원(영업이익률 20.4%)에 그쳤다. 영업이익은 우리 예상을 8% 하회, 아모레퍼시픽의 실적 부진과 더불어 이니스프리와 에뛰드 실적이 예상을 하회했다. 이니스프리 영업이익이 전년대비 11% 감소한 460억원(영업이익률 23.3%, -4.5%p YoY)에 그쳤고 에뛰드 영업이익도 88억원으로 전년대비 29% 감소했다(영업이익률 10.8%, -4.3%p YoY). 1분기 중국인 관광객 감소(-9.2% YoY) 영향도 있으나 내수 부진과 경쟁 심화가 주요인이다. 지분율이 높은 비 아모레퍼시픽 자회사 부진으로 지배주주순이익은 예상을 20% 하회했다.

Positives : 악재는 현실화, 중장기 글로벌 확장 전략, 다양한 성장 잠재력

2017년 3월 중국 내 전면적인 한국 관광 상품 판매 금지 및 중국인 방한 금지에 따라 중국인 관광객 급감이 현실화되고 있다. 3월 중국인 관광객수는 40% 감소, 온기 반영되는 2분기 감소폭은 이보다 클 전망이다. 우리는 중국인 관광객 수가 연간 25% 감소할 것으로 예상한다. 핵심 자회사인 아모레퍼시픽의 면세점 매출 부진이 불가피하며 이니스프리, 에뛰드 등 중국인 선호도가 높은 브랜드 실적에도 부정적이다. 단 가장 강도 높은 제재가 가시화되면서 예상되는 영향 또한 대부분 현실화되고 있다고 판단된다. 오히려 핵심 자회사인 아모레퍼시픽의 해외 사업은 중국과 동남아에서 고성장이 진행되고 있으며 금년부터 미국 사업도 본격화된다. 이니스프리와 에뛰드의 글로벌 사업 규모가 커질수록 수출 및 로열티 매출이 증가할 전망이다. 그 외 색조 브랜드 에스쁘와, 헤어케어 아모스프로페셔널, 의약화장품 및 필러 브랜드 에스트라 매출 호조로 다양한 성장 잠재력 또한 유효하다.

Negatives : 국내 중저가 시장 경쟁 심화

국내 중저가 화장품 브랜드들의 경쟁이 가속화되고 있다. 프리미엄 화장품은 브랜드력과 인하우스 제조 역량을 기반으로 차별화가 이루어지는 반면 중저가 브랜드들은 최근 다양한 제품 구색을 갖춘 H&B 스토어의 부상, 온라인·모바일 채널을 활용하는 다양한 신생 브랜드 등장, 유통업체들의 PB 화장품 강화 등으로 인해 경쟁이 치열하다. 이니스프리나 에뛰드의 경우도 최근 이익 감소뿐 아니라 매출 증가세가 둔화되고 있다.

결론 : 아모레퍼시픽 실적 회복 시점에 주목

아모레퍼시픽, 이니스프리, 에뛰드 실적 전망을 하향, 2017년 및 2018년 지배주주순이익을 각각 11%, 5% 하향한다. 이니스프리와 에뛰드의 내수 실적 모멘텀은 피크를 지나 둔화, 향후 주가는 아모레퍼시픽 실적 및 주가에 연동될 전망이다. 현주가는 2018년 PER 27배로 글로벌 평균 24배보다 높다, 조정 시 '매수' 관점을 제시한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	1Q17P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,853	1,855	0.1	1,895	18.6	5.5	7,151	7,385
영업이익	413	379	(8.4)	418	181.7	(9.7)	1,078	1,202
영업이익률	22.3	20.4	(1.9)	22.0	11.8	-3.4	15.1	16.3
세전이익	423	354	(16.3)	434	138.9	(17.3)	1,087	1,227
순이익	132	106	(20.0)	139	212.1	(21.9)	324	380

나은채 3276-6160
ec.na@truefriend.com

이선호 3276-6175
sunho.lee@truefriend.com

<표 1> 실적 추정 조정

(단위: 십억원, %)

	변경후		변경률		변경전	
	2017F	2018F	2017F	2018F	2017F	2018F
매출액	7,151	8,167	(0.2)	0.7	7,164	8,110
영업이익	1,078	1,309	(6.6)	(2.7)	1,154	1,345
세전이익	1,087	1,317	(6.4)	(2.5)	1,161	1,351
지배주주순이익	324	413	(10.9)	(4.9)	364	434

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 추정 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2016				2017				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QP	2QF	3QF	4QF	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	1,759	1,720	1,654	1,564	1,855	1,737	1,751	1,807	5,661	6,698	7,151	8,167	9,258
아모레퍼시픽	1,485	1,443	1,401	1,316	1,569	1,467	1,495	1,524	4,767	5,645	6,054	6,983	8,001
이니스프리	187	214	177	191	198	218	186	202	592	768	804	884	944
에뛰드	81	85	76	75	81	82	76	89	258	317	328	360	396
에스쁘아	9	9	9	11	13	11	11	17	30	38	51	61	73
아모스프로페셔널	22	19	21	18	26	21	24	21	65	79	91	105	121
에스트라	24	33	25	21	28	36	29	26	92	103	119	138	160
영업이익	419	310	220	134	379	255	240	205	914	1,083	1,078	1,309	1,521
아모레퍼시픽	338	241	168	102	317	198	189	150	773	848	854	1,045	1,226
이니스프리	52	63	37	45	46	54	36	46	126	197	183	210	231
에뛰드	12	12	7	(2)	9	10	6	5	2	30	30	38	44
에스쁘아	(0)	0	(0)	(1)	1	0	(0)	(1)	(3)	(1)	(1)	0	0
아모스프로페셔널	6	5	4	1	7	5	5	1	13	16	18	21	25
에스테라	1	3	0	(2)	1	2	0	(2)	(3)	2	2	2	3
영업이익률	23.8	18.0	13.3	8.6	20.4	14.7	13.7	11.3	16.1	16.2	15.1	16.0	16.4
아모레퍼시픽	22.7	16.7	12.0	7.8	20.2	13.5	12.6	9.8	16.2	15.0	14.1	15.0	15.3
이니스프리	27.8	29.4	21.0	23.4	23.3	25.0	19.5	22.9	21.2	25.6	22.8	23.8	24.5
에뛰드	15.1	14.3	9.1	(2.4)	10.8	12.0	8.0	5.4	0.9	9.3	9.0	10.5	11.2
에스쁘아	(2.4)	0.0	(3.2)	(4.5)	4.0	0.0	(3.2)	(6.8)	(10.0)	(2.6)	(2.0)	0.0	0.0
아모스프로페셔널	27.1	24.7	21.5	5.7	28.4	23.0	20.5	3.6	20.4	20.3	19.5	20.1	20.7
에스트라	2.1	9.1	1.6	(8.5)	4.3	6.0	1.6	(7.0)	(3.3)	2.0	1.7	1.7	1.7
매출액 성장률	21.9	21.7	22.8	7.3	5.5	1.0	5.9	15.5	20.0	18.3	6.8	14.2	13.4
아모레퍼시픽	23.3	20.7	22.8	7.4	5.6	1.6	6.7	15.8	23.0	18.4	7.2	15.3	14.6
이니스프리	30.9	45.8	29.2	14.9	6.3	2.0	5.0	6.0	29.7	29.7	4.7	9.9	6.8
에뛰드	13.7	31.2	34.0	14.9	(0.1)	(3.0)	0.0	18.7	(10.5)	22.8	3.6	9.9	9.8
에스쁘아	19.7	32.4	31.0	23.3	47.1	20.0	15.0	53.5	17.6	26.3	34.6	20.0	20.0
아모스프로페셔널	23.2	24.4	12.6	33.6	17.9	10.0	15.0	17.6	18.3	22.6	15.1	15.0	15.0
에스트라	37.3	14.2	8.7	(5.8)	14.0	10.0	15.0	23.4	16.5	12.4	14.9	16.0	16.0

자료: 아모레퍼시픽그룹, 한국투자증권

<표 3> 아모레 G SOTP valuation

(단위: 십억원, 원, %)

부문	가치	지분율	장부가액	2018 매출액	2018 순이익	Note
아모레퍼시픽 가치 (보통주+우선주) (A)	5,598					
아모레퍼시픽	5,392	35.4	939	6,054	648	당사 목표 시가총액에 지분율 적용, 20% 할인
아모레퍼시픽 (우)	206	14.3	30			시가총액에 지분율 적용, 20% 할인
이니스프리 가치 (B)	4,532	81.8	16	884	168	2018년 순이익에 PER 33배, 지분율 적용
이니스프리 외 계열사 가치 (C)	2,540					
에뛰드	1,081	80.5	23	360	36	2018년 순이익에 PER 30배 적용
아모스프로페셔널	448	100.0	23	105	20	2018년 순이익에 PER 20배 적용
에스쁘아	122	80.5	6	61	0	PSR 2배
에스트라	276	100.0	66	138	4	PSR 2배
코스비전	492	100.0	39	246	9	PSR 2배
소계 (A)+(B)+(C)	12,669					
주식수 (D)	86					자사주 5.5백만주 차감, 우선주 9.1백만주 가산
주당 적정가 (A)+(B)+(C)/(D)	147,220					

자료: 한국투자증권

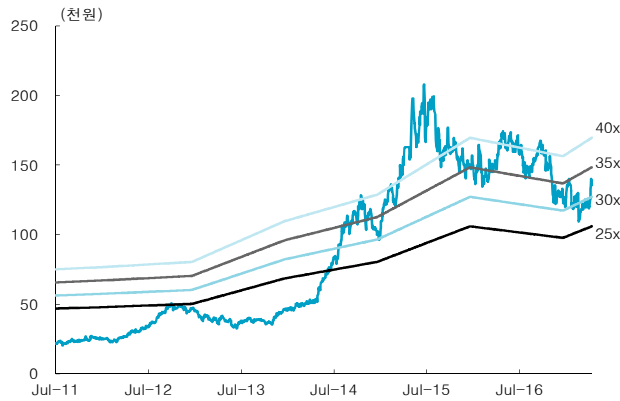
<표 4> 중저가 화장품 업체 다수 고성장, 경쟁 심화 국면

(단위: 십억원, %)

매출액			2011	2012	2013	2014	2015	2016
원브랜드숲	더 페이스샵	비상장	326	438	547	610	629	650
	이니스프리	비상장	141	229	333	457	592	768
	에이블씨엔씨		330	452	442	438	408	435
	에뛰드	비상장	215	281	319	281	258	317
	토니모리		101	151	170	205	220	233
	잇츠스킨		23	32	52	242	310	267
	네이처리퍼블릭	비상장	91	128	172	255	285	262
	더샘인터내셔널	비상장	21	34	33	44	72	140
중저가	리더스코스메틱		45	54	73	120	173	181
	한국화장품		70	73	69	76	98	161
	코리아나		106	98	96	101	137	124
	엘엔피코스메틱	비상장				57	189	402
	클레어스	비상장					168	70
	카버코리아	비상장				50	156	430
	에스디생명공학						75	105
	제이준		58	50	30	7	8	83
	클리오			28	34	42	107	194
영업이익								
원브랜드숲	더 페이스샵	비상장	53	80	95	69	60	45
	이니스프리	비상장	19	36	50	76	126	196
	에이블씨엔씨		34	54	13	7	18	24
	에뛰드	비상장	20	23	30	11	2	29
	토니모리		13	15	19	15	17	18
	잇츠스킨		(1)	3	8	99	112	73
	네이처리퍼블릭	비상장	5	(4)	(0)	24	16	(10)
	더샘인터내셔널	비상장	(15)	(10)	(11)	(6)	(1)	20
중저가	리더스코스메틱		0	1	2	22	34	19
	한국화장품		(18)	(17)	(13)	(11)	(5)	16
	코리아나		(4)	(1)	(1)	(5)	6	4
	엘엔피코스메틱	비상장				18	53	129
	클레어스	비상장				0	60	(3)
	카버코리아	비상장				10	48	180
	에스디생명공학					3	27	28
	제이준		(9)	(5)	(13)	(20)	(11)	13
	클리오			3	2	1	23	26
영업이익률								
원브랜드숲	더 페이스샵		16.1	18.3	17.3	11.3	9.5	6.9
	이니스프리		13.4	15.8	15.0	16.7	21.2	25.6
	에이블씨엔씨		10.2	11.9	3.0	1.5	4.3	5.6
	에뛰드		9.1	8.4	9.3	3.9	0.9	9.3
	토니모리	비상장	12.7	10.0	11.4	7.2	7.9	7.6
	잇츠스킨	비상장	(6.0)	8.8	15.8	41.0	36.1	27.4
	네이처리퍼블릭	비상장	5.9	(3.4)	(0.3)	9.3	5.7	(3.7)
	더샘인터내셔널	비상장	(71.3)	(27.8)	(31.8)	(14.1)	(1.5)	14.6
중저가	리더스코스메틱		0.7	1.4	3.0	18.5	19.9	10.7
	한국화장품		(25.0)	(22.8)	(19.1)	(14.3)	(5.5)	9.8
	코리아나		(3.5)	(1.5)	(1.1)	(5.0)	4.7	3.2
	엘엔피코스메틱	비상장				31.8	28.3	32.1
	클레어스	비상장					35.8	(4.5)
	카버코리아	비상장				19.9	30.9	41.9
	에스디생명공학						35.5	26.8
	제이준		(15.3)	(9.9)	(42.6)	(282.1)	(134.1)	16.0
	클리오			11.0	5.1	1.6	21.1	13.3

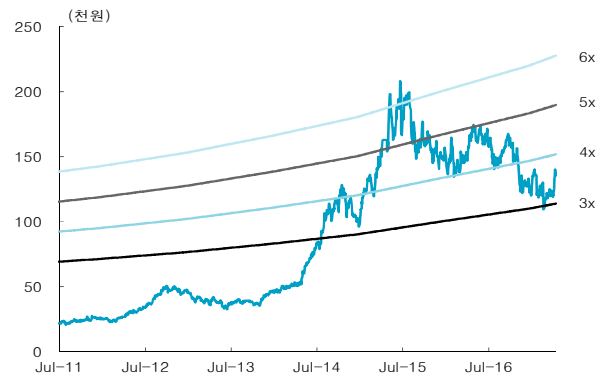
자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드 차트



자료: WiseFN, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드 차트



자료: WiseFN, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

2006년 인적 분할을 통해 화장품, 생활용품, 식품 등의 제조 판매를 아모레퍼시픽으로 이전. 현재 아모레퍼시픽, 이니스프리 등 10개 자회사를 보유한 지주회사

재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	2,538	2,943	3,069	3,494	3,941
현금성자산	1,003	969	715	817	773
매출채권및기타채권	354	379	405	462	547
재고자산	393	478	511	572	676
비유동자산	3,610	4,146	4,760	5,479	6,296
투자자산	79	79	85	97	114
유형자산	2,212	2,774	3,295	3,806	4,317
무형자산	731	749	800	913	1,081
자산총계	6,148	7,088	7,829	8,973	10,237
유동부채	979	1,321	1,277	1,460	1,567
매입채무및기타채무	536	637	680	777	919
단기차입금및단기사채	46	116	116	116	116
유동성장기부채	76	90	90	90	90
비유동부채	282	200	212	241	285
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	52	3	2	0	0
부채총계	1,260	1,522	1,489	1,701	1,851
지배주주지분	2,533	2,833	3,120	3,482	3,916
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	696	696	696
기타자본	(146)	(146)	(140)	(140)	(140)
이익잉여금	1,948	2,251	2,531	2,893	3,327
비지배주주지분	2,355	2,734	3,220	3,790	4,470
자본총계	4,888	5,567	6,340	7,272	8,385

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	737	877	1,400	1,798	1,928
당기순이익	674	812	811	983	1,172
유형자산감가상각비	189	221	230	235	238
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(174)	(213)	(127)	11	(163)
기타	48	57	486	569	681
투자활동현금흐름	(83)	(814)	(1,128)	(1,074)	(1,233)
유형자산투자	(278)	(602)	(753)	(747)	(751)
유형자산매각	6	2	2	2	2
투자자산순증	253	(302)	(4)	(10)	(16)
무형자산순증	(64)	(46)	(51)	(114)	(167)
기타	0	134	(322)	(205)	(301)
재무활동현금흐름	(71)	(99)	(526)	(622)	(738)
자본의증가	0	2	0	0	0
차입금의순증	1	35	(1)	(1)	(0)
배당금지급	(72)	(100)	(38)	(44)	(51)
기타	0	(36)	(487)	(577)	(687)
기타현금흐름	3	2	0	0	0
현금의증가	586	(34)	(254)	102	(44)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

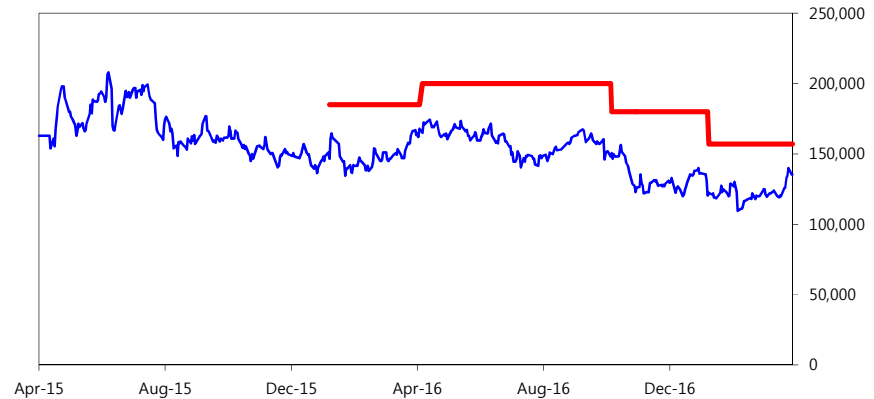
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	5,661	6,698	7,151	8,167	9,662
매출원가	1,415	1,641	1,773	2,025	2,367
매출총이익	4,246	5,057	5,377	6,142	7,295
판매관리비	3,333	3,974	4,299	4,833	5,733
영업이익	914	1,083	1,078	1,309	1,562
금융수익	38	29	32	34	38
이자수익	28	28	31	34	38
금융비용	3	7	5	5	5
이자비용	3	4	5	5	5
기타영업외손익	(28)	(18)	(20)	(23)	(27)
관계기업관련손익	1	2	2	2	2
세전계속사업이익	922	1,088	1,087	1,317	1,571
법인세비용	248	277	276	335	399
연결당기순이익	674	812	811	983	1,172
지배주주지분순이익	260	342	324	413	492
기타포괄이익	(39)	(19)	0	0	0
총포괄이익	635	792	811	983	1,172
지배주주지분포괄이익	242	333	324	413	492
EBITDA	1,103	1,304	1,308	1,543	1,800

주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	3,219	4,240	3,909	4,975	5,931
BPS	30,060	33,440	36,664	40,736	45,615
DPS	390	460	529	608	700
성장성(%, YoY)					
매출증가율	20.1	18.3	6.8	14.2	18.3
영업이익증가율	38.6	18.5	(0.4)	21.4	19.4
순이익증가율	17.1	31.5	(5.3)	27.3	19.2
EPS증가율	17.4	31.7	(7.8)	27.3	19.2
EBITDA증가율	32.4	18.3	0.3	18.0	16.7
수익성(%)					
영업이익률	16.1	16.2	15.1	16.0	16.2
순이익률	4.6	5.1	4.5	5.1	5.1
EBITDA Margin	19.5	19.5	18.3	18.9	18.6
ROA	11.6	12.3	10.9	11.7	12.2
ROE	10.7	12.8	10.9	12.5	13.3
배당수익률	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
배당성향	12.5	11.2	13.6	12.3	11.9
안정성					
순차입금(십억원)	(1,345)	(1,600)	(1,653)	(1,918)	(2,113)
차입금/자본총계비율(%)	3.9	3.7	3.2	2.8	2.5
Valuation(X)					
PER	46.0	31.4	34.7	27.2	22.8
PBR	4.9	4.0	3.7	3.3	3.0
EV/EBITDA	12.0	9.4	9.9	8.6	7.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
아모레 G(002790)	2016.02.02	매수	185,000 원
	2016.05.02	매수	200,000 원
	2016.11.01	매수	180,000 원
	2017.02.03	매수	157,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 4월 25일 현재 아모레G 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 아모레G 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2017.3.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.4%	21.7%	0.9%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.