

아모레G(002790)

이니스프리, 너마저

아모레P 실적 부진에 그 외 계열사 영업 적자 기록
이니스프리 역성장, 중저가 브랜드 경쟁 심화
주가 부담은 완화됐으나 자회사 실적 회복 가시성 필요

Facts : 아모레P 외 계열사 영업 적자 기록, 컨센서스 하회

매출액은 전년대비 4% 증가한 1.4조원, 영업이익은 82% 급감한 164억원(영업이익률 1.2%, -5.5%p YoY)을 기록, 컨센서스를 78% 하회했다. 아모레퍼시픽(지분율 35%)이 부진했고 에뛰드(지분율 81%)뿐 아니라 이니스프리(지분율 82%) 실적이 저조했다. 아모레퍼시픽 매출액과 영업이익은 각각 1.2조원(+7.4% YoY)과 238억원(-69% YoY, 영업이익률 1.9%)을, 이니스프리는 1,312억원(-12% YoY)과 60억원(-68% YoY, 영업이익률 4.6%)을 기록했다. 에뛰드는 매출액이 15% 감소하고 영업적자 95억원을 기록했다. 메이크업 브랜드 에스쁘아 매출액도 감소했고, 헤어케어 브랜드인 아모스프로페셔널 매출액도 2% 증가에 그쳤다.

Pros & cons : AP 프리미엄 비중 확대 vs 중저가 무한 경쟁 시대

아모레퍼시픽 면세점 매출액이 48% 증가하고 중국 내 설화수가 40% 증가하는 등 프리미엄 사업이 양호하다. 중국 사업은 전사적으로 매스 비중이 아직 높으나 프리미엄 제품 성장 가능성이 높고 비중 또한 확대될 것이다. 중국 외 동남아, 미주 실적도 양호해 점진적인 글로벌화 또한 긍정적이다. 한편 이니스프리 매출액이 역성장하고 영업이익률이 2011년 이래 가장 낮은 수준을 기록, 어닝 쇼크를 기록했다. 4분기 중국인 관광객이 전년대비 33% 증가했음을 감안하면 매우 부진하며 다양한 제품 구색을 갖춘 H&B 스토어의 부상, 온라인·모바일 채널을 활용하는 신생 브랜드 등장 등 경쟁 심화 영향권으로 판단된다. 에뛰드와 다른 뷰티 브랜드 실적 또한 저조했다. 향후 경쟁 심화를 극복할 정도의 강한 중국인 관광객 회복, 또는 구조조정 등 비용 절감 노력이 필요하다.

Action : AP 상반기 회복과 중저가 브랜드 전략 수립 필요

투자의견 '중립'을 유지한다. 2019년 PER은 28배로 글로벌 7개사 평균이 25배라는 점을 감안시 낮아 보이지 않는다. 또한 경쟁 구도가 명확하지 않은 상태에서 수익성이나 실적 바닥을 논하기가 쉽지 않다. 아모레퍼시픽 실적의 key인 내수 사업 회복과 동사의 중저가 브랜드들에 대한 전략 수립이 필요하다. 향후 이니스프리의 글로벌 사업, 중국인 관광객 회복 강도 등 캐털리스트 모색 과정이 예상된다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

중립(유지)

Stock Data

KOSPI(1/31)	2,205
주가(1/31)	68,500
시가총액(십억원)	5,648
발행주식수(백만)	82
52주 최고/최저(원)	154,500/57,400
일평균거래대금(6개월, 백만원)	13,325
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.3/21.0
주요주주(%)	서경배 외 7 인 62.0

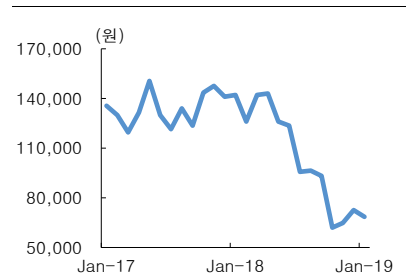
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	58.0	34.4	28.9
PBR(x)	4.0	1.9	1.8
ROE(%)	7.0	5.4	6.1
DY(%)	0.3	0.5	0.7
EV/EBITDA(x)	13.6	8.5	7.3
EPS(원)	2,432	1,994	2,372
BPS(원)	35,285	36,880	38,673

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.8)	(28.5)	(51.8)
KOSPI 대비(%p)	(13.8)	(24.6)	(37.7)

주가추이



자료: FnGuide

나은채

ec.na@truefriend.com

〈표 1〉 4분기 영업 실적 크게 부진

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	1,342.1	1,664.3	1,553.7	1,462.6	1,397.6	(4.4)	4.1	1,449.4
영업이익	90.3	278.1	170.3	84.7	16.4	(80.6)	(81.8)	74.0
영업이익률(%)	6.7	16.7	11.0	5.8	1.2			5.1
세전이익	62.9	285.1	174.2	79.4	(3.8)	NM	NM	50.5
순이익	8.5	89.2	49.4	20.9	(17.2)	NM	NM	20.2

자료: 한국투자증권

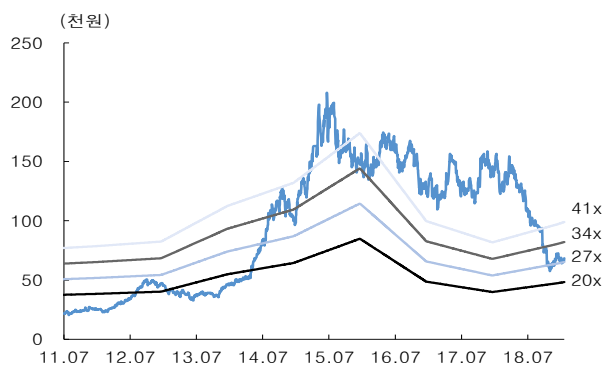
〈표 2〉 실적 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2017				2018P				연간				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QP	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	1,855	1,413	1,419	1,342	1,664	1,554	1,463	1,398	6,698	6,029	6,090	6,632	7,219
아모레퍼시픽	1,569	1,205	1,210	1,140	1,432	1,344	1,344	1,224	5,645	5,124	5,278	5,784	6,354
이니스프리	198	154	141	149	163	160	145	131	768	642	599	646	674
에뛰드	81	59	61	58	65	57	48	49	317	259	218	225	232
에스쁘아	13	10	10	11	12	11	10	9	38	43	42	44	46
아모스프로페셔널	26	21	20	17	26	22	20	17	79	83	85	90	97
에스트라	28	35	27	25	28	30	23	20	103	114	100	110	121
영업이익	379	130	132	90	278	170	85	16	1,083	722	550	665	796
아모레퍼시픽	317	102	101	77	236	146	77	24	848	596	482	576	696
이니스프리	46	22	21	19	33	27	15	6	197	108	80	84	91
에뛰드	9	(1)	(1)	(3)	(2)	(6)	(9)	(10)	30	4	(26)	(14)	(9)
에스쁘아	1	(1)	(1)	(1)	0	(1)	(0)	(1)	(1)	(2)	0	0	1
아모스프로페셔널	7	4	5	1	8	4	3	2	16	18	17	19	21
에스테라	1	3	0	(1)	1	2	(1)	(2)	2	2	1	2	1
영업이익률	20.4	9.2	9.3	6.7	16.7	11.0	5.8	1.2	16.2	12.0	9.0	10.0	11.0
아모레퍼시픽	20.2	8.4	8.4	6.7	16.5	10.9	5.7	1.9	15.0	11.6	9.1	10.0	11.0
이니스프리	23.3	14.5	14.5	12.7	20.2	16.9	10.0	4.6	25.6	16.8	13.4	13.0	13.5
에뛰드	10.8	(0.9)	(1.1)	(5.9)	(2.3)	(10.7)	(19.4)	(19.5)	9.3	1.6	(12.0)	(6.0)	(4.0)
Espoir	4.0	(10.2)	(5.9)	(6.5)	0.0	(4.7)	(3.9)	(10.3)	(2.6)	(4.2)	0.0	0.0	2.2
아모스프로페셔널	28.4	21.3	22.5	7.9	29.3	19.9	16.0	11.8	20.3	21.1	20.2	20.6	21.2
에스트라	4.3	8.0	1.1	(4.0)	3.9	8.1	(3.1)	(9.7)	2.0	1.7	0.9	1.6	0.6
매출액 증감	5.5	(17.8)	(14.2)	(14.2)	(10.3)	10.0	3.1	4.1	18.3	(10.0)	1.3	8.9	8.8
아모레퍼시픽	5.6	(16.5)	(13.6)	(13.4)	(8.8)	11.5	11.1	7.4	18.4	(9.2)	3.0	9.6	9.9
이니스프리	6.3	(28.1)	(20.2)	(21.9)	(18.0)	4.0	2.9	(11.9)	29.7	(16.4)	(6.7)	7.9	4.4
에뛰드	(0.1)	(30.7)	(18.9)	(23.1)	(20.3)	(2.4)	(22.6)	(15.4)	22.8	(18.2)	(15.7)	3.2	3.0
Espoir	47.1	8.9	9.7	(3.6)	(0.8)	9.2	1.0	(18.7)	26.3	14.0	(2.5)	5.0	5.0
아모스프로페셔널	17.9	6.7	(0.5)	(5.7)	0.8	4.3	(2.0)	2.4	22.6	5.2	1.4	7.0	7.0
에스트라	14.0	5.8	7.2	17.0	1.8	(15.2)	(14.6)	(21.4)	12.4	10.3	(12.3)	10.0	10.0

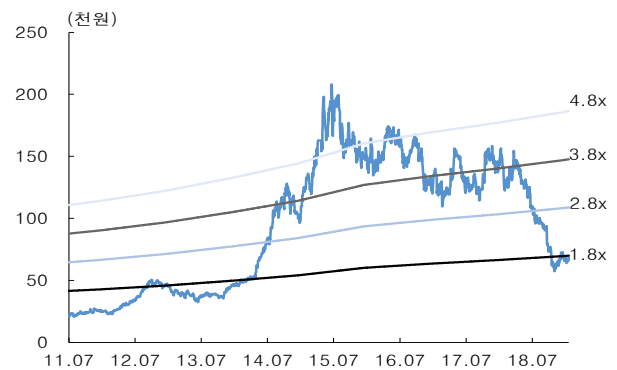
자료: 아모레퍼시픽그룹, 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

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

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,943	2,526	2,630	3,268	3,846
현금성자산	969	1,208	1,337	1,857	2,310
매출채권및기타채권	360	390	393	429	467
재고자산	478	458	425	464	505
비유동자산	4,146	4,809	4,846	4,972	5,144
투자자산	47	53	53	58	63
유형자산	2,774	3,247	3,271	3,294	3,318
무형자산	749	761	767	796	866
자산총계	7,088	7,335	7,476	8,240	8,990
유동부채	1,321	1,171	925	1,217	1,397
매입채무및기타채무	637	588	593	647	704
단기차입금및단기사채	206	178	178	178	178
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	200	232	234	251	270
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	3	43	43	43	43
부채총계	1,522	1,403	1,159	1,469	1,667
지배주주지분	2,833	2,997	3,139	3,298	3,494
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	696	696	696
기타자본	(146)	(146)	(140)	(140)	(140)
이익잉여금	2,251	2,423	2,558	2,717	2,913
비지배주주지분	2,734	2,935	3,178	3,473	3,829
자본총계	5,567	5,932	6,317	6,772	7,323

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	877	590	771	1,312	1,359
당기순이익	812	490	409	492	594
유형자산감가상각비	221	268	339	342	345
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(213)	(145)	(220)	182	63
기타	57	(23)	243	296	357
투자활동현금흐름	(814)	(244)	(375)	(460)	(508)
유형자산투자	(602)	(847)	(367)	(370)	(373)
유형자산매각	2	4	4	4	4
투자자산순증	(302)	630	(0)	(5)	(5)
무형자산순증	(46)	(46)	(6)	(29)	(70)
기타	134	15	(6)	(60)	(64)
재무활동현금흐름	(99)	(87)	(267)	(333)	(398)
자본의증가	2	1	0	0	0
차입금의순증	35	29	0	0	0
배당금지급	(100)	(117)	(30)	(30)	(38)
기타	(36)	0	(237)	(303)	(360)
기타현금흐름	2	(20)	0	0	0
현금의증가	(34)	239	130	520	453

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

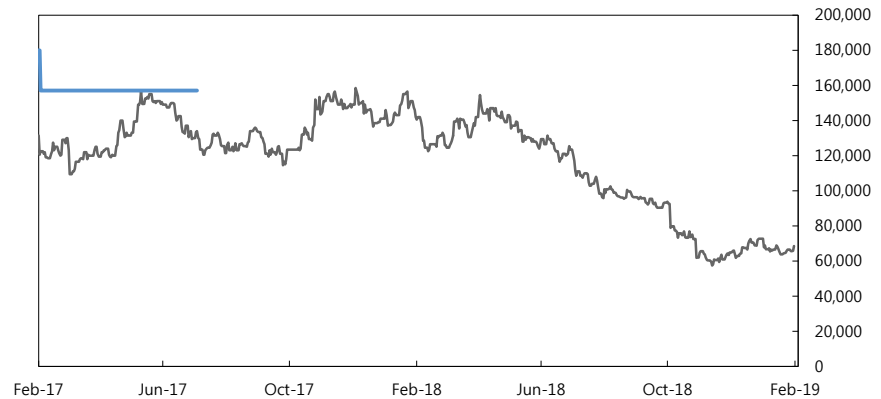
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,698	6,029	6,078	6,632	7,219
매출원가	1,641	1,614	1,619	1,711	1,935
매출총이익	5,057	4,415	4,460	4,921	5,284
판매관리비	3,974	3,683	3,910	4,256	4,488
영업이익	1,083	731	550	665	796
금융수익	29	26	23	29	37
이자수익	28	26	23	29	37
금융비용	7	5	5	5	5
이자비용	4	5	5	5	5
기타영업외손익	(18)	(55)	(18)	(27)	(29)
관계기업관련손익	2	1	0	0	0
세전계속사업이익	1,088	698	550	662	799
법인세비용	277	209	141	170	205
연결당기순이익	812	490	409	492	594
지배주주지분순이익	342	203	165	197	237
기타포괄이익	(19)	(8)	0	0	0
총포괄이익	792	481	409	492	594
지배주주지분포괄이익	333	202	165	197	237
EBITDA	1,304	1,000	888	1,007	1,141

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,240	2,432	1,994	2,372	2,861
BPS	33,440	35,285	36,880	38,673	40,875
DPS	460	360	360	450	500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	18.3	(10.0)	0.8	9.1	8.8
영업이익증가율	18.5	(32.4)	(24.9)	21.0	19.7
순이익증가율	31.5	(40.8)	(18.3)	19.0	20.6
EPS증가율	31.7	(42.6)	(18.0)	19.0	20.6
EBITDA증가율	18.3	(23.3)	(11.1)	13.4	13.3
수익성(%)					
영업이익률	16.2	12.1	9.0	10.0	11.0
순이익률	5.1	3.4	2.7	3.0	3.3
EBITDA Margin	19.5	16.6	14.6	15.2	15.8
ROA	12.3	6.8	5.5	6.3	6.9
ROE	12.8	7.0	5.4	6.1	7.0
배당수익률	0.3	0.3	0.5	0.7	0.7
배당성향	11.2	14.8	18.1	19.1	17.6
안정성					
순차입금(십억원)	(1,600)	(1,183)	(1,316)	(1,854)	(2,326)
차입금/자본총계비율(%)	3.7	3.8	3.5	3.3	3.0
Valuation(X)					
PER	31.4	58.0	34.4	28.9	23.9
PBR	4.0	4.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	9.4	13.6	8.5	7.3	6.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
아모레G (002790)	2016.11.01	매수	180,000원	-26.3	-13.1
	2017.02.03	매수	157,000원	-16.2	-0.3
	2017.07.05	중립	-	-	-
	2018.07.05	1년경과	-	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2019년 2월 1일 현재 아모레G 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 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 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

※ 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.