

아모레G(002790)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 157,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(2/2)	2,071
주가(2/2)	120,500
시가총액(십억원)	9,936
발행주식수(백만)	82
52주 최고/최저가(원)	174,500/120,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	20,328
유동주식비율/외국인지분율(%)	31.3/18.0
주요주주(%)	서강배 외 6인 62.0
국민연금	5.8

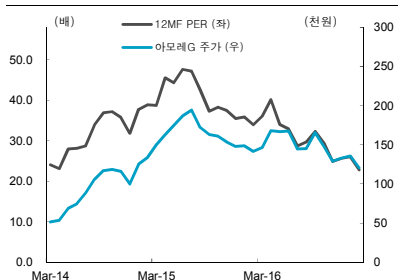
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	46.0	32.1	25.1
PBR(x)	4.9	4.0	3.2
ROE(%)	10.7	12.8	13.6
DY(%)	0.3	0.3	0.4
EV/EBITDA(x)	12.0	9.7	7.6
EPS(원)	3,219	4,146	4,810
BPS(원)	30,060	33,491	37,631

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(1.6)	(20.7)	(17.7)
상대주가(%p)	(3.8)	(23.3)	(26.4)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

실적 저점, 아모레P 회복과 주력 자회사 성장 지속 전망

What's new : 예상을 하회한 영업 실적

4분기 매출액은 전년대비 7% 증가한 1,56조원, 영업이익은 17% 감소한 1,340억원 (영업 이익률 8.6%)에 그쳤다. 영업이익은 우리 예상을 35% 하회, 아모레퍼시픽의 실적 부진 (지분율 35.4%)뿐 아니라 이니스프리와 에뛰드의 영업 실적이 예상을 하회했다. 이니스프리 영업이익은 24% 증가한 446억원을 기록했으나 우리 예상 (540억원)은 하회했다. 전반적인 내수 부진과 경쟁 심화 속에 성장세가 둔화되었다. 중저가 로드샵 브랜드인 에뛰드 매출액도 15% 증가했으나 성장세는 둔화, 영업손실 17억원을 기록해 당초 예상(100억원)을 크게 하회했다. 법인세율이 40%에 달했고 지분율이 높은 비아모레퍼시픽 자회사 실적 부진으로 인해 지배주주순이익은 예상을 더욱 크게 하회했다.

Positives : 주력 자회사 펀더멘털은 여전히 견고

아모레퍼시픽은 설화수와 이니스프리를 필두로 중국과 동남아에서 고성장이 진행되고 있다. 자회사 이니스프리와 에뛰드는 2016년 영업 실적이 크게 증가, 4분기에 성과급이 반영되었고 에뛰드는 특히 마케팅 비용 등 일부 비용은 선반영, 적극적인 비용 반영이 집행된 것으로 추정되어 4분기 실적 부진은 펀더멘털 요인은 아니라는 판단이다. 이니스프리 국내는 온라인 위주의 성장에 해외 수출 및 로열티 고성장이 예상된다. 글로벌화는 진행형으로 이니스프리의 금년 중국 매출액은 오프라인 매장 확대와 온라인 사업 강화에 힘입어 약 7,200억으로 전년대비 약 50% 급증할 전망이다. 동남아에서도 고성장, 3분기부터 미국 사업 진출도 시작될 것이다. 에뛰드의 턴어라운드도 지속, 4분기 매장수는 전년대비 2% 증가에 그쳤으나 할인점 매장 철수 등 구조 조정 일단락과 신제품 효과에 힘입어 양호한 성장 시현, 이니스프리과 마찬가지로 수출 및 해외 로열티 수입이 증가할 전망이다.

Negatives : 아모레퍼시픽 눈높이 하향, 이니스프리 성장세 둔화

아모레퍼시픽 국내 사업에 대한 성장 및 수익성 전망을 하향한다. 또한 2016년 영업이익 56% 급증이라는 폭발적인 성과를 시현한 이니스프리는 매출 비중 80% 이상을 차지하는 국내에서의 폭발적인 실적 개선은 일단락되고 있어 실적 모멘텀은 피크를 지난 것으로 파악된다. 이니스프리의 2017년 매출액과 영업이익의 성장은 각각 12%, 17%로 예상한다.

결론 : 목표주가 157,000원으로 하향, 주가는 부정적인 요인 기반

목표주가를 기존 180,000원에서 157,000원으로 하향한다(SOTP, 2017년 내재 PER 32배). 아모레퍼시픽 목표주가 하향으로 아모레퍼시픽 지분 가치를 기존 7.1조원에서 6.2조원으로 하향한다. 12MF PER 24배에 거래, 주가는 부진을 기반영하고 있으며 하반기 아모레퍼시픽 회복과 주력 자회사들의 성장 전망에 근거해 점진적인 매수를 권유한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	1,615	1,564	(3.2)	1,690	(5.4)	7.3	7,565	7,941
영업이익	206	134	(34.9)	205	(38.8)	(16.5)	1,272	1,404
영업이익률	13	8.6	-4.2	12.1	-4.7	-2.5	16.8	17.7
세전이익	224	148	(33.8)	217	(26.6)	4.5	1,281	1,420
순이익	63	34	(45.8)	60	(48.6)	(17.1)	411	454

<표 1> 실적 추정 조정

(단위: 십억원, %)

	변경후		변경률		변경전	
	2016P	2017F	2016P	2017F	2016F	2017F
매출액	6,698	7,565	(0.7)	(1.6)	6,748	7,689
영업이익	1,083	1,272	(6.3)	(7.4)	1,155	1,374
세전이익	1,088	1,281	(6.5)	(7.6)	1,164	1,387
지배주주순이익	342	411	(7.7)	(9.7)	371	455

자료: 한국투자증권

<표 2> 실적 추정 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2016				2017				연간				
	1Q	2Q	3Q	4QP	1QF	2QF	3QF	4QF	2014	2015	2016P	2017F	2018F
매출액	1,759	1,720	1,654	1,564	1,931	1,914	1,903	1,817	4,719	5,661	6,698	7,565	8,625
아모레퍼시픽	1,485	1,443	1,401	1,316	1,628	1,601	1,619	1,560	3,874	4,767	5,645	6,408	7,346
이니스프리	187	214	177	191	211	246	203	201	457	592	768	861	964
에뛰드	81	85	76	75	91	95	85	84	288	258	317	355	400
에스쁘아	9	9	9	11	10	11	11	13	26	30	38	45	54
아모스프로페셔널	22	19	21	18	26	23	24	21	55	65	79	94	108
에스트라	24	33	25	21	28	38	29	24	79	92	103	119	138
영업이익	419	310	220	134	434	333	291	214	659	914	1,083	1,272	1,478
아모레퍼시픽	338	241	168	102	354	255	228	133	564	773	848	971	1,131
이니스프리	52	63	37	45	58	69	46	56	76	126	197	228	260
에뛰드	12	12	7	(2)	14	13	8	5	6	2	30	41	50
에스쁘아	(0)	0	(0)	(1)	(0)	0	(0)	(0)	0	(3)	(1)	(1)	0
아모스프로페셔널	6	5	4	1	7	6	5	2	12	13	16	19	23
에스테라	1	3	0	(2)	1	3	0	(2)	(4)	(3)	2	2	2
영업이익률	23.8	18.0	13.3	8.6	22.5	17.4	15.3	11.8	14.0	16.1	16.2	16.8	17.1
아모레퍼시픽	22.7	16.7	12.0	7.8	21.8	16.0	14.1	8.5	14.6	16.2	15.0	15.2	15.4
이니스프리	27.8	29.4	21.0	23.4	27.5	28.0	22.5	27.7	16.7	21.2	25.6	26.5	27.0
에뛰드	15.1	14.3	9.1	(2.4)	15.5	14.0	10.0	5.9	1.9	0.9	9.3	11.5	12.5
에스쁘아	(2.4)	0.0	(3.2)	(4.5)	(2.4)	0.0	(3.2)	(3.0)	0.0	(10.0)	(2.6)	(2.2)	0.0
아모스프로페셔널	27.1	24.7	21.5	5.7	27.1	24.7	21.5	7.6	21.2	20.4	20.3	20.7	21.4
에스트라	2.1	9.1	1.6	(8.5)	2.1	9.1	1.6	(10.2)	(4.7)	(3.3)	2.0	1.7	1.7
매출액 성장률	21.9	21.7	22.8	7.3	9.8	11.3	15.0	16.1	21.1	20.0	18.3	12.9	14.0
아모레퍼시픽	23.3	20.7	22.8	7.4	9.6	10.9	15.6	18.6	25.0	23.0	18.4	13.5	14.6
이니스프리	30.9	45.8	29.2	14.9	13.0	15.0	15.0	5.3	37.2	29.7	29.7	12.1	12.0
에뛰드	13.7	31.2	34.0	14.9	12.2	12.2	12.2	12.2	(14.6)	(10.5)	22.8	12.2	12.7
에스쁘아	19.7	32.4	31.0	23.3	19.7	19.7	19.7	19.7	0.0	17.6	26.3	19.7	20.0
아모스프로페셔널	23.2	24.4	12.6	33.6	18.1	18.1	18.1	18.1	11.7	18.3	22.6	18.1	15.0
에스트라	37.3	14.2	8.7	(5.8)	14.9	14.9	14.9	14.9	(37.0)	16.5	12.4	14.9	16.0

자료: 아모레퍼시픽그룹, 한국투자증권

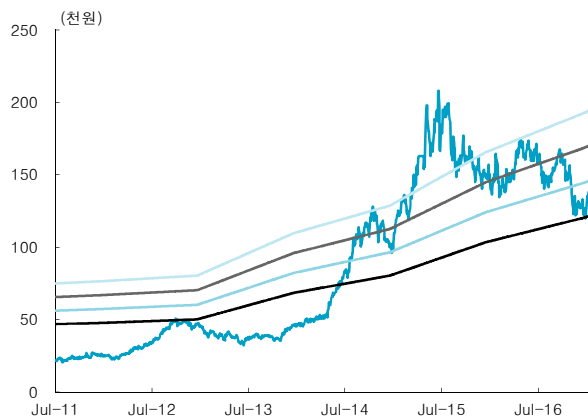
<표 3> 아모레 G SOTP valuation

(단위: 십억원, 원, %)

부문	가치	지분율	장부가액	2017 매출액	2017 순이익	Note
아모레퍼시픽 가치 (보통주+우선주) (A)	6,179					
아모레퍼시픽	5,961	35.4	939	6,408	747	당사 목표 시가총액에 지분을 적용, 20% 할인
아모레퍼시픽 (우)	217	14.3	30			시가총액에 지분을 적용, 20% 할인
이니스프리 가치 (B)	4,855	81.8	16	861	170	2017년 순이익에 PER 35배, 지분을 적용
이니스프리 외 계열사 가치 (C)	2,475					
에뛰드	1,066	80.5	23	355	36	2017년 순이익에 PER 30배 적용
아모스프로페셔널	459	100.0	23	94	18	2017년 순이익에 PER 25배 적용
에스쁘아	91	80.5	6	45	0	PSR 2배
에스트라	238	100.0	66	119	2	PSR 2배
코스비전	502	100.0	39	251	6	PSR 2배
퍼시픽글라스	43	100.0	43	63	0	PBR 1배
퍼시픽패키지	36	99.6	36	69	2	PBR 1배
장원	42	98.4	42	14	1	PBR 1배
소계 (A)+(B)+(C)	13,510					
주식수 (D)	86					자사주 5.5백만주 차감, 우선주 9.1백만주 가산
주당 적정가 (A)+(B)+(C)/(D)	156,982					

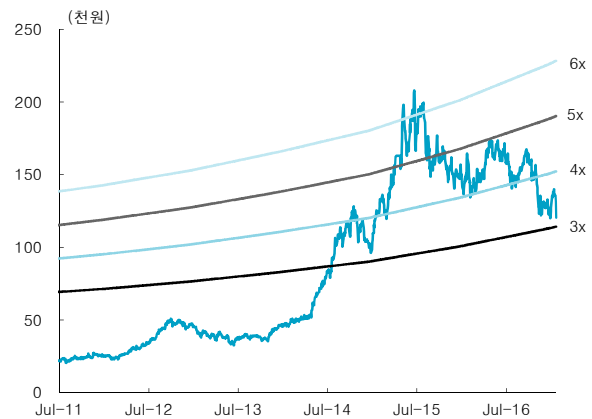
자료: 한국투자증권

[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)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	2,098	2,538	2,988	3,722	4,680
현금성자산	417	1,003	1,172	1,173	1,768
매출채권및기타채권	283	354	419	473	540
재고자산	372	393	465	525	604
비유동자산	3,402	3,610	4,009	4,331	4,690
투자자산	77	79	93	105	120
유형자산	2,070	2,212	2,354	2,462	2,560
무형자산	694	731	865	977	1,114
자산총계	5,500	6,148	6,997	8,053	9,370
유동부채	773	979	992	1,068	1,230
매입채무및기타채무	504	536	634	716	816
단기차입금및단기사채	48	46	46	46	46
유동성장기부채	0	76	76	76	76
비유동부채	403	282	324	359	402
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	145	52	52	52	52
부채총계	1,176	1,260	1,316	1,427	1,632
지배주주지분	2,318	2,533	2,838	3,206	3,636
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	696	696	696
기타자본	(147)	(146)	(146)	(146)	(146)
이익잉여금	1,729	1,948	2,253	2,621	3,051
비지배주주지분	2,006	2,355	2,825	3,369	4,005
자본총계	4,323	4,888	5,662	6,575	7,641

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	691	737	1,309	1,629	1,930
당기순이익	497	674	812	956	1,116
유형자산감가상각비	174	189	200	207	211
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	(8)	(174)	(177)	(83)	(38)
기타	28	48	474	549	641
투자활동현금흐름	(594)	(83)	(652)	(1,073)	(696)
유형자산투자	(333)	(278)	(349)	(322)	(316)
유형자산매각	6	6	6	6	6
투자자산순증	(243)	253	(13)	(11)	(13)
무형자산순증	(62)	(64)	(134)	(112)	(137)
기타	38	0	(162)	(634)	(236)
재무활동현금흐름	(44)	(71)	(507)	(588)	(685)
자본의증가	2	0	0	0	0
차입금의순증	8	1	0	0	0
배당금지급	(54)	(72)	(33)	(37)	(43)
기타	0	0	(474)	(551)	(642)
기타현금흐름	(1)	3	0	0	0
현금의증가	53	586	150	(32)	549

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

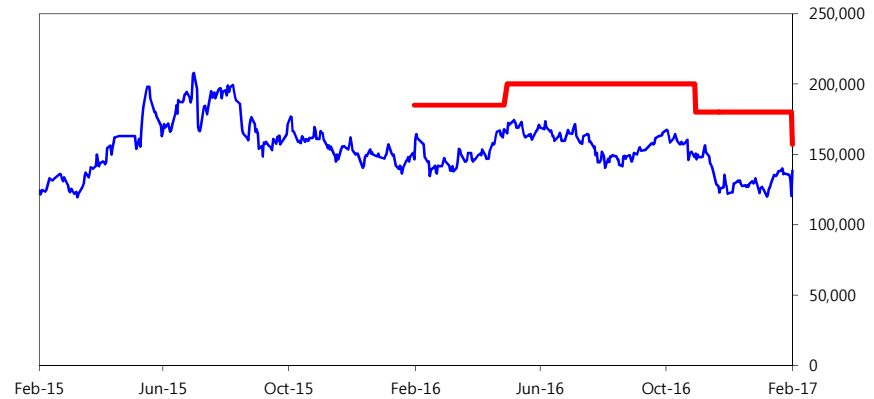
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	4,712	5,661	6,698	7,565	8,625
매출원가	1,308	1,415	1,641	1,876	2,139
매출총이익	3,404	4,246	5,057	5,689	6,486
판매관리비	2,745	3,333	3,974	4,417	5,008
영업이익	659	914	1,083	1,272	1,478
금융수익	29	38	44	52	66
이자수익	29	28	34	42	56
금융비용	3	3	3	3	3
이자비용	3	3	3	3	3
기타영업외손익	(5)	(28)	(36)	(41)	(47)
관계기업관련손익	1	1	1	1	1
세전계속사업이익	682	922	1,088	1,281	1,495
법인세비용	184	248	276	325	380
연결당기순이익	497	674	812	956	1,116
지배주주지분순이익	222	260	342	411	480
기타포괄이익	(11)	(39)	0	0	0
총포괄이익	486	635	812	956	1,116
지배주주지분포괄이익	219	242	342	411	480
EBITDA	833	1,103	1,282	1,479	1,689

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	2,742	3,219	4,146	4,810	5,614
BPS	27,643	30,060	33,491	37,631	42,470
DPS	3,250	390	449	516	593
성장성(%, YoY)					
매출증가율	21.0	20.1	18.3	12.9	14.0
영업이익증가율	40.3	38.6	18.5	17.5	16.2
순이익증가율	36.4	17.1	31.5	20.0	16.7
EPS증가율	36.4	17.4	28.8	16.0	16.7
EBITDA증가율	32.9	32.4	16.3	15.4	14.2
수익성(%)					
영업이익률	14.0	16.1	16.2	16.8	17.1
순이익률	4.7	4.6	5.1	5.4	5.6
EBITDA Margin	17.7	19.5	19.1	19.6	19.6
ROA	9.5	11.6	12.4	12.7	12.8
ROE	10.0	10.7	12.8	13.6	14.0
배당수익률	3.3	0.3	0.3	0.4	0.5
배당성향	12.2	12.5	10.9	10.5	10.3
안정성					
순차입금(십억원)	(1,003)	(1,345)	(1,611)	(2,214)	(2,980)
차입금/자본총계비율(%)	4.5	3.9	3.4	2.6	2.2
Valuation(X)					
PER	36.4	46.0	32.1	25.1	21.5
PBR	3.6	4.9	4.0	3.2	2.8
EV/EBITDA	11.0	12.0	9.7	7.6	6.6

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 2월 3일 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.
- 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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.