

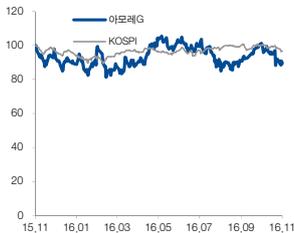
주력 계열사 기여도 확대 고무적

현재주가 (11/4)	148,000원		
상승여력	25.0%		
시가총액	11,809십억원		
발행주식수	79,791천주		
자본금/액면가	45십억원/500원		
52주 최고가/최저가	174,500원/134,500원		
일평균 거래대금 (60일)	21십억원		
외국인지분율	17.17%		
주요주주	서경배 외 4 인 60.68%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-11.6	-0.7	-13.5
상대주가(%)	-8.4	0.2	-13.7

※ K-IFRS 연결 기준

(단위 원)	EPS(16F)	EPS(17F)	T/P
Before	4,983	5,385	200,000
After	4,640	5,298	185,000
Consensus	4,229	5,196	196,722
Cons. 차이	9.7%	2.0%	-6.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 화장품/비화장품부문 고른 매출성장세 더불어 주요 계열사 수익성 개선이 아모레퍼시픽 영업익 훼손을 일부 상쇄하는 형국
- 절대적 비중 차지하는 아모레퍼시픽의 3분기 생활용품 리콜 one-off 반영 및 환차손 악영향으로 단기 실적은 시장기대치를 하회
- 아모레퍼시픽 실적 트렌드와의 커플링(coupling) 지속 중이나 이니스프리 고성장 수혜, 에뛰드 의미있는 턴어라운드 추세에 긍정적 관점 유지

2) 주요이슈 및 실적전망

- 2016F 매출액 6조 8,816억원(+21.6% YoY), 영업이익 1조 1,328억원(+24.0%, OPM 16.5%) 전망. 아모레퍼시픽 실적 하향 vs. 이니스프리/에뛰드 중심 주요계열사 약진 효과 상존
- 아모레퍼시픽: 3분기 면세점의 낮은 베이스와 디지털 턴어라운드 영향으로 매출성장세 지지됐으나 오월케어 리콜과 위안화 환차손 악영향 반영하여 연간 실적 하향 조정(2016F 매출액 5조 7,754억원, 영업이익 9,327억원으로 각각 +21.2%, +20.7% YoY, OPM 16.1%)
- 이니스프리: 연간 매출액 7,663억원(+29.4% YoY), 영업이익 2,000억원(+59.2% YoY, OPM 26.1%) 추정
 - ①매출액 기여도 11.1%(+0.7%p YoY), 영업이익 기여도 16.9%(+3.2%p YoY)로 아모레G 실적증가 핵심계열사
 - ②주요제품/신제품 판매호조 더불어 해외 신규출점, 특히 중국시장 인지도 상승 주효
- 에뛰드: 구조조정(지난 2년간 200여개 점포감소) 통해 연간 턴어라운드 성공적, 연간 매출액 3,192억원(+23.8% YoY) 및 영업이익 383억(전년비 +360억, OPM 12.0%) 추정

3) 주가전망 및 Valuation

- 안정적 고성장세 지속 중인 이니스프리/에뛰드의 연간 영업이익 비중이 20.1%(+6.1%p YoY)까지 올라가며 실적 의존도 점진적 상향 고무적
- EPS(12M. Fwd)에 Target multiple 35.7x 적용(아모레퍼시픽 국내외 화장품사업 multiple), 투자이견 BUY 및 목표주가 185,000원 제시

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	4,712	659	222	833	2,750	36.5	36.3	3.8	11.1	10.0	3.3
2015	5,661	914	260	1,103	3,218	17.1	46.0	5.2	12.1	10.7	0.3
2016F	6,892	1,186	374	1,486	4,640	44.1	32.3	4.6	8.6	13.8	0.3
2017F	8,012	1,369	426	1,594	5,298	14.2	28.3	4.1	7.6	13.9	0.3
2018F	9,054	1,678	532	1,846	6,619	24.9	22.7	3.5	6.2	15.1	0.3

* K-IFRS 연결 기준

SECTOR OUTLOOK

〈표1〉 분기/연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16F	2015	2016F	2017F
매출액	1,443.9	1,413.1	1,346.6	1,457.8	1,759.4	1,699.5	1,654.3	1,778.4	5,660.9	6,891.6	8,012.2
아모레퍼시픽	1,204.4	1,195.4	1,141.1	1,225.8	1,485.1	1,443.4	1,400.9	1,446.0	4,766.7	5,775.4	6,699.1
에뛰드	71.6	64.4	56.5	65.4	81.4	84.5	75.7	77.6	257.9	319.2	379.2
이니스프리	142.6	146.5	136.9	166.1	186.6	213.6	176.9	189.2	592.1	766.3	921.1
에스쁘아	7.1	6.8	7.1	9.0	8.5	9.0	9.3	10.7	30.0	37.5	46.4
아모스프로페셔널	17.7	15.6	18.2	13.1	21.8	19.4	20.5	17.0	64.6	78.7	96.7
에스트라	17.7	28.8	23.0	22.6	24.3	32.9	25.0	23.6	92.1	105.8	122.4
비화장품	43.8	40.7	34.7	41.9	47.7	46.1	42.3	46.1	161.1	182.2	212.3
내부거래/조정	61.0	85.3	71.2	86.1	96.0	129.3	96.3	51.9	303.6	373.5	465.0
매출비중											
아모레퍼시픽	83.4%	84.6%	84.8%	84.1%	84.4%	84.9%	84.7%	81.3%	84.1%	83.8%	83.6%
에뛰드	5.0%	4.6%	4.2%	4.5%	4.6%	5.0%	4.6%	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%
이니스프리	9.9%	10.4%	10.2%	11.4%	10.6%	12.6%	10.7%	10.6%	10.4%	11.1%	11.5%
에스쁘아	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%
아모스프로페셔널	1.2%	1.1%	1.4%	0.9%	1.2%	1.1%	1.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.2%
에스트라	1.2%	2.0%	1.7%	1.6%	1.4%	1.9%	1.5%	1.3%	1.6%	1.5%	1.5%
비화장품	3.0%	2.9%	2.6%	2.9%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%	2.8%	2.6%	2.6%
영업이익	320.7	243.6	188.3	161.0	419.1	309.7	219.7	237.9	913.6	1,186.4	1,369.0
순이익	244.5	185.4	152.1	92.0	325.3	246.7	151.4	144.2	674.0	867.6	989.4
지배주주순이익	94.8	71.3	53.4	40.9	135.6	106.9	66.0	65.3	260.4	373.8	426.3
YoY											
매출액	26.7%	20.1%	11.4%	22.9%	21.9%	20.3%	22.9%	22.0%	20.3%	21.7%	16.3%
아모레퍼시픽	29.3%	23.7%	14.5%	25.2%	23.3%	20.7%	22.8%	18.0%	23.1%	21.2%	16.0%
에뛰드	-1.6%	-7.1%	-19.9%	-13.3%	13.7%	31.2%	34.0%	18.7%	-10.5%	23.8%	18.8%
이니스프리	34.5%	26.5%	16.6%	41.5%	30.9%	45.8%	29.2%	13.9%	29.7%	29.4%	20.2%
에스쁘아					19.7%	32.4%	31.0%	18.9%		25.0%	23.7%
아모스프로페셔널	22.9%	18.2%	26.4%	4.0%	23.2%	24.4%	12.6%	29.8%	18.3%	21.8%	22.9%
에스트라	-4.3%	2.5%	25.0%	61.4%	37.3%	14.2%	8.7%	4.4%	16.6%	14.9%	15.7%
비화장품	-1.6%	-15.7%	-21.1%	-11.4%	8.9%	13.3%	21.9%	10.0%	-12.5%	13.1%	16.5%
영업이익	49.9%	41.4%	8.3%	62.6%	30.7%	27.1%	16.7%	47.8%	38.6%	29.9%	15.4%
순이익	28.1%	44.2%	20.5%	77.5%	33.1%	33.1%	-0.5%	56.7%	35.5%	28.7%	14.0%
지배주주순이익	-7.3%	45.5%	5.1%	101.7%	43.0%	49.9%	23.7%	59.6%	17.1%	43.5%	14.0%
OPM	22.2%	17.2%	14.0%	11.0%	23.8%	18.2%	13.3%	13.4%	16.1%	17.2%	17.1%
NPM(지배순익)	6.6%	5.0%	4.0%	2.8%	7.7%	6.3%	4.0%	3.7%	4.6%	5.4%	5.3%

자료: 아모레G, 아모레퍼시픽, HMC투자증권

〈표2〉 2016/17F 수익추정 변경 내용

(십억원)	FY16 Revised	FY16 Previous	Chg (%)	FY17 Revised	FY17 Previous	Chg (%)
매출액	6,891.6	6,850.1	0.6	8,012.2	7,809.0	2.6
영업이익	1,186.4	1,191.3	-0.4	1,369.0	1,396.6	-2.0
지배주주귀속순이익	373.8	401.2	-6.8	426.3	432.8	-1.5
EPS(원)	4,640	4,983	-6.9	5,298	5,385	-1.6

자료: HMC투자증권

〈표3〉 2016년 3분기 실적 Review

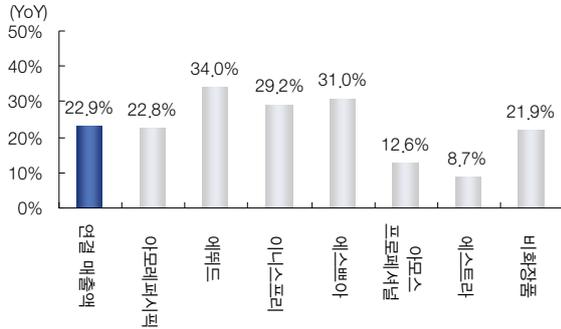
(단위: 십억원)

	분기실적			증감률		당사추정		컨센서스	
	3Q15	2Q16	3Q16P	(YoY)	(QoQ)	3Q16	Diff.	3Q16	Diff.
매출액	1,346.6	1,719.7	1,654.3	22.9%	-3.8%	1,655.9	-0.1%	1,736.5	-4.7%
영업이익	188.3	309.7	219.7	16.7%	-29.1%	252.2	-12.9%	281.7	-22.0%
세전이익	202.1	311.4	201.5	-0.3%	-35.3%	330.2	-39.0%	287.9	-30.0%
지배주주순이익	53.4	106.9	66.0	23.6%	-38.2%	108.4	-39.1%	90.1	-26.7%

주: K-IFRS 연결 기준

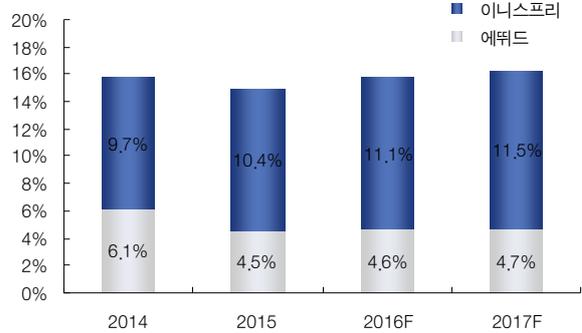
자료: 아모레G, WISEIn, HMC투자증권

〈그림1〉 주요 부문별 고른 매출성장세(3Q16기준)



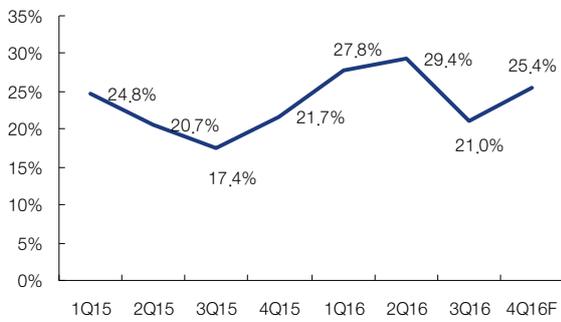
자료 : 아모레G, HMC투자증권

〈그림2〉 이니스프리/에뛰드 매출기여도 확대 트렌드



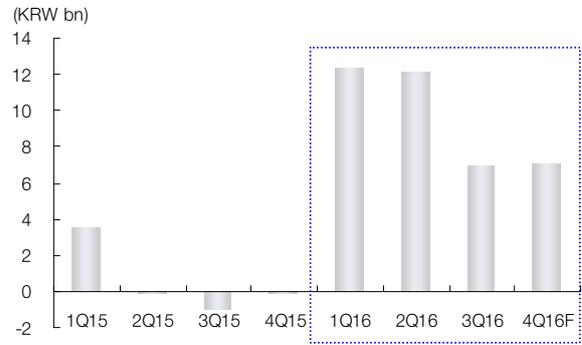
자료 : 아모레G, HMC투자증권

〈그림3〉 고마진 이니스프리 수익성 상향 트렌드



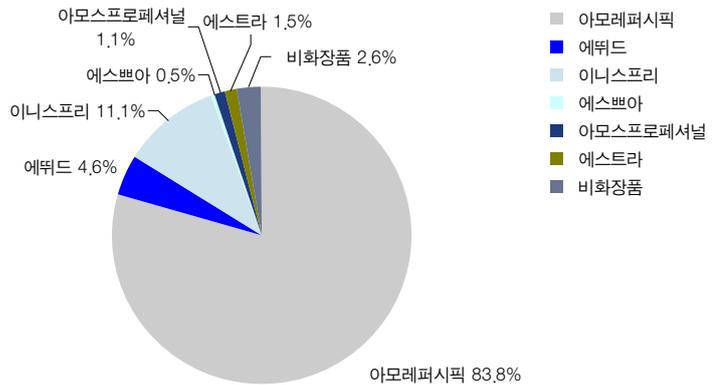
자료 : 아모레G, HMC투자증권

〈그림4〉 에뛰드 연간 턴어라운드 추이



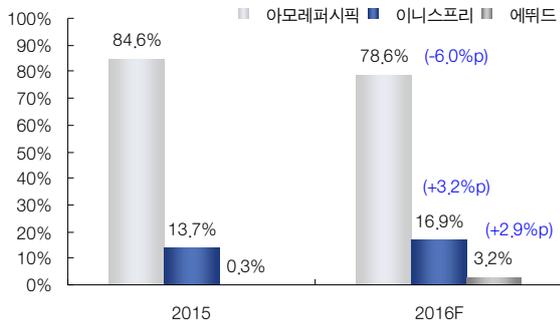
자료 : 아모레G, HMC투자증권

〈그림5〉 아모레G 매출비중: 아모레퍼시픽 83.8%, 이니스프리 11.1%(2016F 기준)



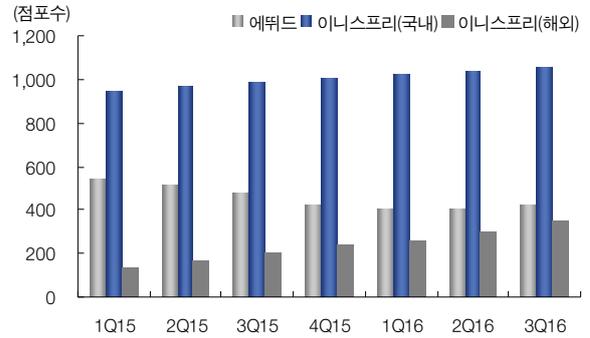
자료 : 아모레G, HMC투자증권

〈그림6〉 이니스프리/에뛰드 이익기여도 확대 트렌드



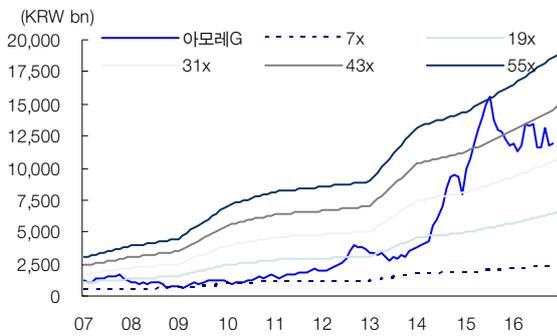
자료 : 아모레G, HMC투자증권

〈그림7〉 이니스프리 출점 확대 vs. 에뛰드 구조조정



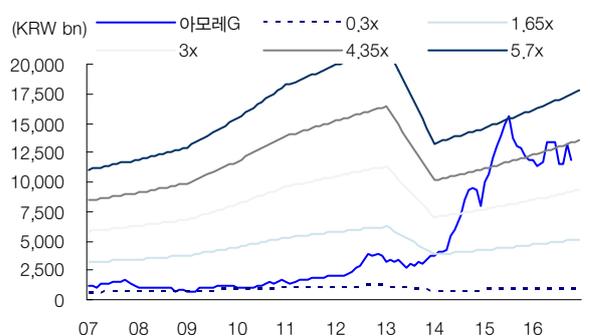
자료 : 아모레G, HMC투자증권

〈그림8〉 Historical P/E Trend



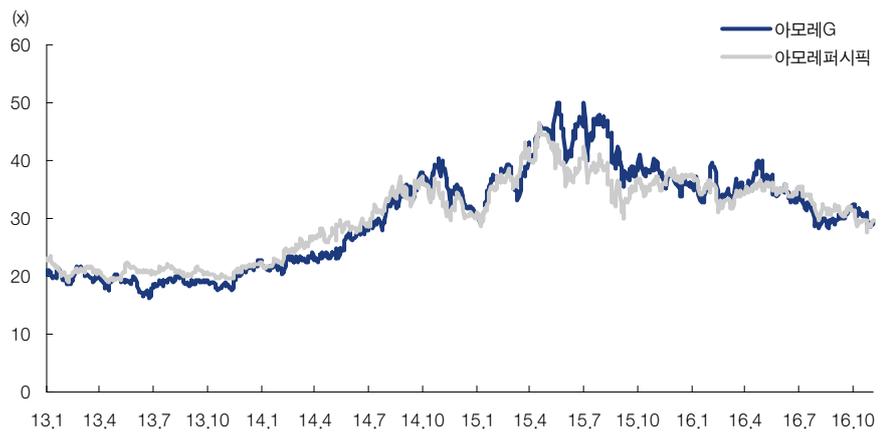
자료 : DataGuide, HMC투자증권

〈그림9〉 Historical P/B Trend



자료 : DataGuide, HMC투자증권

〈그림10〉 아모레퍼시픽과 아모레G P/E(12M Fwd.) Valuation Trend



자료 : Qunatwise, HMC투자증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	4,712	5,661	6,892	8,012	9,054
증가율 (%)	21.0	20.1	21.7	16.3	13.0
매출원가	1,308	1,415	1,709	1,966	2,261
매출원가율 (%)	27.8	25.0	24.8	24.5	25.0
매출총이익	3,404	4,246	5,182	6,047	6,793
매출이익률 (%)	72.2	75.0	75.2	75.5	75.0
증가율 (%)	26.3	24.7	22.0	16.7	12.4
판매관리비	2,745	3,333	3,996	4,678	5,115
판매비율(%)	58.3	58.9	58.0	58.4	56.5
EBITDA	833	1,103	1,486	1,594	1,846
EBITDA 이익률 (%)	17.7	19.5	21.6	19.9	20.4
증가율 (%)	32.9	32.4	34.8	7.3	15.9
영업이익	659	914	1,186	1,369	1,678
영업이익률 (%)	14.0	16.1	17.2	17.1	18.5
증가율 (%)	40.3	38.6	29.9	15.4	22.6
영업외손익	21	7	-3	-19	6
금융수익	29	38	42	65	91
금융비용	3	3	3	2	2
기타영업외손익	-5	-28	-42	-82	-82
증속/관계기업관련손익	1	1	4	4	4
세전계속사업이익	682	922	1,188	1,355	1,689
세전계속사업이익률 (%)	14.5	16.3	17.2	16.9	18.7
증가율 (%)	41.5	35.2	28.9	14.0	24.7
법인세비용	184	248	320	365	455
계속사업이익	497	674	868	989	1,234
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	497	674	868	989	1,234
당기순이익률 (%)	10.6	11.9	12.6	12.3	13.6
증가율 (%)	40.1	35.5	28.7	14.0	24.7
지배주주지분 순이익	222	260	374	426	532
비지배주주지분 순이익	275	414	494	563	702
기타포괄이익	-11	-39	0	0	0
총포괄이익	486	635	868	989	1,234

(단위:십억원)					
현금흐름표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	691	737	1,177	1,221	1,409
당기순이익	497	674	868	989	1,234
유형자산 상각비	174	189	299	225	168
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-1	3	-2	-3	-2
운전자본의 감소(증가)	-8	-174	15	13	12
기타	29	44	-3	-3	-3
투자활동으로인한현금흐름	-595	-83	-130	-117	-109
투자자산의 감소(증가)	7	-2	-17	-16	-15
유형자산의 감소	7	6	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-333	-278	0	0	0
기타	-276	190	-113	-102	-94
재무활동으로인한현금흐름	-44	-71	-102	-27	-27
차입금의 증가(감소)	69	-95	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-54	-72	-33	-33	-33
기타	-58	96	-70	6	5
기타현금흐름	-1	4	0	0	0
현금의증가(감소)	53	586	945	1,077	1,273
기초현금	365	417	1,003	1,948	3,025
기말현금	417	1,003	1,948	3,025	4,298

(단위:십억원)					
재무상태표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	2,098	2,538	3,816	5,197	6,753
현금성자산	417	1,003	1,948	3,025	4,298
단기투자자산	780	532	648	753	851
매출채권	249	317	386	448	506
재고자산	372	393	479	557	629
기타유동자산	280	293	356	414	468
비유동자산	3,402	3,610	3,328	3,119	2,965
유형자산	2,070	2,212	1,912	1,688	1,519
무형자산	694	731	731	731	731
투자자산	77	79	96	111	126
기타비유동자산	561	589	589	589	589
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,500	6,148	7,144	8,316	9,717
유동부채	773	979	1,089	1,259	1,416
단기차입금	48	46	46	46	46
매입채무	154	134	163	190	214
유동성장기부채	0	76	0	0	0
기타유동부채	571	723	880	1,023	1,156
비유동부채	403	282	332	377	420
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	115	47	47	47	47
장기금융부채 (리스포함)	32	5	5	5	5
기타비유동부채	257	230	280	326	368
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,176	1,260	1,421	1,636	1,836
지배주주지분	2,318	2,533	2,874	3,268	3,767
자본금	45	45	45	45	45
자본잉여금	696	696	696	696	696
자본조정 등	-147	-146	-146	-146	-146
기타포괄이익누계액	-4	-9	-9	-9	-9
이익잉여금	1,729	1,948	2,289	2,683	3,182
비지배주주지분	2,006	2,355	2,849	3,412	4,114
자본총계	4,323	4,888	5,723	6,680	7,881

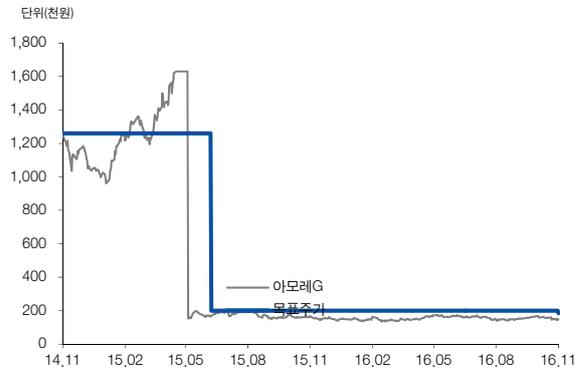
(단위: 원,%)					
주요투자지표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS(당기순이익 기준)	6,196	8,401	10,828	12,355	15,422
EPS(지배순이익 기준)	2,750	3,218	4,640	5,298	6,619
BPS(지배순이익 기준)	48,631	54,980	64,373	75,137	88,662
BPS(지배자본 기준)	26,073	28,489	32,328	36,758	42,373
DPS	3,250	390	390	390	390
P/E(당기순이익 기준)	16.1	17.6	13.9	12.1	9.7
P/E(지배순이익 기준)	36.3	46.0	32.3	28.3	22.7
P/B(지배순이익 기준)	2.1	2.7	2.3	2.0	1.7
P/B(지배자본 기준)	3.8	5.2	4.6	4.1	3.5
EV/EBITDA(Reported)	11.1	12.1	8.6	7.6	6.2
배당수익률	3.3	0.3	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	40.2	35.6	28.9	14.1	24.8
EPS(지배순이익 기준)	36.5	17.1	44.1	14.2	24.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	12.1	14.6	16.4	16.0	17.0
ROE(지배순이익 기준)	10.0	10.7	13.8	13.9	15.1
ROA	9.5	11.6	13.1	12.8	13.7
안정성 (%)					
부채비율	27.2	25.8	24.8	24.5	23.3
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	237.5	268.6	432.5	639.8	762.8

K-IFRS 연결기준

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
15/06/11	BUY	200,000			
15/12/07	BUY	200,000			
15/12/08	BUY	200,000			
16/05/03	BUY	200,000			
16/06/10	BUY	200,000			
16/11/07	BUY	185,000			

▶ 최근 2년간 아모레G 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 조용선의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류: HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M,PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2015.10.01~2016.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	132건	83.54%
보유	25건	15.82%
매도	1건	0.63%

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.