

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**서영화**  
donaldseo@sk.com  
02-3773-9182

## Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,246 만주
자사주	599 만주
액면가	500 원
시가총액	12,657 십억원
주요주주	
서경배(외7)	61.95%
아모레G 자사주	6.08%
외국인지분율	21.60%
배당수익률	0.30%

## Stock Data

주가(17/10/30)	153,500 원
KOSPI	2501.93 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	156,500 원
52주 최저가	109,500 원
60일 평균 거래대금	15 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	24.3%	18.9%
6개월	16.7%	2.9%
12개월	1.0%	-18.5%

## 아모레 G (002790/KS | 중립(유지) | T.P 150,000 원(상향))

### [3Q17 Review] 피할 수 없는 면세점, 국내 로드샵 부진

- 3분기 영업이익 1,324 억원(y-y -39.7%), 지배주주순이익 426 억원(y-y -35.5%) 시현
- 영업이익 컨센서스 1,328 억원에 부합, 지배주주순이익 컨센서스 465 억원을 하회
- 이니스프리, 에뛰드 매출액 역성장, 수익성 악화. 에뛰드는 영업적자 전환
- 중국인 인바운드 관광객 회복전까지 실적 개선을 기대하기는 힘든 상황
- **투자의견 Hold, 목표주가 150,000 원 제시**

### [3Q17 Review] 국내 로드샵과 면세점의 지속되는 부진

3Q 매출액 1조 4,187 억원(y-y -14.2%), 영업이익 1,324 억원(y-y -39.7%), 지배주주순이익 426 억원(y-y -35.5%)으로 영업이익 컨센서스 1,328 억원에는 부합하였으나, 지배주주순이익 컨센서스 465 억원을 하회하는 실적을 시현하였다. 전반적인 가동률 하락에 따른 생산법인들의 부진이 지배주주순이익에 부정적 영향을 미쳤다.

이니스프리와 에뛰드는 국내 로드샵과 면세점 부진의 영향으로 각각 매출액 y-y -20.2%, -18.9%를 기록하였다. 매출액 감소에 따른 고정비 부담 증가로 두 브랜드 모두 수익성이 악화되었다. 이니스프리 영업이익률은 14.5%로 y-y -6.5%p 내려갔으며, 에뛰드는 영업적자 전환하였다. 중국인 인바운드 관광객 회복 전까지는 현재의 부진이 불가피할 전망이다. 이외 오설록 농장을 제외한 대부분의 비화장품 계열사가 매출액 역성장하였고 영업적자를 기록하였다. 단기적으로 가동률이 개선되기 힘든 상황으로 4Q에도 현재의 상황이 지속될 전망이다.

### **투자의견 Hold 유지, 목표주가는 기존 135,000 원에서 150,000 원으로 상향**

목표주가 기존 13.5 만원에서 15 만원으로 상향한다. 목표주가는 '18년 예상 실적에 35X의 PER Multiple을 적용하여 산출하였다. Target Multiple은 시세이도와 로레알, 에스티로더의 '18년 예상 실적기준 PER의 평균 값이자, 아모레퍼시픽 목표주가 산출에 적용한 멀티플과 동일한 값이다. 1)이니스프리와 에뛰드가 중국 현지에서 여전히 y-y +30% 이상의 성장세가 지속되고 있으며, 2)미국 이니스프리 역시 개점 초기이지만 호조세를 보이고 있고, 3)중국인 인바운드 관광객 회복에 따른 로드샵과 면세점의 텐어라운드 기대감이 존재한다는 점을 감안하여 글로벌 피어 대비 멀티플을 할증하였다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	4,712	5,661	6,698	6,167	7,166	7,986
yoY	%	21.0	20.2	18.3	-7.9	16.2	11.4
영업이익	십억원	659	914	1,083	744	1,096	1,283
yoY	%	40.3	38.6	18.5	-31.3	47.3	17.1
EBITDA	십억원	833	1,103	1,304	1,099	1,468	1,669
세전이익	십억원	682	922	1,088	740	1,128	1,326
순이익(지배주주)	십억원	222	260	342	225	336	415
영업이익률%	%	14.0	16.1	16.2	12.1	15.3	16.1
EBITDA%	%	17.7	19.5	19.5	17.8	20.5	20.9
순이익률	%	10.6	11.9	12.1	8.9	11.7	12.4
EPS	원	2,501	2,929	3,851	2,536	3,785	4,672
PER	배	39.9	50.5	34.5	60.5	40.6	32.9
PBR	배	3.8	5.2	4.2	4.5	4.1	3.6
EV/EBITDA	배	11.2	12.2	9.6	12.9	9.6	8.2
ROE	%	10.0	10.7	12.8	7.7	10.6	11.7
순차입금	십억원	-1,003	-1,345	-1,600	-1,916	-2,531	-3,410
부채비율	%	27.2	25.8	27.3	23.5	22.2	21.3

## 아모레 G PER Valuation

(단위: 억원, 배, 원)

	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상 순이익 (a)	3,365			시세이도, 로레알/에스티로더 18년 예상실적 기준 PER 평균
2018년 예상 우선주 배당금 (b)	29.4			2018년 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
(a)-(b) X Target Multiple = (c)	3,336	35.0	116,744	
Shares outstanding ('000) (d)			76,908	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(d)/(b)			151,796	Target Price 150,000원

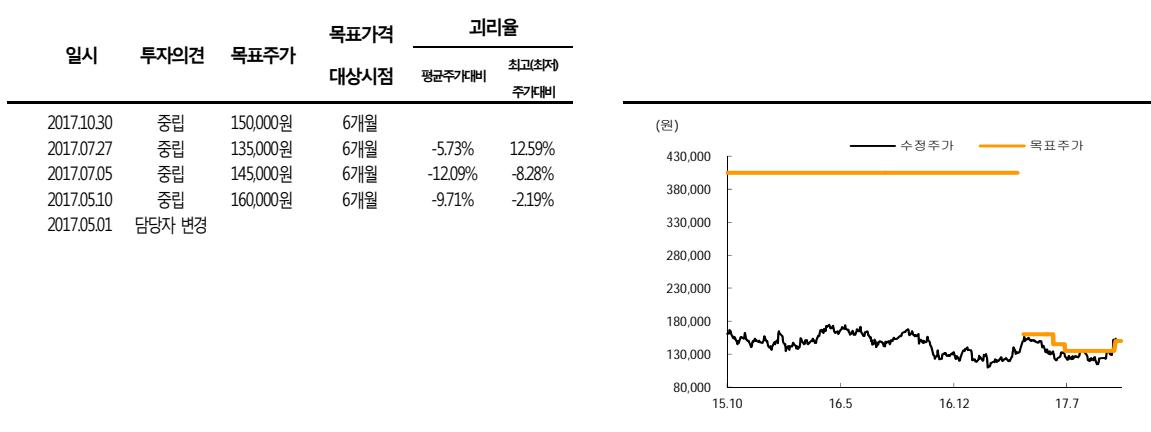
자료: Bloomberg, SK 증권

## 아모레 G 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

아모레G	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,759.3	1,719.7	1,654.3	1,564.3	1,855.4	1,413.0	1,418.7	1,479.7	6,697.6	6,166.8	7,166.2
y-y %	21.8	21.7	22.9	7.3	5.5	-17.8	-14.2	-5.4	18.3	-7.9	16.2
화장품	1,807.6	1,802.8	1,708.3	1,631.6	1,914.6	1,482.4	1,469.9	1,534.1	6,950.3	6,401.0	7,510.8
아모레퍼시픽	1,485.1	1,443.4	1,400.9	1,316.0	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,253.6	5,645.4	5,237.5	6,002.7
이니스프리	186.6	213.6	176.9	190.8	198.4	153.5	141.2	162.2	767.9	655.3	873.7
에뛰드	81.4	84.5	75.7	75.0	81.3	58.6	61.4	63.8	316.6	265.1	364.1
AMOS, ESPOIR, AESTURA	54.6	61.3	54.8	49.8	65.9	65.3	57.4	54.6	220.5	243.2	270.3
비화장품	47.7	46.2	42.3	47.4	44.5	33.4	36.8	43.9	183.6	158.6	193.7
y-y % 화장품	23.7	23.7	23.5	8.6	5.9	-17.8	-14.0	-6.0	19.8	-7.9	17.3
아모레퍼시픽	23.3	20.8	22.8	7.4	5.6	-16.5	-13.6	-4.7	18.4	-7.2	14.6
이니스프리	30.8	45.8	29.2	14.8	6.3	-28.1	-20.2	-15.0	29.7	-14.7	33.3
에뛰드	13.7	31.2	34.1	14.7	-0.1	-30.7	-18.9	-15.0	22.8	-16.3	37.4
AMOS, ESPOIR, AESTURA	28.5	19.7	13.5	11.4	20.8	6.5	4.7	9.6	18.1	10.3	11.1
비화장품	8.6	12.7	20.9	13.5	-6.6	-27.7	-13.0	-7.5	13.6	-13.6	22.1
영업이익	419.2	309.7	219.7	134.4	378.5	130.4	132.4	103.0	1,083.0	744.3	1,096.2
y-y %	30.7	27.1	16.8	-16.5	-9.7	-57.9	-39.7	-23.3	18.5	-31.3	47.3
OPM	23.8	18.0	13.3	8.6	20.4	9.2	9.3	7.0	16.2	12.1	15.3
화장품	408.3	323.3	216.1	143.7	380.9	129.5	125.2	101.9	1,091.4	737.5	1,064.9
아모레퍼시픽	337.8	240.6	167.5	102.2	316.8	101.6	101.1	72.3	848.1	591.8	813.4
이니스프리	51.9	62.8	37.2	44.6	46.3	22.2	20.5	29.2	196.5	118.2	201.8
에뛰드	12.3	12.1	6.9	-1.8	8.8	-0.5	-0.7	-0.6	29.5	7.0	24.6
AMOS, ESPOIR, AESTURA	6.2	7.8	4.5	-1.3	9.0	6.2	4.3	1.1	17.2	20.6	25.1
비화장품	5.9	4.0	1.8	-2.6	-3.2	-0.3	-1.5	-0.4	9.1	-5.4	15.1
OPM 화장품	22.6	17.9	12.7	8.8	19.9	8.7	8.5	6.6	15.7	11.5	14.2
아모레퍼시픽	22.7	16.7	12.0	7.8	20.2	8.4	8.4	5.8	15.0	11.3	13.6
이니스프리	27.8	29.4	21.0	23.4	23.3	14.5	14.5	18.0	25.6	18.0	23.1
에뛰드	15.1	14.3	9.1	-24	10.8	-0.9	-1.1	-1.0	9.3	2.6	6.8
AMOS, ESPOIR, AESTURA	11.4	12.7	8.2	-2.6	13.7	9.5	7.5	2.0	7.8	8.5	9.3
비화장품	12.4	8.7	4.3	-5.5	-7.2	-0.9	-4.1	-0.9	5.0	-3.4	7.8

자료: 아모레 G, SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(서명자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 10월 30일 기준)

매수	90.38%	중립	9.62%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	2,538	2,943	3,146	3,820	4,813
현금및현금성자산	1,003	969	1,553	2,088	2,967
매출채권및기타채권	338	360	332	386	430
재고자산	393	478	440	512	570
<b>비유동자산</b>	3,610	4,146	4,247	4,505	4,639
장기금융자산	73	73	48	48	48
유형자산	2,212	2,774	2,896	3,074	3,138
무형자산	731	749	778	824	870
<b>자산총계</b>	6,148	7,088	7,394	8,324	9,452
<b>유동부채</b>	979	1,321	1,197	1,284	1,420
단기금융부채	139	206	170	90	90
매입채무 및 기타채무	404	499	460	534	595
단기충당부채	12	23	21	24	27
<b>비유동부채</b>	282	200	212	227	241
장기금융부채	51	3	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	4	4	4	5
<b>부채총계</b>	1,260	1,522	1,409	1,511	1,661
<b>지배주주지분</b>	2,533	2,833	3,017	3,351	3,763
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	696	696	696
기타자본구성요소	-146	-146	-146	-146	-146
자기주식	-140	-140	-140	-140	-140
이익잉여금	1,948	2,251	2,437	2,773	3,189
비자본주주지분	2,355	2,734	2,967	3,463	4,028
<b>자본총계</b>	4,888	5,567	5,985	6,814	7,791
<b>부채와자본총계</b>	6,148	7,088	7,394	8,324	9,452

## 현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	712	856	1,047	1,179	1,333
당기순이익(순실)	674	812	547	841	989
비현금성항목등	433	526	590	627	681
유형자산감가상각비	189	221	354	372	386
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-5	37	197	0	0
운전자본감소(증가)	-174	-213	156	-3	0
매출채권및기타채권의 감소증가)	-69	-12	7	-54	-44
재고자산감소(증가)	-21	-92	33	-71	-59
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-20	0	144	75	61
기타	-63	-109	-29	48	42
법인세납부	-221	-269	-246	-286	-337
<b>투자활동현금흐름</b>	-56	-789	-299	-560	-451
금융자산감소(증가)	253	-302	300	0	0
유형자산감소(증가)	-271	-601	-650	-550	-450
무형자산감소(증가)	-64	-46	-46	-46	-46
기타	27	160	96	35	44
<b>재무활동현금흐름</b>	-74	-103	-154	-84	-2
단기금융부채증가(감소)	1	35	-29	-80	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-72	-100	-38	0	0
기타	-3	-39	-7	-4	-2
<b>현금의 증가(감소)</b>	586	-34	584	534	879
<b>기초현금</b>	417	1,003	969	1,553	2,088
<b>기말현금</b>	1,003	969	1,553	2,088	2,967
<b>FCF</b>	496	510	216	591	848

자료 : 아모레G, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	5,661	6,698	6,167	7,166	7,986
<b>매출원가</b>	1,415	1,641	1,601	1,856	2,061
<b>매출총이익</b>	4,246	5,057	4,566	5,310	5,926
매출총이익률 (%)	75.0	75.5	74.0	74.1	74.2
<b>판매비와관리비</b>	3,333	3,974	3,821	4,214	4,643
영업이익	914	1,083	744	1,096	1,283
영업이익률 (%)	16.1	16.2	12.1	15.3	16.1
비영업손익	8	5	-4	31	42
<b>순금융비용</b>	-24	-24	-26	-31	-42
외환관련손익	-3	-1	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	1	2	1	0	0
세전계속사업이익	922	1,088	740	1,128	1,326
세전계속사업이익률 (%)	16.3	16.3	12.0	15.7	16.6
계속사업법인세	248	277	193	286	337
<b>계속사업이익</b>	674	812	547	841	989
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	674	812	547	841	989
순이익률 (%)	11.9	12.1	8.9	11.7	12.4
지배주주	260	342	225	336	415
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	4.6	5.11	3.66	4.7	5.2
<b>비지배주주</b>	414	469	322	505	574
<b>총포괄이익</b>	635	792	535	829	977
<b>지배주주</b>	242	333	222	333	412
<b>비지배주주</b>	393	460	313	496	565
EBITDA	1,103	1,304	1,099	1,468	1,669

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	20.2	18.3	-7.9	16.2	11.4
영업이익	38.6	18.5	-31.3	47.3	17.1
세전계속사업이익	35.2	18.1	-32.0	52.4	17.6
EBITDA	32.4	18.3	-15.7	33.6	13.7
EPS(계속사업)	17.1	31.5	-34.2	49.2	23.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	10.7	12.8	7.7	10.6	11.7
ROA	11.6	12.3	7.6	10.7	11.1
EBITDA마진	19.5	19.5	17.8	20.5	20.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	259.4	222.7	262.8	297.5	338.8
부채비율	25.8	27.3	23.5	22.2	21.3
순차입금/자기자본	-27.5	-28.8	-32.0	-37.1	-43.8
EBITDA/이자비용(배)	324.2	289.8	233.8	382.6	820.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,929	3,851	2,536	3,785	4,672
BPS	28,489	31,869	33,940	37,691	42,328
CFPS	5,054	6,338	6,522	7,964	9,014
주당 현금배당금	390	460	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	71.0	45.3	61.7	41.4	33.5
PER(최저)	32.8	31.7	43.2	28.9	23.4
PBR(최고)	7.3	5.5	4.6	4.2	3.7
PBR(최저)	3.4	3.8	3.2	2.9	2.6
PCR	29.3	21.0	23.5	19.3	17.0
EV/EBITDA(최고)	16.6	12.0	13.1	9.7	8.4
EV/EBITDA(최저)	8.2	8.6	9.5	7.0	6.0