

# SK COMPANY Analysis



Analyst

서영화

donaldseo@sk.com  
02-3773-9128**Company Data**

자본금	35 십억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	4 만주
액면가	500 원
시가총액	17,508 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외) 3)	47.56%
국민연금공단	6.05%
외국인지분율	33.90%
배당수익률	0.50%

**Stock Data**

주가(18/01/31)	299,500 원
KOSPI	2566.46 pt
52주 Beta	0.75
52주 최고가	361,000 원
52주 최저가	239,500 원
60일 평균 거래대금	55 십억원

**주가 및 상대수익률**

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.6%	-5.4%
6개월	5.6%	-1.1%
12개월	-5.5%	-23.9%

**아모레퍼시픽 (090430/KS | 매수(유지) | T.P 360,000 원(하향))****[4Q17 Review] 생각보다 컸던 면세점의 부진**

- 4Q17 매출액 1조 1,400 억원(y-y -13.4%), 영업이익 769 억원(y-y -24.8%)
- 면세점 매출액 감소에 따른 수익성 악화로 영업이익 컨센서스 하회
- 중국은 설화수 y-y +50% 이상, 이니스프리 에뛰드 y-y +20% 이상 매출 성장 시현
- 주요 아세안 국가와 미국에서 큰 폭의 매출 성장을 시현
- 연간 실적 추정치 하향 조정함에 따라 목표주가 37.5 만원에서 36 만원으로 하향

**중국인 인바운드 관광객 감소의 직격타를 맞은 4Q17**

4Q17 매출액 1조 1,400 억원(y-y -13.4%), 영업이익 769 억원(y-y -24.8%)으로 영업이익 컨센서스 803 억원을 하회하는 실적을 시현하였다. 국내 화장품 : 매출액 y-y -29.3%, 영업이익 y-y -43.3% 감소하였다. 매출비중과 수익성이 높은 면세점 매출액이 y-y -42.6% 감소하였다. 주요 채널별로는 백화점 -10%, 방판 -7~8%, 아리따움 및 대형마트 -8~9% 가량 매출액이 y-y 역신장하였다. 국내 대부분의 채널은 2Q18 예매출액이 y-y(+) 전환될 것으로 전망한다. 아시아 : 중국 매출액은 원화기준 y-y +16% 증가한 것으로 추정된다. 설화수의 매출이 y-y +50% 이상의 성장을 보였고, 3Q17 역신장하였던 라네즈는 매출액이 y-y (+) 전환되었다. 이 외 이니스프리와 에뛰드는 y-y +20% 수준의 매출액 성장을 시현한 것으로 추정된다. 현재는 중국 내 판촉 및 프로모션이 정상화되고 있는 구간으로, 18년 매출 성장의 폭은 더욱 확대될 전망이다. 동사는 중국 이외 말레이시아, 태국, 인도네시아에서도 y-y +50% 이상의 높은 매출 성장세를 이어나갔다. 미국 : 세포라에 입점한 라네즈와 신규 런칭한 이니스프리가 호조를 보이는 가운데 매출액은 y-y +45.9% 증가하였다. 신규 입점 매장 수가 빠르게 확대되는 구간으로 18년 연간 고공 성장세가 지속될 전망이다.

**목표주가 하향하지만, 우호적인 Macro 데이터 감안하여 긍정적 투자의견 유지**

투자의견 Buy 를 유지하나, 목표주가는 기존 375,000 원에서 360,000 원으로 하향한다. 2018년 연간 실적 추정치를 하향하였으나 글로벌 피어 대비 높은 성장성을 감안하여 목표주가는 글로벌 화장품 3 개사 평균 PER 을 20% 할증한 39.4X 의 멀티플을 적용하여 산출하였다. 수출데이터가 여전히 호조를 보이는 가운데 중국인 인바운드 관광객 관련 데이터도 개선 추세에 있는 상황임에 따라 동사에 대한 긍정적 투자의견을 유지한다.

**영업실적 및 투자지표**

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	3,874	4,767	5,645	5,124	5,652	6,281
yoy	%	25.0	23.0	18.4	-9.2	10.3	11.1
영업이익	십억원	564	773	848	596	717	828
yoy	%	52.4	37.1	9.7	-29.7	20.2	15.5
EBITDA	십억원	700	920	1,029	878	942	1,075
세전이익	십억원	530	778	857	567	739	855
순이익(지배주주)	십억원	379	578	639	395	550	637
영업이익률%	%	14.6	16.2	15.0	11.6	12.7	13.2
EBITDA%	%	18.1	19.3	18.2	17.1	16.7	17.1
순이익률	%	9.9	12.3	11.4	7.8	9.8	10.2
EPS	원	5,493	8,368	9,262	5,717	7,975	9,235
PER	배	40.4	49.5	34.7	53.3	37.6	32.4
PBR	배	5.4	8.6	5.7	5.1	4.5	4.0
EV/EBITDA	배	19.6	28.2	19.5	20.6	18.4	15.8
ROE	%	14.0	18.6	17.7	9.8	12.5	13.0
순차입금	십억원	-456	-763	-941	-1,518	-1,822	-2,187
부채비율	%	33.9	31.8	33.0	28.6	27.1	26.5

## 아모레퍼시픽 분기별 실적 추정

(단위 : 십억원)

Aomrepacific	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,140.0	1,422.7	1,373.2	1,433.1	1,423.0	5,645.4	5,123.9	5,652.0
% y-y	6%	-17%	-14%	-13.4%	-9%	14%	18%	25%	18%	-9%	10%
Cosmetics	941.3	694.7	638.9	555.3	728.4	784.1	783.5	745.8	3,523.1	2,831.9	3,041.8
% y-y	0%	-25%	-26%	-29.2%	-23%	13%	23%	34%	15%	-20%	7%
MC&S	163.1	110.9	151.3	91.9	168.0	118.7	158.9	96.5	477.5	517.2	542.0
% y-y	15%	-1%	8%	8%	3%	7%	5%	5%	-3%	8%	5%
Asia	448.8	391.9	406.4	484.8	519.6	462.8	479.5	570.9	1,575.5	1,731.9	2,032.8
% y-y	19%	1%	8%	12%	16%	18%	18%	18%	38%	10%	17%
Europe	16.4	5.4	7.2	6.7	6.9	6.2	7.9	7.4	68.1	35.7	28.4
% y-y	6%	-67%	-53%	-68%	-58%	15%	10%	10%	4%	-48%	-20%
USA	11.7	11.3	13.7	16.2	15.2	15.3	17.8	19.4	53.3	52.9	67.7
% y-y	-16%	-12%	-12%	45.9%	30%	35%	30%	20%	10%	-1%	28%
** Duty Free Shop	419.0	235.8	237.0	211.6	253.9	318.3	343.7	370.3	1,499.3	1,103.4	1,286.2
% y-y	11%	-40%	-35%	-42.6%	-39%	35%	45%	75%	40%	-26%	17%
영업이익	316.8	101.6	101.1	76.9	194.5	177.7	206.3	138.4	848.1	596.4	716.9
% y-y	-6%	-58%	-40%	-24.8%	-39%	75%	104%	80%	10%	-30%	20%
% Margin	20%	8%	8%	7%	14%	13%	14%	10%	15%	12%	13%
Cosmetics	214.5	84.6	56.3	47.8	94.7	117.6	133.2	97.0	674.8	403.2	442.5
% y-y	-13%	-56%	-62%	-43.3%	-56%	39%	137%	103%	13%	-40%	10%
% Margin	23%	12%	9%	9%	13%	15%	17%	13%	19%	14%	15%
MC&S	19.5	(2.0)	10.6	(13.6)	15.1	4.2	11.1	(12.5)	2.8	14.5	17.8
% y-y	-4%	적전	흑전	적지	-22%	흑전	5%	-8%	-94%	418%	23%
% Margin	12%	-2%	7%	-15%	9%	4%	7%	-13%	1%	3%	3%
Asia	87.6	32.2	51.9	46.0	94.0	62.2	66.5	57.9	209.4	217.7	280.5
% y-y	13%	-35%	15%	24%	7%	93%	28%	26%	29%	4%	29%
% Margin	20%	8%	13%	9%	18%	13%	14%	10%	13%	13%	14%
Europe	1.2	(9.1)	(5.5)	(3.8)	(3.0)	(1.0)	0.2	0.2	0.3	(17.2)	(3.5)
USA	(0.7)	(3.4)	(0.9)	(1.3)	(0.3)	0.8	1.2	1.9	0.8	(6.3)	3.6

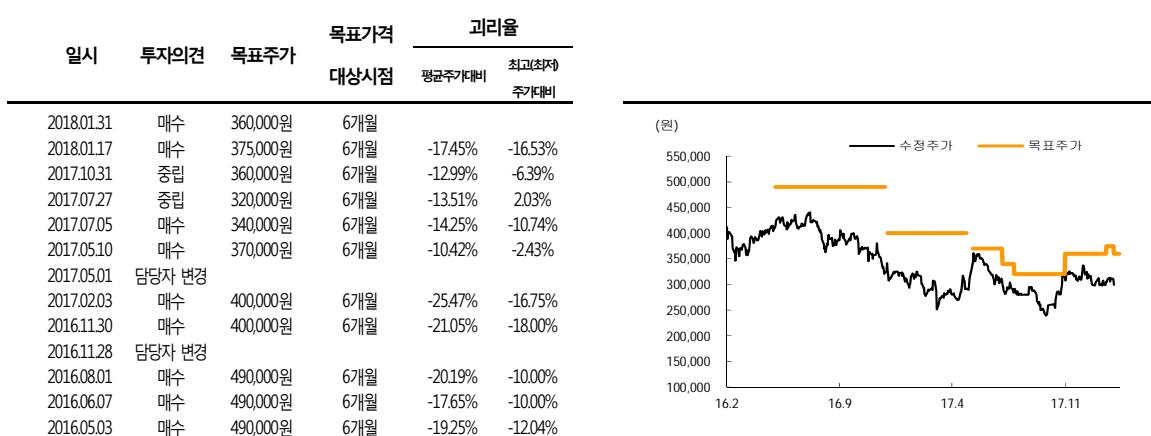
자료 : 아모레퍼시픽 SK증권

## 아모레퍼시픽 PER Valuation

(단위 : 억원, 배, 원)

	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상 순이익 (a)	5,500			
2018년 예상 우선주 배당금 (b)	143			2018년 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
(a)-(b) X Target Multiple = (c)	5,357	39.4	211,059	글로벌 화장품 3개사 2018년 예상실적 기준 PER 20% 할증
Shares outstanding ('000) (d)			58,426	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(d)/(b)			361,241	TP : 360,000원

자료 : Bloomberg, SK증권



### Compliance Notice

- 작성자(서명者)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 (2018년 1월 31일 기준)

매수	90.13%	중립	9.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	1,833	2,116	2,588	2,930	3,386
현금및현금성자산	687	624	1,485	1,749	2,114
매출채권및기타채권	317	340	308	340	378
재고자산	324	410	372	410	456
<b>비유동자산</b>	2,610	3,065	2,794	2,988	3,196
장기금융자산	49	54	28	28	28
유형자산	1,871	2,359	2,121	2,246	2,399
무형자산	212	228	248	288	328
<b>자산총계</b>	4,443	5,182	5,382	5,918	6,583
<b>유동부채</b>	872	1,171	1,010	1,066	1,180
단기금융부채	118	145	73	33	33
매입채무 및 기타채무	383	481	437	482	535
단기충당부채	7	20	23	25	27
<b>비유동부채</b>	199	114	189	195	199
장기금융부채	51	3	46	46	46
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	4	4	4	5
<b>부채총계</b>	1,071	1,285	1,198	1,260	1,379
<b>지배주주지분</b>	3,346	3,879	4,161	4,632	5,174
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
기타자본구성요소	-18	-18	-18	-18	-18
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	2,623	3,159	3,441	3,915	4,460
비자본주주지분	27	18	23	26	30
<b>자본총계</b>	3,372	3,897	4,184	4,658	5,203
<b>부채와자본총계</b>	4,443	5,182	5,382	5,918	6,583

## 현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	617	664	967	750	870
당기순이익(순실)	585	646	398	554	641
비현금성항목등	371	409	572	388	435
유형자산감가상각비	147	181	282	225	248
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	22	21	265	0	0
운전자본감소(증가)	-167	-163	223	-7	8
매출채권및기타채권의 감소증가)	-92	-11	87	-32	-38
재고자산감소(증가)	-19	-86	-12	-38	-46
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	2	6	212	45	54
기타	-58	-73	-64	18	38
법인세납부	-171	-227	-227	-185	-214
<b>투자활동현금흐름</b>	-203	-593	33	-366	-412
금융자산감소(증가)	50	-215	309	0	0
유형자산감소(증가)	-214	-494	-500	-350	-400
무형자산감소(증가)	-61	-40	-40	-40	-40
기타	21	156	264	25	29
<b>재무활동현금흐름</b>	-72	-137	-134	-120	-94
단기금융부채증가(감소)	-7	-5	-66	-40	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	46	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-63	-95	-109	-77	-92
기타	-3	-38	-5	-3	-2
<b>현금의 증가(감소)</b>	345	-63	861	265	364
<b>기초현금</b>	343	687	624	1,485	1,749
<b>기말현금</b>	687	624	1,485	1,749	2,114
<b>FCF</b>	452	423	159	365	437

자료 : 아모레퍼시픽, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	4,767	5,645	5,124	5,652	6,281
<b>매출원가</b>	1,169	1,425	1,380	1,489	1,648
<b>매출총이익</b>	3,597	4,221	3,744	4,163	4,634
매출총이익률 (%)	75.5	74.8	73.1	73.7	73.8
<b>판매비와관리비</b>	2,824	3,373	3,148	3,446	3,806
영업이익	773	848	596	717	828
영업이익률 (%)	16.2	15.0	11.6	12.7	13.2
비영업손익	5	8	-29	22	27
<b>순금융비용</b>	-13	-13	-13	-22	-27
외환관련손익	-5	-3	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	778	857	567	739	855
세전계속사업이익률 (%)	16.3	15.2	11.1	13.1	13.6
계속사업법인세	194	211	169	185	214
<b>계속사업이익</b>	585	646	398	554	641
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	585	646	398	554	641
순이익률 (%)	12.3	11.4	7.8	9.8	10.2
지배주주	578	639	395	550	637
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	12.12	11.32	7.7	9.74	10.15
<b>비자주주</b>	7	6	4	4	4
<b>총포괄이익</b>	556	632	395	551	638
<b>지배주주</b>	548	626	391	547	634
<b>비자주주</b>	8	7	3	3	3
<b>EBITDA</b>	920	1,029	878	942	1,075

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	23.0	18.4	-9.2	10.3	11.1
영업이익	37.1	9.7	-29.7	20.2	15.5
세전계속사업이익	46.8	10.1	-33.8	30.2	15.7
EBITDA	31.4	11.9	-14.7	7.3	14.2
EPS(계속사업)	52.3	10.7	-38.3	39.5	15.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	18.6	17.7	9.8	12.5	13.0
ROA	14.1	13.4	7.5	9.8	10.3
EBITDA마진	19.3	18.2	17.1	16.7	17.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	210.3	180.7	256.3	275.0	287.0
부채비율	31.8	33.0	28.6	27.1	26.5
순차입금/자기자본	-22.6	-24.2	-36.3	-39.1	-42.0
EBITDA/이자비용(배)	299.9	264.0	241.8	321.9	553.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	8,368	9,262	5,717	7,975	9,235
BPS	48,475	56,202	60,293	67,112	74,966
CFPS	10,496	11,888	9,799	11,237	12,821
주당 현금배당금	1,350	1,580	1,111	1,336	1,542
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	53.2	47.6	63.2	39.3	33.9
PER(최저)	25.6	33.2	41.9	37.4	32.3
PBR(최고)	9.2	7.9	6.0	4.7	4.2
PBR(최저)	4.4	5.5	4.0	4.4	4.0
PCR	39.5	27.0	31.1	26.7	23.4
EV/EBITDA(최고)	30.0	26.7	24.9	19.4	16.6
EV/EBITDA(최저)	14.1	18.5	16.1	18.4	15.8