

SK COMPANY Analysis



Analyst

서영화

donaldseo@sk.com

02-3773-9182

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% |
| 외국인지분률 | 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 1 조 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 1 조 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%, 아리마움 및 대형마트 -8~9% 가량 매출액이 y-y 역성장하였다. 국내 대부분의 채널은 2Q18 에 매출액이 y-y(+) 전환될 것으로 전망한다. 아시아 : 중국 매출액은 원화기준 y-y +16% 증가한 것으로 추정된다. 설화수의 매출이 y-y +50% 이상의 성장을 보였고, 3Q17 역 신장하였던 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, 18 년 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 18 년 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. 2018 년 연간 실적 추정치를 하향하였으나 글로벌 퍼어 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, SK 증권

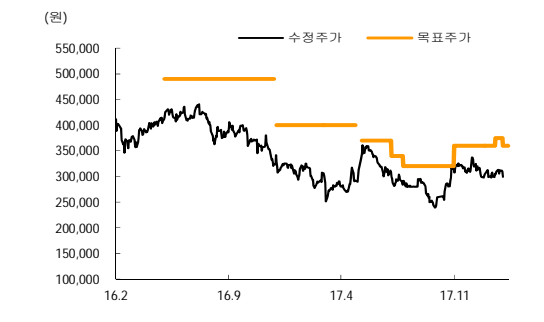
아모레퍼시픽 PER Valuation

(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% 할인 |
| Shares outstanding ('000) (d) | | | 58,426 | 보통주 발행주식수 - 자기주식수 |
| (d)/(b) | | | 361,241 | TP : 360,000원 |

자료 : Bloomberg, SK 증권

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|--------|----------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2018.01.31 | 매수 | 360,000원 | 6개월 | | |
| 2018.01.17 | 매수 | 375,000원 | 6개월 | -17.45% | -16.53% |
| 2017.10.31 | 중립 | 360,000원 | 6개월 | -12.99% | -6.39% |
| 2017.07.27 | 중립 | 320,000원 | 6개월 | -13.51% | 2.03% |
| 2017.07.05 | 매수 | 340,000원 | 6개월 | -14.25% | -10.74% |
| 2017.05.10 | 매수 | 370,000원 | 6개월 | -10.42% | -2.43% |
| 2017.05.01 | 담당자 변경 | | | | |
| 2017.02.03 | 매수 | 400,000원 | 6개월 | -25.47% | -16.75% |
| 2016.11.30 | 매수 | 400,000원 | 6개월 | -21.05% | -18.00% |
| 2016.11.28 | 담당자 변경 | | | | |
| 2016.08.01 | 매수 | 490,000원 | 6개월 | -20.19% | -10.00% |
| 2016.06.07 | 매수 | 490,000원 | 6개월 | -17.65% | -10.00% |
| 2016.05.03 | 매수 | 490,000원 | 6개월 | -19.25% | -12.04% |



Compliance Notice

- 작성자(서영화)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 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 (2018 년 1 월 31 일 기준)

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

재무상태표

| 월 결산(십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 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 |
| 비유동자산 | 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 |
| 자산총계 | 4,443 | 5,182 | 5,382 | 5,918 | 6,583 |
| 유동부채 | 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 |
| 비유동부채 | 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 |
| 부채총계 | 1,071 | 1,285 | 1,198 | 1,260 | 1,379 |
| 지배주주지분 | 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 |
| 비지배주주지분 | 27 | 18 | 23 | 26 | 30 |
| 자본총계 | 3,372 | 3,897 | 4,184 | 4,658 | 5,203 |
| 부채외자본총계 | 4,443 | 5,182 | 5,382 | 5,918 | 6,583 |

현금흐름표

| 월 결산(십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 617 | 664 | 967 | 750 | 870 |
| 당기순이익(손실) | 585 | 646 | 398 | 554 | 641 |
| 비현금성항목등 | 371 | 409 | 572 | 388 | 435 |
| 유형자산감가상각비 | 147 | 181 | 282 | 225 | 248 |
| 무형자산감가상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 22 | 21 | 265 | 0 | 0 |
| 운전자본감소(증가) | -167 | -163 | 223 | -7 | 8 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -92 | -11 | 87 | -32 | -38 |
| 재고자산감소(증가) | -19 | -86 | -12 | -38 | -46 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 2 | 6 | 212 | 45 | 54 |
| 기타 | -58 | -73 | -64 | 18 | 38 |
| 법인세납부 | -171 | -227 | -227 | -185 | -214 |
| 투자활동현금흐름 | -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 |
| 재무활동현금흐름 | -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 |
| 현금의 증가(감소) | 345 | -63 | 861 | 265 | 364 |
| 기초현금 | 343 | 687 | 624 | 1,485 | 1,749 |
| 기말현금 | 687 | 624 | 1,485 | 1,749 | 2,114 |
| FCF | 452 | 423 | 159 | 365 | 437 |

자료 : 아모레퍼시픽 SK증권 추정

포괄손익계산서

| 월 결산(십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 4,767 | 5,645 | 5,124 | 5,652 | 6,281 |
| 매출원가 | 1,169 | 1,425 | 1,380 | 1,489 | 1,648 |
| 매출총이익 | 3,597 | 4,221 | 3,744 | 4,163 | 4,634 |
| 매출총이익률 (%) | 75.5 | 74.8 | 73.1 | 73.7 | 73.8 |
| 판매비와관리비 | 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 |
| 순금융비용 | -13 | -13 | -13 | -22 | -27 |
| 외환관련손익 | -5 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 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 |
| 계속사업이익 | 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 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 12.12 | 11.32 | 7.7 | 9.74 | 10.15 |
| 비지배주주 | 7 | 6 | 4 | 4 | 4 |
| 총포괄이익 | 556 | 632 | 395 | 551 | 638 |
| 지배주주 | 548 | 626 | 391 | 547 | 634 |
| 비지배주주 | 8 | 7 | 3 | 3 | 3 |
| EBITDA | 920 | 1,029 | 878 | 942 | 1,075 |

주요투자지표

| 월 결산(십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| 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 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| 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 |