

SK COMPANY Analysis



Analyst

서영화

donaldseo@sk.com

02-3773-9182

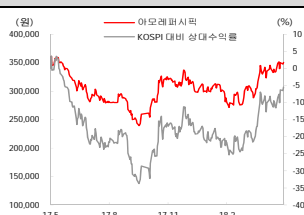
Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	4 만주
액면가	500 원
시가총액	20,490 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외)	47.56%
3) 국민연금공단	7.07%
외국인지분률	34.00%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(18/05/09)	350,500 원
KOSPI	2443.98 pt
52주 Beta	0.73
52주 최고가	361,000 원
52주 최저가	239,500 원
60일 평균 거래대금	56 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.9%	3.9%
6개월	8.2%	12.9%
12개월	5.3%	-1.3%

아모레퍼시픽 (090430/KS | 매수(유지) | T.P 420,000 원(상향))

실적 개선의 초입 국면

- 1Q18 매출액 1 조 4,316 억원(y-y -8.8%), 영업이익 2,359 억원(y-y -25.5%)
- 매출액 컨센서스 1 조 4,498 억원 부합, 영업이익 컨센서스 2,311 억원에 부합
- 1Q18 실적에 특징적인 것은 국내 면세점의 m-m 실적 개선세
- 현재는 실적 개선의 초입국면, 국내, 아시아, 미국 모두 저점을 지난한 상황
- 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 기존 36 만원에서 42 만원으로 상향

[1Q18 Review] 눈에 띄는 국내 면세점의 m-m 실적 개선세

1Q18 매출액 1 조 4,316 억원(y-y -8.8%), 영업이익 2,359 억원(y-y -25.5%)으로 영업이익 컨센서스 2,311 억원에 부합하는 실적을 시현하였다. **국내 화장품** : 매출액 y-y -17.1%, 영업이익 y-y -34.5% 감소하였다. 수익성이 높은 면세점 매출액이 y-y -23.6% 감소하였다. 면세점 매출액은 1, 2 월 대비 3 월 큰 폭으로 개선되었으며, 4 월은 3 월 이상의 매출을 시현한 것으로 추정된다. 주요 채널별로는 백화점, 방판이 y-y 3~5% 매출액 감소하였으며, 아리따움은 y-y -8~10% 매출액 역신장한 것으로 추정된다. **아시아** : 중국 매출액은 y-y +5% 증가한 것으로 추정된다. 설화수의 매출이 y-y +20% 이상 성장하는 가운데, 이니스프리가 y-y +8~9% 매출액 증가하였으며 라네즈는 매출액이 y-y (+) 전환되었다. 백화점 매장 정리가 지속되고 있는 마몽드는 y-y -10% 이상 매출액 역신장하였다. 이외 아세안 국가 매출액은 y-y +20% 이상 증가하였다. **미국** : 세포라에 입점한 라네즈가 호조를 보이는 가운데, 이니스프리 역시 온라인, 오프라인 모두 큰 폭의 성장세를 시현함에 따라 매출액 y-y +30.8% 증가하였다.

실적 개선의 초입 국면, 목표주가 42 만원으로 상향

현재는 실적 개선 초입의 국면이다. 1)아세안 지역의 견조한 성장세가 지속되고 있으며, 2)2 분기부터 국내와 중국의 기저효과가 본격화되며, 3)중국인 단체 관광이 재개되지 않았음에도 면세점이 m-m 확연한 개선세에 있으며, 4)미국은 라네즈의 세포라 입점 매장 수가 확대와 이니스프리의 가파른 성장이 함께 이루어지고 있다. 이를 반영하여 18년 E EPS 를 8% 상향하였으며, 목표주가 역시 기존 36 만원에서 42 만원으로 상향하였다. 목표주가는 글로벌 화장품 3 사 평균 PER 을 20% 할증한 멀티플을 적용하여 산출하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	4,767	5,645	5,124	5,750	6,427	7,104
yoy	%	23.0	18.4	-9.2	12.2	11.8	10.5
영업이익	십억원	773	848	596	792	987	1,109
yoy	%	37.1	9.7	-29.7	32.7	24.7	12.4
EBITDA	십억원	920	1,029	820	1,217	1,396	1,516
세전이익	십억원	778	857	567	798	1,002	1,133
순이익(지배주주)	십억원	578	639	394	592	745	843
영업이익률%	%	16.2	15.0	11.6	13.8	15.4	15.6
EBITDA%	%	19.3	18.2	16.0	21.2	21.7	21.3
순이익률	%	12.3	11.4	7.8	10.4	11.7	11.9
EPS	원	8,368	9,262	5,709	8,580	10,790	12,213
PER	배	49.5	34.7	53.3	40.9	32.5	28.7
PBR	배	8.6	5.7	5.1	5.2	4.6	4.1
EV/EBITDA	배	28.2	19.5	23.2	17.5	14.8	13.2
ROE	%	18.6	17.7	9.8	13.5	15.0	15.0
순차입금	십억원	-763	-941	-537	-1,080	-1,683	-2,351
부채비율	%	31.8	33.0	28.8	27.7	27.1	26.4

아모레퍼시픽 PER Valuation

(단위 : 억원 배 원)

	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상 순이익 (a)	5,921			
2018년 예상 우선주 배당금 (b)	155			2018년 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
(a)-(b) X Target Multiple = (c)	5,766	42.4	244,482	글로벌 화장품 3개사 2018년 예상실적 기준 PER 20% 할증
Shares outstanding ('000) (d)			58,426	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(d)/(b)			418,448	
Target Price			420,000	

자료 : Bloomberg, SK 증권

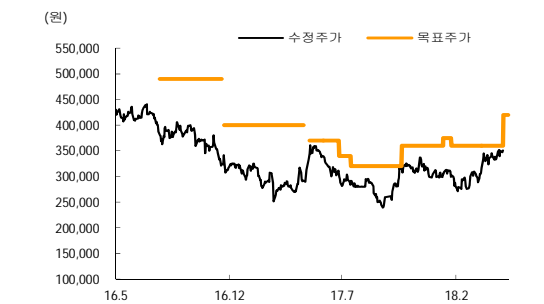
아모레퍼시픽 분기별 실적추정

(단위 : 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E
매출액	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,140.0	1,431.6	1,404.4	1,469.8	1,444.3	5,645.4	5,123.9	5,750.2
% y-y	6%	-17%	-14%	-13.4%	-9%	17%	21%	27%	18%	-9%	12%
Cosmetics	941.3	694.7	638.9	555.3	780.7	817.1	802.5	745.3	3,448.7	2,830.2	3,145.7
% y-y	2%	-24%	-24%	-27.7%	-17%	18%	26%	34%	12%	-18%	11%
MC&S	163.1	110.9	151.3	91.9	160.2	118.7	158.9	96.5	551.8	517.2	534.2
% y-y	3%	-15%	-6%	-10%	-2%	7%	5%	5%	12%	-6%	3%
Asia	448.8	391.9	406.4	484.8	478.0	457.1	493.9	587.3	1,575.5	1,731.9	2,016.4
% y-y	19%	1%	8%	12%	7%	17%	22%	21%	38%	10%	16%
Europe	16.4	5.4	7.2	6.7	7.6	6.2	7.9	7.4	68.1	35.7	29.1
% y-y	6%	-67%	-53%	-68%	-54%	15%	10%	10%	4%	-48%	-18%
USA	11.7	11.3	13.7	16.2	15.3	17.0	19.2	22.7	53.3	52.9	74.1
% y-y	-16%	-12%	-12%	45.9%	31%	50%	40%	40%	10%	-1%	40%
** Duty Free Shop	419.0	235.8	237.0	211.6	320.2	365.5	367.4	370.3	1,499.3	1,103.4	1,423.3
% y-y	11%	-40%	-35%	-42.6%	-24%	55%	55%	75%	40%	-26%	29%
영업이익	316.8	101.6	101.1	76.9	235.9	211.1	208.4	136.2	848.1	596.4	791.6
% y-y	-6%	-58%	-40%	-24.8%	-26%	108%	106%	77%	10%	-30%	33%
% Margin	20%	8%	8%	7%	16%	15%	14%	9%	15%	12%	14%
Cosmetics	214.5	84.6	56.3	47.8	140.5	155.3	136.4	96.9	674.8	403.2	529.1
% y-y	-13%	-56%	-62%	-43.3%	-34%	84%	142%	103%	13%	-40%	31%
% Margin	23%	12%	9%	9%	18%	19%	17%	13%	20%	14%	17%
MC&S	19.5	(2.0)	10.6	(13.6)	16.9	3.6	11.1	(12.5)	2.8	14.5	19.0
% y-y	-4%	적전	흑전	적지	-13%	흑전	5%	-8%	-94%	418%	31%
% Margin	12%	-2%	7%	-15%	11%	3%	7%	-13%	1%	3%	4%
Asia	87.6	32.2	51.9	46.0	85.0	61.3	68.6	59.7	209.4	217.7	274.6
% y-y	13%	-35%	15%	24%	-3%	90%	32%	30%	29%	4%	26%
% Margin	20%	8%	13%	9%	18%	13%	14%	10%	13%	13%	14%
Europe	1.2	(9.1)	(5.5)	(3.8)	(1.9)	(1.0)	0.2	0.2	0.3	(17.2)	(2.4)
USA	(0.7)	(3.4)	(0.9)	(1.3)	(1.6)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	0.8	(6.3)	(7.6)

자료 : 아모레퍼시픽, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.05.10	매수	420,000원	6개월		
2018.04.02	매수	360,000원	6개월	-13.45%	-2.36%
2018.02.01	매수	360,000원	6개월	-18.53%	-11.94%
2018.01.17	매수	375,000원	6개월	-17.70%	-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	-20.81%	-10.00%



Compliance Notice

- 작성자(서명)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 5 월 10 일 기준)

매수	89.73%	중립	10.27%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,116	1,677	2,280	2,990	3,765
현금및현금성자산	624	604	1,108	1,710	2,379
매출채권및기타채권	340	369	414	463	512
재고자산	410	375	421	470	520
비유동자산	3,065	3,698	3,685	3,738	3,795
장기금융자산	54	85	85	85	85
유형자산	2,359	2,613	2,538	2,529	2,522
무형자산	228	240	282	324	366
자산총계	5,182	5,376	5,965	6,728	7,560
유동부채	1,171	1,046	1,123	1,250	1,376
단기금융부채	145	87	47	47	47
매입채무 및 기타채무	481	344	386	432	477
단기충당부채	20	15	17	19	20
비유동부채	114	154	170	186	203
장기금융부채	3	43	43	43	43
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	4	5	6	6	7
부채총계	1,285	1,200	1,294	1,436	1,579
지배주주지분	3,879	4,154	4,648	5,265	5,952
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	3,159	3,457	3,960	4,588	5,284
비지배주주지분	18	22	24	27	29
자본총계	3,897	4,175	4,672	5,292	5,981
부채외자본총계	5,182	5,376	5,965	6,728	7,560

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	664	503	1,016	1,146	1,231
당기순이익(손실)	646	398	596	749	847
비현금성항목등	409	451	620	647	669
유형자산감가상각비	181	224	425	409	407
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	21	47	2	2	2
운전자본감소(증가)	-163	-93	1	3	1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-11	-37	-45	-49	-49
재고자산감소(증가)	-86	35	-46	-49	-50
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	-32	42	45	46
기타	-73	-60	50	55	54
법인세납부	-227	-253	-201	-253	-286
투자활동현금흐름	-593	-387	-382	-424	-414
금융자산감소(증가)	-215	396	0	0	0
유형자산감소(증가)	-494	-767	-350	-400	-400
무형자산감소(증가)	-40	-42	-42	-42	-42
기타	156	27	10	18	28
재무활동현금흐름	-137	-115	-131	-119	-148
단기금융부채증가(감소)	-5	-49	-40	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	45	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-95	-109	-88	-117	-146
기타	-38	-3	-3	-2	-2
현금의 증가(감소)	-63	-20	503	603	669
기초현금	687	624	604	1,108	1,710
기말현금	624	604	1,108	1,710	2,379
FCF	423	-222	626	707	795

자료 : 아모레퍼시픽 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,645	5,124	5,750	6,427	7,104
매출원가	1,425	1,380	1,547	1,722	1,897
매출총이익	4,221	3,744	4,203	4,704	5,207
매출총이익률 (%)	74.8	73.1	73.1	73.2	73.3
판매비와관리비	3,373	3,148	3,412	3,717	4,099
영업이익	848	596	792	987	1,109
영업이익률 (%)	15.0	11.6	13.8	15.4	15.6
비영업손익	8	-29	6	15	24
순금융비용	-13	-11	-8	-16	-26
외환관련손익	-3	-21	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	857	567	798	1,002	1,133
세전계속사업이익률 (%)	15.2	11.1	13.9	15.6	16.0
계속사업법인세	211	169	201	253	286
계속사업이익	646	398	596	749	847
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	646	398	596	749	847
순이익률 (%)	11.4	7.8	10.4	11.7	11.9
지배주주	639	394	592	745	843
지배주주귀속 순이익률(%)	11.32	7.69	10.3	11.59	11.86
비지배주주	6	4	4	4	4
총포괄이익	632	386	585	737	835
지배주주	626	384	582	735	833
비지배주주	7	2	2	2	2
EBITDA	1,029	820	1,217	1,396	1,516

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	18.4	-9.2	12.2	11.8	10.5
영업이익	9.7	-29.7	32.7	24.7	12.4
세전계속사업이익	10.1	-33.8	40.6	25.6	13.1
EBITDA	11.9	-20.3	48.3	14.8	8.6
EPS(계속사업)	10.7	-38.4	50.3	25.8	13.2
수익성 (%)					
ROE	17.7	9.8	13.5	15.0	15.0
ROA	13.4	7.5	10.5	11.8	11.9
EBITDA마진	18.2	16.0	21.2	21.7	21.3
안정성 (%)					
유동비율	180.7	160.3	202.9	239.2	273.6
부채비율	33.0	28.8	27.7	27.1	26.4
순차입금/자기자본	-24.2	-12.9	-23.1	-31.8	-39.3
EBITDA/이자비용(배)	264.0	266.2	422.7	701.9	762.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,262	5,709	8,580	10,790	12,213
BPS	56,202	60,186	67,340	76,286	86,235
CFPS	11,888	8,950	14,736	16,720	18,114
주당 현금배당금	1,580	1,280	1,699	2,118	2,380
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	47.6	63.2	41.0	32.6	28.8
PER(최저)	33.2	42.0	31.6	25.2	22.2
PBR(최고)	7.9	6.0	5.2	4.6	4.1
PBR(최저)	5.5	4.0	4.0	3.6	3.2
PCR	27.0	34.0	23.8	21.0	19.4
EV/EBITDA(최고)	26.7	27.9	17.6	14.9	13.3
EV/EBITDA(최저)	18.5	18.4	13.5	11.3	10.0