

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	4 만주
액면가	500 원
시가총액	9,353 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹외	47.56%
3)	
국민연금공단	7.06%
외국인지분률	34.80%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(18/10/29)	160,000 원
KOSPI	1996.05 pt
52주 Beta	1.18
52주 최고가	351,500 원
52주 최저가	160,000 원
60일 평균 거래대금	48 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-38.7%	-28.0%
6개월	-52.2%	-40.3%
12개월	-49.2%	-36.5%

아모레퍼시픽 (090430/KS | 매수(유지) | T.P 200,000 원(하향))

[3Q18 Review] 성장 모멘텀의 부재

- 3Q18 매출액 1 조 2,784 억원(y-y +5.7%), 영업이익 765 억원(y-y -24.3%)
- 매출 및 영업이익 컨센서스 1 조 3,614 억원과 1,360 억원을 크게 하회하는 쇼크 기록
- 중국 현지와 국내 주요 판매 채널 대부분이 예상치 크게 하회하는 부진한 성장률 시현
- 특히, 중국 현지에서의 브랜드력 약화와 중국 로컬 업체들의 점유율 확대가 두드러짐
- 투자의견 Buy 유지하나, 실적 추정치 하향 조정으로 목표주가 20 만원으로 하향

[3Q18 Review] 국내, 중국 모두 단기 성장 모멘텀이 부재한 상황

3Q18 연결기준 매출액은 1 조 2,784 억원(y-y +5.7%), 영업이익 765 억원(y-y -24.3%)으로 영업이익 컨센서스 1,360 억원을 43.8% 하회하는 어닝 쇼크를 기록하였다.

국내 화장품: 매출액 6,971 억원(y-y +9.1%), 영업이익 462 억원(y-y -17.9%)을 기록하였다. 수익성이 높은 면세점 매출이 y-y +40.1% 증가하면서 매출액 성장을 견인했으나, 면세를 제외한 내수 채널들의 부진(백화점 y-y -1~2%, 전문점 및 할인점 y-y -9~12%, 방판 y-y -7~9%)과 일회성 비용 반영으로 영업이익은 큰 폭으로 축소되었다. 일회성 비용은 급여체계 변경으로 인한 인건비 150 억원과 마일리지 현금 합산 제도 시행으로 인한 충당금 77 억원이 반영되었다. 해당 227 억원을 제외 시, 국내 화장품 부문 매출액은 당사 기대치 687 억원에 부합했다. 다만, 이는 예상치를 상회했던 면세 채널 성장률의 기여가 컸던 것으로 주요 내수 채널의 매출 및 이익 성장률은 당사 예상치를 하회하였다.

아시아: 중국 법인 매출액은 현지 통화 기준으로 y-y +4% 증가한 것으로 추정된다. 설화수의 매출이 y-y +15% 이상 성장하는 가운데, 이니스프리와 마몽드의 매출액이 y-y -1~3%, 라네즈는 y-y -6~9% 매출액 역성장한 것으로 추정된다.

미국: 라네즈가 세포라와의 점점 확대로 호조를 보이는 가운데, 이니스프리 역시 출점 확대와 견조한 판매 성장률을 시현하며 북미 전체 매출액이 y-y +35.8% 증가하였다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 20 만원으로 하향

3Q18 실적은 1) 중국 현지에서의 브랜드력 약화와 경쟁에서의 열위, 그리고 2) 국내 주요 채널의 판매 부진을 보여주고 있어 단기 성장 모멘텀이 부재하다는 측면에서 부정적이다. 그러나, 견조한 럭셔리 부문 성장률과 향후 아세안 시장 성장폭 확대에 대한 기대감은 여전히 유효하다. 이익 전망 하향조정을 반영해 목표주가를 기존 24 만원에서 20 만원으로 하향한다. 이는 2019년 순이익의 기준 PER 24.6 배 기준이며 글로벌 피어 평균 PER 26 배를 5% 할인한 것이다. 이전보다 글로벌 화장품 회사 대비 중국 현지 성장률이 높지 않다는 점과 둔화가 장기화 될 가능성이 높다는 점을 감안해 디스카운트를 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	4,767	5,645	5,124	5,357	5,900	6,464
yoy	%	23.0	18.4	-9.2	4.5	10.2	9.6
영업이익	십억원	773	848	596	527	662	742
yoy	%	37.1	9.7	-29.7	-11.7	25.6	12.2
EBITDA	십억원	920	1,029	820	951	1,021	1,110
세전이익	십억원	778	857	567	514	659	766
순이익(지배주주)	십억원	578	639	394	384	493	573
영업이익률%	%	16.2	15.0	11.6	9.8	11.2	11.5
EBITDA%	%	19.3	18.2	16.0	17.8	17.3	17.2
순이익률	%	12.3	11.4	7.8	7.2	8.4	8.9
EPS	원	8,368	9,262	5,709	5,558	7,136	8,309
PER	배	49.5	34.7	53.3	28.8	22.4	19.3
PBR	배	8.6	5.7	5.1	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	배	28.2	19.5	23.2	9.7	8.7	7.6
ROE	%	18.6	17.7	9.8	8.9	10.5	11.2
순차입금	십억원	-763	-941	-537	-1,121	-1,481	-1,887
부채비율	%	31.8	33.0	28.8	27.1	26.9	26.1

아모레퍼시픽 PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2019년 예상 순이익 (a)	억원	4,925			
2019년 예상 우선주 배당금 (b)	억원	169			
[(a)-(b)] X Target Multiple = (c)	억원 배	4,756	24.6	117,087	2019년 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금 글로벌 화장품 3개사 2019년 예상실적 기준 PER을 5% 할인
Shares outstanding ('000) (d)	천주			58,425	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(c)/(d)	원			200,404	
Target Price	원			200,000	Upside +25.0%

자료: Bloomberg, SK 증권

주 1: 피어그룹으로 선정한 글로벌 화장품 3개사는 에스티로더, 로레알, 시세이도

주 2: 예상 우선주 현금배당금 증감율은 지배주주순이익 증감율에 비례한다고 가정

아모레퍼시픽 분기별 실적 추정

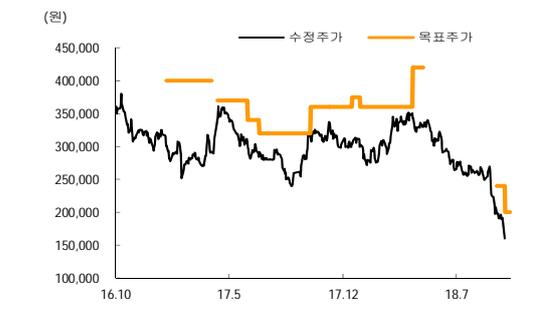
(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,140.0	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,302.9	5,123.9	5,356.6	5,900.4
% y-y	5.6%	-16.5%	-13.6%	-13.4%	-8.8%	11.5%	5.7%	14.3%	-9.2%	4.5%	10.2%
Cosmetics	941.3	694.7	638.9	555.3	780.7	760.8	697.1	677.9	2,830.2	2,916.5	3,213.0
% y-y	1.6%	-23.5%	-24.5%	-27.7%	-17.1%	9.5%	9.1%	22.1%	-17.9%	3.0%	10.2%
MC&S	163.1	110.9	151.3	91.9	160.2	116.9	142.7	89.1	517.2	508.9	534.4
% y-y	2.8%	-14.9%	-6.1%	-9.6%	-1.8%	5.4%	-5.7%	-3.0%	-6.3%	-1.6%	5.0%
Asia	448.8	391.9	406.4	484.8	478.0	456.2	422.3	518.5	1,731.9	1,875.0	2,077.9
% y-y	18.5%	1.0%	8.0%	12.0%	6.5%	16.4%	3.9%	6.9%	9.9%	8.3%	10.8%
Europe	16.4	5.4	7.2	6.7	7.6	6.3	6.4	5.9	35.7	26.2	28.8
% y-y	6.5%	-67.5%	-52.9%	-67.8%	-53.7%	16.7%	-11.1%	-12.0%	-47.6%	-26.6%	100%
USA	11.7	11.3	13.7	16.2	15.3	14.2	18.6	21.9	52.9	70.0	90.5
% y-y	-15.8%	-11.7%	-11.6%	45.9%	30.8%	25.7%	35.8%	35.0%	-0.8%	32.3%	29.4%
** Duty Free Shop	419.0	235.8	237.0	211.6	320.2	304.8	332.0	349.1	1,103.4	1,306.1	1,559.6
% y-y	11.1%	-39.6%	-34.8%	-42.6%	-23.6%	29.3%	40.1%	65.0%	-26.4%	18.4%	19.4%

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
영업이익	316.8	101.6	101.1	76.9	235.9	145.8	76.5	68.4	596.4	526.6	661.6
% y-y	-6.2%	-57.8%	-39.6%	-24.8%	-25.5%	43.5%	-24.3%	-11.0%	-29.7%	-11.7%	25.6%
% Margin	20.2%	8.4%	8.4%	6.7%	16.5%	10.9%	6.0%	5.3%	11.6%	9.8%	11.2%
Cosmetics	214.5	84.6	56.3	47.8	140.5	94.4	46.2	40.7	403.2	321.8	415.1
% y-y	-13.5%	-56.5%	-62.0%	-43.3%	-34.5%	11.6%	-17.9%	-14.9%	-40.2%	-20.2%	29.0%
% Margin	22.8%	12.2%	8.8%	8.6%	18.0%	12.4%	6.6%	6.0%	14.2%	11.0%	12.9%
MC&S	19.5	(2.0)	10.6	(13.6)	16.9	(1.8)	2.9	(15.2)	14.5	2.8	3.5
% y-y	-3.9%	적전	흑전	적지	-13.3%	적지	-72.6%	적지	41.7%	-80.4%	23.8%
% Margin	12.0%	-1.8%	7.0%	-14.8%	10.5%	-1.5%	2.0%	-17.0%	2.8%	0.6%	0.7%
Asia	87.6	32.2	51.9	46.0	85.0	53.6	30.1	51.7	217.7	220.4	262.2
% y-y	12.9%	-35.2%	15.1%	24.3%	-3.0%	66.5%	-42.0%	12.4%	4.0%	1.2%	18.9%
% Margin	19.5%	8.2%	12.8%	9.5%	17.8%	11.7%	7.1%	10.0%	12.6%	11.8%	12.6%
Europe	1.2	(9.1)	(5.5)	(3.8)	(1.9)	(3.5)	(3.3)	0.2	(17.2)	(8.5)	0.3
USA	(0.7)	(3.4)	(0.9)	(1.3)	(1.6)	(4.7)	(0.6)	(3.0)	(6.3)	(9.9)	4.5

자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.30	매수	200,000원	6개월		
2018.10.15	매수	240,000원	6개월	-21.00%	-17.50%
2018.05.30	담당자 변경				
2018.05.10	매수	420,000원	6개월	-32.06%	-18.45%
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%



Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 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 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 30일 기준)

매수	92.48%	중립	7.52%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,116	1,677	2,256	2,701	3,197
현금및현금성자산	624	604	1,132	1,492	1,898
매출채권및기타채권	340	369	386	425	465
재고자산	410	375	392	432	473
비유동자산	3,065	3,698	3,456	3,553	3,645
장기금융자산	54	85	78	78	78
유형자산	2,359	2,613	2,348	2,389	2,421
무형자산	228	240	268	310	352
자산총계	5,182	5,376	5,712	6,255	6,841
유동부채	1,171	1,046	1,044	1,145	1,251
단기금융부채	145	87	42	42	42
매입채무 및 기타채무	481	344	360	396	434
단기충당부채	20	15	15	16	17
비유동부채	114	154	175	179	163
장기금융부채	3	43	45	45	45
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	4	5	5	5	6
부채총계	1,285	1,200	1,219	1,325	1,414
지배주주지분	3,879	4,154	4,466	4,897	5,389
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	3,754	4,168	4,644
비지배주주지분	18	22	27	32	38
자본총계	3,897	4,175	4,493	4,930	5,427
부채외자본총계	5,182	5,376	5,712	6,255	6,841

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	664	503	1,039	863	924
당기순이익(손실)	646	398	388	497	578
비현금성항목등	409	451	687	524	532
유형자산감가상각비	181	224	425	359	368
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	21	47	216	-1	-1
운전자본감소(증가)	-163	-93	60	4	2
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-11	-37	-20	-39	-41
재고자산감소(증가)	-86	35	-2	-40	-41
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	-32	79	37	38
기타	-73	-60	3	46	46
법인세납부	-227	-253	-96	-162	-188
투자활동현금흐름	-593	-387	-382	-423	-418
금융자산감소(증가)	-215	396	-9	0	0
유형자산감소(증가)	-494	-767	-350	-400	-400
무형자산감소(증가)	-40	-42	-42	-42	-42
기타	156	27	19	19	25
재무활동현금흐름	-137	-115	-138	-80	-100
단기금융부채증가(감소)	-5	-49	-46	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	45	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-95	-109	-88	-78	-98
기타	-38	-3	-4	-2	-2
현금의 증가(감소)	-63	-20	528	360	406
기초현금	687	624	604	1,132	1,492
기말현금	624	604	1,132	1,492	1,898
FCF	423	-222	435	420	487

자료 : 아모레퍼시픽 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,645	5,124	5,357	5,900	6,464
매출원가	1,425	1,380	1,437	1,577	1,721
매출총이익	4,221	3,744	3,919	4,323	4,742
매출총이익률 (%)	74.8	73.1	73.2	73.3	73.4
판매비와관리비	3,373	3,148	3,393	3,662	4,000
영업이익	848	596	527	662	742
영업이익률 (%)	15.0	11.6	9.8	11.2	11.5
비영업손익	8	-29	-12	-3	24
순금융비용	-13	-11	-8	-17	-23
외환관련손익	-3	-21	-21	-21	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	857	567	514	659	766
세전계속사업이익률 (%)	15.2	11.1	9.6	11.2	11.9
계속사업법인세	211	169	126	162	188
계속사업이익	646	398	388	497	578
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	646	398	388	497	578
순이익률 (%)	11.4	7.8	7.2	8.4	8.9
지배주주	639	394	384	493	573
지배주주귀속 순이익률(%)	11.32	7.69	7.16	8.35	8.87
비지배주주	6	4	5	5	5
총포괄이익	632	386	405	514	595
지배주주	626	384	400	509	590
비지배주주	7	2	5	5	5
EBITDA	1,029	820	951	1,021	1,110

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	18.4	-9.2	4.5	10.2	9.6
영업이익	9.7	-29.7	-11.7	25.6	12.2
세전계속사업이익	10.1	-33.8	-9.3	28.1	16.3
EBITDA	11.9	-20.3	16.0	7.3	8.7
EPS(계속사업)	10.7	-38.4	-2.7	28.4	16.4
수익성 (%)					
ROE	17.7	9.8	8.9	10.5	11.2
ROA	13.4	7.5	7.0	8.3	8.8
EBITDA마진	18.2	16.0	17.8	17.3	17.2
안정성 (%)					
유동비율	180.7	160.3	216.1	235.9	255.6
부채비율	33.0	28.8	27.1	26.9	26.1
순차입금/자기자본	-24.2	-12.9	-25.0	-30.0	-34.8
EBITDA/이자비용(배)	264.0	266.2	330.6	531.0	577.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,262	5,709	5,558	7,136	8,309
BPS	56,202	60,186	64,716	70,960	78,087
CFPS	11,888	8,950	11,714	12,337	13,634
주당 현금배당금	1,580	1,280	1,130	1,420	1,593
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	47.6	63.2	63.3	49.3	42.3
PER(최저)	33.2	42.0	28.8	22.4	19.3
PBR(최고)	7.9	6.0	5.4	5.0	4.5
PBR(최저)	5.5	4.0	2.5	2.3	2.1
PCR	27.0	34.0	13.7	13.0	11.7
EV/EBITDA(최고)	26.7	27.9	22.4	20.6	18.6
EV/EBITDA(최저)	18.5	18.4	9.7	8.7	7.6