

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	10,610 십억원

주요주주

아모레퍼시픽그룹(외 3)	47.56%
외국인지분율	33.20%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(19/01/31)	181,500 원
KOSPI	2204.85 pt
52주 Beta	1.36
52주 최고가	351,500 원
52주 최저가	150,000 원
60일 평균 거래대금	66 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.4%	-19.8%
6개월	-32.2%	-29.4%
12개월	-39.4%	-29.5%

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

[4Q18 Review] 과도한 비용 반영으로 인한 어닝쇼크

- 4Q18 매출액 1 조 2,241 억원(y-y +7.4%), 영업이익 235 억원(y-y -69.1%)
- 영업이익 컨센서스 632 억원과 당사 추정치 589 억원을 크게 하회하는 쇼크 기록
- 국내 화장품 마케팅 비용이 큰 폭 증가했고, 재고 폐기 충당금 설정으로 원가율이 상승
- 국내 판매 채널 대부분 부진한 성장을 보였으나, 매출액 예상치는 크게 벗어나지 않았음
- 목표주가 20 만원 유지하나, 상승여력을 감안해 투자의견은 Neutral로 하향

[4Q18 Review] 과도한 비용 반영으로 인한 어닝쇼크

4Q18 연결기준 매출액은 1 조 2,241 억원(y-y +7.4%), 영업이익 235 억원(y-y -69.1%)으로 영업이익 컨센서스 632 억원을 63% 하회하는 어닝 쇼크를 기록하였다.

국내 화장품: 매출액 5,959 억원(y-y +7.3%), 영업이익 31 억원(y-y -93.5%)을 기록하였다. 고마진 채널인 면세점이 y-y +48.2% 증가하면서 매출액 성장을 견인했으나, 면세를 제외한 순수 내수 채널 대부분은 매출이 큰 폭으로 하락하였다. 세부적으로는 백화점이 y-y -6~7%, 할인점이 -18~20%, 방판 y-y -7~9%, 아리따움은 -28~30% 역성장한 것으로 추정된다. 이익 단에서는 국내 화장품 부문에서의 마케팅 비용이 y-y +18.8% 큰 폭 증가하였고, 2019년 일부 브랜드들의 SKU 축소를 대비한 재고자산 폐기 관련 충당금도 100~200 억 가량 발생한 것으로 파악된다. 이로 인해 4 분기 매출원가율이 y-y +1.9%p 상승하며 영업이익률 하락의 주요 원인으로 작용하였다. **아시아:** 중국 범인 매출액은 현지 통화 기준으로 y-y +7.5% 증가한 것으로 추정된다. 설화수와 헤라의 매출이 각각 y-y +40%와 +30% 이상 성장하는 가운데, 이니스프리는 y-y +1~3%, 라네즈와 마몽드는 y-y +4~6% 매출이 증가한 것으로 파악된다. 중국 및 아세안 마진율은 각각 11.0%와 10.2%로 비교적 안정적인 수익성을 시현한 것으로 추정한다. **미국:** 라네즈와 이니스프리의 고른 성장으로 북미 전체 매출액이 y-y +20.4% 증가하였다.

투자의견 중립으로 하향, 목표주가 20 만원 유지

4Q18 실적은 예상 대비 큰 비용 반영으로 아쉬운 수익성을 기록하였다. 다만, 1) 금번 비용에는 2019년 예상 발생 비용에 대한 선제적인 반영이 있었고, 2) 내수 채널의 부진 속에서도 중국 럭셔리 수요의 지속으로 전사적으로는 비교적 견조한 탑라인 성장을 지켜내고 있다. 또한, 3) 주요 브랜드 출점 가속화 및 온라인 채널 판매 확대로 중국, 미국 및 아세안 시장의 매출 성장에 대한 기대감은 여전히 유효하다는 판단이다. 상기 이유로 2019년 이익 전망치는 크게 조정하지 않았으며, 이에 따라 목표주가는 20 만원을 유지, 상승여력을 감안해 투자의견은 Neutral로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	4,767	5,645	5,124	5,278	5,659	6,105
yoyn	%	23.0	18.4	-9.2	3.0	7.2	7.9
영업이익	십억원	773	848	596	482	592	662
yoyn	%	37.1	9.7	-29.7	-19.2	22.9	11.7
EBITDA	십억원	920	1,029	820	907	929	1,012
세전이익	십억원	778	857	567	470	591	686
순이익(자배주주)	십억원	578	639	394	346	435	506
영업이익률%	%	16.2	15.0	11.6	9.1	10.5	10.8
EBITDA%	%	19.3	18.2	16.0	17.2	16.4	16.6
순이익률%	%	12.3	11.4	7.8	6.6	7.8	8.4
EPS	원	8,368	9,262	5,709	5,007	6,310	7,355
PER	배	49.5	34.7	53.3	41.8	28.8	24.7
PBR	배	8.6	5.7	5.1	3.3	2.6	2.4
EV/EBITDA	배	28.2	19.5	23.2	13.4	11.0	9.8
ROE	%	18.6	17.7	9.8	8.1	9.5	10.1
순차입금부채비율	십억원	-763	-941	-537	-1,193	-1,477	-1,808
부채비율	%	31.8	33.0	28.8	27.2	26.8	26.0

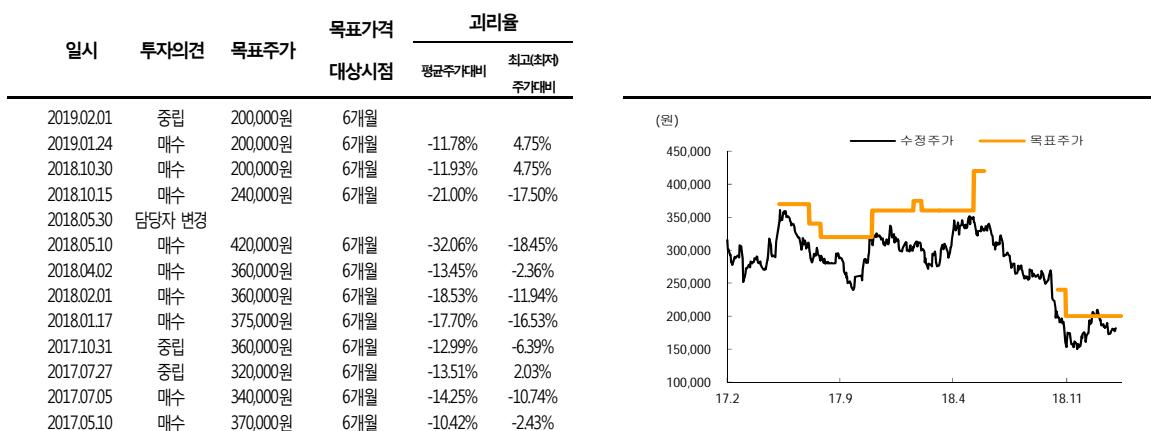
아모레퍼시픽 분기별 실적 추정										(단위: 십억원)		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	
매출액	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	1,523.0	1,456.5	1,364.0	1,315.6	5,123.9	5,277.8	5,659.1	
% y-y	-8.8%	11.5%	5.7%	7.4%	6.4%	8.4%	6.7%	7.5%	-9.2%	3.0%	7.2%	

Cosmetics	780.7	760.8	697.1	595.9	823.3	798.9	713.0	628.5	2,830.2	2,834.5	2,963.7
% y-y	-17.1%	9.5%	9.1%	7.3%	5.5%	5.0%	2.3%	5.5%	-17.9%	0.2%	4.6%
MC&S	160.2	116.9	142.7	93.1	162.2	123.2	138.9	95.2	517.2	512.9	519.5
% y-y	-1.8%	5.4%	-5.7%	1.3%	1.2%	5.4%	-2.7%	2.3%	-6.3%	-0.8%	1.3%
Asia	478.0	456.2	422.3	517.4	519.2	519.3	488.7	569.8	1,731.9	1,873.9	2,097.1
% y-y	6.5%	16.4%	3.9%	6.7%	8.6%	13.8%	15.7%	10.1%	9.9%	8.2%	11.9%
Europe	7.6	6.3	6.4	8.7	9.1	7.9	8.3	10.3	35.7	29.0	35.6
% y-y	-53.7%	16.7%	-11.1%	29.9%	20.0%	25.0%	30.0%	18.0%	-47.6%	-18.8%	22.7%
USA	153	142	18.6	19.5	20.3	18.1	25.6	23.9	52.9	67.6	87.9
% y-y	30.8%	25.7%	35.8%	20.4%	32.8%	27.7%	37.8%	22.4%	-0.8%	27.8%	30.1%
** Duty Free Shop	320.2	304.8	332.0	313.5	376.2	353.6	351.9	343.3	1,103.4	1,270.5	1,425.0
% y-y	-23.6%	29.3%	40.1%	48.2%	17.5%	16.0%	6.0%	9.5%	-26.4%	15.1%	12.2%

영업이익	235.9	145.8	76.5	23.8	249.9	153.5	98.4	90.5	596.4	482.1	592.3
% y-y	-25.5%	43.5%	-24.3%	-69.1%	6.0%	5.3%	28.6%	280.4%	-29.7%	-19.2%	22.9%
% Margin	16.5%	10.9%	6.0%	1.9%	16.4%	10.5%	7.2%	6.9%	11.6%	9.1%	10.5%

Cosmetics	140.5	94.4	46.2	3.1	156.4	103.1	60.1	47.3	403.2	284.2	366.9
% y-y	-34.5%	11.6%	-17.9%	-93.5%	11.3%	9.2%	30.1%	1424.8%	-40.2%	-29.5%	29.1%
% Margin	18.0%	12.4%	6.6%	0.5%	19.0%	12.9%	8.4%	7.5%	14.2%	10.0%	12.4%
MC&S	16.9	(1.8)	2.9	(18.4)	17.3	(1.8)	3.0	(14.1)	14.5	(0.4)	4.4
% y-y	-133%	적지	-72.6%	적지	2.2%	적지	2.1%	적지	417.9%	적전	흑전
% Margin	10.5%	-1.5%	2.0%	-19.8%	10.6%	-14%	2.1%	-14.8%	2.8%	-0.1%	0.8%
Asia	85.0	53.6	30.1	55.5	83.7	58.5	40.7	62.1	217.7	224.2	244.9
% y-y	-3.0%	66.5%	-42.0%	20.7%	-1.6%	9.1%	35.1%	11.8%	4.0%	3.0%	9.2%
% Margin	17.8%	11.7%	7.1%	10.7%	16.1%	11.3%	8.3%	10.9%	12.6%	12.0%	11.7%
Europe	(1.9)	(3.5)	(3.3)	(2.9)	(1.4)	(1.2)	(1.2)	(1.0)	(17.2)	(11.6)	(4.8)
USA	(1.6)	(4.7)	(0.6)	1.0	(1.0)	(0.2)	0.9	1.3	(6.3)	(5.9)	1.0

자료: 아모레퍼시픽, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(전영현)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 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 (2019년 2월 1일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,116	1,677	2,332	2,676	3,077
현금및현금성자산	624	604	1,221	1,505	1,836
매출채권및기타채권	340	369	380	408	440
재고자산	410	375	386	414	447
비유동자산	3,065	3,698	3,326	3,442	3,547
장기금융자산	54	85	74	74	74
유형자산	2,359	2,613	2,240	2,303	2,353
무형자산	228	240	258	300	343
자산총계	5,182	5,376	5,657	6,118	6,624
유동부채	1,171	1,046	1,045	1,116	1,199
단기금융부채	145	87	59	59	59
매입채무 및 기타채무	481	344	354	380	410
단기증당부채	20	15	13	14	15
비유동부채	114	154	165	176	166
장기금융부채	3	43	45	45	45
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기증당부채	4	5	5	5	5
부채총계	1,285	1,200	1,209	1,292	1,365
지배주주지분	3,879	4,154	4,423	4,798	5,227
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	3,730	4,094	4,513
비지배주주지분	18	22	25	29	32
자본총계	3,897	4,175	4,448	4,826	5,259
부채와자본총계	5,182	5,376	5,657	6,118	6,624

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	664	503	1,321	779	838
당기순이익(순실)	646	398	349	439	510
비현금성항목등	409	451	723	490	502
유형자산감가상각비	181	224	425	337	350
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	21	47	279	-1	-1
운전자본감소(증가)	-163	-93	366	2	2
매출채권및기타채권의 감소증가	-11	-37	22	-27	-32
재고자산감소(증가)	-86	35	-2	-28	-33
매입채무 및 기타채무의 증가감소	6	-32	76	26	30
기타	-73	-60	270	31	37
법인세납부	-227	-253	-118	-151	-176
투자활동현금흐름	-593	-387	-584	-422	-417
금융자산감소(증가)	-215	396	-10	0	0
유형자산감소(증가)	-494	-767	-350	-400	-400
무형자산감소(증가)	-40	-42	-42	-42	-42
기타	156	27	-181	20	25
재무활동현금흐름	-137	-115	-121	-74	-90
단기금융부채증가(감소)	-5	-49	-28	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	45	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-95	-109	-88	-71	-88
기타	-38	-3	-4	-2	-2
현금의 증가(감소)	-63	-20	617	284	331
기초현금	687	624	604	1,221	1,505
기말현금	624	604	1,221	1,505	1,836
FCF	423	-222	401	337	402

자료 : 아모레퍼시픽, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,645	5,124	5,278	5,659	6,105
매출원가	1,425	1,380	1,435	1,521	1,635
매출총이익	4,221	3,744	3,843	4,138	4,470
매출총이익률 (%)	74.8	73.1	72.8	73.1	73.2
판매비와관리비	3,373	3,148	3,361	3,546	3,808
영업이익	848	596	482	592	662
영업이익률 (%)	15.0	11.6	9.1	10.5	10.8
비영업순익	8	-29	-12	-2	24
순금융비용	-13	-11	-8	-18	-23
외환관련손익	-3	-21	-21	-21	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	857	567	470	591	686
세전계속사업이익률 (%)	15.2	11.1	8.9	10.4	11.2
계속사업법인세	211	169	120	151	176
계속사업이익	646	398	349	439	510
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	646	398	349	439	510
순이익률 (%)	11.4	7.8	6.6	7.8	8.4
지배주주	639	394	346	435	506
지배주주기록 순이익률(%)	11.32	7.69	6.55	7.7	8.29
비지배주주	6	4	4	4	4
총포괄이익	632	386	360	450	521
지배주주	626	384	356	446	517
비지배주주	7	2	4	4	4
EBITDA	1,029	820	907	929	1,012

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	18.4	-9.2	3.0	7.2	7.9
영업이익	9.7	-29.7	-19.2	22.9	11.7
세전계속사업이익	10.1	-33.8	-17.2	25.7	16.1
EBITDA	11.9	-20.3	10.6	2.5	8.9
EPS(계속사업)	10.7	-38.4	-12.3	26.0	16.3
수익성 (%)					
ROE	17.7	9.8	8.1	9.5	10.1
ROA	13.4	7.5	6.3	7.5	8.0
EBITDA마진	18.2	16.0	17.2	16.4	16.6
안정성 (%)					
유동비율	180.7	160.3	223.2	239.8	256.6
부채비율	33.0	28.8	27.2	26.8	26.0
순차입금/자기자본	-24.2	-12.9	-26.8	-30.6	-34.4
EBITDA/이자비용(배)	264.0	266.2	315.1	405.4	441.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	9,262	5,709	5,007	6,310	7,335
BPS	56,202	60,186	64,083	69,515	75,736
CFPS	11,888	8,950	11,163	11,191	12,407
주당 현금배당금	1,580	1,280	1,034	1,271	1,421
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	47.6	63.2	70.2	30.8	26.5
PER(최저)	33.2	42.0	30.0	27.3	23.5
PBR(최고)	7.9	6.0	5.5	2.8	2.6
PBR(최저)	5.5	4.0	2.3	2.5	2.3
PCR	27.0	34.0	18.8	16.2	14.6
EV/EBITDA(최고)	26.7	27.9	23.5	11.9	10.6
EV/EBITDA(최저)	18.5	18.4	9.4	10.4	9.2