

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% |
|---------------|--------|

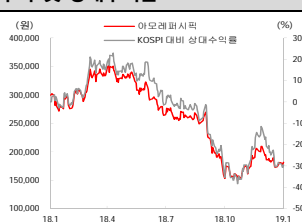
| | |
|--------|--------|
| 외국인지분률 | 33.20% |
|--------|--------|

| | |
|-------|-------|
| 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 투자 의견은 Neutral 로 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 영업이익의 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, 2019 년 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 법인 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.

투자 의견 중립으로 하향, 목표주가 20 만원 유지

4Q18 실적은 예상 대비 큰 비용 반영으로 아쉬운 수익성을 기록하였다. 다만, 1) 금번 비용에는 2019 년 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 2019 년 이익 전망치는 크게 조정하지 않았으며, 이에 따라 목표주가는 20 만원을 유지, 상승여력을 감안해 투자 의견은 Neutral 로 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 |
| yoy | % | 23.0 | 18.4 | -9.2 | 3.0 | 7.2 | 7.9 |
| 영업이익 | 십억원 | 773 | 848 | 596 | 482 | 592 | 662 |
| yoy | % | 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(지배주주) | 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 | 7,335 |
| 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 |
| 순차입금 | 십억원 | -763 | -941 | -537 | -1,193 | -1,477 | -1,808 |
| 부채비율 | % | 31.8 | 33.0 | 28.8 | 27.2 | 26.8 | 26.0 |

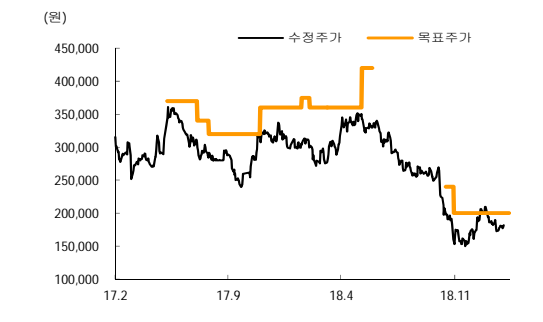
아모레퍼시픽 분기별 실적 추정

(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 | 15.3 | 14.2 | 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 | -13.3% | 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% | -1.4% | 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

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|--------|----------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2019.02.01 | 중립 | 200,000원 | 6개월 | | |
| 2019.01.24 | 매수 | 200,000원 | 6개월 | -11.78% | 4.75% |
| 2018.10.30 | 매수 | 200,000원 | 6개월 | -11.93% | 4.75% |
| 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% |



Compliance Notice

- 작성자(전영현)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 (2019 년 2 월 1 일 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 |
| 단기충당부채 | 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 |
| 장기충당부채 | 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 |
| 부채외자본총계 | 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(손실) | 646 | 398 | 349 | 439 | 510 |
| 비현금성항목등 | 409 | 451 | 723 | 490 | 502 |
| 유형자산감가상각비 | 181 | 224 | 425 | 337 | 350 |
| 무형자산감가상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 21 | 47 | 279 | -1 | -1 |
| 운전자본감소(증가) | -163 | -93 | 366 | 2 | 2 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -11 | -37 | 22 | -27 | -32 |
| 재고자산감소(증가) | -86 | 35 | -2 | -28 | -33 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 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 |
| 비영업손익 | 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 |
| 지배주주귀속 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 |