

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	19 만주
액면가	500 원
시가총액	12,744 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외)	47.56%
4)	
국민연금공단	6.04%
외국인지분률	34.20%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(19/04/12)	218,000 원
KOSPI	2233.45 pt
52주 Beta	1.44
52주 최고가	351,500 원
52주 최저가	150,000 원
60일 평균 거래대금	46 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	19.5%	15.4%
6개월	5.1%	1.7%
12개월	-32.6%	-26.3%

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

기대와 실적의 괴리

- 1 분기 매출액 1 조 4,733 억원(y-y +6.7%), 영업이익 2,013 억원(y-y -14.7%) 추정
- 국내 화장품, 내수 부진(y-y -9%)에도 면세 성장(y-y +14%) 지속으로 플랫폼 성장 전망
- 중국 현지, Luxury 고성장, Mass 브랜드 부진 지속되며 y-y +5.8% 성장에 그칠 전망
- 인바운드 회복 관련 뉴스는 동시에 긍정적이거나, 실적 가시화까지는 시간이 소요될 것
- 투자의견 Hold, 목표주가 200,000 원 유지

면세 +13.5%, 순수 내수 -9.2%로 국내 화장품 플랫폼 성장 전망

1 분기 매출액과 영업이익은 각각 1 조 4,733 억원(y-y +6.7%)과 2,013 억원(y-y -14.7%)으로 영업이익 컨센서스 2,132 억원을 하회할 것으로 추정한다. 국내 화장품의 경우, 백화점(-9%), 방판(-3%), 할인점(-10%), 홈쇼핑(-8%) 모두 역신장하며 순수 국내 채널 매출액은 y-y -9.2% 감소할 것으로 예상하나, 면세점 채널이 '설화수' 중심의 기초 화장품 호조로 y-y +13.5%, q-q +15.9% 증가한 3,634 억을 기록하며 전체 국내 화장품 매출액은 플랫폼 성장(y-y +0.1%)에 그칠 것으로 전망한다. 특히, 국내 화장품 매출의 약 9%의 비중을 차지하는 전문점(아리따움) 채널은 점포 리뉴얼 등에 따른 영업일수 감소와 오프라인 트래픽 위축으로 y-y -20% 이상 매출액이 감소할 전망이다

중국, 럭셔리 고성장 지속되며 y-y +5.8% 성장 전망

중국은 '설화수', '헤라' 등 럭셔리 브랜드들이 여전히 두 자릿수 고성장을 지속하며 매출액이 y-y +5.8% 증가할 것으로 예상된다. 1 분기까지 이니스프리의 중국 매출은 전년 대비 소폭 감소하며 부진이 지속될 것으로 전망하는데, 4~5 월 대대적인 브랜드 리뉴얼을 앞두고 있고, 3~4 선 도시 위주 출점으로 연간 100 개 이상의 점포 순증을 계획하고 있는 만큼 향후 마케팅 효과에 따른 매출 증대 효과가 기대된다. 중국을 제외한 아시아 국가는 y-y +10.7%, 미국과 유럽은 각각 y-y +32.8%과 +2.5% 증가할 것으로 전망한다.

투자의견 Hold, 목표주가 200,000 원 유지

올해 동사는 공격적인 마케팅을 통해 중국 현지 매출을 증대시키는 것을 주요 전략으로 삼고 있다. 경쟁 심화와 제품 Mix 의 한계로 중국 성장률 둔화를 겪고 있는 만큼 연간 진행될 마케팅과 이에 따른 매출 증가 여부가 향후 관련 포인트다. 한편, 최근 언론을 통해 나오는 한한령 해제 관련 뉴스들은 동사의 주가에는 긍정적으로 작용할 수 있겠으나, 사드 이후 급변한 시장 환경과 산업 내에서 동사의 위치 변화를 고려한다면 인바운드 관광객의 회복이 유의미한 실적 개선으로 이어지기까지는 시간이 소요될 것으로 전망한다. 투자의견 Hold 와 목표주가 20 만원 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	5,645	5,124	5,278	5,619	6,066	6,672
yoy	%	18.4	-9.2	3.0	6.5	7.9	10.0
영업이익	십억원	848	596	482	517	621	683
yoy	%	9.7	-29.7	-19.2	7.2	20.1	10.0
EBITDA	십억원	1,029	820	748	853	967	1,038
세전이익	십억원	857	567	453	495	602	668
순이익(지배주주)	십억원	639	394	332	363	442	491
영업이익률%	%	15.0	11.6	9.1	9.2	10.2	10.2
EBITDA%	%	18.2	16.0	14.2	15.2	15.9	15.6
순이익률	%	11.4	7.8	6.3	6.5	7.3	7.4
EPS	원	9,262	5,709	4,813	5,259	6,404	7,119
PER	배	34.7	53.3	43.5	41.5	34.0	30.6
PBR	배	5.7	5.1	3.3	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA	배	19.5	23.2	17.0	15.5	13.4	12.1
ROE	%	17.7	9.8	7.8	7.9	9.0	9.3
순차입금	십억원	-941	-537	-664	-860	-1,129	-1,481
부채비율	%	33.0	28.8	20.8	20.6	20.5	20.6

아모레퍼시픽 분기별 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E
매출액	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	1,473.3	1,434.2	1,369.9	1,342.1	5,123.9	5,277.8	5,619.4
%y-y	-8.8%	11.5%	5.7%	7.4%	2.9%	6.7%	7.2%	9.6%	-9.2%	3.0%	6.5%
Cosmetics	780.7	760.8	697.1	595.9	781.6	777.1	731.5	658.7	2,830.2	2,834.5	2,948.8
%y-y	-17.1%	9.5%	9.1%	7.3%	0.1%	2.1%	4.9%	10.5%	-17.9%	0.2%	4.0%
MC&S	160.2	116.9	142.7	93.1	162.2	120.9	141.7	95.2	517.2	512.9	520.0
%y-y	-1.8%	5.4%	-5.7%	1.3%	1.2%	3.4%	-0.7%	2.3%	-6.3%	-0.8%	1.4%
Asia	478.0	456.2	422.3	517.4	512.3	522.7	474.1	566.4	1,731.9	1,873.9	2,075.6
%y-y	6.5%	16.4%	3.9%	6.7%	7.2%	14.6%	12.3%	9.5%	9.9%	8.2%	10.8%
Europe	7.6	6.3	6.4	8.7	7.8	6.4	7.2	10.0	35.7	29.0	31.4
%y-y	-53.7%	16.7%	-11.1%	29.9%	2.5%	1.5%	12.0%	15.0%	-47.6%	-18.8%	8.1%
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	363.4	353.6	371.8	374.6	1,103.4	1,270.5	1,463.5
%y-y	-23.6%	29.3%	40.1%	48.2%	13.5%	16.0%	12.0%	19.5%	-26.4%	15.1%	15.2%
영업이익	235.9	145.8	76.5	23.8	201.3	133.7	101.0	80.7	596.4	482.1	516.6
%y-y	-25.5%	43.5%	-24.3%	-69.1%	-14.7%	-8.3%	32.0%	238.9%	-29.7%	-19.2%	7.2%
%Margin	16.5%	10.9%	6.0%	1.9%	13.7%	9.3%	7.4%	6.0%	11.6%	9.1%	9.2%
Cosmetics	140.5	94.4	46.2	3.1	122.7	92.5	63.1	42.9	403.2	284.2	321.3
%y-y	-34.5%	11.6%	-17.9%	-93.5%	-12.7%	-2.0%	36.6%	1285.4%	-40.2%	-29.5%	13.0%
%Margin	18.0%	12.4%	6.6%	0.5%	15.7%	11.9%	8.6%	6.5%	14.2%	10.0%	10.9%
MC&S	16.9	(1.8)	2.9	(18.4)	14.7	(1.9)	3.0	(14.1)	14.5	(0.4)	1.8
%y-y	-13.3%	적지	-72.6%	적지	-13.2%	적지	4.2%	적지	417.9%	적전	흑전
%Margin	10.5%	-1.5%	2.0%	-19.8%	9.0%	-1.5%	2.1%	-14.8%	2.8%	-0.1%	0.3%
Asia	85.0	53.6	30.1	55.5	71.9	54.2	44.2	58.0	217.7	224.2	228.2
%y-y	-3.0%	66.5%	-42.0%	20.7%	-15.4%	1.1%	46.7%	4.4%	4.0%	3.0%	1.8%
%Margin	17.8%	11.7%	7.1%	10.7%	14.0%	10.4%	9.3%	10.2%	12.6%	12.0%	11.0%
Europe	(1.9)	(3.5)	(3.3)	(2.9)	(1.9)	(2.6)	(2.5)	(2.5)	(17.2)	(11.6)	(9.5)
USA	(1.6)	(4.7)	(0.6)	1.0	(1.0)	(3.6)	(1.8)	1.3	(6.3)	(5.9)	(5.1)

자료: 아모레퍼시픽, SK 증권

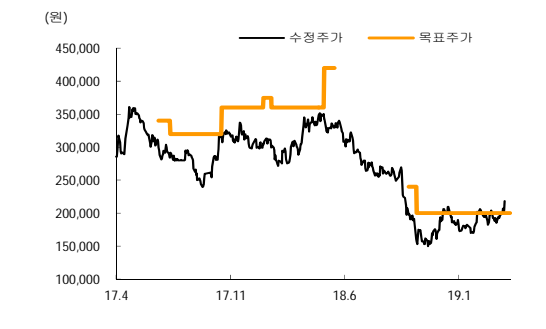
아모레퍼시픽 PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M Fwd EPS 기준 예상 순이익 (a)	억원	3,847			
12M Fwd EPS 기준 예상 우선주 배당금 (b)	억원	145			12M Fwd 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
[(a)-(b)] X Target Multiple = (c)	억원 배	3,702	31.3	115,707	글로벌 화장품 3개사 12M Fwd PER을 5% 할인
Shares outstanding ('000) (d)	천주			58,425	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(c)/(d)	원			198,042	
Target Price	원			200,000	Upside -8.3%

자료: 아모레퍼시픽, Bloomberg, SK 증권

주: 글로벌 화장품 3개사는 시세이도, 에스티로더, 로레알을 포함

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.15	중립	200,000원	6개월		
2019.02.01	중립	200,000원	6개월	-8.43%	9.00%
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%



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 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 4월 15일 기준)

매수	88.98%	중립	11.02%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,677	1,567	1,814	2,149	2,591
현금및현금성자산	604	736	931	1,200	1,552
매출채권및기타채권	369	318	339	365	402
재고자산	375	403	429	463	510
비유동자산	3,698	3,804	3,920	4,037	4,101
장기금융자산	85	111	111	111	111
유형자산	2,613	2,713	2,777	2,830	2,825
무형자산	240	254	304	354	405
자산총계	5,376	5,371	5,734	6,186	6,692
유동부채	1,046	763	808	866	946
단기금융부채	87	71	71	71	71
매입채무 및 기타채무	344	361	385	415	457
단기충당부채	15	11	12	13	14
비유동부채	154	162	172	184	198
장기금융부채	43	45	45	45	45
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	14	14	15	15
부채총계	1,200	925	980	1,051	1,144
지배주주지분	4,154	4,422	4,727	5,105	5,515
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	3,457	3,726	4,008	4,362	4,749
비지배주주지분	22	24	27	30	33
자본총계	4,175	4,446	4,754	5,135	5,548
부채외자본총계	5,376	5,371	5,734	6,186	6,692

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	503	637	716	791	837
당기순이익(손실)	398	335	366	445	494
비현금성항목등	482	484	488	523	544
유형자산감가상각비	224	266	337	347	355
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	78	100	37	37	37
운전자본감소(증가)	-124	-28	-8	-19	-26
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-37	37	-21	-27	-37
재고자산감소(증가)	4	-77	-26	-34	-46
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-32	-20	23	31	42
기타	-60	32	15	11	15
법인세납부	-253	-154	-129	-157	-174
투자활동현금흐름	-387	-402	-437	-433	-379
금융자산감소(증가)	396	21	0	0	0
유형자산감소(증가)	-767	-404	-400	-400	-350
무형자산감소(증가)	-42	-50	-50	-50	-50
기타	27	31	14	17	22
재무활동현금흐름	-115	-105	-84	-89	-107
단기금융부채증가(감소)	-49	-15	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	45	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-109	-88	-81	-87	-105
기타	-3	-2	-2	-2	-2
현금의 증가(감소)	-20	131	195	269	352
기초현금	624	604	736	931	1,200
기말현금	604	736	931	1,200	1,552
FCF	-222	-78	260	336	434

자료 : 아모레퍼시픽 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,124	5,278	5,619	6,066	6,672
매출원가	1,380	1,435	1,511	1,625	1,787
매출총이익	3,744	3,843	4,109	4,441	4,885
매출총이익률 (%)	73.1	72.8	73.1	73.2	73.2
판매비와관리비	3,148	3,361	3,592	3,820	4,202
영업이익	596	482	517	621	683
영업이익률 (%)	11.6	9.1	9.2	10.2	10.2
비영업손익	-29	-29	-22	-19	-14
순금융비용	-11	-10	-11	-15	-19
외환관련손익	-21	3	3	3	3
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	567	453	495	602	668
세전계속사업이익률 (%)	11.1	8.6	8.8	9.9	10.0
계속사업법인세	169	118	129	157	174
계속사업이익	398	335	366	445	494
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	398	335	366	445	494
순이익률 (%)	7.8	6.3	6.5	7.3	7.4
지배주주	394	332	363	442	491
지배주주귀속 순이익률(%)	7.69	6.29	6.46	7.29	7.36
비지배주주	4	3	3	3	3
총포괄이익	386	358	389	468	518
지배주주	384	356	386	465	515
비지배주주	2	3	3	3	3
EBITDA	820	748	853	967	1,038

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-9.2	3.0	6.5	7.9	10.0
영업이익	-29.7	-19.2	7.2	20.1	10.0
세전계속사업이익	-33.8	-20.2	9.2	21.6	11.1
EBITDA	-20.3	-8.8	14.1	13.4	7.3
EPS(계속사업)	-38.4	-15.7	9.3	21.8	11.2
수익성 (%)					
ROE	9.8	7.8	7.9	9.0	9.3
ROA	7.5	6.2	6.6	7.5	7.7
EBITDA마진	16.0	14.2	15.2	15.9	15.6
안정성 (%)					
유동비율	160.3	205.4	224.5	248.0	273.9
부채비율	28.8	20.8	20.6	20.5	20.6
순차입금/자기자본	-12.9	-14.9	-18.1	-22.0	-26.7
EBITDA/이자비용(배)	266.2	320.4	386.4	438.1	470.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,709	4,813	5,259	6,404	7,119
BPS	60,186	64,072	68,491	73,972	79,915
CFPS	8,950	8,669	10,136	11,426	12,263
주당 현금배당금	1,280	1,180	1,265	1,519	1,671
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	63.2	73.0	41.5	34.0	30.6
PER(최저)	42.0	31.2	32.3	26.6	23.9
PBR(최고)	6.0	5.5	3.2	3.0	2.7
PBR(최저)	4.0	2.3	2.5	2.3	2.1
PCR	34.0	24.2	21.5	19.1	17.8
EV/EBITDA(최고)	27.9	29.1	15.5	13.4	12.1
EV/EBITDA(최저)	18.4	12.1	11.9	10.2	9.2