

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

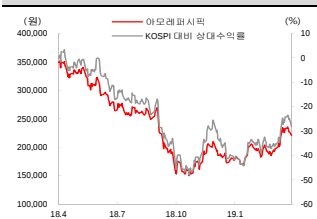
Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	30 만주
액면가	500 원
시가총액	12,919 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외)	47.56%
4) 국민연금공단	6.04%
외국인지분	34.20%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(19/04/29)	221,000 원
KOSPI	2216.43 pt
52주 Beta	1.45
52주 최고가	351,500 원
52주 최저가	150,000 원
60일 평균 거래대금	50 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.2%	13.2%
6개월	38.1%	24.4%
12개월	-33.9%	-25.7%

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

[1Q19 Review] 고군분투 중이나 회복은 불투명

- 1Q19 매출액 1 조 4,513 억원(y-y +1.4%), 영업이익 1,866 억원(y-y -20.9%)
- 영업이익 컨센서스 2,089 억원과 당사 추정치 2,013 억원을 하회하는 실적 기록
- 국내 내수 채널 부진 지속되는 가운데, 해외 성장률 둔화로 외형 성장이 정체되는 모습
- 향후 글로벌 수요를 결정짓게 될 중국 현지 성장을 사수 여부가 중요
- 기대감 대비 실적 불확실성이 만연한 구간, 투자의견 중립과 목표주가 20 만원 유지

[1Q19 Review] 고군분투 중이나 회복은 불투명

1Q19 연결기준 1 조 4,513 억원(y-y +1.4%), 영업이익 1,866 억원(y-y -20.9%)으로 영업이익 컨센서스 2,089 억원을 11% 하회하는 부진한 실적을 기록하였다. **국내 화장품:** 매출액 7,894 억원(y-y +1.1%), 영업이익 1,176 억원(y-y -16.3%)을 기록하였다. 고마진 채널인 면세점이 y-y +14.6% 증가(국내 +20%, 해외 -30%)하면서 매출액 성장을 견인했으나, 면세와 온라인을 제외한 내수 채널 대부분은 매출이 큰 폭으로 하락하였다. 채널 별로는 백화점 -4%, 할인점 -2%, 방판 -10%, 아리따움 -21% y-y 역성장한 것으로 추정된다. **국내 화장품에서 약 20%의 비중을 차지하고 있는 방판 채널이 카운셀러 수의 감소(y-y -8%)와 함께 기존 예상치 대비 매출이 큰 폭 하락하였다.** 면세 채널의 경우, 1 분기 면세점 시장 성장률이었던 y-y +21%를 하회하는 성장률을 기록했으며, 특히 럭셔리 브랜드인 **설화수의 국내 면세 성장률이 20%에 그쳤다는 점은 중국 시장 내 브랜드력 감소 측면에서 다소 우려스럽다.** **아시아:** 중국 매출액은 현지 통화 기준으로 y-y +3~4% 증가한 것으로 추정된다. 설화수와 해라 등 럭셔리 매출이 약 3~40% 성장하는 가운데, 이니스프리와 마몽드는 y-y 로 매출이 감소하였다. 중국과 아세안 마진율은 각각 11%와 13% 수준으로 중국 매출액 대비 마케팅비 비중이 y-y +5%p 이상 늘어나며 수익성이 악화되었다. 마케팅 비용 집합에 따른 수익성 악화는 연중 내내 지속될 것으로 예상하며 올해 아시아 영업이익률은 y-y -2.3%p 감소한 9.7%에 그칠 것으로 전망한다. **미국:** 라네즈와 이니스프리의 고른 성장으로 북미 전체 매출액이 y-y +19% 증가하였다.

2019 연간 가이드스 하향조정, 중국 성장률 둔화를 방증

동사는 연초, 2019 년 가이드스에 대해 매출액 y-y +10%, 영업이익 y-y +24% 성장을 제시한 바 있다. 하지만, 동사의 최대 성수기인 1 분기 실적이 부진함에 따라 연간 영업이익 가이드스를 y-y +15% 성장으로 하향 조정했다. 이는 **중국 및 홍콩 법인 매출 성장률이 당초 기대에 미치지 못하면서 영업 레버리지 효과가 함께 축소되고 있는 점을 상당 부분 반영한 것으로 보인다.** 동사는 2019 년 매출액과 영업이익이 각각 y-y +6%와 +3% 증가할 것으로 추정하고 있어 **낮아진 회사의 가이드스도 여전히 공격적이라는 판단이며, 향후 공격적인 마케팅 시행 전략으로 밸류에이션 프리미엄의 핵심인 중국 현지에서 성장률을 끌어올릴 수 있을지 여부가 향후 주가의 향방을 결정할 전망이다.** 투자의견 중립과 목표주가 20 만원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	5,645	5,124	5,278	5,584	6,015	6,422
yoy	%	18.4	-9.2	3.0	5.8	7.7	6.8
영업이익	십억원	848	596	482	497	582	685
yoy	%	9.7	-29.7	-19.2	3.2	17.1	17.7
EBITDA	십억원	1,029	820	748	834	929	1,040
세전이익	십억원	857	567	453	475	563	670
순이익(지배주주)	십억원	639	394	332	349	413	493
영업이익률%	%	15.0	11.6	9.1	8.9	9.7	10.7
EBITDA%	%	18.2	16.0	14.2	14.9	15.4	16.2
순이익률	%	11.4	7.8	6.3	6.3	6.9	7.7
EPS	원	9,262	5,709	4,813	5,051	5,990	7,136
PER	배	34.7	53.3	43.5	43.8	36.9	31.0
PBR	배	5.7	5.1	3.3	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	배	19.5	23.2	17.0	16.1	14.2	12.3
ROE	%	17.7	9.8	7.8	7.6	8.5	9.3
순차입금	십억원	-941	-537	-664	-847	-1,089	-1,457
부채비율	%	33.0	28.8	20.8	20.6	20.5	20.1

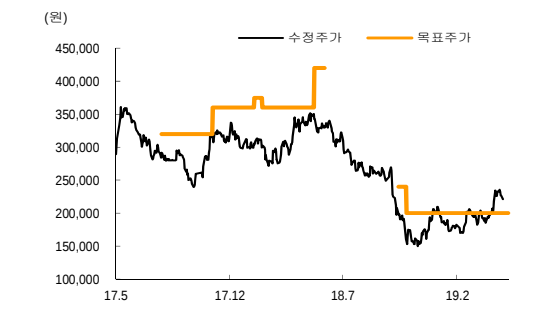
아모레퍼시픽 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	1,451.3	1,426.8	1,369.8	1,335.6	5,277.8	5,583.5	6,015.2
% y-y	-8.8%	11.5%	5.7%	7.4%	1.4%	6.2%	7.2%	9.1%	3.0%	5.8%	7.7%
Cosmetics	780.7	760.8	697.1	595.9	789.4	797.3	733.4	647.7	2,834.5	2,967.8	3,181.4
% y-y	-17.1%	9.5%	9.1%	7.3%	1.1%	4.8%	5.2%	8.7%	0.2%	4.7%	7.2%
MC&S	160.2	116.9	142.7	93.1	151.3	120.4	141.7	95.4	512.9	508.9	513.9
% y-y	-1.8%	5.4%	-5.7%	1.3%	-5.6%	3.0%	-0.7%	2.5%	-0.8%	-0.8%	1.0%
Asia	478.0	456.2	422.3	517.4	497.8	495.9	472.8	571.6	1,873.9	2,038.1	2,232.0
% y-y	6.5%	16.4%	3.9%	6.7%	4.1%	8.7%	12.0%	10.5%	8.2%	8.8%	9.5%
Europe	7.6	6.3	6.4	8.7	5.8	6.4	7.2	10.2	29.0	29.5	32.5
% y-y	-53.7%	16.7%	-11.1%	29.9%	-23.7%	1.5%	12.0%	17.0%	-18.8%	1.9%	10.0%
USA	15.3	14.2	18.6	19.5	18.2	18.1	25.6	23.9	67.6	85.8	106.7
% y-y	30.8%	25.7%	35.8%	20.4%	19.0%	27.7%	37.8%	22.4%	27.8%	26.9%	24.4%
** Duty Free Shop	320.2	304.8	332.0	313.5	366.9	371.9	381.8	369.9	1,270.5	1,490.5	1,702.9
% y-y	-23.6%	29.3%	40.1%	48.2%	14.6%	22.0%	15.0%	18.0%	15.1%	17.3%	14.3%
영업이익	235.9	145.8	76.5	23.8	186.6	130.1	94.6	85.9	482.1	497.1	582.1
% y-y	-25.5%	43.5%	-24.3%	-69.1%	-20.9%	-10.8%	23.7%	260.9%	-19.2%	3.1%	17.1%
% Margin	16.5%	10.9%	6.0%	1.9%	12.9%	9.1%	6.9%	6.4%	9.1%	8.9%	9.7%
Cosmetics	140.5	94.4	46.2	3.1	117.6	94.9	63.3	42.2	284.2	318.0	387.1
% y-y	-34.5%	11.6%	-17.9%	-93.5%	-16.3%	0.6%	37.0%	126.23%	-29.5%	11.9%	21.7%
% Margin	18.0%	12.4%	6.6%	0.5%	14.9%	11.9%	8.6%	6.5%	10.0%	10.7%	12.2%
MC&S	16.9	(1.8)	2.9	(18.4)	11.8	(1.2)	3.0	(11.2)	(0.4)	2.4	7.2
% y-y	-13.3%	적지	-72.6%	적지	-30.2%	적지	4.2%	적지	적전	흑전	200.0%
% Margin	10.5%	-1.5%	2.0%	-19.8%	7.8%	-1.0%	2.1%	-11.8%	-0.1%	0.5%	1.4%
Asia	85.0	53.6	30.1	55.5	53.9	45.9	37.6	61.1	224.2	198.5	219.3
% y-y	-3.0%	66.5%	-42.0%	20.7%	-36.6%	-14.4%	24.9%	10.1%	3.0%	-11.5%	10.5%
% Margin	17.8%	11.7%	7.1%	10.7%	10.8%	9.3%	8.0%	10.7%	12.0%	9.7%	9.8%
Europe	(1.9)	(3.5)	(3.3)	(2.9)	(3.0)	(2.6)	(2.5)	(2.5)	(11.6)	(10.6)	(9.6)
USA	(1.6)	(4.7)	(0.6)	1.0	(5.0)	(2.0)	(1.8)	1.3	(5.9)	(7.5)	(1.9)

자료: 아모레퍼시픽 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.04.30	중립	200,000원	6개월		
2019.04.15	중립	200,000원	6개월	-6.34%	17.75%
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%



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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 4 월 30 일 기준)

매수	89.06%	중립	10.94%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,677	1,567	1,795	2,102	2,530
현금및현금성자산	604	736	918	1,160	1,528
매출채권및기타채권	369	318	336	362	387
재고자산	375	403	427	460	491
비유동자산	3,698	3,804	3,920	4,038	4,097
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	5,715	6,140	6,627
유동부채	1,046	763	803	860	913
단기금융부채	87	71	71	71	71
매입채무 및 기타채무	344	361	382	412	440
단기충당부채	15	11	12	13	13
비유동부채	154	162	172	185	197
장기금융부채	43	45	45	45	45
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	14	14	15	15
부채총계	1,200	925	975	1,044	1,110
지배주주지분	4,154	4,422	4,713	5,066	5,484
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	3,993	4,323	4,717
비지배주주지분	22	24	27	30	33
자본총계	4,175	4,446	4,740	5,096	5,516
부채외자본총계	5,376	5,371	5,715	6,140	6,627

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	503	637	703	762	847
당기순이익(손실)	398	335	351	416	495
비현금성항목등	482	484	483	513	545
유형자산감가상각비	224	266	337	347	355
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	78	100	37	37	37
운전자본감소(증가)	-124	-28	-7	-20	-18
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-37	37	-18	-26	-25
재고자산감소(증가)	4	-77	-23	-33	-31
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-32	-20	21	30	28
기타	-60	32	14	9	9
법인세납부	-253	-154	-124	-147	-175
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	21
재무활동현금흐름	-115	-105	-84	-86	-100
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	-84	-98
기타	-3	-2	-2	-2	-2
현금의 증가(감소)	-20	131	182	242	367
기초현금	624	604	736	918	1,160
기말현금	604	736	918	1,160	1,528
FCF	-222	-78	247	306	443

자료 : 아모레퍼시픽, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,124	5,278	5,584	6,015	6,422
매출원가	1,380	1,435	1,510	1,621	1,724
매출총이익	3,744	3,843	4,073	4,394	4,698
매출총이익률 (%)	73.1	72.8	73.0	73.1	73.2
판매비와관리비	3,148	3,361	3,576	3,812	4,013
영업이익	596	482	497	582	685
영업이익률 (%)	11.6	9.1	8.9	9.7	10.7
비영업손익	-29	-29	-22	-19	-15
순금융비용	-11	-10	-11	-15	-19
외환관련손익	-21	3	3	3	3
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	567	453	475	563	670
세전계속사업이익률 (%)	11.1	8.6	8.5	9.4	10.4
계속사업법인세	169	118	124	147	175
계속사업이익	398	335	351	416	495
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	398	335	351	416	495
순이익률 (%)	7.8	6.3	6.3	6.9	7.7
지배주주	394	332	349	413	493
지배주주귀속 순이익률(%)	7.69	6.29	6.24	6.87	7.67
비지배주주	4	3	3	3	3
총포괄이익	386	358	375	440	519
지배주주	384	356	372	437	516
비지배주주	2	3	3	3	3
EBITDA	820	748	834	929	1,040

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-9.2	3.0	5.8	7.7	6.8
영업이익	-29.7	-19.2	3.2	17.1	17.7
세전계속사업이익	-33.8	-20.2	4.9	18.5	19.0
EBITDA	-20.3	-8.8	11.5	11.4	12.0
EPS(계속사업)	-38.4	-15.7	4.9	18.6	19.1
수익성 (%)					
ROE	9.8	7.8	7.6	8.5	9.3
ROA	7.5	6.2	6.3	7.0	7.8
EBITDA마진	16.0	14.2	14.9	15.4	16.2
안정성 (%)					
유동비율	160.3	205.4	223.5	244.4	277.0
부채비율	28.8	20.8	20.6	20.5	20.1
순차입금/자기자본	-12.9	-14.9	-17.9	-21.4	-26.4
EBITDA/이자비용(배)	266.2	320.4	377.6	420.6	471.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,709	4,813	5,051	5,990	7,136
BPS	60,186	64,072	68,283	73,399	79,455
CFPS	8,950	8,669	9,928	11,012	12,280
주당 현금배당금	1,280	1,180	1,217	1,425	1,677
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	63.2	73.0	46.6	39.3	33.0
PER(최저)	42.0	31.2	33.7	28.4	23.8
PBR(최고)	6.0	5.5	3.5	3.2	3.0
PBR(최저)	4.0	2.3	2.5	2.3	2.1
PCR	34.0	24.2	22.3	20.1	18.0
EV/EBITDA(최고)	27.9	29.1	17.2	15.2	13.2
EV/EBITDA(최저)	18.4	12.1	12.2	10.7	9.2