

SK COMPANY Analysis



Analyst
전영현

yj6752@sk.com
02-3773-9181

Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,246 만주
자사주	627 만주
액면가	500 원
시가총액	5,145 십억원
주요주주	
서경배(외9)	61.95%
아모레G 자사주	7.52%
외국인지분률	21.50%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(19/07/12)	62,400 원
KOSPI	2086.66 pt
52주 Beta	1.40
52주 최고가	110,000 원
52주 최저가	57,400 원
60일 평균 거래대금	8 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.9%	-0.8%
6개월	-6.2%	-6.7%
12개월	-42.8%	-37.3%

아모레 G (002790/KS | 중립(유지) | T.P 65,000 원(유지))

아모레퍼시픽의 중국 현지 회복이 중요

- 2Q 매출액 1조 5,727 억원(YoY +1.2%), 영업이익 1,330 억원(YoY -21.9%) 추정
- 아모레퍼시픽 실적 부진으로 컨센서스 영업이익 1,475 억을 하회하는 실적 전망
- 이니스프리와 에뛰드의 경우, 수익성이 높은 면세와 고정비가 높은 로드샵이 모두 부진
- 전사 화장품 판매 위축에 따라 생산 자회사들의 실적도 부진할 수 밖에 없는 상황
- 투자의견 Hold 와 목표주가 65,000 원 유지

아모레퍼시픽부터 생산법인까지 모두 부진할 전망

2Q19 아모레 G는 매출액 1조 5,727 억원(YoY +1.2%)과 영업이익 1,330 억원(YoY -21.9%)을 기록할 것으로 추정한다. 이는 매출액 컨센서스 1조 5,937 억원에는 대략 부합하나, 영업이익 컨센서스 1,475 억원에는 크게 미치지 못하는 실적이다. 실적 부진의 주요 원인은 주요 자회사 아모레퍼시픽의 중국 현지 판매 부진과 면세 성장을 둔화다. 이니스프리와 에뛰드 법인의 경우, 오프라인 트래픽의 감소로 1) 고정비가 높은 국내 로드샵이 부진을 면치 못하고 있고, 2) 수익성이 좋은 면세 채널 역시 수요 위축으로 역신장을 지속하며 전체 마진이 훼손되고 있는 상황이다. 2Q19E 이니스프리와 에뛰드는 매출액이 각각 YoY -6.9%와 -20.4% 감소할 것으로 예상한다. 한편, 전체 화장품 판매 부진에 따라 생산 자회사들의 가동률 하락 역시 불가피한 상황이다. 현재는 전사적으로 고정비 부담이 커지면서 영업 레버리지는 축소될 수 밖에 없는 구간이다.

아모레퍼시픽의 중국 현지 회복이 관건

아모레퍼시픽(2019E 매출액 기여도 89%)을 포함한 주요 자회사(이니스프리, 에뛰드, 에스쁘아, 아모스 등)가 대부분 부진한 상황이다. 아모레 G의 실적 회복을 위해서는 가장 비중이 큰 아모레퍼시픽의 실적 개선이 선행되어야 하는데, 그러기 위해서는 현재 아모레퍼시픽이 진행하고 있는 중국 현지 마케팅 투자가 유의미한 수요의 증가로 이어져야 한다. 특히, 이니스프리의 브랜드 마케팅이 성공적으로 작용할 시, 중국 소비자에게 소구되는 이니스프리의 매력도가 향상되며 아모레 G의 면세점 매출 증가로 이어질 가능성이 높다. 당장은 아모레퍼시픽의 실적 불확실성에 대해 국내 이니스프리와 에뛰드의 구조적인 채널 부진까지 겹쳐진 상황이라 단기간 내 실적 반등은 어려울 전망이다. 결국, 현재로서는 아모레퍼시픽 대비 투자 매력도도 낮다고 판단, 아모레 G에 대한 투자의견 Hold 와 목표주가 65,000 원을 유지한다. 목표주가는 12M fwd 예상 순이익에 아모레퍼시픽의 12M Fwd 예상 실적 기준 PER 을 5% 할인 적용하여 산출하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	6,698	6,029	6,078	6,199	6,537	6,911
yoY	%	18.3	-10.0	0.8	2.0	5.5	5.7
영업이익	십억원	1,083	731	549	503	549	645
yoY	%	18.5	-32.5	-24.9	-8.4	9.1	17.6
EBITDA	십억원	1,304	1,000	860	823	822	878
세전이익	십억원	1,088	698	535	497	550	645
순이익(자배주주)	십억원	342	203	142	158	164	193
영업이익률%	%	16.2	12.1	9.0	8.1	8.4	9.3
EBITDA%	%	19.5	16.6	14.2	13.3	12.6	12.7
순이익률%	%	12.1	8.1	6.2	5.6	5.7	6.3
EPS	원	3,851	2,279	1,600	1,775	1,843	2,175
PER	배	34.5	61.9	45.4	35.2	33.9	28.7
PBR	배	4.2	4.2	2.1	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	배	9.6	13.8	9.3	8.1	7.7	6.7
ROE	%	12.8	7.0	4.7	5.0	4.9	5.5
순차입금	십억원	-1,600	-1,183	-1,359	-1,927	-2,520	-3,169
부채비율	%	27.3	23.7	18.3	26.8	26.0	25.2

아모레 G 2Q19 Preview

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	y-y %	q-q %	컨센서스	차이
매출액	1,664.3	1,553.7	1,462.6	1,397.6	1,642.5	1572.7	1.2%	-4.2%	1,593.7	-1.3%
영업이익	278.1	170.3	84.7	16.4	204.8	133.0	-21.9%	-35.1%	147.5	-9.8%
순이익	216.0	126.9	53.8	-20.5	163.3	102.6	-19.2%	-37.2%	102.3	0.3%
OPM%	16.7%	11.0%	5.8%	1.2%	12.5%	8.5%	-2.5%p	-4.0%p	9.3%	-0.8%p

자료: Quantiwise, SK 증권

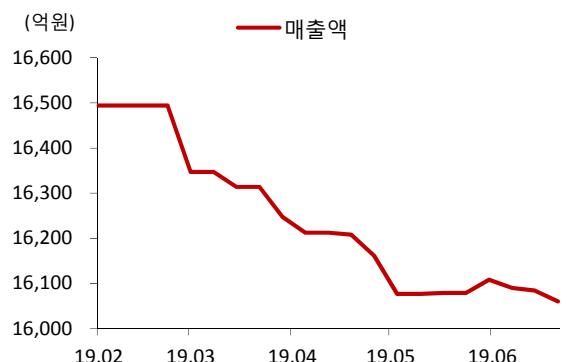
아모레 G 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
Sales	매출액	1,664.3	1,553.7	1,462.6	1,397.6	1,642.5	1,572.7	1,509.1	1,474.3	6,078.2	6,198.6
	y-y %	-10.3	10.0	3.1	4.1	-1.3	1.2	3.2	5.5	0.8	2.0
	화장품	1,725.7	1,622.3	1,524.4	1,449.2	1,719.5	1,644.3	1,570.0	1,524.2	6,321.7	6,458.0
	아모레파시픽	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	1,451.3	1,389.0	1,341.3	1,315.4	5,277.9	5,497.0
	이니스프리	162.7	159.6	145.3	131.2	154.6	148.6	135.9	122.9	598.8	562.0
	에뛰드	64.8	57.2	47.5	48.8	50.1	45.5	38.8	39.8	218.3	174.2
	AMOS, ESPOIR, AESTURA	66.6	61.8	53.2	45.1	63.4	61.2	54.1	46.1	226.7	224.8
	비화장품	41.5	41.0	38.5	42.2	40.0	39.3	38.9	43.1	163.3	161.3
	y-y %	-9.9	9.4	3.7	3.6	-0.4	1.4	3.0	5.2	0.9	2.2
	화장품	-8.8	11.5	5.7	7.4	14	34	4.9	7.5	3.0	4.2
	아모레파시픽	-18.0	4.0	2.9	-11.9	-5.0	-6.9	-6.5	-6.3	-6.7	-6.2
	이니스프리	-20.3	-2.4	-22.6	-15.4	-22.7	-20.4	-18.4	-18.5	-15.7	-20.2
	에뛰드	1.0	-54	-7.3	-13.3	-4.7	-1.0	1.7	21	-5.8	-0.8
	AMOS, ESPOIR, AESTURA	-6.8	22.6	4.5	0.1	-3.6	-4.3	1.1	2.1	4.0	-1.2
OP	영업이익	278.0	170.3	84.7	16.3	204.7	133.0	91.6	73.8	549.3	503.1
	y-y %	-26.6	30.5	-36.0	-81.9	-26.4	-21.9	8.2	352.7	-24.9	-8.4
	OPM	16.7	11.0	5.8	1.2	12.5	8.5	6.1	5.0	9.0	8.1
	화장품	276.0	172.8	84.0	19.5	210.3	135.7	93.9	75.4	552.3	515.2
	아모레파시픽	235.9	145.8	76.5	23.8	186.6	118.0	90.8	82.4	482.0	477.7
	이니스프리	32.9	26.9	14.6	6.0	21.1	19.1	10.3	3.5	804	53.9
	에뛰드	-1.5	-6.1	-9.2	-9.5	-5.8	-6.8	-9.7	-10.3	-26.3	-32.7
	AMOS, ESPOIR, AESTURA	8.7	6.2	2.1	-0.8	8.4	5.5	2.5	-0.1	162	19.5
	비화장품	-1.3	0.2	-0.3	-0.2	1.7	2.2	1.1	1.2	-1.6	6.2
OPM %	화장품	16.0	10.7	5.5	1.3	12.2	8.3	6.0	4.9	8.7	8.0
	아모레파시픽	16.5	10.9	6.0	1.9	12.9	8.5	6.8	6.3	9.1	8.7
	이니스프리	20.2	16.9	10.0	4.6	13.6	12.9	7.5	2.8	134	9.6
	에뛰드	-2.3	-10.7	-19.4	-19.5	-11.6	-15.0	-25.0	-26.0	-12.0	-18.8
	AMOS, ESPOIR, AESTURA	13.1	10.0	3.9	-1.8	13.2	8.9	4.6	-0.3	7.1	7.2
	비화장품	-3.1	0.5	-0.8	-0.5	4.2	5.6	2.9	2.7	-1.0	3.9

자료: 아모레 G, SK 증권

아모레 G 2Q19 매출액 컨센서스 추이

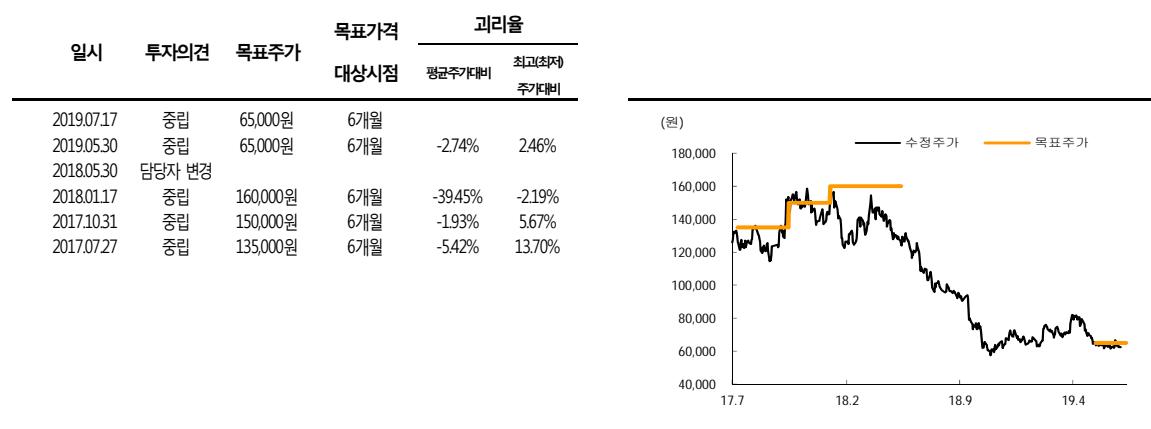


자료: Quantiwise, SK 증권

아모레 G 2Q19 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantiwise, 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 7월 17일 기준)

매수	90.98%	중립	9.02%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,526	2,490	3,650	4,306	5,020
현금및현금성자산	1,208	1,297	2,494	3,087	3,736
매출채권및기타채권	374	338	356	380	404
재고자산	458	498	526	560	595
비유동자산	4,809	4,898	4,586	4,360	4,176
장기금융자산	113	141	140	140	140
유형자산	3,247	3,322	2,976	2,703	2,470
무형자산	761	774	820	875	930
자산총계	7,335	7,387	8,236	8,666	9,196
유동부채	1,171	898	1,173	1,226	1,280
단기금융부채	180	169	403	403	403
매입채무 및 기타채무	331	365	385	411	437
단기증당부채	19	12	15	19	22
비유동부채	232	247	567	563	572
장기금융부채	43	45	353	353	353
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기증당부채	5	15	20	26	31
부채총계	1,403	1,145	1,740	1,789	1,852
지배주주지분	2,997	3,119	3,248	3,399	3,602
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	690	690	690
기타자본구성요소	-146	-146	-155	-155	-155
자기주식	-140	-140	-155	-155	-155
이익잉여금	2,423	2,546	2,676	2,814	3,006
비지배주주지분	2,935	3,124	3,247	3,479	3,741
자본총계	5,932	6,242	6,496	6,877	7,343
부채와자본총계	7,335	7,387	8,236	8,666	9,196

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	570	711	1,239	605	625
당기순이익(순실)	490	376	344	376	436
비현금성항목등	544	583	473	446	443
유형자산감가상각비	268	311	320	273	233
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	55	121	72	40	53
운전자본감소(증가)	-145	-61	545	-20	-21
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-29	54	90	-23	-24
재고자산감소(증가)	17	-95	-43	-34	-35
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-33	-15	107	25	26
기타	-101	-4	391	12	12
법인세납부	318	-187	-123	-197	-232
투자활동현금흐름	-218	-516	57	30	42
금융자산감소(증가)	630	-71	80	0	0
유형자산감소(증가)	-843	-435	-63	0	0
무형자산감소(증가)	-46	-54	-55	-55	-55
기타	40	43	95	85	97
재무활동현금흐름	-93	-107	-106	-42	-18
단기금융부채증가(감소)	-17	-10	2	0	0
장기금융부채증가(감소)	45	0	-49	0	0
자본의증가(감소)	0	0	-38	0	0
배당금의 지급	-117	-92	-26	-26	-2
기타	-5	-5	-21	-16	-16
현금의 증가(감소)	239	90	1,197	593	649
기초현금	969	1,208	1,297	2,494	3,087
기말현금	1,208	1,297	2,494	3,087	3,736
FCF	-200	-54	526	562	581

자료 : 아모레G, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,029	6,078	6,199	6,537	6,911
매출원가	1,614	1,619	1,679	1,765	1,838
매출총이익	4,415	4,459	4,519	4,773	5,073
매출총이익률 (%)	73.2	73.4	72.9	73.0	73.4
판매비와관리비	3,683	3,910	4,016	4,224	4,427
영업이익	731	549	503	549	645
영업이익률 (%)	12.1	9.0	8.1	8.4	9.3
비영업손익	-33	-15	-6	1	0
순금융비용	-21	-23	-23	-34	-46
외환관련손익	-29	6	7	7	7
관계기업투자등 관련손익	1	1	0	0	0
세전계속사업이익	698	535	497	550	645
세전계속사업이익률 (%)	11.6	8.8	8.0	8.4	9.3
계속사업법인세	209	159	153	174	210
계속사업이익	490	376	344	376	436
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	490	376	344	376	436
순이익률 (%)	8.1	6.2	5.6	5.7	6.3
지배주주	203	142	158	164	193
지배주주가속 순이익률(%)	33.6	2.34	2.55	2.51	2.8
비지배주주	287	234	187	212	242
총포괄이익	481	402	376	407	468
지배주주	202	151	170	176	206
비지배주주	279	250	206	231	262
EBITDA	1,000	860	823	822	878

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-10.0	0.8	2.0	5.5	5.7
영업이익	-32.5	-24.9	-8.4	9.1	17.6
세전계속사업이익	-35.8	-23.4	-7.0	10.5	17.4
EBITDA	-23.3	-13.9	-4.3	-0.2	6.9
EPS(계속사업)	-40.8	-29.8	10.9	3.9	18.0
수익성 (%)					
ROE	7.0	4.7	5.0	4.9	5.5
ROA	6.8	5.1	4.4	4.4	4.9
EBITDA마진	16.6	14.2	13.3	12.6	12.7
안정성 (%)					
유동비율	215.7	277.4	311.1	351.3	392.1
부채비율	23.7	18.3	26.8	26.0	25.2
순차입금/자기자본	-20.0	-21.8	-29.7	-36.6	-43.2
EBITDA/이자비용(배)	212.3	188.8	50.5	50.4	53.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,279	1,600	1,775	1,843	2,175
BPS	33,714	35,082	36,536	38,229	40,519
CFPS	5,297	5,098	5,376	4,915	4,794
주당 현금배당금	360	310	310	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	69.6	97.8	46.2	44.4	37.7
PER(최저)	48.1	35.9	34.7	33.4	28.3
PBR(최고)	4.7	4.5	2.2	2.1	2.0
PBR(최저)	3.3	1.6	1.7	1.6	1.5
PCR	26.6	14.3	11.6	12.7	13.0
EV/EBITDA(최고)	153	17.5	10.1	9.7	8.6
EV/EBITDA(최저)	11.1	7.8	8.0	7.6	6.7