

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

## Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	52 만주
액면가	500 원
시가총액	9,470 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외)	47.56%
5) 국민연금공단	6.04%
외국인지분률	33.30%
배당수익률	0.70%

## Stock Data

주가(19/07/12)	162,000 원
KOSPI	2086.66 pt
52주 Beta	1.56
52주 최고가	293,500 원
52주 최저가	150,000 원
60일 평균 거래대금	39 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-7.2%	-6.2%
6개월	-11.0%	-11.5%
12개월	-45.4%	-40.2%

## 아모레퍼시픽 (090430/KS | 중립(유지) | T.P 180,000 원(하향))

### 회복의 시그널은 아직

- 2 분기 매출액 1 조 3,890 원(YoY +3.4%), 영업이익 1,118 억원(YoY -19.1%) 추정
- 면세 채널 성장을 YoY +12.3%로 1 분기 대비 소폭 둔화된 성장을 시현 전망
- 중국 현지, 럭셔리는 고성장 중이지만 이니스프리 기준점 역신장이 지속되는 상황
- 국내 채널 재정비와 중국 현지에서의 매력도 확대를 위한 브랜드 마케팅에 집중 투자
- 투자의견 중립 유지하나, 실적 추정치 하향에 따라 목표주가는 180,000 원으로 하향

### 2Q19E 컨센서스 하회 불가피할 전망

2 분기 매출액과 영업이익은 각각 1 조 3,890 원(YoY +3.4%), 영업이익 1,118 억원(YoY -19.1%)으로 영업이익 컨센서스 1,320 억원을 하회할 것으로 추정한다. 실적 하회의 주요 원인은 점진적으로 둔화되고 있는 면세 채널 성장률과 예상보다 부진한 중국 현지 판매에 기인한다. 글로벌 화장품 업체들의 마케팅 강화와 면세 사업자들의 판촉 경쟁으로 견조한 따이공 수요가 이어지며 2 분기 전체 면세점 판매(YoY +16.9%)는 호조를 보였으나, 동사의 경우, 마몽드, 라네즈, IOPE 등 중저가 브랜드의 상대적 수요 약세로 시장 성장률에 미치지 못하는 성장률(YoY +12.3%)을 기록한 것으로 추정된다. 국내 순수 채널의 경우, 백화점, 방판, 전문점, 할인점 모두 역신장하며 y-y -9.1% 감소할 것으로 예상되는데, 그 중에서도 멀티샵으로 채널 전환(6 월 기준 약 190 개 전환 완료) 중인 아리따움 채널은 YoY -15% 이상 역신장을 지속할 전망이다.

### 공격적인 중국 현지 마케팅 활동 진행 중이나, 회복 시그널은 아직

중국 현지는 1 분기와 비슷한 흐름을 보이고 있다. 설화수와 해라는 YoY +30% 이상의 외형 성장세를 보여주고 있는 반면, 이니스프리와 마몽드의 경우 매출액 역성장이 지속되고 있다. 특히, 매장 리뉴얼, CI 및 BI 교체, 판촉활동 등 절대 금액으로 가장 많은 마케팅 비용이 집행되고 있는 이니스프리의 경우, 3~4 선 도시 매장 출점이 지속되고 있는데도 불구하고, 기존점 성장률의 감소로 낮은 한자릿수 역신장이 불가피할 전망이다. 투자 지속 중이지만, 아직까지 눈에 띠는 마케팅 효과는 없었던 것으로 파악된다.

### 목표주가 기준 200,000 원에서 180,000 원으로 하향

투자의견 Hold 유지하며, 목표주가는 기준 200,000 원에서 180,000 원으로 하향한다. 예상보다 부진한 중국 현지 마케팅 효과와 점진적으로 둔화되고 있는 국내 면세점 성장률을 반영해 연간 실적 추정치를 하향조정하였다. 목표주가 산출을 위한 밸류에이션 멀티플은 글로벌 화장품 3 사의 평균 PER 을 5% 할인하여 적용하였다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	5,645	5,124	5,278	5,497	5,843	6,210
yoY %		18.4	-9.2	3.0	4.2	6.3	6.3
영업이익	십억원	848	596	482	478	522	616
yoY %		9.7	-29.7	-19.2	-0.9	9.2	18.0
EBITDA	십억원	1,029	820	748	814	853	958
세전이익	십억원	857	567	453	491	536	633
순이익(자배주주)	십억원	639	394	332	327	358	422
영업이익률%	%	15.0	11.6	9.1	8.7	8.9	9.9
EBITDA%	%	18.2	16.0	14.2	14.8	14.6	15.4
순이익률%	%	11.4	7.8	6.3	5.9	6.1	6.8
EPS	원	9,262	5,709	4,813	4,745	5,180	6,108
PER	배	34.7	53.3	43.5	34.0	31.2	26.4
PBR	배	5.7	5.1	3.3	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	배	19.5	23.2	17.0	11.7	11.0	9.5
ROE	%	17.7	9.8	7.8	7.2	7.4	8.2
순차입금	십억원	-941	-537	-664	-884	-1,025	-1,283
부채비율	%	33.0	28.8	20.8	28.8	28.1	27.2

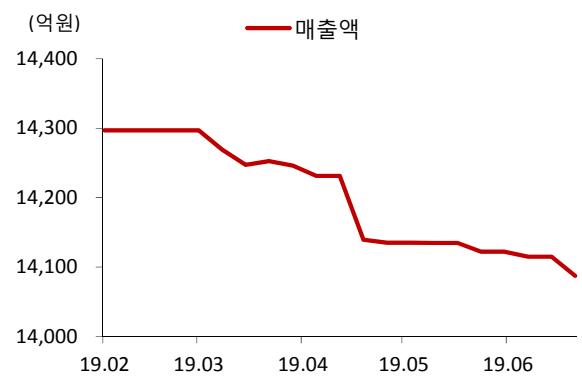
## 아모레퍼시픽 2Q19 Preview

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	y-y %	q-q %	컨센서스	차이
매출액	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.2	1,451.3	1389.0	3.4%	-4.3%	1,404.9	-1.1%
영업이익	235.9	145.8	76.5	23.8	186.6	118.0	-19.1%	-36.8%	132.0	-10.6%
순이익	176.7	109.6	48.1	0.5	122.2	101.9	-7.0%	-16.6%	99.1	2.9%
OPM%	16.5%	10.8%	6.0%	1.9%	12.9%	8.5%	-24%p	-4.4%p	9.4%	-0.9%p

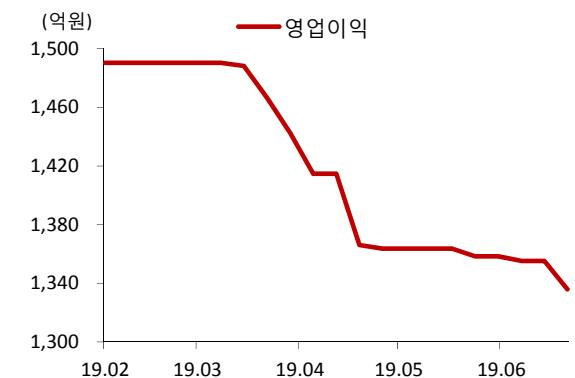
자료: Quantewise, SK 증권

## 아모레퍼시픽 2Q19 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantewise, SK 증권

## 아모레퍼시픽 2Q19 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantewise, SK 증권

## 아모레퍼시픽 PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M Fwd EPS 기준 예상 순이익 (a)	억원	3,287			
12M Fwd EPS 기준 예상 우선주 배당금 (b)	억원	124			12M Fwd 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
[(a)-(b)] X Target Multiple = (c)	억원, 배	3,163	32.5	102,962	글로벌 화장품 3개사 12M Fwd PER을 5% 할인
Shares outstanding ('000) (d)	천주			58,274	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(c)/(d)	원			176,686	
Target Price	원			180,000	Upside +11.1%

자료: 아모레퍼시픽, Bloomberg, SK 증권

주: 화장품 글로벌 3사는 시세이도, 에스티로더, 로레알을 포함

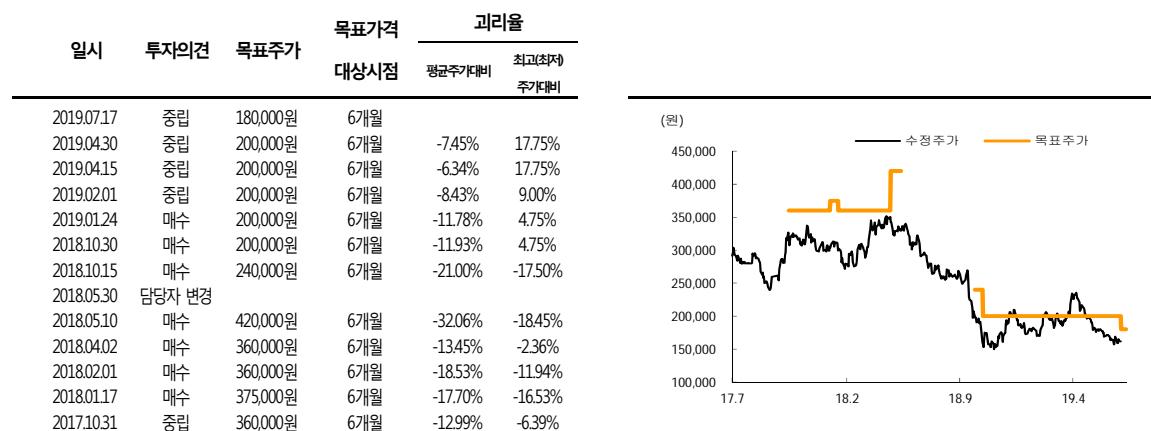
## 아모레퍼시픽 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	1,451.3	1,389.0	1,341.3	1,315.4	5,277.8	5,497.0	5,842.6
% y-y	-8.8%	11.5%	5.7%	7.4%	14%	3.4%	4.9%	7.5%	3.0%	4.2%	6.3%
Cosmetics	780.7	760.8	697.1	595.9	789.4	767.7	720.4	637.2	2,834.5	2,914.7	3,081.1
% y-y	-17.1%	9.5%	9.1%	7.3%	11%	0.9%	3.3%	6.9%	0.2%	2.8%	5.7%
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	-18%	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	486.7	457.3	562.0	1,873.9	2,003.9	2,157.5
% y-y	6.5%	16.4%	3.9%	6.7%	4.1%	6.7%	8.3%	8.6%	8.2%	6.9%	7.7%
Europe	7.6	6.3	6.4	8.7	5.8	6.6	6.8	9.7	29.0	29.0	31.9
% y-y	-53.7%	16.7%	-11.1%	29.9%	-23.7%	5.5%	7.0%	12.0%	-18.8%	0.1%	10.0%
USA	153	142	18.6	19.5	18.2	18.6	25.6	23.9	67.6	86.2	107.8
% y-y	30.8%	25.7%	35.8%	20.4%	19.0%	30.7%	37.8%	22.4%	27.8%	27.6%	25.0%
* Duty Free Shop	320.2	304.8	332.0	313.5	366.9	342.3	368.5	359.0	1,270.5	1,436.6	1,601.8
% y-y	-23.6%	29.3%	40.1%	48.2%	14.6%	12.3%	11.0%	14.5%	151%	13.1%	11.5%

영업이익	235.9	145.8	76.5	23.8	186.6	118.0	90.8	82.4	482.1	477.6	521.5
% y-y	-25.5%	43.5%	-24.3%	-69.1%	-20.9%	-19.1%	18.7%	246.1%	-19.2%	-0.9%	9.2%
% Margin	16.5%	10.9%	6.0%	1.9%	12.9%	8.5%	6.8%	6.3%	9.1%	8.7%	8.9%
Cosmetics	140.5	94.4	46.2	3.1	117.6	87.6	62.2	41.5	284.2	308.9	341.7
% y-y	-34.5%	11.6%	-17.9%	-93.5%	-16.3%	-7.2%	34.5%	1240.2%	-29.5%	8.7%	10.6%
% Margin	18.0%	12.4%	6.6%	0.5%	14.9%	11.4%	8.6%	6.5%	10.0%	10.6%	11.1%
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	-133%	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	41.3	34.8	58.2	224.2	188.2	204.2
% y-y	-3.0%	66.5%	-42.0%	20.7%	-36.6%	-23.0%	15.7%	4.8%	3.0%	-16.1%	8.5%
% Margin	17.8%	11.7%	7.1%	10.7%	10.8%	8.5%	7.6%	10.3%	12.0%	9.4%	9.5%
Europe	(1.9)	(3.5)	(3.3)	(2.9)	(3.0)	(2.7)	(2.4)	(2.4)	(11.6)	(10.5)	(9.5)
USA	(1.6)	(4.7)	(0.6)	1.0	(5.0)	(2.0)	(1.8)	1.3	(5.9)	(7.5)	(2.0)

자료: 아모레퍼시픽, SK증권



### 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
<b>유동자산</b>	1,677	1,567	2,214	2,407	2,719
현금및현금성자산	604	736	1,337	1,478	1,735
매출채권및기타채권	369	318	331	352	374
재고자산	375	403	420	446	475
<b>비유동자산</b>	3,698	3,804	3,813	3,961	4,048
장기금융자산	85	111	102	102	102
유형자산	2,613	2,713	2,684	2,752	2,760
무형자산	240	254	297	347	397
<b>자산총계</b>	5,376	5,371	6,028	6,368	6,767
<b>유동부채</b>	1,046	763	963	1,008	1,056
단기금융부채	87	71	241	241	241
매입채무 및 기타채무	344	361	376	400	425
단기증당부채	15	11	12	13	14
<b>비유동부채</b>	154	162	386	388	390
장기금융부채	43	45	269	269	269
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기증당부채	5	14	14	14	15
<b>부채총계</b>	1,200	925	1,349	1,396	1,447
<b>지배주주지분</b>	4,154	4,422	4,656	4,951	5,302
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
기타자본구성요소	-18	-18	-46	-46	-46
자기주식	-1	-1	-30	-30	-30
이익잉여금	3,457	3,726	3,971	4,248	4,582
<b>비지배주주지분</b>	22	24	23	21	19
<b>자본총계</b>	4,175	4,446	4,679	4,971	5,321
<b>부채와자본총계</b>	5,376	5,371	6,028	6,368	6,767

## 현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	503	637	1,079	656	729
당기순이익(순실)	398	335	326	356	420
비현금성항목등	482	484	469	497	538
유형자산감가상각비	224	266	337	331	342
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	78	100	45	3	3
운전자본감소(증가)	-124	-28	402	-16	-17
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-37	37	81	-21	-22
재고자산감소(증가)	4	-77	-20	-26	-28
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-32	-20	82	24	25
기타	-60	32	259	7	8
법인세납부	-253	-154	-118	-180	-213
<b>투자활동현금흐름</b>	-387	-402	-413	-426	-373
금융자산감소(증가)	396	21	-11	0	0
유형자산감소(증가)	-767	-404	-370	-400	-350
무형자산감소(증가)	-42	-50	-50	-50	-50
기타	27	31	18	24	27
<b>재무활동현금흐름</b>	-115	-105	-72	-90	-97
단기금융부채증가(감소)	-49	-15	-1	0	0
장기금융부채증가(감소)	45	0	-36	0	0
자본의증가(감소)	0	0	-29	0	0
배당금의 지급	-109	-88	-81	-80	-88
기타	-3	-2	-6	-10	-10
<b>현금의 증가(감소)</b>	-20	131	601	141	258
기초현금	624	604	736	1,337	1,478
기말현금	604	736	1,337	1,478	1,735
FCF	-222	-78	231	211	334

자료 : 아모레퍼시픽, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	5,124	5,278	5,497	5,843	6,210
<b>매출원가</b>	1,380	1,435	1,496	1,585	1,678
<b>매출총이익</b>	3,744	3,843	4,001	4,258	4,532
매출총이익률 (%)	73.1	72.8	72.8	72.9	73.0
<b>판매비와관리비</b>	3,148	3,361	3,523	3,736	3,917
영업이익	596	482	478	522	616
영업이익률 (%)	11.6	9.1	8.7	8.9	9.9
비영업수익	-29	-29	13	15	17
<b>순금융비용</b>	-11	-10	-11	-15	-17
외환관련손익	-21	3	5	3	3
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	567	453	491	536	633
세전계속사업이익률 (%)	11.1	8.6	8.9	9.2	10.2
계속사업법인세	169	118	165	180	213
<b>계속사업이익</b>	398	335	326	356	420
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	398	335	326	356	420
<b>순이익률 (%)</b>	7.8	6.3	5.9	6.1	6.8
<b>지배주주</b>	394	332	327	358	422
<b>지배주주가속 순이익률(%)</b>	7.69	6.29	5.96	6.12	6.79
<b>비지배주주</b>	4	3	-1	-1	-1
<b>총포괄이익</b>	386	358	343	373	437
<b>지배주주</b>	384	356	345	375	439
<b>비지배주주</b>	2	3	-2	-2	-2
EBITDA	820	748	814	853	958

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-9.2	3.0	4.2	6.3	6.3
영업이익	-29.7	-19.2	-0.9	9.2	18.0
세전계속사업이익	-33.8	-20.2	8.4	9.2	18.0
EBITDA	-20.3	-8.8	8.9	4.8	12.3
EPS(계속사업)	-38.4	-15.7	-1.4	9.2	17.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	9.8	7.8	7.2	7.4	8.2
ROA	7.5	6.2	5.7	5.8	6.4
EBITDA마진	16.0	14.2	14.8	14.6	15.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	160.3	205.4	230.0	238.8	257.5
부채비율	288	20.8	28.8	28.1	27.2
순차입금/자기자본	-12.9	-14.9	-18.9	-20.6	-24.1
EBITDA/이자비용(배)	266.2	320.4	368.9	87.8	98.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	5,709	4,813	4,745	5,180	6,108
BPS	60,186	64,072	67,467	71,733	76,819
CFPS	8,950	8,669	9,622	9,983	11,068
주당 현금배당금	1,280	1,180	1,170	1,277	1,507
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	63.2	73.0	49.6	45.5	38.6
PER(최저)	42.0	31.2	33.1	30.3	25.7
PBR(최고)	6.0	5.5	3.5	3.3	3.1
PBR(최저)	4.0	2.3	2.3	2.2	2.0
PCR	34.0	24.2	16.8	16.2	14.6
EV/EBITDA(최고)	27.9	29.1	17.6	16.6	14.5
EV/EBITDA(최저)	18.4	121	114	10.7	9.2