

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	8,184 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외)	47.56%
국민연금공단	6.04%
외국인지분률	33.10%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(19/07/31)	140,000 원
KOSPI	2024.55 pt
52주 Beta	1.60
52주 최고가	277,000 원
52주 최저가	140,000 원
60일 평균 거래대금	33 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-14.9%	-10.4%
6개월	-22.9%	-16.0%
12개월	-47.7%	-40.7%

아모레퍼시픽 (090430/KS | 중립(유지) | T.P 150,000 원(하향))

[2Q19 Review] 깊은 부진의 폭

- 2Q19 매출액 1 조 3,931 억원(YoY +3.7%), 영업이익 878 억원(YoY -39.8%)
- 영업이익 컨센서스와 당사 추정치 1,180 억원을 크게 하회하는 실적 기록
- 국내 내수 채널 부진 지속되는 가운데, 국내 및 중국 마케팅비 급증으로 수익성 악화
- 마케팅비 확대에도 불구하고, 매출 성장률은 여전히 저조함에 따라 고정비 부담 지속
- 하반기 낮아진 실적 기대감 반영, 투자 의견 중립 유지, 목표주가 15 만원으로 하향

[2Q19 Review] 깊은 부진의 폭

2Q19 연결기준 매출액 1 조 3,931 억원(YoY +3.7%), 영업이익 878 억원(YoY -39.8%)으로 당사 추정 영업이익을 25% 하회하는 부진한 실적을 기록하였다. 국내 및 해외 모두 마케팅비 지출 강화에도 불구하고, 탑라인이 정체되며 수익성이 악화되었다. **국내 화장품:** 매출액 7,717 억원(YoY +1.4%), 영업이익 760 억원(YoY -16.3%)을 기록하였다. 면세점과 온라인이 각각 YoY +17%(국내 +20%, 해외 -20%), +20% 증가하면서 매출액 성장을 견인했으나, 이를 제외한 내수 채널 대부분은 매출이 큰 폭으로 하락하였다. 채널 별로는 백화점 -4%, 방판 -11%, 아리따움 -25% YoY 역성장한 것으로 추정된다. 전 분기에 이어 방판 채널이 카운셀러 수의 감소(YoY -10%)와 함께 예상치 대비 매출이 큰 폭 하락하였다. 면세 채널의 경우, 2 분기 면세점 시장 성장률이었던 YoY +17%와 유사한 성장률을 기록했으며, **설화수의 국내 면세 성장률은 20% 수준에 그친 것으로 파악된다. 아시아:** 중국 매출액은 현지 통화 기준으로 YoY +3% 증가한 것으로 추정된다. 설화수와 해라가 각각 YoY +30%, +80% 성장하는 가운데, 이니스프리, 마몽드, 에뛰드는 매출액 역신장을 지속하였다. 중국과 아세안 마진율은 각각 7%와 5% 수준으로 중국 마케팅비가 YoY +50% 가량 늘어나며 수익성이 악화되었다. 매스 브랜드 위주 탑라인 정체로 마케팅 비용 집행에 따른 수익성 악화폭이 기존 예상 대비 과도함에 따라 연간 영업이익률은 YoY -2.1%p 감소한 7%에 그칠 것으로 전망한다. **미국:** 라네즈와 이니스프리를 필드로 한 모든 브랜드 성장으로 북미 전체 매출액이 YoY +53% 증가하였다.

하반기 중국 성장 기대감 낮출 필요

동사의 하반기 중국 성장에 대한 기대감 하향에 따라 목표주가는 기존 18 만원에서 15 만원으로 하향 조정하고, 투자 의견은 중립을 유지한다. 1) 마케팅비 지출에도 불구하고 탑라인 증가 효과가 가시적으로 나타나고 있지 않으며, 2) 매출 부진에 따른 고정비 부담 증가로 영업 레버리지가 함께 축소되고 있다. 지속적인 국내 부진과 중국 현지 경쟁 심화와 비용 증가로 단기적인 실적 개선을 기대하기에는 어려울 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	5,645	5,124	5,278	5,481	5,779	6,089
yoy	%	18.4	-9.2	3.0	3.9	5.4	5.4
영업이익	십억원	848	596	482	384	477	555
yoy	%	9.7	-29.7	-19.2	-20.4	24.3	16.4
EBITDA	십억원	1,029	820	748	665	758	855
세전이익	십억원	857	567	453	397	496	576
순이익(지배주주)	십억원	639	394	332	261	335	386
영업이익률%	%	15.0	11.6	9.1	7.0	8.3	9.1
EBITDA%	%	18.2	16.0	14.2	12.1	13.1	14.1
순이익률	%	11.4	7.8	6.3	4.7	5.8	6.3
EPS(계속사업)	원	9,262	5,709	4,813	3,780	4,847	5,599
PER	배	34.7	53.3	43.5	37.0	28.9	25.0
PBR	배	5.7	5.1	3.3	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	배	19.5	23.2	17.0	11.9	10.3	8.9
ROE	%	17.7	9.8	7.8	5.8	7.1	7.7
순차입금	십억원	-941	-537	-664	-1,133	-1,219	-1,410
부채비율	%	33.0	28.8	20.8	29.2	28.3	27.4

아모레퍼시픽 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	1,451.3	1,393.1	1,326.8	1,309.7	5,277.8	5,480.9	5,779.1
% YoY	-8.8%	11.5%	5.7%	7.4%	1.4%	3.7%	3.8%	7.0%	3.0%	3.8%	5.4%
Cosmetics	780.7	760.8	697.1	595.9	789.4	771.7	715.4	637.5	2,834.5	2,914.0	3,044.3
% YoY	-17.1%	9.5%	9.1%	7.3%	1.1%	1.4%	2.6%	7.0%	0.2%	2.8%	4.5%
MC&S	160.2	116.9	142.7	93.1	151.3	120.2	136.0	93.9	512.9	501.4	506.4
% YoY	-1.8%	5.4%	-5.7%	1.3%	-5.6%	2.8%	-4.7%	0.8%	-0.8%	-2.2%	1.0%
Asia	478.0	456.2	422.3	517.4	497.8	485.5	454.5	556.2	1,873.9	1,994.0	2,136.1
% YoY	6.5%	16.4%	3.9%	6.7%	4.1%	6.4%	7.6%	7.5%	8.2%	6.4%	7.1%
Europe	7.6	6.3	6.4	8.7	5.8	4.8	5.7	8.3	29.0	24.6	25.3
% YoY	-53.7%	16.7%	-11.1%	29.9%	-23.7%	-23.8%	-10.5%	-5.0%	-18.8%	-15.2%	3.0%
USA	15.3	14.2	18.6	19.5	18.2	21.7	25.5	26.4	67.6	91.8	115.7
% YoY	30.8%	25.7%	35.8%	20.4%	19.0%	52.8%	37.3%	35.4%	27.8%	35.8%	26.0%
** Duty Free Shop	320.2	304.8	332.0	313.5	366.9	355.0	368.5	359.0	1,270.5	1,449.3	1,605.2
% YoY	-23.6%	29.3%	40.1%	48.2%	14.6%	16.5%	11.0%	14.5%	15.1%	14.1%	10.8%
영업이익	235.9	145.8	76.5	23.8	186.6	87.8	61.6	47.6	482.1	383.4	476.6
% YoY	-25.5%	43.5%	-24.3%	-69.1%	-20.9%	-39.8%	-19.5%	99.9%	-19.2%	-20.5%	24.3%
% Margin	16.5%	10.9%	6.0%	1.9%	12.9%	6.3%	4.6%	3.6%	9.1%	7.0%	8.2%
Cosmetics	140.5	94.4	46.2	3.1	117.6	76.0	48.8	28.8	284.2	271.3	333.6
% YoY	-34.5%	11.6%	-17.9%	-93.5%	-16.3%	-19.5%	5.7%	829.6%	-29.5%	-4.6%	23.0%
% Margin	18.0%	12.4%	6.6%	0.5%	14.9%	9.8%	6.8%	4.5%	10.0%	9.3%	11.0%
MC&S	16.9	(1.8)	2.9	(18.4)	11.8	(2.4)	2.6	(14.8)	(0.4)	(2.8)	1.9
% YoY	-13.3%	적지	-72.6%	적지	-30.2%	적지	-9.4%	적지	적전	흑전	-168.5%
% Margin	10.5%	-1.5%	2.0%	-19.8%	7.8%	-2.0%	1.9%	-15.8%	-0.1%	-0.6%	0.4%
Asia	85.0	53.6	30.1	55.5	53.9	24.1	17.4	39.2	224.2	134.5	161.8
% YoY	-3.0%	66.5%	-42.0%	20.7%	-36.6%	-55.0%	-42.4%	-29.4%	3.0%	-40.0%	20.3%
% Margin	17.8%	11.7%	7.1%	10.7%	10.8%	5.0%	3.8%	7.0%	12.0%	6.7%	7.6%
Europe	(1.9)	(3.5)	(3.3)	(2.9)	(3.0)	(3.5)	(2.0)	(2.1)	(11.6)	(10.6)	(6.2)
USA	(1.6)	(4.7)	(0.6)	1.0	(5.0)	(0.5)	(0.3)	1.5	(5.9)	(4.3)	5.5

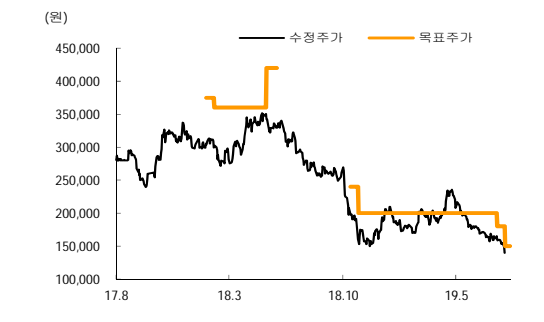
자료: 아모레퍼시픽 SK 증권

아모레퍼시픽 PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M Fwd EPS 기준 예상 순이익 (a)	억원	3,161			
12M Fwd EPS 기준 예상 우선주 배당금 (b)	억원	119			12M Fwd 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
[(a)-(b)] X Target Multiple = (c)	억원 배	3,042	29.1	88,510	글로벌 화장품 3개사 12M Fwd PER을 15% 할인
Shares outstanding ('000) (d)	천주			58,274	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(c)/(d)	원			151,885	
Target Price	원			150,000	Upside +7.1%

자료: Bloomberg, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.08.01	중립	150,000원	6개월		
2019.07.17	중립	180,000원	6개월	-14.12%	-11.39%
2019.04.30	중립	200,000원	6개월	-7.51%	17.75%
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%



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 8 월 1 일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,677	1,567	2,461	2,591	2,828
현금및현금성자산	604	736	1,585	1,672	1,863
매출채권및기타채권	369	318	330	348	367
재고자산	375	403	419	442	465
비유동자산	3,698	3,804	3,498	3,694	3,821
장기금융자산	85	111	102	102	102
유형자산	2,613	2,713	2,370	2,488	2,537
무형자산	240	254	297	347	397
자산총계	5,376	5,371	5,959	6,285	6,649
유동부채	1,046	763	961	1,000	1,040
단기금융부채	87	71	241	241	241
매입채무 및 기타채무	344	361	375	396	417
단기충당부채	15	11	12	13	14
비유동부채	154	162	386	388	390
장기금융부채	43	45	269	269	269
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	14	14	14	15
부채총계	1,200	925	1,347	1,387	1,430
지배주주지분	4,154	4,422	4,590	4,877	5,200
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	3,904	4,174	4,481
비지배주주지분	22	24	23	21	19
자본총계	4,175	4,446	4,612	4,898	5,219
부채외자본총계	5,376	5,371	5,959	6,285	6,649

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	503	637	958	582	651
당기순이익(손실)	398	335	260	333	385
비현금성항목등	482	484	386	425	470
유형자산감가상각비	224	266	281	282	300
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	78	100	45	3	3
운전자본감소(증가)	-124	-28	403	-14	-14
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-37	37	82	-18	-19
재고자산감소(증가)	4	-77	-18	-23	-24
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-32	-20	81	20	21
기타	-60	32	259	6	7
법인세납부	-253	-154	-90	-163	-191
투자활동현금흐름	-387	-402	-43	-422	-370
금융자산감소(증가)	396	21	-11	0	0
유형자산감소(증가)	-767	-404	0	-400	-350
무형자산감소(증가)	-42	-50	-50	-50	-50
기타	27	31	18	29	30
재무활동현금흐름	-115	-105	-72	-74	-90
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	-64	-80
기타	-3	-2	-6	-10	-10
현금의 증가(감소)	-20	131	850	86	191
기초현금	624	604	736	1,585	1,672
기말현금	604	736	1,585	1,672	1,863
FCF	-222	-78	480	139	259

자료 : 아모레퍼시픽 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,124	5,278	5,481	5,779	6,089
매출원가	1,380	1,435	1,494	1,570	1,648
매출총이익	3,744	3,843	3,987	4,209	4,441
매출총이익률 (%)	73.1	72.8	72.7	72.8	72.9
판매비와관리비	3,148	3,361	3,603	3,733	3,886
영업이익	596	482	384	477	555
영업이익률 (%)	11.6	9.1	7.0	8.3	9.1
비영업손익	-29	-29	13	19	21
순금융비용	-11	-10	-11	-19	-20
외환관련손익	-21	3	5	3	3
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	567	453	397	496	576
세전계속사업이익률 (%)	11.1	8.6	7.2	8.6	9.5
계속사업법인세	169	118	137	163	191
계속사업이익	398	335	260	333	385
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	398	335	260	333	385
순이익률 (%)	7.8	6.3	4.7	5.8	6.3
지배주주	394	332	261	335	386
지배주주귀속 순이익률(%)	7.69	6.29	4.76	5.79	6.35
비지배주주	4	3	-1	-1	-1
총포괄이익	386	358	276	350	402
지배주주	384	356	278	352	403
비지배주주	2	3	-2	-2	-2
EBITDA	820	748	665	758	855

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-9.2	3.0	3.9	5.4	5.4
영업이익	-29.7	-19.2	-20.4	24.3	16.4
세전계속사업이익	-33.8	-20.2	-12.4	24.9	16.1
EBITDA	-20.3	-8.8	-11.1	14.1	12.8
EPS(계속사업)	-38.4	-15.7	-21.5	28.2	15.5
수익성 (%)					
ROE	9.8	7.8	5.8	7.1	7.7
ROA	7.5	6.2	4.6	5.4	6.0
EBITDA마진	16.0	14.2	12.1	13.1	14.1
안정성 (%)					
유동비율	160.3	205.4	256.2	259.2	271.9
부채비율	28.8	20.8	29.2	28.3	27.4
순차입금/자기자본	-12.9	-14.9	-24.6	-24.9	-27.0
EBITDA/이자비용(배)	266.2	320.4	301.1	78.1	88.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,709	4,813	3,780	4,847	5,599
BPS	60,186	64,072	66,502	70,663	75,347
CFPS	8,950	8,669	7,855	8,931	9,953
주당 현금배당금	1,280	1,180	940	1,170	1,360
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	63.2	73.0	62.3	48.6	42.1
PER(최저)	42.0	31.2	37.0	28.9	25.0
PBR(최고)	6.0	5.5	3.5	3.3	3.1
PBR(최저)	4.0	2.3	2.1	2.0	1.9
PCR	34.0	24.2	17.8	15.7	14.1
EV/EBITDA(최고)	27.9	29.1	21.1	18.4	16.1
EV/EBITDA(최저)	18.4	12.1	11.9	10.3	8.9