

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.co.kr

02-3773-9181

Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	52 만주
액면가	500 원
시가총액	10,756 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외 5)	47.56%
국민연금공단	6.05%
외국인지분	31.50%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(19/10/30)	184,000 원
KOSPI	2080.27 pt
52주 Beta	1.18
52주 최고가	235,500 원
52주 최저가	120,500 원
60일 평균 거래대금	43 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	31.0%	29.9%
6개월	-11.5%	-6.3%
12개월	17.6%	13.9%

아모레퍼시픽 (090430/KS | 매수(상향) | T.P 220,000 원(상향))

[3Q19 Review] 기저 효과와 전략 변화의 성공적인 콜라보

- 3Q19 매출액 1 조 4,020 억원(YoY +9.7%), 영업이익 1,075 억원(YoY +40.6%)
- 영업이익 컨센서스 875 억과 당사 추정치 921 억원을 크게 상회하는 서프라이즈 시현
- 면세점(YoY +31%)과 온라인(YoY +20%) 채널 호조로 탑라인 성장이 예상 상회
- 국내 마케팅 비용 절감, 중국 비용 효율화 작업에 대한 이익 개선이 가시화되는 중
- 디지털 채널 중심의 변화된 전략으로 불투명했던 중국 전략 방향성에 대한 의구심 해소
- 투자의견 Buy, 목표주가 22 만원으로 상향

이익 기저로 인한 증익과 더불어 유의미한 탑라인 증가 시현

3Q19 연결기준 매출액 1 조 4,020 억원(YoY +9.7%), 영업이익 1,075 억원(YoY +40.6%)으로 컨센서스 영업이익을 23% 상회하는 어닝 서프라이즈를 기록하였다. 비용 절감에만 기인한 증익일 수 있다는 기존의 시장 우려와는 달리 탑라인 성장을 동반했다는 점이 고무적이다. **국내 화장품:** 매출액 7,799 억원(YoY +12%), 영업이익 739 억원(YoY +60%)을 기록하였다. 면세점과 온라인이 각각 YoY +31%, +20% 증가하면서 동기간 시장 성장률을 상회하였다. 다만, 타 국내 채널의 경우, 백화점 -8%, 방판 -10%, 아리따움 -21% YoY 역성장한 것으로 추정된다. 세 채널의 카운터 (카운셀러) 수가 각각 YoY -6%, -12%, -15% 감소한 것이 채널 매출을 하락시키는 주요 요인으로 작용하였다. 연말까지 500 개를 목표로 했던 아리따움 라이브로의 전환은 현재 300 개 후반까지 완료되었으며, **설화수**의 국내 면세 성장률은 40% 수준 증가한 것으로 파악된다. 현재 면세점 내 럭셔리(설화수, 해라, AP) 비중은 6~70% 수준이며, 설화수 단일 브랜드로만 보았을 때 전체 연결 매출액에서 차지하는 비중이 41%까지 상승하였다. **중국:** 중국 매출액은 현지 통화 기준으로 YoY +3% 증가한 것으로 추정된다. 설화수가 YoY +30% 이상 성장하는 가운데, 이니스프리, 마몽드, 에뛰드는 매출액 역신장을 지속하였다. 또한, 비용 효율화에 따른 이익 개선이 가시화되며 OPM 은 YoY +2.6%p 개선된 10.6%를 기록한 것으로 추정한다. 마케팅 비용은 전년과 동일한 수준인 매출 대비 23~24% 수준을 유지해나갈 것으로 전망한다. **미국:** 라네즈와 이니스프리의 고성장으로 북미 매출액이 YoY +54% 증가하며 흑자 전환하였다.

투자의견 및 목표주가를 각각 Buy 와 220,000 원으로 상향

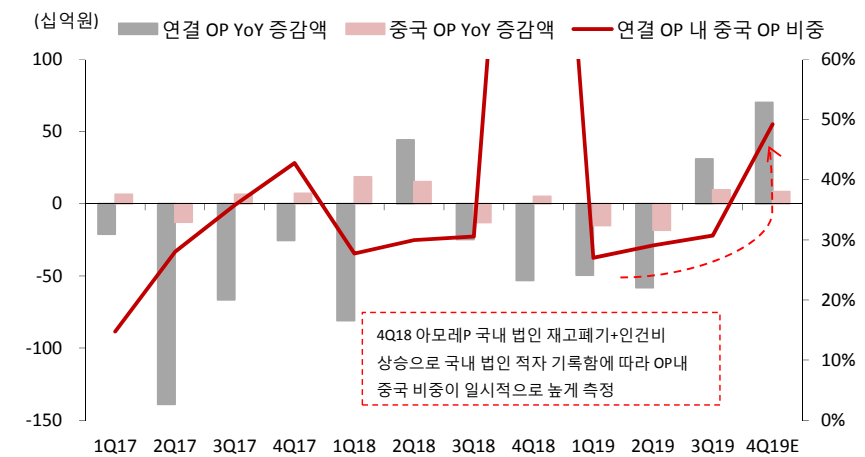
3Q19 실적은 1) 마케팅 비용 절감에도 국내 면세 채널 탑라인이 유의미하게 개선된 점, 2) 중국 현지 비용 효율화 작업이 효과적으로 이루어지고 있는 점, 그리고 3) 불확실했던 중국 내 전략에 대해 최소한의 비용을 투입해 오프라인→디지털 채널로 판매를 확대해나갈 것이라는 방향성을 확인했다는 점에서 긍정적이다. (다음페이지 계속)

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	5,645	5,124	5,278	5,597	6,008	6,439
yoy	%	18.4	-9.2	3.0	6.0	7.4	7.2
영업이익	십억원	848	596	482	476	605	714
yoy	%	9.7	-29.7	-19.2	-1.3	27.1	18.0
EBITDA	십억원	1,029	820	748	758	842	913
세전이익	십억원	857	567	453	517	624	737
순이익(지배주주)	십억원	639	394	332	365	429	516
영업이익률%	%	15.0	11.6	9.1	8.5	10.1	11.1
EBITDA%	%	18.2	16.0	14.2	13.5	14.0	14.2
순이익률%	%	11.4	7.8	6.3	6.4	7.0	7.9
EPS(계속사업)	원	9,262	5,709	4,813	5,284	6,212	7,471
PER	배	34.7	53.3	43.5	34.8	29.6	24.6
PBR	배	5.7	5.1	3.3	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	배	19.5	23.2	17.0	14.0	11.9	10.4
ROE	%	17.7	9.8	7.8	8.1	8.9	9.9
순차입금	십억원	-941	-537	-664	-1,110	-1,678	-2,278
부채비율	%	33.0	28.8	20.8	31.6	30.8	30.0

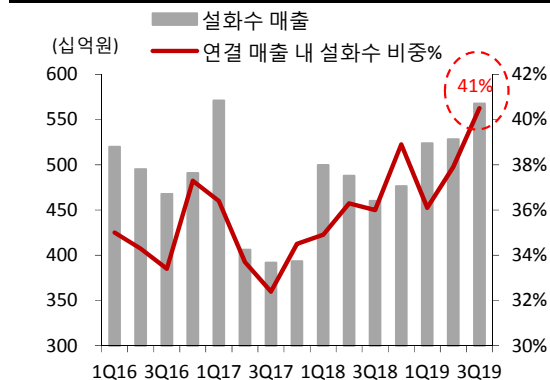
면세점 추정치 상향과 중국 이익 개선폭 확대를 반영해 2019 년 2020 년 영업이익 추정치를 기존 대비 각각 +14%, +19% 상향하고, 기존 글로벌 피어 그룹 12M Fwd PER 대비 15%를 할인했던 밸류에이션을 10% 할인 적용함에 따라 목표주가(15만원 → 22만원)와 투자의견(Neutral → Buy)을 모두 올린다. 높아진 럭셔리 비중(설화수 비중 41%)과 고수익 채널 비중(면세+온라인 비중 37%)을 고려해 기존 대비 낮아진 할인율을 적용하였다. 목표주가 22만원은 12M Fwd PER 31 배다.

아모레퍼시픽 연결 영업이익과 중국 영업이익(추정) 추이



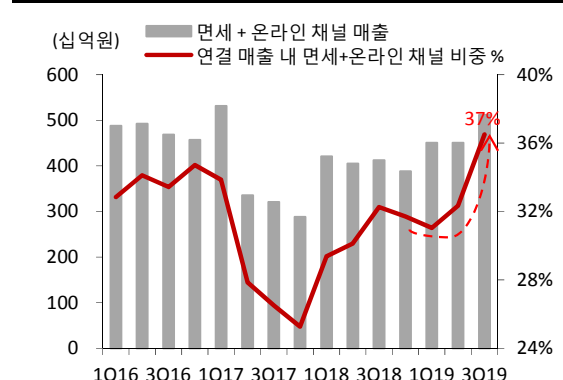
자료 : 아모레퍼시픽, SK 증권

설화수 매출액과 전체 매출 대비 비중



자료 : 아모레퍼시픽, SK 증권

면세점과 온라인 채널 매출액과 전체 매출 대비 비중



자료 : 아모레퍼시픽, SK 증권

3Q19 아모레퍼시픽 실적 Review

	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	y-y	q-q	컨센서스	차이
매출액	1,278	1,224	1,451	1,393	1,402	9.7%	0.6%	1,360.7	3.0%
영업이익	76	24	187	88	108	40.6%	22.4%	87.5	22.9%
세전이익	68	4	184	82	138	20.9%	-55.3%	77.6	78.1%
순이익	70	259	190	116	73	4.2%	-36.9%	59.6	23.1%
영업이익률	6.0%	1.9%	12.9%	6.3%	7.7%	1.7%p	1.4%p	6.4%	1.2%p
세전이익률	5.3%	0.4%	12.7%	5.9%	9.9%	4.5%p	4.0%p	5.7%	4.2%p
순이익률	5.5%	21.2%	13.1%	8.4%	5.2%	-0.3%p	-3.1%p	4.4%	0.9%p

아모레퍼시픽 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	1,451.3	1,393.1	1,402.0	1,350.3	5,277.8	5,596.7	6,008.2
% y-y	-8.8%	11.5%	5.7%	7.4%	1.4%	3.7%	9.7%	10.3%	3.0%	6.0%	7.4%
Cosmetics	780.7	760.8	697.1	595.9	789.4	771.7	779.9	672.5	2,834.5	3,013.5	3,234.6
% y-y	-17.1%	9.5%	9.1%	7.3%	1.1%	14%	11.9%	12.9%	0.2%	6.3%	7.3%
MC&S	160.2	116.9	142.7	93.1	151.3	120.2	150.7	95.7	512.9	517.9	536.0
% y-y	-1.8%	5.4%	-5.7%	1.3%	-5.6%	2.8%	5.6%	2.8%	-0.8%	1.0%	3.5%
Asia	478.0	456.2	422.3	517.4	497.8	485.5	452.1	556.2	1,873.9	1,991.6	2,136.8
% y-y	6.5%	16.4%	3.9%	6.7%	4.1%	6.4%	7.1%	7.5%	8.2%	6.3%	7.3%
Europe	7.6	6.3	6.4	8.7	5.8	4.8	5.9	8.3	29.0	24.8	25.5
% y-y	-53.7%	16.7%	-11.1%	29.9%	-23.7%	-23.8%	-7.8%	-5.0%	-18.8%	-14.6%	3.0%
USA	15.3	14.2	18.6	19.5	18.2	21.7	28.6	30.3	67.6	98.8	129.4
% y-y	30.8%	25.7%	35.8%	20.4%	19.0%	52.8%	53.8%	55.4%	27.8%	46.1%	31.0%
** Duty Free Shop	320.2	304.8	332.0	313.5	366.9	355.0	434.6	388.7	1,270.5	1,545.2	1,744.7
% y-y	-23.6%	29.3%	40.1%	48.2%	14.6%	16.5%	30.9%	24.0%	15.1%	21.6%	12.9%
영업이익	235.9	145.8	76.5	23.8	186.6	87.8	107.5	94.0	482.1	475.8	605.0
% y-y	-25.5%	43.5%	-24.3%	-69.1%	-20.9%	-39.8%	40.6%	295.2%	-19.2%	-1.3%	27.1%
% Margin	16.5%	10.9%	6.0%	1.9%	12.9%	6.3%	7.7%	7.0%	9.1%	8.5%	10.1%
Cosmetics	140.5	94.4	46.2	3.1	117.6	76.0	73.9	57.3	284.2	324.8	398.5
% y-y	-34.5%	11.6%	-17.9%	-93.5%	-16.3%	-19.5%	60.0%	1748.3%	-29.5%	14.3%	22.7%
% Margin	18.0%	12.4%	6.6%	0.5%	14.9%	9.8%	9.5%	8.5%	10.0%	10.8%	12.3%
MC&S	16.9	-1.8	2.9	-18.4	11.8	-2.4	9.0	-14.6	-0.4	3.8	6.8
% y-y	-13.3%	적지	-72.6%	적지	-30.2%	적지	210.3%	적지	적전	흑전	78.4%
% Margin	10.5%	-1.5%	2.0%	-19.8%	7.8%	-2.0%	6.0%	-15.3%	-0.1%	0.7%	1.3%
Asia	85.0	53.6	30.1	55.5	53.9	24.1	34.5	55.9	224.2	168.4	218.5
% y-y	-3.0%	66.5%	-42.0%	20.7%	-36.6%	-55.0%	14.6%	0.8%	3.0%	-24.9%	29.7%
% Margin	17.8%	11.7%	7.1%	10.7%	10.8%	5.0%	7.6%	10.1%	12.0%	8.5%	10.2%
Europe	-1.9	-3.5	-3.3	-2.9	-3.0	-3.5	-1.0	-1.2	-11.6	-8.7	-5.1
USA	-1.6	-4.7	-0.6	1.0	-5.0	-0.5	1.3	1.7	-5.9	-2.5	6.4

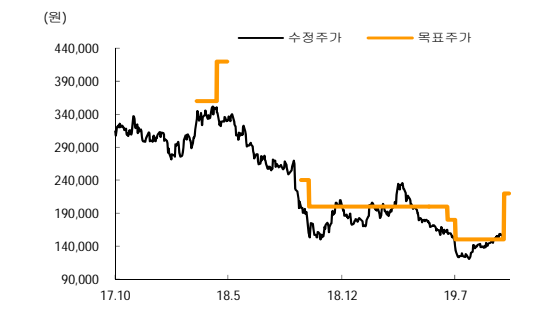
자료: 아모레퍼시픽 SK 증권

아모레퍼시픽 PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M Fwd EPS 기준 예상 순이익 (a)	억원	4,318			
12M Fwd EPS 기준 예상 우선주 배당금 (b)	억원	153			12M Fwd 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
[(a)-(b)] X Target Multiple = (c)	억원 배	4,165	30.9	128,839	글로벌 화장품 3개사 12M Fwd PER을 10% 할인
Shares outstanding ('000) (d)	천주			58,274	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(c)/(d)	원			221,091	
Target Price	원			220,000	Upside +19.6%

자료: Bloomberg, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.31	매수	220,000원	6개월		
2019.10.14	중립	150,000원	6개월	-71.3%	22.67%
2019.08.01	중립	150,000원	6개월	-10.53%	0.00%
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%



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 기관투자자 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 10월 31일 기준)

매수	87.07%	중립	12.93%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,677	1,567	2,540	3,171	3,841
현금및현금성자산	604	736	1,632	2,200	2,800
매출채권및기타채권	369	318	351	376	404
재고자산	375	403	445	477	513
비유동자산	3,698	3,804	3,573	3,386	3,233
장기금융자산	85	111	123	123	123
유형자산	2,613	2,713	2,420	2,182	1,982
무형자산	240	254	273	318	363
자산총계	5,376	5,371	6,113	6,557	7,073
유동부채	1,046	763	1,017	1,075	1,139
단기금융부채	87	71	252	252	252
매입채무 및 기타채무	344	361	399	427	460
단기충당부채	15	11	15	18	21
비유동부채	154	162	450	471	492
장기금융부채	43	45	311	311	311
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	14	19	24	29
부채총계	1,200	925	1,467	1,545	1,631
지배주주지분	4,154	4,422	4,630	5,003	5,441
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
기타자본구성요소	-18	-18	-118	-118	-118
자기주식	-1	-1	-101	-101	-101
이익잉여금	3,457	3,726	4,008	4,356	4,770
비지배주주지분	22	24	17	9	1
자본총계	4,175	4,446	4,647	5,012	5,442
부채외자본총계	5,376	5,371	6,113	6,557	7,073

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	503	637	661	624	667
당기순이익(손실)	398	335	358	422	509
비현금성항목등	482	484	474	420	405
유형자산감가상각비	224	266	282	237	200
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	78	100	133	2	8
운전자본감소(증가)	-124	-28	-10	-11	-14
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-37	37	65	-25	-28
재고자산감소(증가)	4	-77	1	-32	-36
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-32	-20	71	29	32
기타	-60	32	20	17	19
법인세납부	-253	-154	-157	-207	-233
투자활동현금흐름	-387	-402	-71	36	46
금융자산감소(증가)	396	21	7	0	0
유형자산감소(증가)	-767	-404	-112	0	0
무형자산감소(증가)	-42	-50	-45	-45	-45
기타	27	31	80	81	91
재무활동현금흐름	-115	-105	-284	-92	-114
단기금융부채증가(감소)	-49	-15	-6	0	0
장기금융부채증가(감소)	45	0	-77	0	0
자본의증가(감소)	0	0	-100	0	0
배당금의 지급	-109	-88	-81	-80	-102
기타	-3	-2	-20	-11	-11
현금의 증가(감소)	-20	131	897	568	599
기초현금	624	604	736	1,632	2,200
기말현금	604	736	1,632	2,200	2,800
FCF	-222	-78	430	586	629

자료 : 아모레퍼시픽, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,124	5,278	5,597	6,008	6,439
매출원가	1,380	1,435	1,518	1,624	1,734
매출총이익	3,744	3,843	4,079	4,385	4,705
매출총이익률 (%)	73.1	72.8	72.9	73.0	73.1
판매비와관리비	3,148	3,361	3,603	3,780	3,992
영업이익	596	482	476	605	714
영업이익률 (%)	11.6	9.1	8.5	10.1	11.1
비영업손익	-29	-29	41	19	23
순금융비용	-11	-10	-9	-19	-29
외환관련손익	-21	3	4	3	3
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	567	453	517	624	737
세전계속사업이익률 (%)	11.1	8.6	9.2	10.4	11.5
계속사업법인세	169	118	159	202	228
계속사업이익	398	335	358	422	509
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	398	335	358	422	509
순이익률 (%)	7.8	6.3	6.4	7.0	7.9
지배주주	394	332	365	429	516
지배주주귀속 순이익률(%)	7.69	6.29	6.52	7.14	8.01
비지배주주	4	3	-7	-7	-7
총포괄이익	386	358	381	445	532
지배주주	384	356	389	453	540
비지배주주	2	3	-8	-8	-8
EBITDA	820	748	758	842	913

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-9.2	3.0	6.0	7.4	7.2
영업이익	-29.7	-19.2	-1.3	27.1	18.0
세전계속사업이익	-33.8	-20.2	14.0	20.9	18.1
EBITDA	-20.3	-8.8	1.3	11.1	8.4
EPS(계속사업)	-38.4	-15.7	9.8	17.6	20.3
수익성 (%)					
ROE	9.8	7.8	8.1	8.9	9.9
ROA	7.5	6.2	6.2	6.7	7.5
EBITDA마진	16.0	14.2	13.5	14.0	14.2
안정성 (%)					
유동비율	160.3	205.4	249.7	295.1	337.2
부채비율	28.8	20.8	31.6	30.8	30.0
순차입금/자기자본	-12.9	-14.9	-23.9	-33.5	-41.9
EBITDA/이자비용(배)	266.2	320.4	66.2	73.5	79.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,709	4,813	5,284	6,212	7,471
BPS	60,186	64,072	67,083	72,489	78,837
CFPS	8,950	8,669	9,371	9,651	10,366
주당 현금배당금	1,280	1,180	1,170	1,490	1,760
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	63.2	73.0	44.6	37.9	31.5
PER(최저)	42.0	31.2	22.8	19.4	16.1
PBR(최고)	6.0	5.5	3.5	3.3	3.0
PBR(최저)	4.0	2.3	1.8	1.7	1.5
PCR	34.0	24.2	19.6	19.1	17.8
EV/EBITDA(최고)	27.9	29.1	18.6	16.0	14.1
EV/EBITDA(최저)	18.4	12.1	8.8	7.3	6.0