

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

Company Data

자본금	48 십억원
발행주식수	9,599 만주
자사주	627 만주
액면가	500 원
시가총액	4,519 십억원
주요주주	
서경배(외8)	61.96%
자사주	7.53%
외국인지분률	21.00%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(20/05/28)	54,800 원
KOSPI	2028.54 pt
52주 Beta	1.05
52주 최고가	91,600 원
52주 최저가	43,850 원
60일 평균 거래대금	11 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.0%	-10.4%
6개월	-33.3%	-30.3%
12개월	-15.8%	-14.9%

아모레 G (002790/KS | 중립(신규편입) | T.P 62,000 원(신규편입))

코로나 영향 제외해도 쉽지 않은 업황

- 코로나19 영향으로 인한 주요 자회사 판매 부진으로 실적은 지속 악화 국면
- 아모레퍼시픽의 경우 3 분기부터 면세 채널 위주 본격적인 실적 회복이 가능할 전망
- 다만, 오프라인 비중이 큰 이니스프리와 에뛰드는 하반기까지 매출 역성장 지속 전망
- 채널 재정비와 구조조정을 통한 브랜드/채널 포트폴리오의 대대적 변화가 절실한 상황
- 투자의견 Hold 와 목표주가 62,000 원으로 커버리지 재개

코로나 제외하더라도 결코 쉽지 않은 업황

아모레 G 에 대한 투자의견 Hold 와 목표주가는 62,000 원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 목표주가는 12M fwd 예상 순이익에 아모레퍼시픽의 12M Fwd 예상 실적기준 PER 을 10% 할인 적용하여 산출하였다. PER 할인은 아모레퍼시픽 대비 국내 오프라인 채널 노출도가 더 커 실적 개선의 가시화 시점이 보다 늦어질 수 있다는 점을 감안하였다. 아모레 G 는 1Q20 매출액 1.28 조원(YoY -22%), 영업이익 678 억원(YoY -67%)을 기록하였는데, 아모레퍼시픽의 실적 부진과 더불어 이니스프리와 에뛰드 역시 로드샵 중심의 점포 매출 및 면세점 매출 하락을 면치 못하고 있다. 이니스프리와 에뛰드의 경우, 향후 1) 부진 점포 구조 조정, 2) MBS 채널 입점 및 3) 디지털 채널 판매 확대를 통해 수익성을 개선시킬 것으로 보인다. 다만, 국내 중저가 브랜드 경쟁 심화와 오프라인 판매 시장 위축이라는 쉽지 않은 업황 속에서 코로나 19 영향까지 더해지며 두 브랜드는 모두 하반기까지 매출 역성장 감(및 적자 지속)이 불가피할 전망이다.

업황 회복과 함께 구조적 채널 재정비 이뤄질 경우, 유의미한 실적 개선 기대

이니스프리와 에뛰드의 1 분기 온라인 성장률은 각각 YoY +50% 이상으로 고무적이었으나, 두 브랜드 모두 아직까지 오프라인 비중이 절대적이기 때문에 당분간은 외형 성장에 어려움이 있다. 아모레 G 의 실적 개선을 기대하기 위해서는 결국 이익 비중의 90%를 차지하는 아모레퍼시픽의 실적 회복이 선행되어야 한다. 하지만, 2 분기도 코로나 영향권으로 아모레퍼시픽의 2 분기 면세 판매는 1 분기보다 축소될 것으로 보이며, 중국 현지의 경우, 6.18 행사를 앞두고 폭발적 소비 증가에 대비한 브랜드 업체들의 마케팅 경쟁도 심화될 전망이다. 동사는 중저가 브랜드 비중이 커 추가적인 MS 훼손에 대한 리스크가 있고, 경쟁 심화에 따른 마케팅 비용 부담도 존재하는 만큼 당분간 주가의 상승 여력은 제한적이라고 판단한다. 향후 업황 회복과 함께 비효율 점포 정리, 인력 재정비를 통한 채널 효율화가 선행되어야 유의미한 실적 개선과 함께 주가도 회복될 수 있을 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	십억원	6,029	6,078	6,284	5,896	6,922	7,477
yoy	%	-10.0	0.8	3.4	-6.2	17.4	8.0
영업이익	십억원	731	549	498	355	638	723
yoy	%	-32.5	-24.9	-9.3	-28.7	79.7	13.2
EBITDA	십억원	1,000	860	1,077	927	1,058	1,030
세전이익	십억원	698	535	431	371	636	738
순이익(지배주주)	십억원	203	142	134	210	283	388
영업이익률%	%	12.1	9.0	7.9	6.0	9.2	9.7
EBITDA%	%	16.6	14.2	17.1	15.7	15.3	13.8
순이익률	%	8.1	6.2	4.5	5.9	8.4	9.2
EPS(계속사업)	원	2,279	1,600	1,498	2,187	2,944	4,043
PER	배	61.7	45.3	55.2	25.1	18.6	13.6
PBR	배	4.2	2.1	2.4	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	13.8	9.3	8.9	7.0	5.5	5.1
ROE	%	7.0	4.7	4.1	6.2	7.9	10.0
순차입금	십억원	-1,183	-1,359	-1,010	-1,601	-2,519	-3,402
부채비율	%	23.7	18.3	27.8	28.4	27.6	26.7

아모레 G 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
Sales	매출액	1,642.5	1,568.9	1,570.4	1,502.4	1,279.4	1,437.8	1,578.2	1,600.4	6,284.2	5,895.8	6,921.9
	y-y %	-1.3	1.0	7.4	7.5	-22.1	-8.4	0.5	6.5	3.4	-6.2	17.4
	화장품	1,719.5	1,656.9	1,629.4	1,547.4	1,329.4	1,493.2	1,634.1	1,638.7	6,553.2	6,095.4	7,129.2
	아모레퍼시픽	1,451.3	1,393.1	1,402.0	1,333.7	1,130.9	1,274.2	1,428.8	1,439.0	5,580.1	5,272.8	6,264.6
	이니스프리	154.6	147.6	130.1	119.5	107.4	115.9	109.9	107.4	551.8	440.6	465.0
	에뛰드	50.1	45.6	39.9	44.3	34.6	36.9	35.9	39.9	179.9	147.3	147.7
	AMOS, ESPOIR, AESTURA	63.4	70.6	57.4	49.9	56.5	66.3	59.5	52.4	241.3	234.7	251.9
	비화장품	40.0	45.8	41.1	60.1	47.2	49.1	44.0	62.5	187.0	202.8	212.0
	y-y %	-0.4	2.1	6.9	6.8	-22.7	-9.9	0.3	5.9	3.7	-7.0	17.0
	아모레퍼시픽	1.4	3.7	9.7	9.0	-22.1	-8.5	1.9	7.9	5.7	-5.5	18.8
	이니스프리	-5.0	-7.5	-10.5	-8.9	-30.5	-21.5	-15.5	-10.1	-7.9	-20.1	5.5
	에뛰드	-22.7	-20.3	-16.0	-9.2	-31.0	-19.1	-10.0	-10.0	-17.6	-18.1	0.3
	AMOS, ESPOIR, AESTURA	-5.2	13.0	11.1	11.0	-5.4	-1.8	4.7	5.2	6.5	-2.8	7.4
비화장품	-3.6	11.7	6.7	42.3	17.9	7.3	6.9	4.1	14.5	8.4	4.5	
OP	영업이익	204.7	110.4	120.5	62.6	67.8	68.8	119.4	99.1	498.2	355.1	638.4
	y-y %	-26.4	-35.2	42.3	284.0	-66.9	-37.7	-0.9	58.4	-9.3	-28.7	79.8
	OPM	12.5	7.0	7.7	4.2	5.3	4.8	7.6	6.2	7.9	6.0	9.2
	화장품	210.3	113.1	112.3	59.7	70.9	67.3	118.2	97.2	495.4	353.6	633.4
	아모레퍼시픽	186.6	87.8	107.5	45.9	60.9	53.8	109.1	84.2	427.8	308.1	572.5
	이니스프리	21.1	19.2	7.9	14.4	5.1	8.1	6.1	11.3	62.6	30.6	44.5
	에뛰드	-5.8	-3.2	-7.9	-1.7	-2.9	-4.6	-3.6	-1.5	-18.6	-12.5	-14.2
	AMOS, ESPOIR, AESTURA	8.4	9.3	4.8	1.1	7.8	10.0	6.5	3.2	23.6	27.5	30.6
	비화장품	1.7	3.1	1.5	0.6	-3.0	1.6	1.4	2.1	6.9	2.0	5.9
	OPM %	12.2	6.8	6.9	3.9	5.3	4.5	7.2	5.9	7.6	5.8	8.9
	아모레퍼시픽	12.9	6.3	7.7	3.4	5.4	4.2	7.6	5.9	7.7	5.8	9.1
	이니스프리	13.6	13.0	6.1	12.1	4.7	7.0	5.6	10.5	11.3	6.9	9.6
	에뛰드	-11.6	-7.0	-19.8	-3.8	-8.4	-12.4	-10.0	-3.6	-10.3	-8.5	-9.6
AMOS, ESPOIR, AESTURA	13.2	13.2	8.4	2.2	13.8	15.0	11.0	6.1	9.8	11.7	12.1	
비화장품	4.2	6.8	3.6	1.0	-6.4	3.2	3.2	3.3	3.7	1.0	2.8	

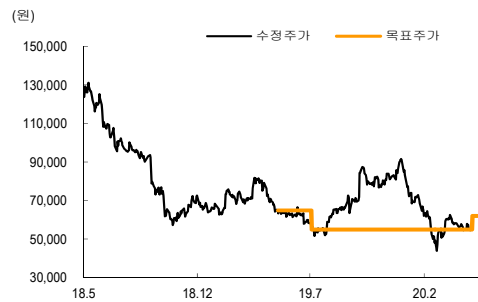
자료: 아모레 G, SK 증권

아모레 G PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
12M Fwd 예상 순이익 (a)	억원	1,533			12M Fwd 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
12M Fwd 예상 우선주 배당금 (b)	억원	83.6			
(a)-(b) X Target Multiple = (c)	억원	1,450	32.5	47,125	아모레퍼시픽 12M Fwd 예상실적 기준 PER 10% 할인
Shares outstanding ('000) (d)	천주			76,249	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(d)/(b)	원			61,804	
Target Price	원			62,000	Upside +13.1%

자료: 아모레 G, Bloomberg, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.05.29	중립	62,000원	6개월		
2019.05.01	중립	55,000원	6개월	22.67%	66.93%
2019.07.17	중립	65,000원	6개월	-4.44%	2.46%
2019.05.30	중립	65,000원	6개월	-2.72%	2.46%
2018.05.30	담당자 변경				



Compliance Notice

- 작성자(전영환)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 (2020년 5월 29일 기준)

매수	86.01%	중립	13.99%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,490	2,906	3,538	4,542	5,525
현금및현금성자산	1,297	1,417	1,881	2,799	3,682
매출채권및기타채권	338	406	433	467	506
재고자산	498	525	559	603	653
비유동자산	4,898	5,375	4,916	4,572	4,350
장기금융자산	141	223	215	215	215
유형자산	3,322	3,200	2,649	2,229	1,921
무형자산	774	739	766	802	838
자산총계	7,387	8,281	8,454	9,114	9,875
유동부채	898	1,226	1,295	1,359	1,435
단기금융부채	169	450	468	468	468
매입채무 및 기타채무	365	410	436	470	510
단기충당부채	12	15	16	17	19
비유동부채	247	575	577	611	646
장기금융부채	45	364	321	321	321
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	15	21	29	36	43
부채총계	1,145	1,801	1,871	1,971	2,081
지배주주지분	3,119	3,367	3,442	3,705	4,057
자본금	44	48	48	48	48
자본잉여금	696	882	780	780	780
기타자본구성요소	-146	-196	-196	-196	-196
자기주식	-140	-190	0	0	0
이익잉여금	2,546	2,648	2,826	3,090	3,443
비지배주주지분	3,124	3,113	3,141	3,439	3,737
자본총계	6,242	6,480	6,583	7,143	7,794
부채외자본총계	7,387	8,281	8,454	9,114	9,875

현금흐름표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	711	832	923	913	876
당기순이익(손실)	376	282	348	580	686
비현금성항목등	583	922	637	478	344
유형자산감가상각비	311	579	572	420	308
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	121	191	55	24	24
운전자본감소(증가)	-61	-215	-31	-75	-89
매출채권및기타채권의 감소(증가)	54	-91	-35	-34	-39
재고자산감소(증가)	-95	-81	-29	-44	-51
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-15	18	210	34	40
기타	-4	-60	-178	-32	-38
법인세납부	-187	-158	-30	-70	-66
투자활동현금흐름	-516	-408	-200	59	77
금융자산감소(증가)	-71	-146	-100	0	0
유형자산감소(증가)	-435	-259	-70	0	0
무형자산감소(증가)	-54	-36	-36	-36	-36
기타	43	32	6	95	113
재무활동현금흐름	-107	-314	-271	-54	-69
단기금융부채증가(감소)	-10	-10	3	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	-178	-64	0	0
자본의증가(감소)	0	184	0	0	0
배당금의 지급	-92	-101	0	-19	-34
기타	-5	-153	-211	-35	-35
현금의 증가(감소)	90	120	463	918	883
기초현금	1,208	1,297	1,417	1,881	2,799
기말현금	1,297	1,417	1,881	2,799	3,682
FCF	-54	12	753	902	859

자료 : 아모레G, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	6,078	6,284	5,896	6,922	7,477
매출원가	1,619	1,642	1,528	1,770	1,897
매출총이익	4,459	4,642	4,368	5,152	5,580
매출총이익률 (%)	73.4	73.9	74.1	74.4	74.6
판매비와관리비	3,910	4,144	4,012	4,513	4,857
영업이익	549	498	355	638	723
영업이익률 (%)	9.0	7.9	6.0	9.2	9.7
비영업손익	-15	-67	16	-3	15
순금융비용	-23	3	6	-11	-28
외환관련손익	6	6	10	10	10
관계기업투자등 관련손익	1	1	0	0	0
세전계속사업이익	535	431	371	636	738
세전계속사업이익률 (%)	8.8	6.9	6.3	9.2	9.9
계속사업법인세	159	149	24	55	52
계속사업이익	376	282	348	580	686
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	376	282	348	580	686
순이익률 (%)	6.2	4.5	5.9	8.4	9.2
지배주주	142	134	210	283	388
지배주주귀속 순이익률(%)	2.34	2.13	3.56	4.08	5.19
비지배주주	234	149	138	298	298
총포괄이익	402	287	347	579	685
지배주주	151	134	209	281	387
비지배주주	250	153	138	298	298
EBITDA	860	1,077	927	1,058	1,030

주요투자지표

월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	0.8	3.4	-6.2	17.4	8.0
영업이익	-24.9	-9.3	-28.7	79.7	13.2
세전계속사업이익	-23.4	-19.4	-13.9	71.2	16.0
EBITDA	-13.9	25.1	-13.9	14.1	-2.6
EPS(계속사업)	-29.8	-6.4	46.0	34.6	37.3
수익성 (%)					
ROE	4.7	4.1	6.2	7.9	10.0
ROA	5.1	3.6	4.2	6.6	7.2
EBITDA마진	14.2	17.1	15.7	15.3	13.8
안정성 (%)					
유동비율	277.4	237.1	273.3	334.1	385.0
부채비율	18.3	27.8	28.4	27.6	26.7
순차입금/자기자본	-21.8	-15.6	-24.3	-35.3	-43.7
EBITDA/이자비용(배)	188.8	40.8	26.7	30.4	29.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,600	1,498	2,187	2,944	4,043
BPS	35,082	35,078	35,861	38,594	42,265
CFPS	5,098	7,980	8,148	7,315	7,247
주당 현금배당금	310	300	210	380	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	97.6	58.3	41.9	31.1	22.7
PER(최저)	35.8	34.4	20.1	14.9	10.9
PBR(최고)	4.5	2.5	2.6	2.4	2.2
PBR(최저)	1.6	1.5	1.2	1.1	1.0
PCR	14.2	10.4	6.7	7.5	7.6
EV/EBITDA(최고)	17.5	8.9	10.5	8.7	8.3
EV/EBITDA(최저)	7.8	6.1	5.9	4.6	4.2