SK COMPANY Analysis

SK securities

아모레퍼시픽 (090430/KS | 중립(하향) | T.P 320,000 원(하향))

[2Q17 Review] 생각보다 더 컸던 중국 익스포저

- 2Q17 매출액 1 조 2,050 억원(y-y -16.5%), 영업이익 1,016 억원(y-y -57.8%) 시현
- 영업이익 당사 추정치 1,334 억원, 컨센서스 1,447 억원을 큰 폭으로 하회
- 국내 이커머스를 제외한 전 채널 부진, 중국 성장세 둔화, 북미&유럽 일회성 비용 발생
- 국내는 2Q17 의 추세 지속, 중국은 매출 성장률 회복 추세
- 투자의견 Hold, 목표주가 기존 34 만원에서 32 만원으로 하향

Analyst
서영화
donaldseo@sk.com
02-3773-9182

Company Data	
자본금	35 십억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	4 만주
액면가	500 원
시가총액	16,602 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외 4)	47.56%
국민연금공단	7.08%
외국인지분률	38.20%
배당수익률	0.60%

Stock Data	
주가(17/07/26)	284,000 원
KOSPI	2434.51 pt
52주 Beta	1.00
52주 최고가	406,000 원
52주 최저가	251,500 원
60일 평균 거래대금	58 십억원

주가 및 상대수익률

주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.1%	-9.8%
6개월	-10.8%	-23.7%
12개월	-30.1%	-41.8%

[2Q17 Review] 생각보다 더 컸던 중국 익스포저

2Q17 매출액 1 조 2,050 억원(y-y -16.5%), 영업이익 1,016 억원(y-y -57.8%)로 당사 영업이익 추정치 1,334 억원과 컨센서스 1,447 억원을 큰 폭으로 하회하는 부진한 실적을 기록하였다. 국내: 면세점 y-y -39.6% 역신장하며, 전체 수익성을 악화시켰다. 아리따움 또한 y-y -30% 수준의 역성장을 기록하며, 고정비 부담이 가중되었다. 이외 백화점이 y-y -10%에 가까운 역성장을 기록하였으며, 방판 또한 y-y -5% 수준의 역신장을 기록한 것으로 추정된다. 국내는 현재 2Q17 의 추세가 지속되고 있다. 중국: RMB 기준 y-y +12%, 원화 기준 y-y +4%의 매출 성장을 기록하였다. 3 월 3~4 주 매출액 역신장 하였으나, 4 월 〈 5 월 〈 6 월 매출 성장세가 회복되었다. 설화수, 이니스프리, 에뛰드는 6 월 y-y +20% 수준까지 매출 성장세를 회복하였으며, 3 분기 중국은 RMB 기준 y-y +20% 이상의 매출 성장을 추정한다. 아시아: 중국 다음으로 매출 비중이 높은 홍콩이 y-y -20% 이상 매출 역신장 하였으며, 수익성까지 큰 폭으로 악화되었다. 홍콩을 제외한 지역의 매출액은 y-y +20% 매출 성장한 것으로 추정된다. 북미 & 유럽: 북미는 라네즈 타겟 철수에 따른 재고비용 반영되었으며, 유럽은 롤리타 렘피카 브랜드 라이선스 종료에 따른 비용 반영으로 영업적자 전환하였다.

투자의견 Hold, 목표주가 기존 34 만원에서 32 만원으로 하향

중국 현지 매출 성장세가 회복되고 있으며, 북미, 유럽의 개별 이슈에 따른 추가적인 비용 반영은 없을 전망이다. 이외 국내는 2Q17 의 부진한 추세가 지속되고 있다. 국내 부진을 감안하여 연간 실적 추정치 하향 조정하였으며 이에 따라 목표주가 역시 기존 34 만원에서 32 만원으로 하향한다. 주가 상승여력 감안하여 투자의견은 Hold 로 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	3,874	4,767	5,645	5,393	6,522	7,335
yoy	%	25.0	23.0	18.4	-4.5	20.9	12.5
영업이익	십억원	564	773	848	663	944	1,081
yoy	%	52.4	37.1	9.7	-21.9	42.4	14.6
EBITDA	십억원	700	920	1,029	963	1,271	1,422
세전이익	십억원	530	778	857	659	950	1,094
순이익(지배주주)	십억원	379	578	639	492	711	820
영업이익률%	%	14.6	16.2	15.0	12.3	14.5	14.7
EBITDA%	%	18.1	19.3	18.2	17.9	19.5	19.4
순이익률	%	9.9	12.3	11.4	9.2	11.0	11.2
EPS	원	5,493	8,368	9,262	7,133	10,307	11,882
PER	배	40.4	49.5	34.7	39.8	27.6	23.9
PBR	배	5.4	8.6	5.7	4.6	4.1	3.6
EV/EBITDA	배	19.6	28.2	19.5	18.1	13.4	11.5
ROE	%	14.0	18.6	17.7	12.1	15.7	15.9
순차입금	십억원	-456	-763	-941	-1,149	-1,591	-2,212
부채비율	%	33.9	31.8	33.0	28.1	28.7	28.6

Analyst 서영화 donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

아모레퍼시픽 부문별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,485.1	1,443.4	1,400.9	1,316.0	1,569.0	1,205.0	1,279.9	1,339.1	5,645.4	5,393.0	6,521.5
% y-y	23%	21%	23%	7%	6%	-17%	-9%	2%	18%	-4%	21%
Cosmetics											
% y-y	943.9	927.3	867.4	784.4	941.3	694.7	697.7	722.0	3,523.1	3,055.6	3,814.2
MC&S	19%	15%	28%	0%	0%	-25%	-20%	-8%	15%	-13%	25%
% y-y	141.5	111.5	139.6	84.9	163.1	110.9	139.6	87.9	477.5	501.5	523.3
Asia	2%	0%	-6%	-9%	15%	-1%	0%	3%	-3%	5%	4%
% y-y	378.7	387.9	376.2	432.7	448.8	391.9	437.3	526.1	1,575.5	1,804.0	2,170.2
Europe	50%	49%	29%	27%	19%	1%	16%	22%	38%	15%	20%
% y-y	15.4	16.6	15.3	20.8	16.4	5.4	5.4	7.3	68.1	34.4	23.9
USA	-7%	11%	-7%	19%	6%	-67%	-65%	-65%	4%	-49%	-31%
% y-y	13.9	12.8	15.5	11.1	11.7	11.3	13.2	11.7	53.3	47.8	55.0
** Duty Free Shop	24%	25%	17%	-20%	-16%	-12%	-15%	5%	10%	-10%	15%
% y-y											
	377.0	390.2	363.7	368.4	419.0	235.8	254.6	331.6	1,499.3	1,241.0	1,874.1
영업이익	57%	40%	76%	7%	11%	-40%	-30%	-10%	40%	-17%	51%
% y-y											
% Margin	337.8	240.6	167.5	102.2	316.8	101.6	138.8	105.6	848.1	657.5	943.7
Cosmetics	22%	16%	3%	-17%	-6%	-58%	-17%	3%	10%	-22%	44%
% y-y	23%	17%	12%	8%	20%	8%	11%	8%	15%	12%	14%
% Margin											
MC&S	247.9	194.3	148.3	84.3	214.5	84.6	97.7	77.3	674.8	474.0	656.2
% y-y	23%	13%	38%	-26%	-13%	-56%	-34%	-8%	13%	-30%	38%
% Margin	26%	21%	17%	11%	23%	12%	14%	11%	19%	16%	17%
Asia	20.3	5.3	(11.7)	(11.1)	19.5	(2.0)	7.0	(6.2)	2.8	18.3	32.1
% y-y	-5%	-46%	적전	적지	-4%	적전	흑전	적지	-94%	555%	75%
% Margin	14%	5%	-8%	-13%	12%	-2%	5%	-7%	1%	4%	6%
Europe	77.6	49.7	45.1	37.0	87.6	32.2	44.0	43.9	209.4	207.7	284.0
USA	1.6	(1.8)	3.7	(2.7)	(0.7)	(3.4)	(0.4)	0.1	0.8	(4.4)	1.1

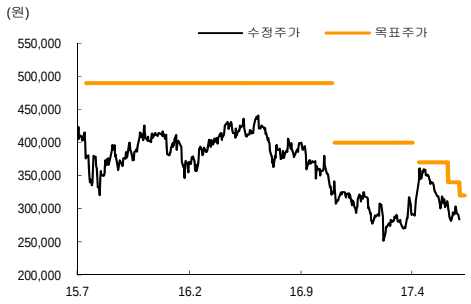
자료 : 아모레퍼시픽, SK 증권

아모레퍼시픽 PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018 년 예상 순이익 (a)	억원	7,113			
2018 년 예상 우선주 배당금 (b)	억원	197			2018 년 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
(a)-(b) X Target Multiple = (c)	억원	6,916	26.7	184,661	글로벌 화장품 3 개사 2018 년 예상실적 기준 PER 10% 할인
Shares outstanding ('000) (d)	천주			58,426	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(d)/(b)	원			316,060	
Target Price	원			320,000	

자료: Bloomberg, SK 증권 주: 글로벌피어 3 개사 18 년 예상실적 기준 PER 에스티로더 26.1X, 로레알 24.5X, 시세이도 38.2X

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.07.27	중립	320,000원
	2017.07.05	매수	340,000원
	2017.05.10	매수	370,000원
	2017.05.01	담당자 변경	
	2017.02.03	매수	400,000원
	2016.11.30	매수	400,000원
	2016.11.28	담당자 변경	
	2016.08.01	매수	490,000원
	2016.06.07	매수	490,000원
	2016.05.03	매수	490,000원
	2016.02.03	매수	490,000원
	2015.11.02	매수	490,000원
	2015.08.13	매수	490,000원



Compliance Notice

- 작성자(서영화)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 3 자에게 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 (2017 년 7 월 27 일 기준)

매수	92.99%	중립	7.01%	매도	0%

Analyst **서영화** donaldseo@sk.com / 02-3773-9182

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,833	2,116	2,244	2,811	3,551
현금및현금성자산	687	624	863	1,265	1,887
매출채권및기타채권	317	340	325	393	442
재고자산	324	410	392	473	533
비유동자산	2,610	3,065	3,206	3,442	3,563
장기금융자산	49	54	23	23	23
유형자산	1,871	2,359	2,503	2,676	2,735
무형자산	212	228	258	298	338
자산총계	4,443	5,182	5,450	6,253	7,114
유동부채	872	1,171	1,085	1,250	1,398
단기금융부채	118	145	104	64	64
매입채무 및 기타채무	383	481	460	556	625
단기충당부채	7	20	19	23	26
비유동부채	199	114	110	145	185
장기금융부채	51	3	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	4	4	5	5
부채총계	1,071	1,285	1,195	1,396	1,583
지배주주지분	3,346	3,879	4,236	4,836	5,508
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720	720
기타자본구성요소	-18	-18	-18	-18	-18
자기주식	-1	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	2,623	3,159	3,541	4,167	4,866
비지배주주지분	27	18	20	21	23
자본총계	3,372	3,897	4,255	4,857	5,531
부채와자본총계	4,443	5,182	5,450	6,253	7,114

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,767	5,645	5,393	6,522	7,335
매출원가	1,169	1,425	1,383	1,654	1,853
매출총이익	3,597	4,221	4,010	4,868	5,482
매출총이익률 (%)	75.5	74.8	74.4	74.6	74.7
판매비와관리비	2,824	3,373	3,348	3,924	4,401
영업이익	773	848	663	944	1,081
영업이익률 (%)	16.2	15.0	12.3	14.5	14.7
비영업손익	5	8	-4	6	13
순금융비용	-13	-13	-13	-16	-23
외환관련손익	-5	-3	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	778	857	659	950	1,094
세전계속사업이익률 (%)	16.3	15.2	12.2	14.6	14.9
계속사업법인세	194	211	163	235	271
계속사업이익	585	646	496	715	823
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	585	646	496	715	823
순이익률 (%)	12.3	11.4	9.2	11.0	11.2
지배주주	578	639	492	711	820
지배주주귀속 순이익률(%)	12.12	11.32	9.13	10.91	11.18
비지배주주	7	6	3	3	3
총포괄이익	556	632	468	687	796
지배주주	548	626	466	685	794
비지배주주	8	7	2	2	2
EBITDA	920	1,029	963	1,271	1,422

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	617	664	839	1,051	1,160
당기순이익(손실)	585	646	496	715	823
비현금성항목등	371	409	498	557	598
유형자산감가상각비	147	181	300	328	341
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	22	21	119	10	10
운전자본감소(증가)	-167	-163	-8	15	9
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-92	-11	32	-68	-49
재고자산감소(증가)	-19	-86	-7	-82	-59
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	6	138	96	69
기타	-58	-73	-170	69	48
법인세납부	-171	-227	-146	-235	-271
투자활동현금흐름	-203	-593	-547	-521	-415
금융자산감소(증가)	50	-215	72	0	0
유형자산감소(증가)	-214	-494	-600	-500	-400
무형자산감소(증가)	-61	-40	-40	-40	-40
기타	21	156	21	19	25
재무활동현금흐름	-72	-137	-34	-128	-123
단기금융부채증가(감소)	-7	-5	-30	-40	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-63	-95	-109	-85	-121
기타	-3	-38	-4	-3	-2
현금의 증가(감소)	345	-63	240	402	621
기초현금	343	687	624	863	1,265
기말현금	687	624	863	1,265	1,887
FCF	452	423	156	512	723

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	23.0	18.4	-4.5	20.9	12.5
영업이익	37.1	9.7	-21.9	42.4	14.6
세전계속사업이익	46.8	10.1	-23.1	44.2	15.2
EBITDA	31.4	11.9	-6.5	32.1	11.8
EPS(계속사업)	52.3	10.7	-23.0	44.5	15.3
수익성 (%)					
ROE	18.6	17.7	12.1	15.7	15.9
ROA	14.1	13.4	9.3	12.2	12.3
EBITDA마진	19.3	18.2	17.9	19.5	19.4
안정성 (%)					
유동비율	210.3	180.7	206.8	224.8	254.0
부채비율	31.8	33.0	28.1	28.7	28.6
순차입금/자기자본	-22.6	-24.2	-27.0	-32.8	-40.0
EBITDA/이자비용(배)	299.9	264.0	265.0	495.2	897.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,368	9,262	7,133	10,307	11,882
BPS	48,475	56,202	61,373	70,065	79,808
CFPS	10,496	11,888	11,475	15,052	16,815
주당 현금배당금	1,350	1,580	1,235	1,758	2,014
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	53.2	47.6	50.6	35.0	30.4
PER(최저)	25.6	33.2	35.3	24.4	21.2
PBR(최고)	9.2	7.9	5.9	5.2	4.5
PBR(최저)	4.4	5.5	4.1	3.6	3.2
PCR	39.5	27.0	24.8	18.9	16.9
EV/EBITDA(최고)	30.0	26.7	23.1	17.2	14.9
EV/EBITDA(최저)	14.1	18.5	15.7	11.6	9.9

자료 : 아모레퍼시픽, SK증권 추정