

# SK COMPANY Analysis



Analyst

서영화

donaldseo@sk.com

02-3773-9182

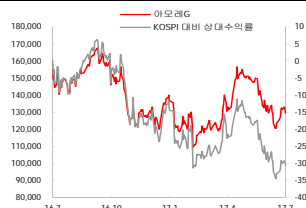
## Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,246 만주
자사주	599 만주
액면가	500 원
시가총액	10,678 십억원
주요주주	
서경배(외7)	61.95%
아모레G 자사주	6.08%
외국인지분률	20.80%
배당수익률	0.40%

## Stock Data

주가(17/07/26)	129,500 원
KOSPI	2434.51 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	167,500 원
52주 최저가	109,500 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.8%	-2.6%
6개월	-5.1%	-18.8%
12개월	-16.7%	-30.6%

## 아모레 G (002790/KS | 중립(유지) | T.P 135,000 원(하향))

### [2Q17 Review] 생각보다 컸던 국내 로드샵 부진의 폭

- 2Q17 영업이익 1,304 억원(y-y -57.9%), 지배주주순이익 456 억원(y-y -58.3%)시현
- 영업이익 당사 추정치 1,304 억원, 컨센서스 2,091 억원을 큰 폭으로 하회
- 지배주주순이익 당사 추정치 589 억원, 컨센서스 625 억원을 큰 폭으로 하회
- 자회사 부진, 국내 로드샵 부진에 따른 자체 브랜드 실적 악화, 생산법인 가동률 하락
- 단기 부진이 지속될 수 밖에 없는 상황. 목표주가 14.5 만원에서 13.5 만원으로 하향

### [2Q17 Review] 생각보다 컸던 국내 로드샵 부진의 폭

2Q17 매출액 1 조 4,130 억원(y-y -17.8%), 영업이익 1,304 억원(y-y -57.9%), 지배주주순이익 456 억원(y-y -58.3%)을 시현하였다. 이는 당사 추정 영업이익 1,872 억원, 지배주주순이익 589 억원을 하회하는 실적이며, 영업이익 컨센서스 2,091 억원, 지배주주순이익 625 억원에도 큰 폭으로 미달하는 수치이다. 1)자회사 아모레퍼시픽의 부진, 2) 국내 로드샵 채널 부진에 따른 자체 브랜드들의 실적 악화 그리고 3)생산법인들의 가동률 하락에 따른 수익성 악화가 실적 부진의 주요 원인이다. 2Q17 이니스프리와 에뛰드는 중국인 인바운드 관광객 감소에 따른 주요 상권에서의 매출 감소 영향으로 각각 매출액 y-y -28.1%, -30.7% 감소하였다. 고정비 부담이 큰 직영점에서의 매출 감소가 두드러져 수익성도 크게 악화되었다.

### 2Q17의 부진이 지속되고 있는 상황

중국 현지 이니스프리, 에뛰드 매출 성장세 회복에 따른 로열티 수익 및 상품 판매 매출 증가를 기대해 볼 수 있으나, 여전히 국내 채널에서의 매출 회복을 기대하기는 힘든 상황이다. 이외 생산법인들 역시 자회사의 부진에 따른 가동률 하락이 지속되고 있다. 대외적인 변화가 없다면, 2Q17의 부진이 당분간 지속될 수 밖에 없는 상황이다.

### 목표주가 기존 145,000 원에서 135,000 원으로 하향

생각보다 컸던 국내 부문 부진의 폭을 감안하여 연간 실적 추정치 하향 조정하였으며, 이에 따라 목표주가를 기존 145,000 원에서 135,000 원으로 하향한다. 목표주가는 글로벌 화장품 3사의 18년 예상 실적기준 평균 PER 을 10% 할인 적용하여 산출하였다. 주가 상승여력 감안하여 투자의견은 Hold 를 유지한다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	4,712	5,661	6,698	6,348	7,857	8,851
yoy	%	21.0	20.2	18.3	-5.2	23.8	12.7
영업이익	십억원	659	914	1,083	813	1,279	1,483
yoy	%	40.3	38.6	18.5	-24.9	57.3	16.0
EBITDA	십억원	833	1,103	1,304	1,168	1,667	1,882
세전이익	십억원	682	922	1,088	817	1,311	1,528
순이익(지배주주)	십억원	222	260	342	249	391	479
영업이익률%	%	14.0	16.1	16.2	12.8	16.3	16.8
EBITDA%	%	17.7	19.5	19.5	18.4	21.2	21.3
순이익률	%	10.6	11.9	12.1	9.6	12.4	12.9
EPS	원	2,501	2,929	3,851	2,804	4,399	5,385
PER	배	39.9	50.5	34.5	46.2	29.4	24.1
PBR	배	3.8	5.2	4.2	3.8	3.4	3.0
EV/EBITDA	배	11.2	12.2	9.6	10.4	7.1	6.1
ROE	%	10.0	10.7	12.8	8.5	12.1	13.1
순차입금	십억원	-1,003	-1,345	-1,600	-1,930	-2,703	-3,746
부채비율	%	27.2	25.8	27.3	23.4	23.1	22.3

## 아모레 G PER Valuation

(억원 배, 천주, 원)

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018 년 예상 지배주주 순이익 (a)	억원	3,911			
2018 년 예상 우선주 배당금 (b)	억원	34.2			2018 년 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
(a)-(b) X Target Multiple = (c)	억원	3,877	26.7	103,510	글로벌 화장품 3 개사 2018 년 예상실적 기준 PER 10% 할인
Shares outstanding ('000) (d)	천주			76,908	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(d)/(b)	원			134,588	
Target Price	원			135,000	

자료: Bloomberg, SK 증권

## 아모레 G 부문별 실적 추정

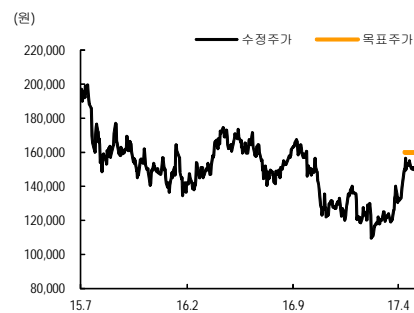
(단위: 십억원 %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E
매출액	1,759.3	1,719.7	1,654.3	1,564.3	1,855.4	1,413.0	1,500.5	1,579.6	6,697.6	6,348.5	7,856.8
y-y %	21.8	21.7	22.9	7.3	5.5	-17.8	-9.3	1.0	18.3	-5.2	23.8
화장품	1,807.6	1,802.8	1,708.3	1,631.6	1,914.6	1,482.4	1,538.3	1,619.6	6,950.3	6,555.0	8,193.0
아모레퍼시픽	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
이니스프리	186.6	213.6	176.9	190.8	198.4	153.5	141.5	162.2	767.9	655.6	998.2
에뛰드	81.4	84.5	75.7	75.0	81.3	58.6	58.3	63.8	316.6	261.9	395.8
AMOS, ESPOIR, AESTURA	54.6	61.3	54.8	49.8	65.9	65.3	58.7	54.6	220.5	244.4	277.5
비화장품	47.7	46.2	42.3	47.4	44.5	33.4	36.3	43.9	183.6	158.0	181.2
y-y % 화장품	23.7	23.7	23.5	8.6	5.9	-17.8	-9.9	-0.7	19.8	-5.7	25.0
아모레퍼시픽	23.3	20.8	22.8	7.4	5.6	-16.5	-8.6	1.8	18.4	-4.5	20.9
이니스프리	30.8	45.8	29.2	14.8	6.3	-28.1	-20.0	-15.0	29.7	-14.6	52.3
에뛰드	13.7	31.2	34.1	14.7	-0.1	-30.7	-23.0	-15.0	22.8	-17.3	51.1
AMOS, ESPOIR, AESTURA	28.5	19.7	13.5	11.4	20.8	6.5	7.1	9.6	18.1	10.9	13.5
비화장품	8.6	12.7	20.9	13.5	-6.6	-27.7	-14.3	-7.5	13.6	-13.9	14.6
영업이익	419.2	309.7	219.7	134.4	378.5	130.4	168.3	136.0	1,083.0	813.2	1,278.8
y-y %	30.7	27.1	16.8	-16.5	-9.7	-57.9	-23.4	1.2	18.5	-24.9	57.2
OPM	23.8	18.0	13.3	8.6	20.4	9.2	11.2	8.6	16.2	12.8	16.3
화장품	408.3	323.3	216.1	143.7	380.9	129.5	166.2	134.2	1,091.4	810.7	1,245.0
아모레퍼시픽	337.8	240.6	167.5	102.2	316.8	101.6	138.8	105.6	848.1	662.8	943.7
이니스프리	51.9	62.8	37.2	44.6	46.3	22.2	21.2	29.2	196.5	118.9	244.8
에뛰드	12.3	12.1	6.9	-1.8	8.8	-0.5	1.2	-0.6	29.5	8.8	30.9
AMOS, ESPOIR, AESTURA	6.2	7.8	4.5	-1.3	9.0	6.2	5.0	-0.0	17.2	20.2	25.7
비화장품	5.9	4.0	1.8	-2.6	-3.2	-0.3	-0.4	-0.1	9.1	-4.0	14.9
OPM 화장품	22.6	17.9	12.7	8.8	19.9	8.7	10.8	8.3	15.7	12.4	15.2
아모레퍼시픽	22.7	16.7	12.0	7.8	20.2	8.4	10.8	7.9	15.0	12.3	14.5
이니스프리	27.8	29.4	21.0	23.4	23.3	14.5	15.0	18.0	25.6	18.1	24.5
에뛰드	15.1	14.3	9.1	-2.4	10.8	-0.9	2.0	-1.0	9.3	3.4	7.8
AMOS, ESPOIR, AESTURA	11.4	12.7	8.2	-2.6	13.7	9.5	8.6	-0.0	7.8	8.3	9.2
비화장품	12.4	8.7	4.3	-5.5	-7.2	-0.9	-1.0	-0.3	5.0	-2.5	8.2

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	135,000원
2017.07.05	중립	145,000원
2017.05.10	중립	160,000원
2017.05.01	담당자 변경	



## Compliance Notice

- 작성자(서명화)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 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 (2017년 7월 27일 기준)

매수	92.99%	중립	7.01%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	2,538	2,943	3,170	4,073	5,254
현금및현금성자산	1,003	969	1,355	2,049	3,092
매출채권및기타채권	338	360	342	423	476
재고자산	393	478	453	561	632
<b>비유동자산</b>	3,610	4,146	4,271	4,519	4,646
장기금융자산	73	73	42	42	42
유형자산	2,212	2,774	2,905	3,067	3,118
무형자산	731	749	785	830	876
<b>자산총계</b>	6,148	7,088	7,442	8,592	9,900
<b>유동부채</b>	979	1,321	1,213	1,384	1,550
단기금융부채	139	206	155	75	75
매입채무 및 기타채무	404	499	473	586	660
단기충당부채	12	23	21	26	30
<b>비유동부채</b>	282	200	196	225	256
장기금융부채	51	3	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	4	4	5	5
<b>부채총계</b>	1,260	1,522	1,409	1,609	1,805
<b>지배주주지분</b>	2,533	2,833	3,036	3,419	3,889
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	696	696	696
기타자본구성요소	-146	-146	-146	-146	-146
자기주식	-140	-140	-140	-140	-140
이익잉여금	1,948	2,251	2,461	2,852	3,331
비지배주주지분	2,355	2,734	2,997	3,564	4,206
<b>자본총계</b>	4,888	5,567	6,033	6,983	8,095
<b>부채외자본총계</b>	6,148	7,088	7,442	8,592	9,900

## 현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	712	856	1,004	1,337	1,494
당기순이익(손실)	674	812	611	978	1,140
비현금성항목등	433	526	606	689	742
유형자산감가상각비	189	221	354	388	400
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	-5	37	159	0	0
운전자본감소(증가)	-174	-213	-21	3	-1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-69	-12	24	-81	-54
재고자산감소(증가)	-21	-92	18	-108	-71
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-20	0	116	112	74
기타	-63	-109	-178	80	50
법인세납부	-221	-269	-192	-333	-388
<b>투자활동현금흐름</b>	-56	-789	-554	-560	-449
금융자산감소(증가)	253	-302	105	0	0
유형자산감소(증가)	-271	-601	-650	-550	-450
무형자산감소(증가)	-64	-46	-46	-46	-46
기타	27	160	37	35	47
<b>재무활동현금흐름</b>	-74	-103	-46	-84	-2
단기금융부채증가(감소)	1	35	-40	-80	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-72	-100	-38	0	0
기타	-3	-39	-6	-4	-2
<b>현금의 증가(감소)</b>	586	-34	386	693	1,043
기초현금	417	1,003	969	1,355	2,049
기말현금	1,003	969	1,355	2,049	3,092
FCF	496	510	268	750	1,010

자료 : 아모레G, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	5,661	6,698	6,348	7,857	8,851
<b>매출원가</b>	1,415	1,641	1,598	1,970	2,211
<b>매출총이익</b>	4,246	5,057	4,751	5,887	6,641
매출총이익률 (%)	75.0	75.5	74.8	74.9	75.0
<b>판매비와관리비</b>	3,333	3,974	3,937	4,608	5,158
영업이익	914	1,083	813	1,279	1,483
영업이익률 (%)	16.1	16.2	12.8	16.3	16.8
비영업손익	8	5	3	32	45
<b>순금융비용</b>	-24	-24	-26	-32	-45
외환관련손익	-3	-1	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	1	2	0	0	0
세전계속사업이익	922	1,088	817	1,311	1,528
세전계속사업이익률 (%)	16.3	16.3	12.9	16.7	17.3
계속사업법인세	248	277	206	333	388
<b>계속사업이익</b>	674	812	611	978	1,140
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	674	812	611	978	1,140
<b>순이익률 (%)</b>	11.9	12.1	9.6	12.4	12.9
지배주주	260	342	249	391	479
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	4.6	5.11	3.93	4.98	5.41
<b>비지배주주</b>	414	469	361	587	661
<b>총포괄이익</b>	635	792	583	950	1,112
<b>지배주주</b>	242	333	241	383	471
<b>비지배주주</b>	393	460	342	567	642
EBITDA	1,103	1,304	1,168	1,667	1,882

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	20.2	18.3	-5.2	23.8	12.7
영업이익	38.6	18.5	-24.9	57.3	16.0
세전계속사업이익	35.2	18.1	-25.0	60.5	16.6
EBITDA	32.4	18.3	-10.5	42.8	12.9
EPS(계속사업)	17.1	31.5	-27.2	56.9	22.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	10.7	12.8	8.5	12.1	13.1
ROA	11.6	12.3	8.4	12.2	12.3
EBITDA마진	19.5	19.5	18.4	21.2	21.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	259.4	222.7	261.4	294.3	339.1
부채비율	25.8	27.3	23.4	23.1	22.3
순차입금/자기자본	-27.5	-28.8	-32.0	-38.7	-46.3
EBITDA/이자비용(배)	324.2	289.8	248.4	476.4	1,108.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,929	3,851	2,804	4,399	5,385
BPS	28,489	31,869	34,150	38,457	43,750
CFPS	5,054	6,338	6,790	8,764	9,880
주당 현금배당금	390	460	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	71.0	45.3	55.8	35.6	29.1
PER(최저)	32.8	31.7	39.1	24.9	20.3
PBR(최고)	7.3	5.5	4.6	4.1	3.6
PBR(최저)	3.4	3.8	3.2	2.9	2.5
PCR	29.3	21.0	19.1	14.8	13.1
EV/EBITDA(최고)	16.6	12.0	12.3	8.5	7.3
EV/EBITDA(최저)	8.2	8.6	8.9	6.1	5.2