

SK COMPANY Analysis



Analyst
서영화

donaldseo@sk.com
02-3773-9182

Company Data

자본금	35 십억원
발행주식수	6,902 만주
자사주	4 만주
액면가	500 원
시가총액	19,467 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외4)	47.56%
국민연금공단	7.08%
외국인지분률	38.20%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(17/05/09)	333,000 원
KOSPI	2292.76 pt
52주 Beta	0.98
52주 최고가	441,000 원
52주 최저가	251,500 원
60일 평균 거래대금	70 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	21.5%	14.1%
6개월	-7.0%	-18.7%
12개월	-21.7%	-32.5%

아모레퍼시픽 (090430/KS | 매수(신규편입) | T.P 370,000 원(신규편입))

이 또한 지나가고 더 밝은 내일이 온다

아모레퍼시픽에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 370,000 원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 2017 년 중국의 대한국 규제에 따른 일시적 부진이 불가피하겠지만, 2018 년 큰 폭의 면세점 성장, 국내부문 부진의 완화, 미국의 턴어라운드 그리고 계속되는 중국의 고공 성장세가 기대된다. 현재는 당장의 내일 보다는 2018 년을 보아야 하는 시점이다.

2018 년, 큰 폭의 면세점 성장, 국내부문 부진 완화, 미국의 턴어라운드 기대

‘18 년 아모레퍼시픽은 큰 폭의 면세점 성장, 국내부문 부진완화, 미국의 턴어라운드 그리고 중국의 고성장세를 시현할 것으로 전망한다. 면세점은 ‘16 년 대비 +36% 성장을 전망한다. 이는 중국인 인바운드(Q)가 2 년 평균 +12% 증가, 인당 구매액(P)가 2 년 평균 +4% 증가했음을 가정한 수치이다. 중국의 대한국 제재에도 불구하고 중국 수입화장품 시장에서 한국 화장품의 점유율은 오히려 우상향하였다. 이는 여전한 한국 화장품의 경쟁력을 입증해 주는 것이며, 결국 대외적 변수가 정상화되었을 때는 억눌렸던 수요까지 올라올 것이다. 국내부문은 ‘17 년 디지털을 제외한 전채널 연간 역성장을 추정하였으며, ‘18 년 백화점, 방판, 전문점은 $y-y+3\sim 4\%$ 성장할 것으로 추정하였다. 기저효과에 의한 소폭의 성장 이외 전문점의 경우는 ‘17 년 효율화 작업이 가시적인 성과를 이룰 것으로 가정하였다. 미국은 ‘18 년 타겟 매장 철수에 따른 부담이 완전히 사라지는 시기이며, 이니스프리 매장이 확대되는 국면이다. 중국 현지는 17 년에 다소 주춤할 수 있었던 신규 출점이 재개되면서 매장수(Q) 확대와 점당 매출액(P) 증가의 수혜를 함께 누릴 전망이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 370,000 원 제시

아모레퍼시픽에 투자 의견 Buy, 목표주가 370,000 원을 제시한다. 2017 년까지 대중국 관련 리스크가 해소됨을 가정하여, 2018 년 예상 실적을 기준으로 밸류에이션 하였다. 글로벌 화장품 회사 대비 높은 성장성은 분명한 프리미엄 요인이나, 이번 사드 관련 이슈에서 보여주었듯 특정 한 국가에 대한 높은 익스포저는 디스카운트 요인이다. 이를 감안하여 글로벌 화장품 4 사의 평균 PER 26.1X 를 적용하여 목표주가를 산출하였다.

영업 실적 및 투자 지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	3,874	4,767	5,645	5,745	6,938	7,800
yoy	%	25.0	23.0	18.4	1.8	20.8	12.4
영업이익	십억원	564	773	848	815	1,107	1,264
yoy	%	52.4	37.1	9.7	-4.0	35.9	14.1
EBITDA	십억원	700	920	1,029	1,114	1,443	1,611
세전이익	십억원	530	778	857	802	1,123	1,290
순이익(지배주주)	십억원	379	578	639	601	844	971
영업이익률%	%	14.6	16.2	15.0	14.2	16.0	16.2
EBITDA%	%	18.1	19.3	18.2	19.4	20.8	20.7
순이익률	%	9.9	12.3	11.4	10.6	12.3	12.5
EPS	원	5,493	8,368	9,262	8,712	12,233	14,064
PER	배	40.4	49.5	34.7	38.2	27.2	23.7
PBR	배	5.4	8.6	5.7	5.3	4.4	3.7
EV/EBITDA	배	19.6	28.2	19.5	18.5	13.9	11.9
ROE	%	14.0	18.6	17.7	14.6	17.7	17.1
순차입금	십억원	-456	-763	-941	-1,125	-1,791	-2,685
부채비율	%	33.9	31.8	33.0	29.7	28.6	27.0

Valuation 및 실적 추정

아모레퍼시픽 PER Valuation

(억원 배 원)

	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상 순이익 (a)	8,443			
2018년 예상 우선주 배당금 (b)	217			
(a)-(b) X Target Multiple = (c)	8,226	26.1	214,688	글로벌 화장품 4개사 18년 예상실적 기준 PER
Shares outstanding ('000) (d)			58,426	보통주 - 자기주식수
(c) / (d)			367,453	
Target Price			370,000	

자료: Bloomberg, SK 증권

주: 글로벌 화장품 4개사 (에스티로더, 시세이도, P&G, 로레알)

아모레퍼시픽 분기별 실적 추정

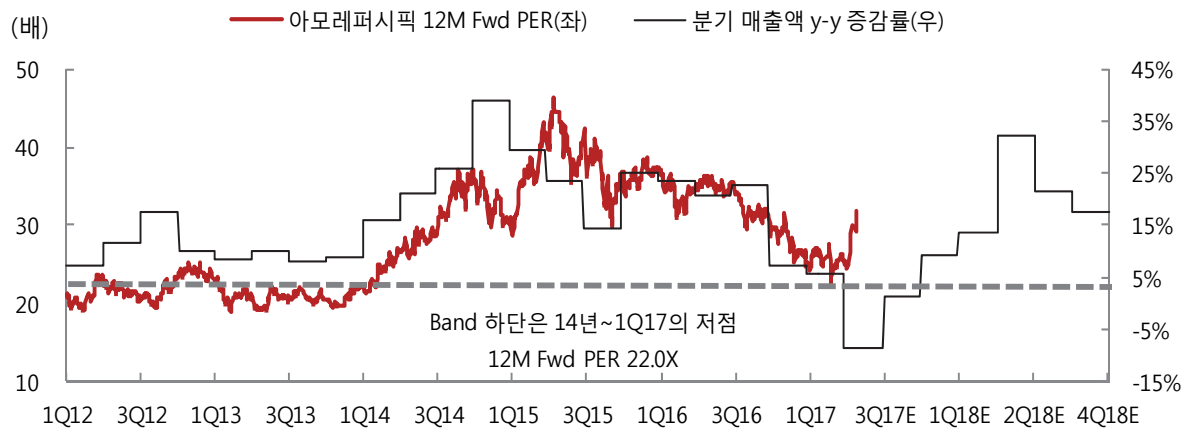
(단위: 십억 원)

(KRW bn.)	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	1,319.5	1,418.7	1,437.7	5,645.4	5,744.9	6,937.8
% y-y	23.3%	20.7%	22.8%	7.4%	5.6%	-8.6%	1.3%	9.2%	18.4%	1.8%	20.8%
Cosmetics	943.9	927.3	867.4	784.4	941.3	738.8	809.5	818.5	3,523.1	3,308.0	4,115.4
% y-y	18.6%	15.1%	27.7%	-0.1%	-0.3%	-20.3%	-6.7%	4.3%	14.9%	-6.1%	24.4%
MC&S	141.5	111.5	139.6	84.9	163.1	126.0	153.6	97.6	477.5	540.3	567.3
% y-y	1.9%	-0.3%	-6.3%	-9.0%	15.3%	13.0%	10.0%	15.0%	-3.1%	13.1%	5.0%
Asia	378.7	387.9	376.2	432.7	448.8	451.8	451.4	519.2	1,575.5	1,871.2	2,245.5
% y-y	50.0%	49.3%	29.1%	27.4%	18.5%	16.5%	20.0%	20.0%	37.8%	18.8%	20.0%
Europe	15.4	16.6	15.3	20.8	16.4	5.0	4.6	6.2	68.1	32.2	21.5
% y-y	-6.7%	10.7%	-7.3%	18.9%	6.5%	-70.0%	-70.0%	-70.0%	4.0%	-52.7%	-33.2%
USA	13.9	12.8	15.5	11.1	11.7	11.5	13.2	11.7	53.3	48.1	55.3
% y-y	24.1%	25.5%	16.5%	-20.1%	-15.8%	-10.0%	-15.0%	5.0%	9.9%	-9.8%	15.0%
영업이익	337.8	240.6	167.5	102.2	316.8	183.3	192.4	122.0	848.1	814.5	1,107.1
% y-y	21.5%	15.6%	2.5%	-17.2%	-6.2%	-23.8%	14.9%	19.4%	9.7%	-4.0%	35.9%
% Margin	22.7%	16.7%	12.0%	7.8%	20.2%	13.9%	13.6%	8.5%	15.0%	14.2%	16.0%
Cosmetics	247.9	194.3	148.3	84.3	214.5	129.3	129.5	94.1	674.8	567.4	790.0
% y-y	22.7%	12.5%	37.6%	-25.5%	-13.5%	-33.5%	-12.7%	11.7%	13.3%	-15.9%	39.2%
% margin	26.3%	21.0%	17.1%	10.7%	22.8%	17.5%	16.0%	11.5%	19.2%	17.2%	19.2%
MC&S	20.3	5.3	-11.7	-11.1	19.5	8.8	20.0	-6.8	2.8	41.4	44.1
% y-y	-5.1%	-46.5%	적전	적지	-3.9%	66.4%	흑전	적지	-93.8%	1380.3%	6.4%
% margin	14.3%	4.8%	-8.4%	-13.1%	12.0%	7.0%	13.0%	-7.0%	0.6%	7.7%	7.8%
Asia	77.6	49.7	45.1	37.0	87.6	54.9	53.2	45.0	209.4	240.6	302.5
% y-y	42.1%	58.3%	17.8%	-2.6%	12.9%	10.4%	18.0%	21.5%	29.0%	14.9%	25.7%
% margin	20.5%	12.8%	12.0%	8.6%	19.5%	12.1%	11.8%	8.7%	13.3%	12.9%	13.5%
Europe	0.2	1.2	-1.6	0.5	1.2	-3.0	-3.5	-3.5	0.3	-8.8	-5.7
USA	1.6	-1.8	3.7	-2.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.7	0.8	-2.9	0.2

자료: SK 증권

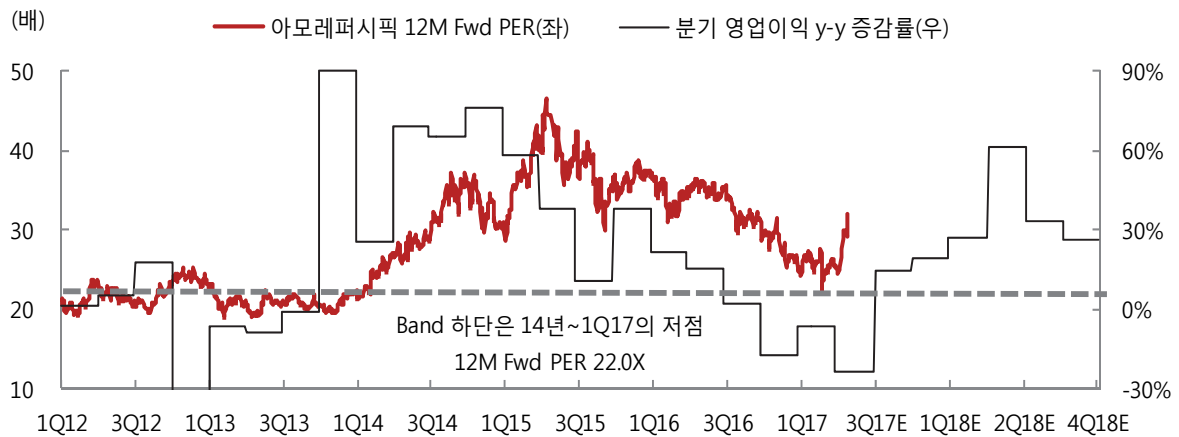
12M Fwd PER & 매출액, 영업이익 성장률

아모레퍼시픽 12M Fwd PER 과 분기 매출액 y-y 증감률 추이와 추정치



자료 : Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 12M Fwd PER 과 분기 영업이익 y-y 증감률 추이와 추정치



자료 : Quantwise, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.10	매수	370,000원
		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
	2015.07.30	담당자 변경	



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 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 5 월 10 일 기준)

매수	95.68%	중립	4.32%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,833	2,116	2,275	3,075	4,096
현금및현금성자산	687	624	768	1,393	2,288
매출채권및기타채권	317	340	346	418	470
재고자산	324	410	417	504	566
비유동자산	2,610	3,065	3,408	3,638	3,754
장기금융자산	49	54	54	54	54
유형자산	1,871	2,359	2,659	2,823	2,876
무형자산	212	228	268	308	348
자산총계	4,443	5,182	5,684	6,714	7,850
유동부채	872	1,171	1,149	1,326	1,483
단기금융부채	118	145	105	65	65
매입채무 및 기타채무	383	481	490	591	665
단기충당부채	7	20	20	24	27
비유동부채	199	114	152	168	183
장기금융부채	51	3	3	3	3
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	4	4	5	6
부채총계	1,071	1,285	1,302	1,494	1,666
지배주주지분	3,346	3,879	4,357	5,188	6,145
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	3,651	4,495	5,466
비지배주주지분	27	18	25	31	38
자본총계	3,372	3,897	4,382	5,219	6,183
부채외자본총계	4,443	5,182	5,684	6,714	7,850

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	617	664	921	1,190	1,308
당기순이익(손실)	585	646	608	851	977
비현금성항목등	371	409	506	592	634
유형자산감가상각비	147	181	300	336	347
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	22	21	25	0	0
운전자본감소(증가)	-167	-163	1	19	10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-92	-11	-6	-72	-52
재고자산감소(증가)	-19	-86	-7	-87	-63
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	6	8	102	74
기타	-58	-73	6	76	51
법인세납부	-171	-227	-194	-272	-313
투자활동현금흐름	-203	-593	-624	-522	-412
금융자산감소(증가)	50	-215	0	0	0
유형자산감소(증가)	-214	-494	-600	-500	-400
무형자산감소(증가)	-61	-40	-40	-40	-40
기타	21	156	16	19	28
재무활동현금흐름	-72	-137	-153	-43	-2
단기금융부채증가(감소)	-7	-5	-40	-40	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-63	-95	-109	0	0
기타	-3	-38	-4	-3	-2
현금의 증가(감소)	345	-63	144	625	894
기초현금	343	687	624	768	1,393
기말현금	687	624	768	1,393	2,288
FCF	452	423	278	653	874

자료 : 아모레퍼시픽 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,767	5,645	5,745	6,938	7,800
매출원가	1,169	1,425	1,462	1,760	1,971
매출총이익	3,597	4,221	4,283	5,178	5,829
매출총이익률 (%)	75.5	74.8	74.6	74.6	74.7
판매비와관리비	2,824	3,373	3,468	4,071	4,566
영업이익	773	848	815	1,107	1,264
영업이익률 (%)	16.2	15.0	14.2	16.0	16.2
비영업손익	5	8	-12	16	26
순금융비용	-13	-13	-13	-16	-26
외환관련손익	-5	-3	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	778	857	802	1,123	1,290
세전계속사업이익률 (%)	16.3	15.2	14.0	16.2	16.5
계속사업법인세	194	211	194	272	313
계속사업이익	585	646	608	851	977
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	585	646	608	851	977
순이익률 (%)	12.3	11.4	10.6	12.3	12.5
지배주주	578	639	601	844	971
지배주주귀속 순이익률(%)	12.12	11.32	10.47	12.17	12.44
비지배주주	7	6	6	6	6
총포괄이익	556	632	594	837	964
지배주주	548	626	588	831	957
비지배주주	8	7	7	7	7
EBITDA	920	1,029	1,114	1,443	1,611

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	23.0	18.4	1.8	20.8	12.4
영업이익	37.1	9.7	-4.0	35.9	14.1
세전계속사업이익	46.8	10.1	-6.3	40.0	14.9
EBITDA	31.4	11.9	8.3	29.5	11.6
EPS(계속사업)	52.3	10.7	-5.9	40.4	15.0
수익성 (%)					
ROE	18.6	17.7	14.6	17.7	17.1
ROA	14.1	13.4	11.2	13.7	13.4
EBITDA마진	19.3	18.2	19.4	20.8	20.7
안정성 (%)					
유동비율	210.3	180.7	198.0	231.9	276.2
부채비율	31.8	33.0	29.7	28.6	27.0
순차입금/자기자본	-22.6	-24.2	-25.7	-34.3	-43.4
EBITDA/이자비용(배)	299.9	264.0	306.7	544.6	967.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,368	9,262	8,712	12,233	14,064
BPS	48,475	56,202	63,137	75,173	89,039
CFPS	10,496	11,888	13,055	17,096	19,094
주당 현금배당금	1,350	1,580	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	53.2	47.6	38.2	27.2	23.7
PER(최저)	25.6	33.2	28.9	20.6	17.9
PBR(최고)	9.2	7.9	5.3	4.4	3.7
PBR(최저)	4.4	5.5	4.0	3.4	2.8
PCR	39.5	27.0	25.5	19.5	17.4
EV/EBITDA(최고)	30.0	26.7	18.5	13.9	11.9
EV/EBITDA(최저)	14.1	18.5	13.6	10.1	8.5