

# 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	12,286 십억원
주요주주	
서경배(외7)	61.95%
아모레G 자사주	6.08%
외국인지분률	19.50%
배당수익률	0.30%

## Stock Data

주가(17/05/09)	149,000 원
KOSPI	2292.76 pt
52주 Beta	0.92
52주 최고가	174,500 원
52주 최저가	109,500 원
60일 평균 거래대금	22 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	20.2%	12.8%
6개월	0.3%	-12.3%
12개월	-12.9%	-24.9%

아모레 G (002790/KS | 중립(신규편입) | T.P 160,000 원(신규편입))

## 주연보다 빛나는 조연

아모레 G 에 대해 투자 의견 Trading BUY, 목표주가 160,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. '17 년은 이니스프리와 에뛰드의 성장성 둔화가 아쉽지만, 에스쁘아와 아모스프로페셔널을 재발견하는 한 해가 될 것이다. '18 년, 이니스프리, 에뛰드 모두 성장성을 회복할 것이며, 에스쁘아, 아모스프로페셔널, 에스트라는 고공 성장세를 지속할 것이다.

## 시간이 조금 필요한 이니스프리와 에뛰드

이니스프리와 에뛰드는 국내 로드숍 채널의 전반적인 부진과 중국인 관광객 감소에 따른 면세점과 일부 핵심 상권 로드숍 매출 감소로 '17 년 성장성이 다소 둔화될 전망이다. 고정비가 높은 로드숍의 특성상 수익성 또한 다소 부진한 한 해가 될 것이다. 그러나 2018 년, 국내 채널의 기저효과, 다시 속도를 높일 중국의 신규 출점과 미국 신규 시장 진출에 따른 수출 물량 확대에 y-y +20% 수준의 외형 성장률을 회복할 전망이다.

## 아직은 작지만, 다크호스가 될 에스쁘아, 아모스프로페셔널

1Q17 실적에서 가장 눈에 띄는 것은 에스쁘아, 아모스프로페셔널의 호조세이다. 두 브랜드는 각각 y-y +47.5%, +18.0%의 매출 성장을 시현하였다. 현재의 호조세는 '17 년을 넘어 중장기적으로 지속될 전망이다. 에스쁘아는 아모레퍼시픽 유일의 색조전문브랜드로서 성공적으로 시장에 포지셔닝 하였으며, 이제 점유율을 확대해 나가기 시작한 단계이다. 또한 현재 내수 시장은 기초 화장품 대비 색조의 시장 성장률이 더 높다. 아모스프로페셔널은 헤어 샴푸 전문 브랜드로 어느 정도 입지를 갖춘 모습이며, 이 역시 점유율을 확대해 나갈 룬이 크다.

## 투자 의견 Trading Buy, 목표주가 160,000 원 제시

아모레 G 에 투자 의견 Trading Buy, 목표주가 160,000 원을 제시한다. 2017 년까지 대중국 관련 리스크가 해소됨을 가정하여, 2018 년 예상 실적을 기준으로 밸류에이션 하였다. 아모레퍼시픽과 동일하게 글로벌 화장품 4 사의 평균 PER 26.1X 를 적용하여 목표 주가를 산출하였다. 아모레 G 자체 사업브랜드들의 성장성이 아모레퍼시픽 브랜드 대비 떨어지지 않음을 감안하였다. 다만, 최근의 주가 급등으로 상승여력은 제한적이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	4,712	5,661	6,698	6,895	8,298	9,345
yoy	%	21.0	20.2	18.3	2.9	20.4	12.6
영업이익	십억원	659	914	1,083	1,064	1,466	1,688
yoy	%	40.3	38.6	18.5	-1.7	37.7	15.2
EBITDA	십억원	833	1,103	1,304	1,418	1,856	2,089
세전이익	십억원	682	922	1,088	1,059	1,468	1,706
순이익(지배주주)	십억원	222	260	342	328	463	538
영업이익률%	%	14.0	16.1	16.2	15.4	17.7	18.1
EBITDA%	%	17.7	19.5	19.5	20.6	22.4	22.4
순이익률	%	10.6	11.9	12.1	11.5	13.3	13.7
EPS	원	2,501	2,929	3,851	3,689	5,209	6,054
PER	배	39.9	50.5	34.5	40.4	28.6	24.6
PBR	배	3.8	5.2	4.2	4.3	3.7	3.2
EV/EBITDA	배	11.2	12.2	9.6	9.8	7.3	6.3
ROE	%	10.0	10.7	12.8	11.0	13.9	14.1
순차입금	십억원	-1,003	-1,345	-1,600	-2,046	-2,982	-4,201
부채비율	%	27.2	25.8	27.3	24.2	23.5	22.7

아모레 G PER Valuation

(억원 배 원)

	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상 순이익 (a)	4,631			
2018년 예상 우선주 배당금 (b)	41			
(a)-(b) X Target Multiple = (c)	4,591	26.1	119,812	글로벌 화장품 4개사 18년 예상실적 기준 PER
Shares outstanding ('000) (d)			76,908	보통주 - 자기주식수
(c) / (d)			155,785	
Target Price			160,000	

자료 : Bloomberg, SK 증권

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

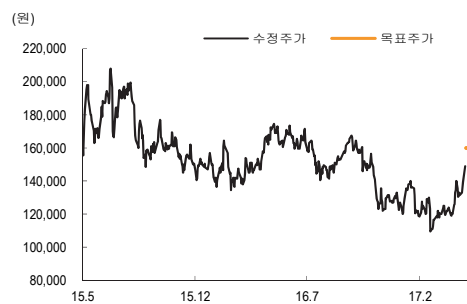
아모레 G 분기별 실적추정

(단위 :십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2016E	2017E	2018E
매출액	1,759.3	1,719.7	1,654.3	1,564.3	1,855.4	1,612.0	1,695.2	1,731.9	6,697.6	6,894.5	8,298.0
YoY (%)	21.8	21.7	22.9	7.3	5.5	(6.3)	2.5	10.7	18.3	2.9	20.4
Sales 화장품	1,807.6	1,802.8	1,708.3	1,631.6	1,914.6	1,672.4	1,756.7	1,798.0	6,950.3	7,141.7	8,629.6
아모레퍼시픽	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
이니스프리	186.6	213.6	176.9	190.8	198.4	202.9	194.6	219.4	767.9	815.3	1,008.6
에뛰드	81.4	84.5	75.7	75.0	81.3	78.6	79.5	82.5	316.6	321.9	382.1
아모스	21.8	19.4	20.5	17.5	25.7	22.3	23.6	20.1	79.2	91.7	105.5
비화장품	47.7	46.2	42.3	47.4	44.5	44.1	40.2	46.0	183.6	174.8	184.5
YoY (%) 화장품	23.7	23.7	23.5	8.6	5.9	(7.2)	2.8	10.2	19.8	2.8	20.8
아모레퍼시픽	23.3	20.8	22.8	7.4	5.6	(8.6)	1.3	9.2	18.4	1.8	20.8
이니스프리	30.8	45.8	29.2	14.8	6.3	(5.0)	10.0	15.0	29.7	6.2	23.7
에뛰드	13.7	31.2	34.1	14.7	(0.1)	(7.0)	5.0	10.0	22.8	1.7	18.7
아모스	23.1	24.4	12.6	33.6	18.0	15.0	15.0	15.0	22.6	15.8	15.0
비화장품	8.6	12.7	20.9	13.5	(6.6)	(4.6)	(4.9)	(3.1)	13.6	(4.8)	5.6
영업이익	419.2	309.7	219.7	134.4	378.5	254.4	253.2	178.0	1,083.0	1,064.1	1,465.7
YoY (%)	30.7	27.1	16.8	(16.5)	(9.7)	(17.9)	15.2	32.4	18.5	(1.7)	37.7
OPM (%)	23.8	18.0	13.3	8.6	20.4	15.8	14.9	10.3	16.2	15.4	17.7
OP 화장품	408.3	323.3	216.1	143.7	380.9	247.7	247.7	175.3	1,091.4	1,051.6	1,430.3
아모레퍼시픽	337.8	240.6	167.5	102.2	316.8	183.3	192.4	122.0	848.1	814.5	1,107.1
이니스프리	51.9	62.8	37.2	44.6	46.3	51.5	41.3	51.7	196.5	190.9	259.9
에뛰드	12.3	12.1	6.9	(1.8)	8.8	5.9	7.4	0.1	29.5	22.2	34.5
아모스	5.9	4.8	4.4	1.0	7.3	5.8	5.3	1.2	16.1	19.6	22.7
비화장품	5.9	4.0	1.8	(2.6)	(3.2)	2.9	1.7	0.1	9.1	1.5	13.7
OPM (%) 화장품	22.6	17.9	12.7	8.8	19.9	14.8	14.1	9.7	15.7	14.7	16.6
아모레퍼시픽	22.7	16.7	12.0	7.8	20.2	13.9	13.6	8.5	15.0	14.2	16.0
이니스프리	27.8	29.4	21.0	23.4	23.3	25.4	21.2	23.6	25.6	23.4	25.8
에뛰드	15.1	14.3	9.1	(2.4)	10.8	7.5	9.3	0.1	9.3	6.9	9.0
아모스	27.0	24.7	21.5	5.7	28.4	26.0	22.5	6.0	20.3	21.4	21.5
비화장품	12.4	8.7	4.3	(5.5)	(7.2)	6.5	4.3	0.3	5.0	0.9	7.4

자료 : SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.05.10	중립(신규편입)	160,000원



### Compliance Notice

- 작성자(서명화)는 본 조사분석자료에 기재된 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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

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

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

**재무상태표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	2,538	2,943	3,336	4,386	5,750
현금및현금성자산	1,003	969	1,335	2,190	3,409
매출채권및기타채권	338	360	371	447	503
재고자산	393	478	492	593	667
<b>비유동자산</b>	3,610	4,146	4,494	4,735	4,861
장기금융자산	73	73	73	73	73
유형자산	2,212	2,774	3,070	3,229	3,277
무형자산	731	749	795	840	886
<b>자산총계</b>	6,148	7,088	7,830	9,121	10,611
<b>유동부채</b>	979	1,321	1,274	1,428	1,602
단기금융부채	139	206	126	46	46
매입채무 및 기타채무	404	499	514	619	697
단기충당부채	12	23	23	28	32
<b>비유동부채</b>	282	200	251	305	359
장기금융부채	51	3	3	3	3
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	4	4	5	6
<b>부채총계</b>	1,260	1,522	1,525	1,733	1,961
<b>지배주주지분</b>	2,533	2,833	3,113	3,567	4,095
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	2,541	3,004	3,542
비지배주주지분	2,355	2,734	3,191	3,821	4,555
<b>자본총계</b>	4,888	5,567	6,304	7,388	8,650
<b>부채외자본총계</b>	6,148	7,088	7,830	9,121	10,611

**현금흐름표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	712	856	1,154	1,497	1,664
당기순이익(손실)	674	812	795	1,103	1,281
비현금성항목등	433	526	623	754	808
유형자산감가상각비	189	221	354	391	402
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	-5	37	31	31	31
운전자본감소(증가)	-174	-213	-1	7	0
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-69	-12	-11	-76	-56
재고자산감소(증가)	-21	-92	-14	-100	-75
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-20	0	15	105	78
기타	-63	-109	9	78	53
법인세납부	-221	-269	-264	-366	-425
<b>투자활동현금흐름</b>	-56	-789	-665	-559	-444
금융자산감소(증가)	253	-302	0	0	0
유형자산감소(증가)	-271	-601	-650	-550	-450
무형자산감소(증가)	-64	-46	-46	-46	-46
기타	27	160	31	37	51
<b>재무활동현금흐름</b>	-74	-103	-123	-83	-1
단기금융부채증가(감소)	1	35	-80	-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	-5	-3	-1
<b>현금의 증가(감소)</b>	586	-34	366	856	1,219
기초현금	417	1,003	969	1,335	2,190
기말현금	1,003	969	1,335	2,190	3,409
FCF	496	510	457	902	1,173

자료 : 아모레G, SK증권 추정

**포괄손익계산서**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	5,661	6,698	6,895	8,298	9,345
<b>매출원가</b>	1,415	1,641	1,689	2,017	2,262
<b>매출총이익</b>	4,246	5,057	5,206	6,281	7,082
매출총이익률 (%)	75.0	75.5	75.5	75.7	75.8
<b>판매비와관리비</b>	3,333	3,974	4,142	4,815	5,395
영업이익	914	1,083	1,064	1,466	1,688
영업이익률 (%)	16.1	16.2	15.4	17.7	18.1
비영업손익	8	5	-6	2	19
<b>순금융비용</b>	-24	-24	-26	-34	-50
외환관련손익	-3	-1	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	1	2	0	0	0
세전계속사업이익	922	1,088	1,059	1,468	1,706
세전계속사업이익률 (%)	16.3	16.3	15.4	17.7	18.3
계속사업법인세	248	277	264	366	425
<b>계속사업이익</b>	674	812	795	1,103	1,281
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	674	812	795	1,103	1,281
<b>순이익률 (%)</b>	11.9	12.1	11.5	13.3	13.7
지배주주	260	342	328	463	538
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	4.6	5.11	4.76	5.58	5.76
<b>비지배주주</b>	414	469	467	639	743
<b>총포괄이익</b>	635	792	776	1,083	1,262
<b>지배주주</b>	242	333	318	453	529
<b>비지배주주</b>	393	460	457	630	734
EBITDA	1,103	1,304	1,418	1,856	2,089

**주요투자지표**

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	20.2	18.3	2.9	20.4	12.6
영업이익	38.6	18.5	-1.7	37.7	15.2
세전계속사업이익	35.2	18.1	-2.7	38.7	16.2
EBITDA	32.4	18.3	8.8	30.9	12.6
EPS(계속사업)	17.1	31.5	-4.2	41.2	16.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	10.7	12.8	11.0	13.9	14.1
ROA	11.6	12.3	10.7	13.0	13.0
EBITDA마진	19.5	19.5	20.6	22.4	22.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	259.4	222.7	261.9	307.2	358.9
부채비율	25.8	27.3	24.2	23.5	22.7
순차입금/자기자본	-27.5	-28.8	-32.5	-40.4	-48.6
EBITDA/이자비용(배)	324.2	289.8	301.8	640.4	1,904.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,929	3,851	3,689	5,209	6,054
BPS	28,489	31,869	35,019	40,120	46,067
CFPS	5,054	6,338	7,675	9,603	10,572
주당 현금배당금	390	460	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	71.0	45.3	40.4	28.6	24.6
PER(최저)	32.8	31.7	29.7	21.0	18.1
PBR(최고)	7.3	5.5	4.3	3.7	3.2
PBR(최저)	3.4	3.8	3.1	2.7	2.4
PCR	29.3	21.0	19.4	15.5	14.1
EV/EBITDA(최고)	16.6	12.0	9.8	7.3	6.3
EV/EBITDA(최저)	8.2	8.6	7.4	5.5	4.7