

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	18,034 십억원
주요주주	
아모레퍼시픽그룹(외)	47.56%
국민연금공단	7.08%
외국인지분	38.20%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(17/07/04)	308,500 원
KOSPI	2380.52 pt
52주 Beta	0.97
52주 최고가	441,000 원
52주 최저가	251,500 원
60일 평균 거래대금	61 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.4%	-9.7%
6개월	-0.8%	-14.8%
12개월	-29.7%	-41.1%

아모레퍼시픽 (090430/KS | 매수(유지) | T.P 340,000 원(하향))

[2Q17E Preview] 좋아하는 지고 있으나, 2 분기 당장은 문제

- 매출액 1 조 2,722 억원(y-y -11.9%), 영업이익 1,334 억원(y-y -44.6%) 추정
- 매출액과 영업이익 모두 컨센서스를 큰 폭으로 하회하는 실적
- 수익성 높은 면세의 부진, 고정비가 높은 로드샵 부진이 실적 악화의 주요 원인
- 중국 현지 매출 회복세는 긍정적. 4 월 < 5 월 < 6 월 지속 개선 추세

2Q17E, 컨센서스 하회가 불가피한 상황

2Q17E 매출액 1 조 2,722 억원(y-y -11.9%), 영업이익 1,334 억원(y-y -44.6%)으로 매출액 컨센서스 1 조 4,049 억원과 영업이익 컨센서스 1,961 억원을 큰 폭으로 하회하는 실적을 추정한다. 실적 부진의 주요 원인은 면세점과 국내 로드샵의 부진이다. 고가 제품 위주로의 제품 Mix 변화, 글로벌 화장품 회사들의 판촉 강화 등으로 2Q17E 전체 면세점 매출액은 부진하지 않았으나, 동사의 면세점 매출액은 y-y -45% 감소한 것으로 추정된다. 중국인 관광객이 주요 고객인 점과 경쟁사들의 강화된 판촉활동에도 불구하고 구매제한 정책을 유지했던 것이 동사 면세점 실적에 부정적 영향을 미친 것으로 판단된다. 국내 로드샵 채널 역시 중국인 인바운드 관광객 축소의 영향을 받았다. 이외 혁신적인 신제품의 부재와 H&B 유통 채널의 확대에 따른 부정적 영향도 국내 부진에 기여했다. 방판과 백화점 채널은 1Q17 과 유사한 흐름으로 추정된다.

중국 현지는 완전한 회복세

중국 현지는 완전한 회복세에 있다. 3 월 3, 4 주 중국 현지 매출액은 y-y 역신장하였다. 4 월 다시 성장세로 전환되었으나 그 폭이 제한적이었다. 그러나 5 월부터 1 선 도시를 중심으로 점차 매출이 회복되는 추세를 보였으며, 설화수와 이니스프리 브랜드를 중심으로 두자릿수 매출 성장을 재개하였다. 현재 6 월의 매출 성장 폭은 5 월 대비 높은 수준으로 추정되며, 중국 현지 프로모션 및 광고에 대한 논의가 재개되고 있는 상황이다.

목표주가 기존 370,000 원에서 340,000 원으로 하향

투자 의견 Buy 유지하나, 목표주가는 기존 370,000 원에서 340,000 원으로 하향한다. 연간 실적 추정치 하향 조정하였으며, 목표주가 산출을 위한 밸류에이션 멀티플은 글로벌 화장품 4 사의 평균 PER 을 10% 할인하여 적용하였다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	3,874	4,767	5,645	5,624	6,881	7,735
yoy	%	25.0	23.0	18.4	-0.4	22.4	12.4
영업이익	십억원	564	773	848	730	1,053	1,202
yoy	%	52.4	37.1	9.7	-14.0	44.3	14.1
EBITDA	십억원	700	920	1,029	1,029	1,381	1,543
세전이익	십억원	530	778	857	721	1,070	1,228
순이익(지배주주)	십억원	379	578	639	543	810	930
영업이익률%	%	14.6	16.2	15.0	13.0	15.3	15.5
EBITDA%	%	18.1	19.3	18.2	18.3	20.1	20.0
순이익률	%	9.9	12.3	11.4	9.7	11.8	12.1
EPS	원	5,493	8,368	9,262	7,862	11,739	13,471
PER	배	40.4	49.5	34.7	39.2	26.3	22.9
PBR	배	5.4	8.6	5.7	5.0	4.3	3.7
EV/EBITDA	배	19.6	28.2	19.5	18.3	13.3	11.4
ROE	%	14.0	18.6	17.7	13.3	17.5	17.3
순차입금	십억원	-456	-763	-941	-1,205	-1,733	-2,441
부채비율	%	33.9	31.8	33.0	28.8	29.1	28.5

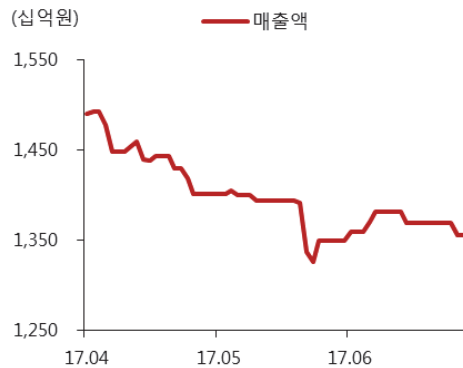
2Q17 Preview & 컨센서스

아모레퍼시픽 2Q17 Preview

아모레퍼시픽	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	yoy	qoq	컨센서스	차이
매출액	1,443.4	1,400.9	1,316.0	1,569.0	1,272.2	-11.9%	-18.9%	1,404.9	-9.4%
영업이익	240.6	167.5	102.2	316.8	133.4	-44.6%	-57.9%	196.1	-32.0%
세전이익	239.6	153.5	117.6	295.0	138.2	-42.3%	-53.1%	191.4	-27.8%
순이익	190.4	116.4	73.4	223.5	104.7	-45.0%	-53.1%	147.1	-28.8%
영업이익률	16.7%	12.0%	7.8%	20.2%	10.5%				
세전이익률	16.6%	11.0%	8.9%	18.8%	10.9%				
순이익률	13.2%	8.3%	5.6%	14.2%	8.2%				

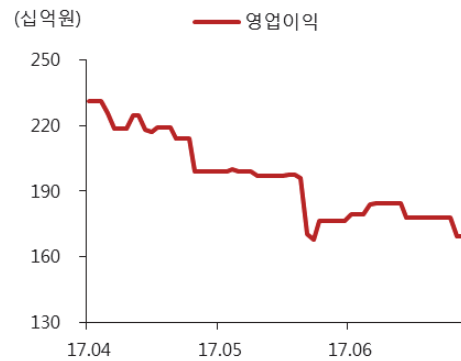
자료: fnguide, SK 증권

아모레퍼시픽 매출액 컨센서스 추이



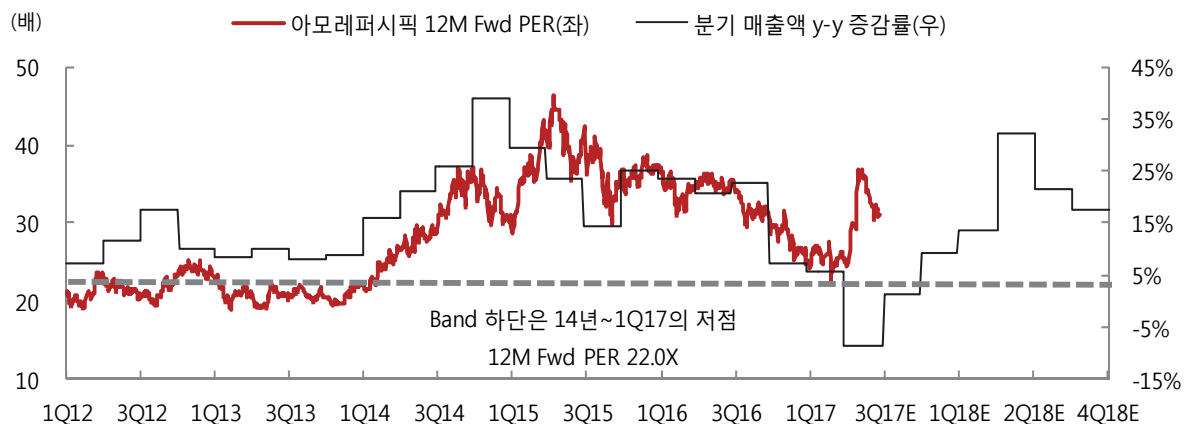
자료: Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

아모레퍼시픽 12M Fwd PER 과 분기 매출액 y-y 증감률 추이



자료: Quantwise, SK 증권

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	1,272.2	1,359.3	1,423.4	5,645.4	5,623.9	6,880.6
% y-y	23%	21%	23%	7%	6%	-12%	-3%	8%	18%	0%	22%
Cosmetics	943.9	927.3	867.4	784.4	941.3	709.4	750.1	804.2	3,523.1	3,215.2	4,079.1
% y-y	19%	15%	28%	0%	0%	-23%	-14%	3%	15%	-9%	27%
MC&S	141.5	111.5	139.6	84.9	163.1	121.5	153.6	97.6	477.5	535.8	562.6
% y-y	2%	0%	-6%	-9%	15%	9%	10%	15%	-3%	12%	5%
Asia	378.7	387.9	376.2	432.7	448.8	437.9	451.4	519.2	1,575.5	1,857.3	2,228.8
% y-y	50%	49%	29%	27%	19%	13%	20%	20%	38%	18%	20%
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	-7%	11%	-7%	19%	6%	-70%	-70%	-70%	4%	-53%	-33%
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%	25%	17%	-20%	-16%	-10%	-15%	5%	10%	-10%	15%
** Duty Free Shop	377.0	390.2	363.7	368.4	419.0	214.6	272.8	386.8	1,499.3	1,293.2	2,039.0
% y-y	57%	40%	76%	7%	11%	-45%	-25%	5%	40%	-14%	58%
영업이익	337.8	240.6	167.5	102.2	316.8	133.4	164.8	114.7	848.1	729.7	1,053.3
% y-y	22%	16%	3%	-17%	-6%	-45%	-2%	12%	10%	-14%	44%
% Margin	23%	17%	12%	8%	20%	10%	12%	8%	15%	13%	15%
Cosmetics	247.9	194.3	148.3	84.3	214.5	88.7	105.0	86.0	674.8	494.2	750.2
% y-y	23%	13%	38%	-26%	-13%	-54%	-29%	2%	13%	-27%	52%
% Margin	26%	21%	17%	11%	23%	13%	14%	11%	19%	15%	18%
MC&S	20.3	5.3	(11.7)	(11.1)	19.5	7.3	18.4	(6.8)	2.8	38.4	40.7
% y-y	-5%	-46%	적전	적지	-4%	38%	흑전	적지	-94%	1271%	6%
% Margin	14%	5%	-8%	-13%	12%	6%	12%	-7%	1%	7%	7%
Asia	77.6	49.7	45.1	37.0	87.6	47.1	51.7	45.0	209.4	231.3	291.0
% y-y	42%	58%	18%	-3%	13%	-5%	15%	22%	29%	10%	26%
% Margin	20%	13%	12%	9%	20%	11%	11%	9%	13%	12%	13%
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)	0.1	0.8	(2.1)	1.1

자료 : 아모레퍼시픽 SK 증권

아모레퍼시픽 PER Valuation

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018 년 예상 순이익 (a)	억원	8,102			
2018 년 예상 우선주 배당금 (b)	억원	211			2018 년 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
(a)-(b) X Target Multiple = (c)	억원	7,891	25.0	197,275	글로벌 화장품 4 개사 2018 년 예상실적 기준 PER 10% 할인
Shares outstanding ('000) (d)	천주			58,426	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(c)/(b)	원			337,649	
Target Price	원			340,000	

자료: Bloomberg, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	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
	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 7 월 4 일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,833	2,116	2,334	3,006	3,839
현금및현금성자산	687	624	919	1,408	2,116
매출채권및기타채권	317	340	339	414	466
재고자산	324	410	408	500	562
비유동자산	2,610	3,065	3,210	3,448	3,570
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	5,544	6,454	7,409
유동부채	872	1,171	1,127	1,316	1,471
단기금융부채	118	145	104	64	64
매입채무 및 기타채무	383	481	479	587	659
단기충당부채	7	20	20	24	27
비유동부채	199	114	111	141	171
장기금융부채	51	3	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	4	4	5	6
부채총계	1,071	1,285	1,238	1,456	1,642
지배주주지분	3,346	3,879	4,286	4,976	5,744
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	3,591	4,308	5,102
비지배주주지분	27	18	20	21	23
자본총계	3,372	3,897	4,306	4,998	5,767
부채외자본총계	4,443	5,182	5,544	6,454	7,409

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	617	664	895	1,145	1,258
당기순이익(손실)	585	646	546	814	933
비현금성항목등	371	409	515	567	610
유형자산감가상각비	147	181	300	328	341
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	22	21	124	0	0
운전자본감소(증가)	-167	-163	-8	22	10
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-92	-11	18	-76	-51
재고자산감소(증가)	-19	-86	-24	-91	-62
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	6	157	107	73
기타	-58	-73	-159	81	51
법인세납부	-171	-227	-157	-257	-295
투자활동현금흐름	-203	-593	-547	-520	-413
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	20	27
재무활동현금흐름	-72	-137	-34	-136	-137
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	-94	-135
기타	-3	-38	-4	-3	-2
현금의 증가(감소)	345	-63	296	489	708
기초현금	343	687	624	919	1,408
기말현금	687	624	919	1,408	2,116
FCF	452	423	211	609	824

자료 : 아모레퍼시픽, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,767	5,645	5,624	6,881	7,735
매출원가	1,169	1,425	1,431	1,745	1,954
매출총이익	3,597	4,221	4,193	5,135	5,781
매출총이익률 (%)	75.5	74.8	74.6	74.6	74.7
판매비와관리비	2,824	3,373	3,463	4,082	4,578
영업이익	773	848	730	1,053	1,202
영업이익률 (%)	16.2	15.0	13.0	15.3	15.5
비영업손익	5	8	-9	17	25
순금융비용	-13	-13	-13	-17	-25
외환관련손익	-5	-3	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	778	857	721	1,070	1,228
세전계속사업이익률 (%)	16.3	15.2	12.8	15.6	15.9
계속사업법인세	194	211	175	257	295
계속사업이익	585	646	546	814	933
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	585	646	546	814	933
순이익률 (%)	12.3	11.4	9.7	11.8	12.1
지배주주	578	639	543	810	930
지배주주귀속 순이익률(%)	12.12	11.32	9.65	11.77	12.02
비지배주주	7	6	3	3	3
총포괄이익	556	632	518	786	905
지배주주	548	626	516	784	903
비지배주주	8	7	2	2	2
EBITDA	920	1,029	1,029	1,381	1,543

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	230	184	-0.4	224	124
영업이익	37.1	9.7	-14.0	44.3	14.1
세전계속사업이익	46.8	10.1	-15.9	48.5	14.7
EBITDA	31.4	11.9	0.0	34.1	11.7
EPS(계속사업)	52.3	10.7	-15.1	49.3	14.8
수익성 (%)					
ROE	18.6	17.7	13.3	17.5	17.3
ROA	14.1	13.4	10.2	13.6	13.5
EBITDA마진	19.3	18.2	18.3	20.1	20.0
안정성 (%)					
유동비율	210.3	180.7	207.1	228.5	261.0
부채비율	31.8	33.0	28.8	29.1	28.5
순차입금/자기자본	-22.6	-24.2	-28.0	-34.7	-42.3
EBITDA/이자비용(배)	299.9	264.0	283.4	537.9	974.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,368	9,262	7,862	11,739	13,471
BPS	48,475	56,202	62,103	72,102	83,229
CFPS	10,496	11,888	12,205	16,484	18,404
주당 현금배당금	1,350	1,580	1,359	1,962	2,240
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	53.2	47.6	45.9	30.8	26.8
PER(최저)	25.6	33.2	32.0	21.4	18.7
PBR(최고)	9.2	7.9	5.8	5.0	4.3
PBR(최저)	4.4	5.5	4.1	3.5	3.0
PCR	39.5	27.0	25.3	18.7	16.8
EV/EBITDA(최고)	30.0	26.7	21.6	15.7	13.6
EV/EBITDA(최저)	14.1	18.5	14.6	10.5	9.0