

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	11,049 십억원
주요주주	
서경배(외7)	61.95%
아모레G 자사주	6.08%
외국인지분율	20.50%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(17/07/04)	134,000 원
KOSPI	2380.52 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	171,500 원
52주 최저가	109,500 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-10.1%	-10.4%
6개월	5.5%	-9.3%
12개월	-18.5%	-31.7%

아모레 G (002790/KS | 중립(유지) | T.P 145,000 원(하향))

[2Q17E Preview] 피할 수 없는 부진

- 매출액 1 조 5,550 억원(y-y -9.6%), 영업이익 1,872 억원(y-y -39.6%) 추정
- 매출액, 영업이익, 지배주주순이익 모두 컨센서스를 큰 폭으로 하회하는 실적
- 수익성 높은 면세의 부진, 고정비가 높은 로드샵의 부진이 수익성 악화로 연결
- 전체 화장품 판매 부진에 따른 생산법인들의 실적 부진 또한 불가피한 상황

2Q17E, 아모레퍼시픽의 부진에 생산법인들의 부진까지 불가피한 상황

2Q17E 매출액 1 조 5,550 억원(y-y -9.6%), 영업이익 1,872 억원(y-y -39.6%), 지배주주순이익 589 억원(y-y -44.9%)을 추정한다. 이는 매출액 컨센서스 1 조 6,973 억원, 영업이익 컨센서스 2,689 억원, 지배주주순이익 컨센서스 838 억원을 큰 폭으로 하회하는 실적이다. 실적 부진의 주요 원인은 중국인 인바운드 관광객 감소에 따른 면세점과 국내 로드샵의 부진이다. 고정비가 높은 로드샵의 부진과 전사 비용 분담에 가장 큰 비중을 차지하는 면세점의 부진이 수익성을 큰 폭으로 악화시켰다. 2Q17E 이니스프리와 에뛰드는 각각 매출액 y-y -7.0%, -9.0% 감소할 것으로 추정된다. 전체 화장품 판매 부진에 따라 생산법인들의 가동률 하락 역시 불가피한 상황이다. 현재는 전사적으로 고정비 부담이 커질 수 밖에 없는 구간이다.

우려가 축소되는 중국, 계속해서 우려되는 국내

중국 현지는 이니스프리, 설화수를 중심으로 매출 성장성이 회복되고 있다. 3 월, 4 월, 5 월, 6 월 뒤로 갈수록 개선 폭이 커지고 있다. 하반기로 갈수록 중국 현지에 대한 우려는 축소될 전망이다. 국내는 로드샵, 브랜드샵이라는 유통 채널 자체의 부진까지도 겹친 상황으로 단기간 내 우려가 해소되기는 쉽지 않은 상황이다.

목표주가 기존 160,000 원에서 145,000 원으로 하향

투자의견 Hold 유지하며, 목표주가는 기존 160,000 원에서 145,000 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	4,712	5,661	6,698	6,758	8,237	9,275
yoy	%	21.0	20.2	18.3	0.9	21.9	12.6
영업이익	십억원	659	914	1,083	952	1,402	1,619
yoy	%	40.3	38.6	18.5	-12.1	47.2	15.5
EBITDA	십억원	833	1,103	1,304	1,307	1,790	2,019
세전이익	십억원	682	922	1,088	953	1,435	1,668
순이익(지배주주)	십억원	222	260	342	285	450	523
영업이익률%	%	14.0	16.1	16.2	14.1	17.0	17.5
EBITDA%	%	17.7	19.5	19.5	19.3	21.7	21.8
순이익률	%	10.6	11.9	12.1	10.6	13.0	13.4
EPS	원	2,501	2,929	3,851	3,203	5,059	5,879
PER	배	39.9	50.5	34.5	41.8	26.5	22.8
PBR	배	3.8	5.2	4.2	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA	배	11.2	12.2	9.6	9.6	6.8	5.8
ROE	%	10.0	10.7	12.8	9.7	13.7	13.9
순차입금	십억원	-1,003	-1,345	-1,600	-2,032	-2,904	-4,052
부채비율	%	27.2	25.8	27.3	24.1	23.4	22.4

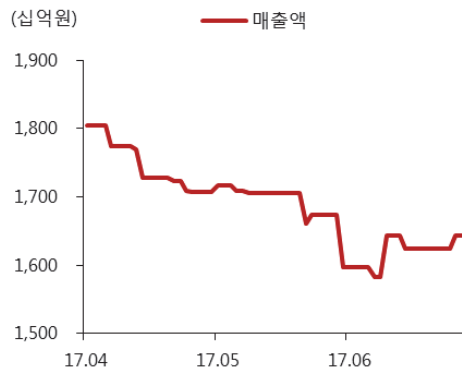
1. 2Q Preview & 컨센서스 & Valuation

아모레 G 2Q17 Preview

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	yoy	qoq	컨센서스	차이
매출액	1,719.7	1,654.3	1,564.3	1,855.4	1,555.0	-9.6%	-16.2%	1,697.3	-9.1%
영업이익	309.7	219.7	134.4	378.5	187.2	-39.6%	-50.5%	268.9	-43.7%
세전이익	311.4	201.5	148.0	353.6	197.4	-36.6%	-44.2%	266.7	-35.1%
순이익	106.9	66.0	33.9	105.9	58.9	-44.9%	-44.4%	83.8	-42.2%
영업이익률	18.0%	13.3%	8.6%	20.4%	12.0%				
세전이익률	18.0%	13.3%	8.6%	20.4%	12.0%				
순이익률	6.2%	4.0%	2.2%	5.7%	3.8%				

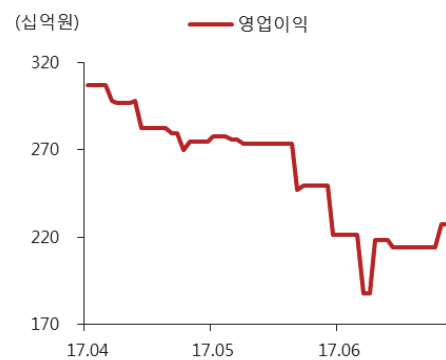
자료: fnguide, SK 증권

아모레 G 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

아모레 G 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

아모레 G PER Valuation

(억원 배, 천주, 원)

	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018 년 예상 순이익 (a)	억원	4,497			
2018 년 예상 우선주 배당금 (b)	억원	40			2018 년 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
(a)-(b) X Target Multiple = (c)	억원	4,457	25.0	111,435	글로벌 화장품 4 개사 2018 년 예상실적 기준 PER 10% 할인
Shares outstanding ('000) (d)	천주			76,908	보통주 발행주식수 - 자기주식수
(c)/(b)	원			144,893	
Target Price	원			145,000	

자료: Bloomberg, SK 증권

2. 실적추정

아모레 G 부문별 실적 추정

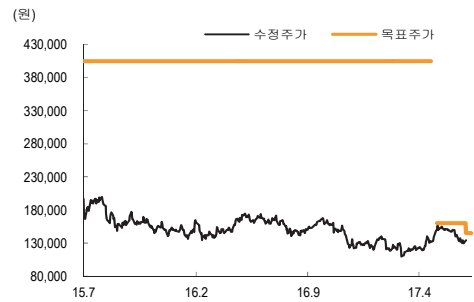
(단위 : 십억원)

	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	1,555.0	1,630.4	1,717.7	6,697.6	6,758.5	8,237.1
y-y %	21.8	21.7	22.9	7.3	5.5	-9.6	-1.4	9.8	18.3	0.9	21.9
화장품	1,807.6	1,802.8	1,708.3	1,631.6	1,914.6	1,619.1	1,692.0	1,783.7	6,950.3	7,009.5	8,558.3
아모레퍼시픽	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
이니스프리	186.6	213.6	176.9	190.8	198.4	198.6	189.3	219.4	767.9	805.8	996.7
에뛰드	81.4	84.5	75.7	75.0	81.3	76.9	79.5	82.5	316.6	320.2	380.0
AMOS, ESPOIR, AESTURA	54.6	61.3	54.8	49.8	65.9	71.4	64.0	58.4	220.5	259.6	301.0
비화장품	47.7	46.2	42.3	47.4	44.5	38.2	38.1	46.0	183.6	166.8	189.7
y-y%											
화장품	23.7	23.7	23.5	8.6	5.9	-10.2	-1.0	9.3	19.8	0.9	22.1
아모레퍼시픽	23.3	20.8	22.8	7.4	5.6	-11.9	-3.0	8.2	18.4	-0.4	22.3
이니스프리	30.8	45.8	29.2	14.8	6.3	-7.0	7.0	15.0	29.7	4.9	23.7
에뛰드	13.7	31.2	34.1	14.7	-0.1	-9.0	5.0	10.0	22.8	1.1	18.7
AMOS, ESPOIR, AESTURA	28.5	19.7	13.5	11.4	20.8	16.5	16.7	17.2	18.1	17.8	15.9
비화장품	8.6	12.7	20.9	13.5	-6.6	-17.3	-9.8	-3.1	13.6	-9.1	13.7
영업이익	419.2	309.7	219.7	134.4	378.5	187.2	215.9	170.6	1,083.0	952.2	1,401.9
y-y %	30.7	27.1	16.8	-16.5	-9.7	-39.6	-1.7	26.9	18.5	-12.1	47.2
OPM	23.8	18.0	13.3	8.6	20.4	12.0	13.2	9.9	16.2	14.1	17.0
화장품	408.3	323.3	216.1	143.7	380.9	183.9	211.9	167.9	1,091.4	944.6	1,367.2
아모레퍼시픽	337.8	240.6	167.5	102.2	316.8	133.4	164.8	114.7	848.1	729.7	1,053.3
이니스프리	51.9	62.8	37.2	44.6	46.3	37.7	34.1	51.7	196.5	169.8	255.9
에뛰드	12.3	12.1	6.9	-1.8	8.8	5.8	6.4	0.1	29.5	21.0	29.1
AMOS, ESPOIR, AESTURA	6.2	7.8	4.5	-1.3	9.0	7.0	6.6	1.4	17.2	24.0	28.9
비화장품	5.9	4.0	1.8	-2.6	-3.2	0.5	0.9	0.1	9.1	-1.7	14.0
y-y %											
화장품	22.6	17.9	12.7	8.8	19.9	11.4	12.5	9.4	15.7	13.5	16.0
아모레퍼시픽	22.7	16.7	12.0	7.8	20.2	10.5	12.1	8.1	15.0	13.0	15.3
이니스프리	27.8	29.4	21.0	23.4	23.3	19.0	18.0	23.6	25.6	21.1	25.7
에뛰드	15.1	14.3	9.1	-2.4	10.8	7.5	8.0	0.1	9.3	6.6	7.7
AMOS, ESPOIR, AESTURA	11.4	12.7	8.2	-2.6	13.7	9.8	10.4	2.4	7.8	9.3	9.6
비화장품	12.4	8.7	4.3	-5.5	-7.2	1.4	2.3	0.3	5.0	-1.0	7.4

자료 : 아모레 G, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.07.04	중립	145,000원
2017.05.10	중립	160,000원
2017.05.01	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 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 (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	2,538	2,943	3,329	4,326	5,618
현금및현금성자산	1,003	969	1,457	2,249	3,397
매출채권및기타채권	338	360	364	443	499
재고자산	393	478	483	588	662
비유동자산	3,610	4,146	4,285	4,528	4,656
장기금융자산	73	73	42	42	42
유형자산	2,212	2,774	2,905	3,067	3,118
무형자산	731	749	785	830	876
자산총계	6,148	7,088	7,614	8,855	10,275
유동부채	979	1,321	1,281	1,447	1,620
단기금융부채	139	206	155	75	75
매입채무 및 기타채무	404	499	504	614	692
단기충당부채	12	23	23	28	31
비유동부채	282	200	198	229	259
장기금융부채	51	3	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	3	4	4	5	6
부채총계	1,260	1,522	1,479	1,676	1,879
지배주주지분	2,533	2,833	3,072	3,513	4,028
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	2,497	2,946	3,469
비지배주주지분	2,355	2,734	3,064	3,666	4,368
자본총계	4,888	5,567	6,135	7,179	8,396
부채외자본총계	6,148	7,088	7,614	8,855	10,275

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	712	856	1,106	1,434	1,595
당기순이익(손실)	674	812	714	1,071	1,244
비현금성항목등	433	526	642	719	775
유형자산감가상각비	189	221	354	388	400
무형자산감가상각비	0	0	0	0	0
기타	-5	37	161	0	0
운전자본감소(증가)	-174	-213	-24	9	0
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-69	-12	1	-80	-56
재고자산감소(증가)	-21	-92	-11	-106	-74
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-20	0	147	110	77
기타	-63	-109	-161	84	52
법인세납부	-221	-269	-226	-365	-424
투자활동현금흐름	-56	-789	-554	-559	-445
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	37	50
재무활동현금흐름	-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
현금의 증가(감소)	586	-34	488	792	1,148
기초현금	417	1,003	969	1,457	2,249
기말현금	1,003	969	1,457	2,249	3,397
FCF	496	510	369	847	1,112

자료 : 아모레, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,661	6,698	6,758	8,237	9,275
매출원가	1,415	1,641	1,655	2,002	2,245
매출총이익	4,246	5,057	5,104	6,235	7,030
매출총이익률 (%)	75.0	75.5	75.5	75.7	75.8
판매비와관리비	3,333	3,974	4,152	4,833	5,410
영업이익	914	1,083	952	1,402	1,619
영업이익률 (%)	16.1	16.2	14.1	17.0	17.5
비영업손익	8	5	1	33	49
순금융비용	-24	-24	-26	-33	-49
외환관련손익	-3	-1	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	1	2	0	0	0
세전계속사업이익	922	1,088	953	1,435	1,668
세전계속사업이익률 (%)	16.3	16.3	14.1	17.4	18.0
계속사업법인세	248	277	240	365	424
계속사업이익	674	812	714	1,071	1,244
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	674	812	714	1,071	1,244
순이익률 (%)	11.9	12.1	10.6	13.0	13.4
지배주주	260	342	285	450	523
지배주주귀속 순이익률(%)	4.6	5.11	4.21	5.46	5.64
비지배주주	414	469	429	621	722
총포괄이익	635	792	686	1,043	1,217
지배주주	242	333	277	442	514
비지배주주	393	460	409	602	702
EBITDA	1,103	1,304	1,307	1,790	2,019

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	20.2	18.3	0.9	21.9	12.6
영업이익	38.6	18.5	-12.1	47.2	15.5
세전계속사업이익	35.2	18.1	-12.4	50.6	16.2
EBITDA	32.4	18.3	0.2	37.0	12.8
EPS(계속사업)	17.1	31.5	-16.8	57.9	16.2
수익성 (%)					
ROE	10.7	12.8	9.7	13.7	13.9
ROA	11.6	12.3	9.7	13.0	13.0
EBITDA마진	19.5	19.5	19.3	21.7	21.8
안정성 (%)					
유동비율	259.4	222.7	259.9	298.9	346.8
부채비율	25.8	27.3	24.1	23.4	22.4
순차입금/자기자본	-27.5	-28.8	-33.1	-40.5	-48.3
EBITDA/이자비용(배)	324.2	289.8	278.0	511.6	1,189.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,929	3,851	3,203	5,059	5,879
BPS	28,489	31,869	34,549	39,516	45,303
CFPS	5,054	6,338	7,189	9,424	10,374
주당 현금배당금	390	460	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	71.0	45.3	48.9	30.9	26.6
PER(최저)	32.8	31.7	34.2	21.7	18.6
PBR(최고)	7.3	5.5	4.5	4.0	3.5
PBR(최저)	3.4	3.8	3.2	2.8	2.4
PCR	29.3	21.0	18.6	14.2	12.9
EV/EBITDA(최고)	16.6	12.0	11.0	7.9	6.8
EV/EBITDA(최저)	8.2	8.6	8.0	5.7	4.8