

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

Company Data

자본금	45 십억원
발행주식수	8,246 만주
자사주	627 만주
액면가	500 원
시가총액	5,335 십억원
주요주주	
서경배(외8)	61.95%
아모레G 자사주	7.52%
외국인지분률	21.30%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(19/05/29)	64,700 원
KOSPI	2023.32 pt
52주 Beta	1.37
52주 최고가	131,500 원
52주 최저가	57,400 원
60일 평균 거래대금	10 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-19.6%	-12.0%
6개월	2.1%	6.6%
12개월	-48.5%	-37.4%

아모레 G (002790/KS | 중립(신규편입) | T.P 65,000 원(신규편입))

기대 곳은 결국 인바운드 or 아모레퍼시픽의 실적 개선

- 핵심 자회사 아모레퍼시픽의 부진이 실적 부진의 가장 큰 이유
- 국내 신규 브랜드 진입으로 수요 창출 부진과 기존 고객 이탈이 겹쳐지며 MS 축소
- 오프라인→온라인으로의 소비 패턴 변화에 빠르게 대응하지 못하며 구조적 문제 발생
- 향후 유의미한 인바운드 증가 혹은 아모레P 실적 개선 확인될 경우, 전망치 상향 가능
- 투자의견 Hold와 목표주가 65,000 원 제시하며 신규 커버리지 개시

투자의견 Hold, 목표주가 65,000 원 제시

아모레 G에 대한 투자의견 Hold와 목표주가 65,000 원을 제시하며 신규 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M fwd 예상 순이익에 아모레퍼시픽의 12M Fwd 예상 실적기준 PER을 5% 할인 적용하여 산출하였다. 아모레 G 실적의 대부분이 아모레퍼시픽에서 발생하고 있는데, 2019년 E 기준 아모레 P의 매출액 기여도는 89%, 영업이익 기준으로는 기여도가 96%에 달할 전망이다. 아모레퍼시픽을 포함한 주요 자회사(이니스프리, 에뛰드, 에스쁘아, 아모스 등)가 대부분 부진을 면치 못하고 있는 상황이다. 대부분의 브랜드 매출이 국내 내수 채널에서 소화되는데, 1) 신규 브랜드들의 난립으로 신규 수요 창출의 어려움과 기존 고객 이탈이 겹쳐져 MS가 축소 국면에 있으며, 2) 여전히 높은 오프라인 비중으로 오프라인→온라인으로의 소비 패턴 변화에 빠르게 대응하지 못하며 고정비 증가와 탑라인 감소라는 구조적인 문제에 봉착하였다. 핵심 자회사인 아모레퍼시픽의 경우, 중저가 브랜드의 국내외 수요 위축을 타개하기 위해 1) 국내에서는 아리따움 리뉴얼, 온라인 자사물 업그레이드 등을 통한 채널 재정비, 2) 중국에서는 대대적인 판촉 활동, 브랜드 리뉴얼 등을 통한 리브랜딩 전략을 펴고 있다. 이니스프리와 에뛰드의 경우, 부진 점포 정리, SKU 합리화 등으로 비용 절감을 위해 노력중이나, 비용 효율화 작업보다는 탑라인 감소에 따른 영업 마진 축소가 더욱 빠르게 이루어지고 있는 것으로 파악된다.

기대 곳은 결국 인바운드 or 아모레퍼시픽의 실적 개선

동사의 경우에는 원브랜드샵과 면세점 판매 비중이 높아 중국인 인바운드 관광객이 크게 유입되는 시점에서 레버리지 효과가 더욱 극대화되며 동종 업체 대비 상대적으로 더 큰 수혜를 입을 것으로 보인다. 또한, 향후 역성장 폭이 심했던 아리따움이 리뉴얼 효과가 빠르게 가시화되거나 중국 현지에서의 성공적인 리브랜딩으로 아모레퍼시픽의 유의미한 실적 개선이 나타날 경우, 실적 추정치 상향이 가능할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	6,698	6,029	6,078	6,285	6,710	7,122
yoy	%	18.3	-10.0	0.8	3.4	6.8	6.1
영업이익	십억원	1,083	731	549	522	607	712
yoy	%	18.5	-32.5	-24.9	-5.0	16.3	17.3
EBITDA	십억원	1,304	1,000	860	842	880	945
세전이익	십억원	1,088	698	535	516	608	713
순이익(지배주주)	십억원	342	203	142	163	180	212
영업이익률%	%	16.2	12.1	9.0	8.3	9.1	10.0
EBITDA%	%	19.5	16.6	14.2	13.4	13.1	13.3
순이익률	%	12.1	8.1	6.2	5.7	6.1	6.7
EPS	원	3,851	2,279	1,600	1,834	2,022	2,384
PER	배	34.5	61.9	45.4	35.3	32.0	27.1
PBR	배	4.2	4.2	2.1	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	배	9.6	13.8	9.3	8.1	7.4	6.4
ROE	%	12.8	7.0	4.7	5.1	5.4	6.0
순차입금	십억원	-1,600	-1,183	-1,359	-1,934	-2,556	-3,243
부채비율	%	27.3	23.7	18.3	26.9	26.2	25.3

아모레 G PER Valuation

단위		Value	Multiple	Fair Value	비고
억원	12M Fwd 예상 순이익 (a)	1,755			12M Fwd 예상 지배주주순이익 - 예상 우선주배당금
억원	12M Fwd 예상 우선주 배당금 (b)	238			
억원	(a)-(b) X Target Multiple = (c)	1,732	28.4	49,107	아모레퍼시픽 12M Fwd 예상실적 기준 PER 5% 할인
천주	Shares outstanding ('000) (d)			76,782	보통주 발행주식수 - 자기주식수
원	(d)/(b)			63,956	
원	Target Price			65,000	Upside +0.5%

자료: Bloomberg, SK 증권

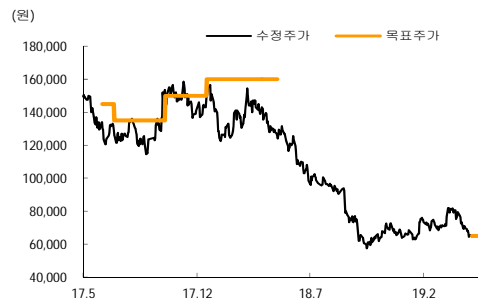
아모레 G 분기별 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
Sales 매출액	1,664.3	1,553.7	1,462.6	1,397.6	1,642.5	1,610.4	1,537.7	1,494.5	6,078.2	6,285.1	6,710.0
y-y %	-10.3	10.0	3.1	4.1	-1.3	3.7	5.1	6.9	0.8	3.4	6.8
화장품	1,725.7	1,622.3	1,524.4	1,449.2	1,719.5	1,682.1	1,598.5	1,544.4	6,321.7	6,544.5	6,941.4
아모레퍼시픽	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	1,451.3	1,426.8	1,369.8	1,335.6	5,277.9	5,583.5	6,015.2
이니스프리	162.7	159.6	145.3	131.2	154.6	148.6	135.9	122.9	598.8	562.0	542.3
에뛰드	64.8	57.2	47.5	48.8	50.1	45.5	38.8	39.8	218.3	174.2	150.7
AMOS, ESPOIR, AESTURA	66.6	61.8	53.2	45.1	63.4	61.2	54.1	46.1	226.7	224.8	233.2
비화장품	41.5	41.0	38.5	42.2	40.0	39.3	38.9	43.1	163.3	161.3	164.6
y-y %	-9.9	9.4	3.7	3.6	-0.4	3.7	4.9	6.6	0.9	3.5	6.1
아모레퍼시픽	-8.8	11.5	5.7	7.4	1.4	6.2	7.2	9.1	3.0	5.8	7.7
이니스프리	-18.0	4.0	2.9	-11.9	-5.0	-6.9	-6.5	-6.3	-6.7	-6.2	-3.5
에뛰드	-20.3	-2.4	-22.6	-15.4	-22.7	-20.4	-18.4	-18.5	-15.7	-20.2	-13.5
AMOS, ESPOIR, AESTURA	1.0	-5.4	-7.3	-13.3	-4.7	-1.0	1.7	2.1	-5.8	-0.8	3.7
비화장품	-6.8	22.6	4.5	0.1	-3.6	-4.3	1.1	2.1	4.0	-1.2	2.0
OP 영업이익	278.0	170.3	84.7	16.3	204.7	144.7	95.3	77.2	549.3	521.8	607.2
y-y %	-26.6	30.5	-36.0	-81.9	-26.4	-15.0	12.5	373.5	-24.9	-5.0	16.4
OPM	16.7	11.0	5.8	1.2	12.5	9.0	6.2	5.2	9.0	8.3	9.0
화장품	276.0	172.8	84.0	19.5	210.3	147.8	97.7	78.9	552.3	534.7	623.0
아모레퍼시픽	235.9	145.8	76.5	23.8	186.6	130.1	94.6	85.9	482.0	497.2	582.1
이니스프리	32.9	26.9	14.6	6.0	21.1	19.1	10.3	3.5	80.4	53.9	49.3
에뛰드	-1.5	-6.1	-9.2	-9.5	-5.8	-6.8	-9.7	-10.3	-26.3	-32.7	-27.9
AMOS, ESPOIR, AESTURA	8.7	6.2	2.1	-0.8	8.4	5.5	2.5	-0.1	16.2	16.2	19.5
비화장품	-1.3	0.2	-0.3	-0.2	1.7	2.2	1.1	1.2	-1.6	6.2	6.6
OPM %	16.0	10.7	5.5	1.3	12.2	8.8	6.1	5.1	8.7	8.2	9.0
아모레퍼시픽	16.5	10.9	6.0	1.9	12.9	9.1	6.9	6.4	9.1	8.9	9.7
이니스프리	20.2	16.9	10.0	4.6	13.6	12.9	7.5	2.8	13.4	9.6	9.1
에뛰드	-2.3	-10.7	-19.4	-19.5	-11.6	-15.0	-25.0	-26.0	-12.0	-18.8	-18.6
AMOS, ESPOIR, AESTURA	13.1	10.0	3.9	-1.8	13.2	8.9	4.6	-0.3	7.1	7.2	8.4
비화장품	-3.1	0.5	-0.8	-0.5	4.2	5.6	2.9	2.7	-1.0	3.9	4.0

자료: 아모레 G, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.05.30	중립	65,000원	6개월		
2018.05.30	담당자 변경				
2018.01.17	중립	160,000원	6개월	-39.45%	-2.19%
2017.10.31	중립	150,000원	6개월	-1.93%	5.67%
2017.07.27	중립	135,000원	6개월	-5.42%	13.70%
2017.07.05	중립	145,000원	6개월	-12.09%	-8.28%



Compliance Notice

- 작성자(전영현)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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 5월 30일 기준)

매수	91.53%	중립	8.47%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	2,526	2,490	3,670	4,371	5,129
현금및현금성자산	1,208	1,297	2,501	3,123	3,810
매출채권및기타채권	374	338	361	390	417
재고자산	458	498	533	576	614
비유동자산	4,809	4,898	4,589	4,367	4,184
장기금융자산	113	141	140	140	140
유형자산	3,247	3,322	2,976	2,703	2,470
무형자산	761	774	820	875	930
자산총계	7,335	7,387	8,259	8,738	9,313
유동부채	1,171	898	1,184	1,249	1,308
단기금융부채	180	169	403	403	403
매입채무 및 기타채무	331	365	391	422	451
단기충당부채	19	12	15	19	22
비유동부채	232	247	567	564	573
장기금융부채	43	45	353	353	353
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	15	21	26	31
부채총계	1,403	1,145	1,751	1,812	1,881
지배주주지분	2,997	3,119	3,253	3,420	3,642
자본금	44	44	44	44	44
자본잉여금	696	696	690	690	690
기타자본구성요소	-146	-146	-155	-155	-155
자기주식	-140	-140	-155	-155	-155
이익잉여금	2,423	2,546	2,682	2,836	3,046
비지배주주지분	2,935	3,124	3,254	3,505	3,790
자본총계	5,932	6,242	6,508	6,925	7,432
부채외자본총계	7,335	7,387	8,259	8,738	9,313

현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	570	711	1,245	634	662
당기순이익(손실)	490	376	357	411	477
비현금성항목등	544	583	479	469	468
유형자산감가상각비	268	311	320	273	233
무형자산상각비	0	0	0	0	0
기타	55	121	72	40	53
운전자본감소(증가)	-145	-61	539	-27	-24
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-29	54	85	-29	-26
재고자산감소(증가)	17	-95	-50	-43	-39
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-33	-15	112	31	29
기타	-101	-4	392	14	13
법인세납부	-318	-187	-130	-220	-259
투자활동현금흐름	-218	-516	57	30	43
금융자산감소(증가)	630	-71	80	0	0
유형자산감소(증가)	-843	-435	-63	0	0
무형자산감소(증가)	-46	-54	-55	-55	-55
기타	40	43	95	85	98
재무활동현금흐름	-93	-107	-106	-42	-18
단기금융부채증가(감소)	-17	-10	2	0	0
장기금융부채증가(감소)	45	0	-49	0	0
자본의증가(감소)	0	0	-38	0	0
배당금의 지급	-117	-92	-26	-26	-2
기타	-5	-5	-21	-16	-16
현금의 증가(감소)	239	90	1,204	622	687
기초현금	969	1,208	1,297	2,501	3,123
기말현금	1,208	1,297	2,501	3,123	3,810
FCF	-200	-54	533	591	619

자료 : 아모레G, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,029	6,078	6,285	6,710	7,122
매출원가	1,614	1,619	1,703	1,811	1,894
매출총이익	4,415	4,459	4,582	4,899	5,228
매출총이익률 (%)	73.2	73.4	72.9	73.0	73.4
판매비와관리비	3,683	3,910	4,060	4,292	4,515
영업이익	731	549	522	607	712
영업이익률 (%)	12.1	9.0	8.3	9.1	10.0
비영업손익	-33	-15	-6	1	1
순금융비용	-21	-23	-23	-35	-47
외환관련손익	-29	6	7	7	7
관계기업투자등 관련손익	1	1	0	0	0
세전계속사업이익	698	535	516	608	713
세전계속사업이익률 (%)	11.6	8.8	8.2	9.1	10.0
계속사업법인세	209	159	160	197	237
계속사업이익	490	376	357	411	477
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	490	376	357	411	477
순이익률 (%)	8.1	6.2	5.7	6.1	6.7
지배주주	203	142	163	180	212
지배주주귀속 순이익률(%)	3.36	2.34	2.59	2.68	2.98
비지배주주	287	234	194	231	265
총포괄이익	481	402	388	443	509
지배주주	202	151	175	192	224
비지배주주	279	250	213	251	285
EBITDA	1,000	860	842	880	945

주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	-10.0	0.8	3.4	6.8	6.1
영업이익	-32.5	-24.9	-5.0	16.3	17.3
세전계속사업이익	-35.8	-23.4	-3.5	17.9	17.3
EBITDA	-23.3	-13.9	-2.1	4.5	7.4
EPS(계속사업)	-40.8	-29.8	14.6	10.3	17.9
수익성 (%)					
ROE	7.0	4.7	5.1	5.4	6.0
ROA	6.8	5.1	4.6	4.8	5.3
EBITDA마진	16.6	14.2	13.4	13.1	13.3
안정성 (%)					
유동비율	215.7	277.4	310.0	350.0	392.1
부채비율	23.7	18.3	26.9	26.2	25.3
순차입금/자기자본	-20.0	-21.8	-29.7	-36.9	-43.6
EBITDA/이자비용(배)	212.3	188.8	51.6	54.0	58.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,279	1,600	1,834	2,022	2,384
BPS	33,714	35,082	36,595	38,467	40,967
CFPS	5,297	5,098	5,435	5,094	5,004
주당 현금배당금	360	310	310	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	69.6	97.8	44.7	40.5	34.4
PER(최저)	48.1	35.9	34.2	31.1	26.3
PBR(최고)	4.7	4.5	2.2	2.1	2.0
PBR(최저)	3.3	1.6	1.7	1.6	1.5
PCR	26.6	14.3	11.9	12.7	12.9
EV/EBITDA(최고)	15.3	17.5	9.9	9.0	8.0
EV/EBITDA(최저)	11.1	7.8	8.0	7.2	6.3