

2018/01/08

화장품

오대식(2122-9212) dsch@hi-ib.com

# 아모레퍼시픽(090430)

## 도전자의 마음으로 성과를 내야 될 시기

Buy(Maintain)

### ■ 4Q17 Preview: 매출액 -7.7% YoY, 영업이익 -23.8% YoY

17년 4분기 동사 매출액은 전년 동기 대비 -7.7% 감소한 1조 2,141억원을, 영업이익은 -23.8% 감소한 779억원을 기록하여 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망한다. 9월부터 강화하여 실시한 구매 수량 제한 정책은 3분기 실적의 일부에만 영향을 미쳤지만, 4분기에는 그 영향이 온기 반영되어 중국인 입국자 수 회복에 따른 면세 채널 실적 회복 상관성에 괴리를 줄 것으로 보인다. 그 외, 국내 채널 실적에서 특이할만한 점은 아리따움 채널의 매출 성장을 회복세가 빨라진 것으로 보인다는 점이다. 2016년 4분기 촛불집회 등 사회 전반적으로 분위기가 좋지 않았던 요소가 낮은 베이스로 작용하고 있기 때문이다.

### ■ 중국 현지 실적 양호한 회복세를 기록할 전망

중국 현지 실적의 경우 3분기 대비 4분기에 더 양호한 실적을 보일 것으로 전망한다. 3분기 대비해서 4분기에 마케팅을 더 활발히 진행했던 결과물이다. 광군제 때 동사 실적 역시 좋은 모습을 보였으며, 당시 보였던 실적 개선세가 지속된 것으로 보여진다. 다만 3분기에 보였었던 마몽드 브랜드의 중국 내 실적 감소는 4분기에도 지속될 것으로 보이며 아직까지 구체화된 개선 전략은 밝혀지지 않는 상황이다. 설화수는 2017년 전제로 보았을 때 2~30개 정도의 사이트에 추가로 오픈한 것으로 보이며 이런 출점 트렌드는 2018년에도 유지되며 신규 출점에 따른 매출 증가 효과를 기대할 수 있다. 동시에 사드 보복 조치 기간 동안 신규 고객의 유입이 정체되면서 겪었던 성장률 감소는, 18년도 마케팅 활성화에 따른 신규 고객 유입을 통해 극복해나갈 수 있을 것으로 판단된다.

### ■ 내수 경쟁력 재확보 노력 진행 중

실적 회복 속도보다 가파르게 기대감이 상승하면서 상승해왔던 화장품 섹터 주가는 최근 조정을 받고 있는 상황이다. 결과적으로 현재 밸류에이션 부담은 축소된 상황이며, 1월부터 2월까지 평창올림픽 기간 동안 실질적으로 중국인 입국자 수가 컨센서스 이상으로 회복되는 모습을 보여준다면 실적 추정치 상향 및 밸류에이션 리레이팅을 통한 주가 상승 역시 가능할 것으로 판단한다. 중국과의 관계 이외에 동사의 2018년 화두인 내수 채널의 경쟁력 재확보 노력의 성과 역시 2018년 동사 주가의 향방을 결정지을 키폭터로 작용할 것으로 판단한다.

목표주가(12M)	377,000원
종가(2018/01/05)	300,000원

#### Stock Indicator

자본금	35십억원
발행주식수	6,902만주
시가총액	19,301십억원
외국인지분율	34.3%
배당금(2016)	1,580원
EPS(2017E)	6,422원
BPS(2017E)	61,172원
ROE(2017E)	10.9%
52주 주가	239,500~361,000원
60일평균거래량	228,867주
60일평균거래대금	70.6십억원

#### Price Trend



〈표 1〉 아모레퍼시픽 4 분기 실적 전망

(단위: 십억원)

	2016	2017E	2018E	4Q16	3Q17	4Q17E	컨센서스	차이(%)
매출액	5,645.4	5,197.9	5,928.2	1,316.0	1,209.9	1,214.1	1,256.3	-3.4%
YoY(%)	18.4%	-7.9%	14.0%	7.4%	-13.6%	-7.7%	-4.5%	-3.0%
QoQ(%)				-6.1%	0.4%	0.3%	3.8%	-3.0%
영업이익	848.1	597.4	860.5	102.2	101.1	77.9	82.8	-5.9%
YoY(%)	9.7%	-29.6%	44.0%	-17.2%	-39.7%	-23.8%	-19.0%	-5.0%
QoQ(%)				-39.0%	-0.5%	-22.9%	-18.1%	-5.0%
이익률(%)	15.0%	11.5%	14.5%	7.8%	8.4%	6.4%	6.6%	0.0%
순이익	645.7	446.0	650.1	73.0	79.8	65.3	68.3	-4.4%
이익률(%)	11.4%	8.6%	11.0%	5.5%	6.6%	5.4%	5.4%	0p

자료: 아모레퍼시픽, 하이투자증권

주: 연결기준

〈표 2〉 아모레퍼시픽 실적 추이

(단위: 십억원)

	2016	2017E	2018E	1Q17	2Q17	3Q17P	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	5,645.4	5,197.9	5,928.2	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,214.1	1,500.6	1,437.3	1,501.8	1,488.4
Korea	4,000.5	3,420.2	3,837.9	1,104.4	805.6	790.2	720.0	978.0	942.8	1,009.1	908.0
Overseas & Export	1,696.8	1,820.3	2,138.0	477.0	408.6	427.3	507.4	532.2	510.4	504.9	590.6
영업이익	848.1	597.4	860.5	316.8	101.6	101.1	77.9	285.1	240.0	194.7	140.7
Korea	677.6	436.0	622.9	234.0	82.6	66.9	52.5	190.8	187.8	145.9	98.4
Overseas & Export	210.4	178.8	237.5	88.1	19.8	45.4	25.5	94.3	52.2	48.8	42.2
세전이익	856.6	605.5	868.6	295.0	110.9	106.3	93.3	263.2	249.4	199.9	156.0
당기순이익	645.7	446.0	650.1	223.5	77.4	79.8	65.3	200.2	200.5	152.5	96.9
성장률 (YoY %)											
매출액	18.4%	-7.9%	14.0%	5.7%	-16.5%	-13.6%	-7.7%	-4.4%	19.3%	24.1%	22.6%
Korea	12.4%	-14.5%	12.2%	1.8%	-22.4%	-21.5%	-17.2%	-11.4%	17.0%	27.7%	26.1%
Overseas & Export	34.9%	7.3%	17.5%	16.9%	-2.1%	5.0%	9.2%	11.6%	24.9%	18.2%	16.4%
영업이익	9.7%	-29.6%	44.0%	-6.2%	-57.8%	-39.7%	-23.8%	-10.0%	136.4%	92.6%	80.5%
Korea	5.7%	-35.7%	42.9%	-12.8%	-58.6%	-51.0%	-28.4%	-18.5%	127.4%	118.1%	87.6%
Overseas & Export	32.0%	-15.0%	32.9%	11.0%	-59.6%	-3.8%	-26.8%	7.0%	163.9%	7.4%	65.8%
세전이익	10.1%	-29.3%	43.4%	-14.7%	-53.7%	-30.8%	-20.7%	-10.8%	124.9%	88.1%	67.2%
당기순이익	10.4%	-30.9%	45.8%	-15.0%	-59.8%	-31.9%	-10.6%	-10.4%	159.2%	91.1%	48.4%
이익률 (%)											
영업이익률	15.0%	11.5%	14.5%	20.2%	8.4%	8.4%	6.4%	19.0%	16.7%	13.0%	9.5%
세전이익률	15.2%	11.6%	14.7%	18.8%	9.2%	8.8%	7.7%	17.5%	17.4%	13.3%	10.5%
순이익률	11.4%	8.6%	11.0%	14.2%	6.4%	6.6%	5.4%	13.3%	14.0%	10.2%	6.5%

자료: 아모레퍼시픽, 하이투자증권

주: 연결기준

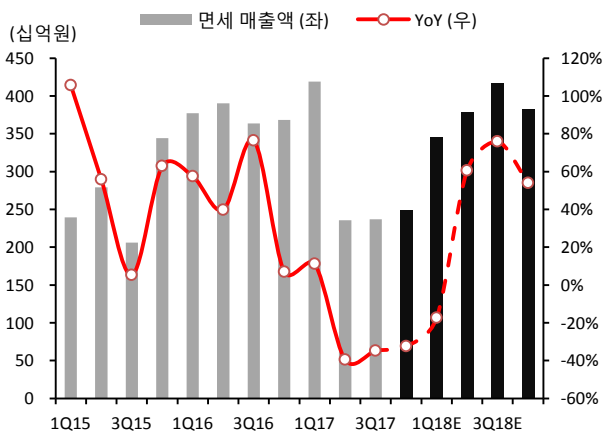
〈표 3〉 아모레퍼시픽 국내 매출 추이 - 채널 별

(단위: 십억원)

	2016	2017E	2018E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
<b>Prestige</b>	<b>2,434.6</b>	<b>2,039.8</b>	<b>2,409.6</b>	<b>682.4</b>	<b>470.9</b>	<b>456.9</b>	<b>429.7</b>	<b>594.7</b>	<b>610.6</b>	<b>636.5</b>	<b>567.8</b>
Department Store	313.3	304.6	310.7	85.7	80.4	72.4	66.1	87.4	82.0	73.9	67.4
Travel Retail	1,499.3	1,140.5	1,524.2	419.0	235.8	237.0	248.7	345.9	378.5	416.7	383.1
Home Visit	622.0	594.8	574.7	177.7	154.7	147.5	114.9	161.4	150.1	145.8	117.3
<b>Mass</b>	<b>1,004.0</b>	<b>885.2</b>	<b>994.5</b>	<b>258.0</b>	<b>233.2</b>	<b>203.3</b>	<b>190.6</b>	<b>283.0</b>	<b>297.5</b>	<b>213.1</b>	<b>200.7</b>
Specialty Shop	444.1	355.7	420.3	105.9	94.0	80.2	75.6	118.5	146.7	79.7	75.5
Discount Store	137.7	130.5	135.2	35.3	34.6	33.4	27.2	36.0	35.7	34.8	28.7
Online	422.2	399.1	439.0	116.9	104.7	89.7	87.8	128.6	115.2	98.7	96.6
<b>성장률 (YoY %)</b>											
<b>Prestige</b>	<b>22.9%</b>	<b>-16.2%</b>	<b>18.1%</b>	<b>6.0%</b>	<b>-26.6%</b>	<b>-23.1%</b>	<b>-22.6%</b>	<b>-12.8%</b>	<b>29.7%</b>	<b>39.3%</b>	<b>32.1%</b>
Department Store	1.0%	-2.8%	2.0%	1.3%	-6.6%	-3.6%	-2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Travel Retail	40.3%	-23.9%	33.6%	11.1%	-39.6%	-34.8%	-32.5%	-17.5%	60.5%	75.8%	54.0%
Home Visit	3.3%	-4.4%	-3.4%	-2.5%	-6.2%	-5.2%	-3.6%	-9.1%	-3.0%	-1.1%	2.1%
<b>Mass</b>	<b>-2.7%</b>	<b>-11.8%</b>	<b>12.3%</b>	<b>-8.6%</b>	<b>-12.7%</b>	<b>-19.0%</b>	<b>-6.3%</b>	<b>9.7%</b>	<b>27.6%</b>	<b>4.8%</b>	<b>5.3%</b>
Specialty Shop	-2.4%	-19.9%	18.2%	-17.2%	-25.1%	-25.5%	-8.9%	11.9%	56.1%	-0.7%	-0.2%
Discount Store	-12.0%	-5.3%	3.6%	-10.7%	-2.9%	-3.5%	-2.8%	2.0%	3.3%	4.2%	5.4%
Online	0.4%	-5.5%	10.0%	1.7%	-1.4%	-17.4%	-5.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>비중 (%)</b>											
<b>Prestige</b>	<b>60.9%</b>	<b>59.6%</b>	<b>62.8%</b>	<b>61.8%</b>	<b>58.5%</b>	<b>57.8%</b>	<b>59.7%</b>	<b>60.8%</b>	<b>64.8%</b>	<b>63.1%</b>	<b>62.5%</b>
Department Store	7.8%	8.9%	8.1%	7.8%	10.0%	9.2%	9.2%	8.9%	8.7%	7.3%	7.4%
Travel Retail	37.5%	33.3%	39.7%	37.9%	29.3%	30.0%	34.5%	35.4%	40.1%	41.3%	42.2%
Home Visit	15.5%	17.4%	15.0%	16.1%	19.2%	18.7%	16.0%	16.5%	15.9%	14.5%	12.9%
<b>Mass</b>	<b>25.1%</b>	<b>25.9%</b>	<b>25.9%</b>	<b>23.4%</b>	<b>29.0%</b>	<b>25.7%</b>	<b>26.5%</b>	<b>28.9%</b>	<b>31.6%</b>	<b>21.1%</b>	<b>22.1%</b>
Specialty Shop	11.1%	10.4%	11.0%	9.6%	11.7%	10.2%	10.5%	12.1%	15.6%	7.9%	8.3%
Discount Store	3.4%	3.8%	3.5%	3.2%	4.3%	4.2%	3.8%	3.7%	3.8%	3.4%	3.2%
Online	10.6%	11.7%	11.4%	10.6%	13.0%	11.4%	12.2%	13.1%	12.2%	9.8%	10.6%

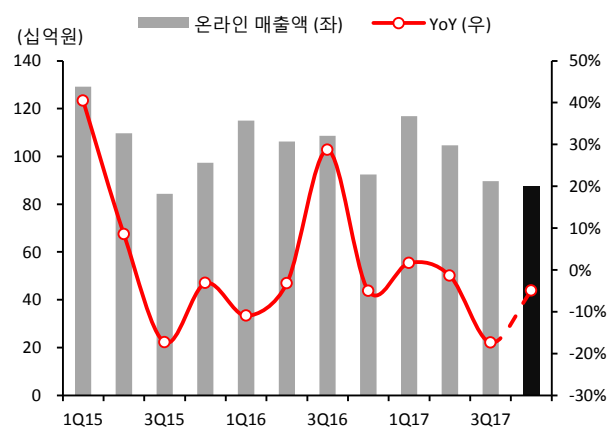
자료: 아모레퍼시픽, 하이투자증권  
주: 연결기준, 하이투자증권 추정치

〈그림 1〉 아모레퍼시픽 분기별 면세채널 매출액 추이



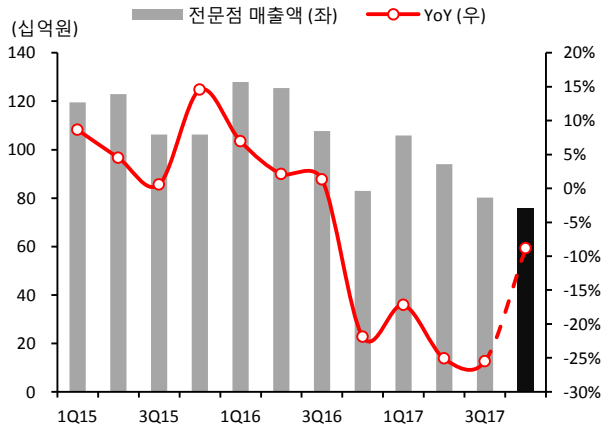
자료: 아모레퍼시픽, 하이투자증권  
주: 추정치는 하이투자증권 추정

〈그림 2〉 아모레퍼시픽 분기별 온라인채널 매출액 추이



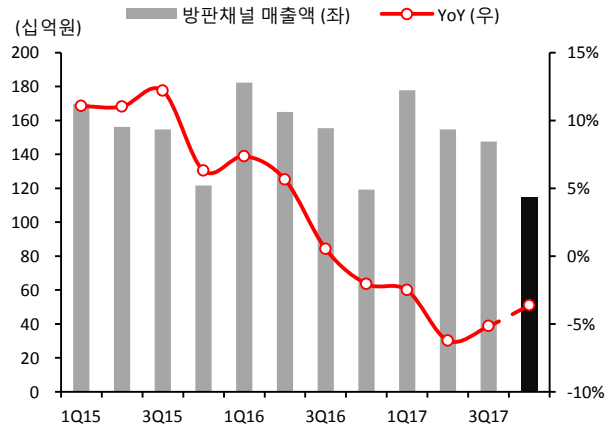
자료: 아모레퍼시픽, 하이투자증권  
주: 추정치는 하이투자증권 추정

〈그림 3〉 아모레퍼시픽 분기별 전문점채널 매출액 추이



자료: 아모레퍼시픽, 하이투자증권  
주: 추정치는 하이투자증권 추정

〈그림 4〉 아모레퍼시픽 분기별 방판채널 매출액 추이



자료: 아모레퍼시픽, 하이투자증권  
주: 추정치는 하이투자증권 추정

아모레퍼시픽 4분기 실적 및 2018년도 연간 실적을 전망함에 있어 시장에서 가장 중요한 부분으로 판단하고 있는 실적은 면세 실적이다. 9월부터 강화하여 실시한 구매 수량 제한 정책은 3분기 실적의 일부에만 영향을 미쳤지만, 4분기에는 그 영향이 온기 반영될 전망이다. 실제로 10월과 11월에 동사 면세 매출은 구매 수량 제한 강화로 인해 좋지 않았던 것으로 보인다. 하지만 3분기 중국인 입국자 수가 전년 동기 대비 -62.7% 감소하였던 것 대비 4분기에는 상대적으로 양호한 -42.7% 감소로 면세 실적의 키펙터인 입국자 수 회복이 가시화되었던 점은 감안하여야 한다. 결과적으로 4분기 전사 매출의 34.5%를 차지하고 있는 면세 채널 매출은 전년 동기 대비 -32.5% 감소한 실적을 나타낼 것으로 전망한다. 이처럼 구매 수량 제한 정책 강화 효과는 2018년 8월까지 실적에 반영되어 기존 중국인 입국자 수 회복에 따른 면세 채널 실적 회복 관계성에 괴리를 줄 것으로 보인다.

3분기에 이어 4분기에도 백화점 채널 실적 동향은 비슷할 것으로 보이며, 방판 채널 역시 카운셀러의 수가 줄어드는 만큼 실적 감소세를 이어나갈 것으로 판단한다. 3분기부터 반영된 아이오페 브랜드 홈쇼핑 채널 철수 효과는 4분기에도 여전히 반영될 것인 반면, 이커머스 매출은 더블디жит 성장률을 지속해나갈 것으로 전망한다.

4분기 국내 채널 실적에서 특이할만한 점은 아리따움 채널의 매출 성장률 회복세가 빨라진 것으로 보인다는 점이다. 2016년 4분기 촛불집회 등 사회 전반적으로 분위기가 좋지 않았던 요소가 낮은 베이스로 작용하고 있기 때문이다. 그 외에도 동사 경영 전략 수립의 가장 큰 화두는 아리따움 등 국내 채널이다. H&B 채널 등 화장품 신유통채널의 성장세에 대응하기 위해, 동사는 명동 아리따움 매장에 프리메라, 에스쁘아 등 다른 브랜드들을 넣어보거나 씨코르 등 편집숍에 헤라를 팔아보는 등 다양한 시도를 하고 있는 중이다. 종합하여 보았을 때, 4분기 동사 국내 매출액 YoY 성장률은 3분기에 비해 소폭 회복한 -17.2%를 기록할 것으로 보인다.

〈표 5〉 아모레퍼시픽 국가별 실적 추이

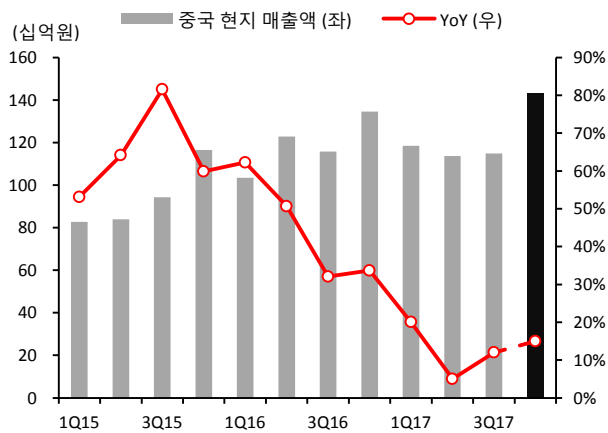
(단위: 십억원)

(십억원)	2016	2017E	2018E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
<b>매출액</b>											
Total Overseas & Export	1,696.8	1,820.3	2,138.0	477.0	408.6	427.3	507.4	532.2	510.4	504.9	590.6
YoY	34.9%	7.3%	17.5%	16.9%	-2.1%	5.0%	9.2%	11.6%	24.9%	18.2%	16.4%
QoQ				2.7%	-14.3%	4.6%	18.8%	4.9%	-4.1%	-1.1%	17.0%
Asia	1,575.5	1,732.9	2,043.7	448.8	391.9	406.4	485.8	508.8	490.2	479.8	564.9
YoY	37.8%	10.0%	17.9%	18.5%	1.0%	8.0%	12.3%	13.4%	25.1%	18.1%	16.3%
QoQ				3.7%	-12.7%	3.7%	19.5%	4.7%	-3.6%	-2.1%	17.7%
- 중국	1,098.7	1,243.0	1,475.1	330.3	278.2	291.6	342.9	379.8	333.9	349.9	411.4
YoY	43.5%	13.1%	18.7%	20.0%	5.0%	12.0%	15.0%	15.0%	20.0%	20.0%	20.0%
QoQ				10.8%	-15.8%	4.8%	17.6%	10.8%	-12.1%	4.8%	17.6%
North America	53.3	50.0	65.0	11.7	11.3	13.7	13.3	15.2	14.7	17.8	17.3
YoY	9.7%	-6.2%	30.0%	-15.8%	-11.7%	-11.6%	20.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
QoQ				5.4%	-3.4%	21.2%	-2.8%	14.2%	-3.4%	21.2%	-2.8%
Europe	68.1	37.3	29.3	16.4	5.4	7.2	8.3	8.2	5.5	7.3	8.4
YoY	4.0%	-45.2%	-21.4%	6.5%	-67.5%	-52.9%	-60.0%	-50.0%	1.0%	1.0%	1.0%
QoQ				-21.2%	-67.1%	33.3%	15.6%	-1.4%	-33.5%	33.3%	15.6%
<b>영업이익</b>											
Total Overseas & Export	210.4	178.8	237.5	88.1	19.8	45.4	25.5	94.3	52.2	48.8	42.2
YoY	32.0%	-15.0%	32.9%	11.0%	-59.6%	-3.8%	-26.8%	7.0%	163.9%	7.4%	65.8%
QoQ	0.0%	0.0%	0.0%	153.2%	-77.5%	129.3%	-43.9%	270.4%	-44.6%	-6.6%	-13.4%
OPM %	12.4%	9.8%	11.1%	18.5%	4.8%	10.6%	5.0%	17.7%	10.2%	9.7%	7.1%
Asia	209.4	206.6	241.0	87.6	32.2	51.9	34.9	95.5	52.5	50.3	42.7
YoY	29.0%	-1.4%	16.6%	12.9%	-35.2%	15.1%	-5.8%	9.0%	63.0%	-3.1%	22.5%
QoQ	0.0%	0.0%	0.0%	136.8%	-63.2%	61.2%	-32.8%	173.8%	-45.0%	-4.2%	-15.0%
OPM %	13.3%	11.9%	11.8%	19.5%	8.2%	12.8%	7.2%	18.8%	10.7%	10.5%	7.6%
- 중국	124.7	141.7	171.0	53.4	32.2	32.1	24.0	60.7	40.0	39.9	30.4
YoY	30.4%	13.6%	20.7%	29.3%	1.3%	4.5%	14.8%	13.6%	24.1%	24.4%	26.9%
QoQ	0.0%	0.0%	0.0%	155.5%	-39.7%	-0.4%	-25.2%	152.7%	-34.1%	-0.2%	-23.7%
OPM %	11.3%	11.4%	11.6%	16.2%	11.6%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%
North America	0.8	-9.0	-3.3	-0.7	-3.4	-0.9	-4.0	-0.8	-0.7	-0.9	-0.9
YoY	흑전	적전	적지	적전	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지
QoQ	0.0%	0.0%	0.0%	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
OPM %	1.5%	-18.0%	-5.0%	-6.0%	-30.1%	-6.6%	-30.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
Europe	0.3	-18.8	-0.2	1.2	-9.1	-5.5	-5.4	-0.4	0.5	-0.6	0.4
YoY	흑전	적전	적지	500.0%	적전	적지	적전	적전	흑전	적지	흑전
QoQ	0.0%	0.0%	0.0%	140.0%	적전	적지	적지	적지	흑전	적전	흑전
OPM %	0.4%	-50.4%	-0.5%	7.3%	-168.5%	-76.4%	-65.0%	-5.0%	9.2%	-8.5%	4.4%

자료: 아모레퍼시픽, 하이투자증권

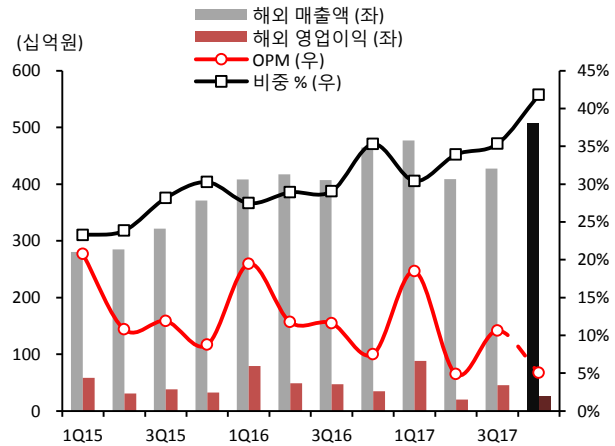
주: 연결기준

〈그림 5〉 아모레퍼시픽 중국 현지 매출 추이



자료: 아모레퍼시픽, 하이투자증권  
주: 하이투자증권 추정

〈그림 6〉 아모레퍼시픽 해외 실적 및 OPM/총매출액 대비 비중 추이



자료: 아모레퍼시픽, 하이투자증권  
주: 추정치는 하이투자증권 추정

중국 현지 실적의 경우 3분기 대비 4분기에 더 양호한 실적을 보일 것으로 전망한다. 3분기 대비해서 4분기에 마케팅을 더 활발히 진행했던 결과물이다. 광군제 때 동사 실적 역시 좋은 모습을 보였으며, 당시 보였던 실적 개선세가 지속된 것으로 보여진다. 다만 3분기에 보였었던 마몽드 브랜드의 중국 내 실적 감소는 4분기에도 지속될 것으로 보이며 아직까지 구체화된 개선 전략은 밝혀지지 않는 상황이다. 설화수는 2017년 전체로 보았을 때 2~30개 정도의 사이트에 추가로 오픈한 것으로 보이며 이런 출점 트렌드는 2018년에도 유지되며 신규 출점에 따른 매출 증가 효과를 기대할 수 있다. 동시에 사드 보복 조치 기간 동안 신규 고객의 유입이 정체되면서 겪었던 성장률 감소는, 18년도 마케팅 활성화에 따른 신규 고객 유입을 통해 극복해 나갈 수 있을 것으로 판단된다.

북미 같은 경우 4분기에 매출 성장률 자체는 플러스로 돌아설 것으로 보여진다. 이니스프리의 긍정적인 초기 반응 역시 견조하게 유지되고 있다. 결과적으로 연초에 북미 2017년 영업 적자 100억을 예상했지만, 그 적자 규모는 축소될 것으로 예상된다.

영업활동 이외에 이사비용 및 신사옥 감가비에 관해 시장에 노이즈가 존재했다. 그러나 아직까지는 이사비용에 대한 구체적인 회계 처리가 되지 않은 것으로 보여지며, 기존 본사 지급 임대료(연 120억원) 소멸, 신사옥에 입주한 삼일회계법인의 임대료(연 120억원) 수취 등이 신사옥 감가상각비를 상쇄시킬 수 있을 것으로 판단된다. 또한 2017년 CAPEX 9000억원 집행 대비 2018년도에는 R&D센터 빌딩 및 오산 물류센터에 들어가는 추가 CAPEX 정도만 집행하며 연간 5천억원 정도 수준으로 집행할 것으로 전망된다.

〈표 6〉 아모레퍼시픽 국내 매출 추이 - 브랜드 별

(단위: 십억원)

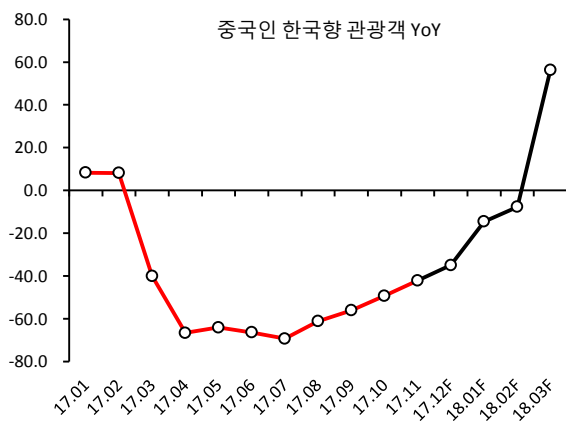
		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
연결 매출액		2,554.7	2,849.5	3,100.4	3,874.0	4,766.6	5,645.4	5,197.9	5,928.2
연결 영업이익		372.9	365.3	369.8	563.8	772.9	848.1	597.4	860.5
중국법인 매출액	YoY	190.8	262.4	338.8	466.1	765.8	1,098.7	1,243.0	1,475.1
			37.5%	29.1%	37.6%	64.3%	43.5%	13.1%	18.7%
중국법인 영업이익	YoY	14.2	14.2	10.3	52.0	95.6	124.7	141.7	171.0
			0.0%	-27.5%	404.9%	83.8%	30.4%	13.6%	20.7%
중국법인 영업이익률		7.4%	5.4%	3.0%	11.2%	12.5%	11.3%	11.4%	11.6%
면세점 매출액	YoY	188.7	264.5	347.8	702.9	1,069.0	1,499.3	1,140.5	1,524.2
			40.2%	31.5%	102.1%	52.1%	40.3%	-23.9%	33.6%
면세점 내 중국인비중		40%	49%	62%	78%	83%	88%	80%	90%
면세점 중국인 매출	YoY	75.5	129.6	215.6	548.3	887.3	1,319.4	912.4	1,371.8
			71.7%	66.4%	154.3%	61.8%	48.7%	-30.8%	50.3%
중국인 입국자 수(천명)	YoY	2,220	2,837	4,327	6,127	5,984	8,068	4,185	7,435
			27.8%	52.5%	41.6%	-2.3%	34.8%	-48.1%	77.6%
면세점 영업이익률		15%	20%	24%	22%	23%	23%	21%	22%
면세점 영업이익		28.3	52.9	83.5	157.5	246.4	345.6	235.3	340.1
면세점 중국인 영업이익	YoY	11.3	25.9	51.8	122.9	204.5	304.1	188.3	306.1
			128.9%	99.7%	137.4%	66.4%	48.7%	-38.1%	62.6%
중국 관련 매출	YoY	266.3	392.0	554.4	1,014.4	1,653.1	2,418.1	2,155.4	2,846.8
			47.2%	41.4%	83.0%	63.0%	46.3%	-10.9%	32.1%
중국 관련 영업이익	YoY	25.5	40.1	62.1	174.9	300.1	428.8	330.0	477.1
			57.2%	54.7%	181.8%	71.6%	42.9%	-23.1%	44.6%
중국법인 매출액 기여도(%)		7.5%	9.2%	10.9%	12.0%	16.1%	19.5%	23.9%	24.9%
중국법인 영업이익 기여도(%)		3.8%	3.9%	2.8%	9.2%	12.4%	14.7%	23.7%	19.9%
면세점 중국인 매출액 기여도(%)		3.0%	4.5%	7.0%	14.2%	18.6%	23.4%	17.6%	23.1%
면세점 중국인 영업이익 기여도(%)		3.0%	7.1%	14.0%	21.8%	26.5%	35.9%	31.5%	35.6%
중국 관련 매출 기여도(%)		10.4%	13.8%	17.9%	26.2%	34.7%	42.8%	41.5%	48.0%
중국 관련 영업이익 기여도		6.8%	11.0%	16.8%	31.0%	38.8%	50.6%	55.2%	55.4%

자료: 아모레퍼시픽, 하이투자증권

주: 연결기준

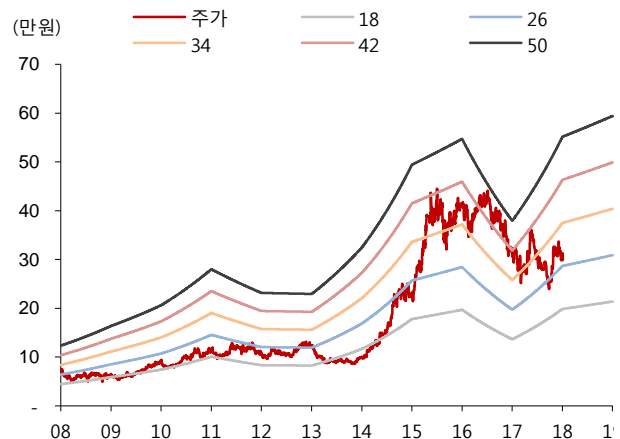
〈그림 7〉 중국인 관광객 수 YoY 추이:

11월 -42.1% YoY 기록. 12월 -34.9% YoY 전망. 3 분기에 이어 4 분기에도 중국인 입국자 수 회복세 지속



자료: 관광지식정보시스템, 하이투자증권

〈그림 8〉 아모레퍼시픽 12MF P/E 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,116	2,686	3,393	4,083
현금 및 현금성자산	624	1,375	1,963	2,557
단기금융자산	465	326	326	326
매출채권	356	327	373	408
재고자산	410	377	430	471
비유동자산	3,065	2,873	2,716	2,586
유형자산	2,359	2,167	2,009	1,880
무형자산	228	228	228	228
자산총계	5,182	5,559	6,108	6,669
유동부채	1,171	1,203	1,249	1,291
매입채무	166	153	174	191
단기차입금	55	55	55	55
유동성장기부채	90	90	90	90
비유동부채	114	114	114	114
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	1,285	1,317	1,363	1,405
지배주주지분	3,879	4,222	4,719	5,232
자본금	35	35	35	35
자본잉여금	720	720	720	720
이익잉여금	3,159	3,515	4,026	4,551
기타자본항목	-18	-18	-18	-18
비지배주주지분	18	21	26	33
자본총계	3,897	4,242	4,746	5,264

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,645	5,198	5,928	6,484
증가율(%)	18.4	-7.9	14.0	9.4
매출원가	1,425	1,391	1,569	1,652
매출총이익	4,221	3,807	4,359	4,832
판매비와관리비	3,373	3,210	3,498	3,907
연구개발비	99	91	104	113
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	848	597	860	925
증가율(%)	9.7	-29.6	44.0	7.5
영업이익률(%)	15.0	11.5	14.5	14.3
이자수익	-	-	-	-
이자비용	-	-	-	-
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-3	2	2	2
세전계속사업이익	857	604	867	932
법인세비용	211	160	219	233
세전계속이익률(%)	15.2	11.6	14.6	14.4
당기순이익	646	446	650	701
순이익률(%)	11.4	8.6	11.0	10.8
지배주주귀속 순이익	639	443	644	694
기타포괄이익	-13	-13	-13	-13
총포괄이익	632	433	637	687
지배주주귀속총포괄이익	626	428	630	681

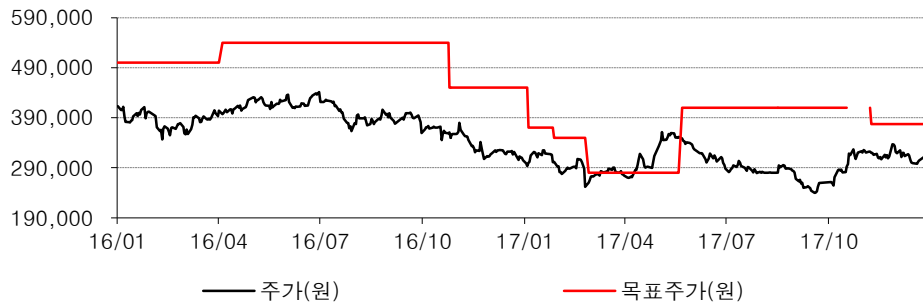
현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	677	759	702	756
당기순이익	646	446	650	701
유형자산감가상각비	181	192	158	129
무형자산상각비	-	-	-	-
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-610	288	148	148
유형자산의 처분(취득)	-495	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-40	-	-	-
금융상품의 증감	-220	140	-	-
재무활동 현금흐름	-133	-143	-121	-167
단기금융부채의증감	-	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-95	-109	-87	-134
현금및현금성자산의증감	-63	751	588	594
기초현금및현금성자산	687	624	1,375	1,963
기말현금및현금성자산	624	1,375	1,963	2,557

주요투자지표	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	9,262	6,422	9,336	10,059
BPS	56,202	61,172	68,379	75,802
CFPS	11,888	9,205	11,620	11,933
DPS	1,580	1,200	2,000	2,600
Valuation(배)				
PER	34.7	46.7	32.1	29.8
PBR	5.7	4.9	4.4	4.0
PCR	27.0	32.6	25.8	25.1
EV/EBITDA	19.5	22.5	16.9	15.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	17.7	10.9	14.4	14.0
EBITDA 이익률	18.2	15.2	17.2	16.3
부채비율	33.0	31.0	28.7	26.7
순부채비율	-24.2	-36.7	-45.2	-52.0
매출채권회전율(x)	16.4	15.2	16.9	16.6
재고자산회전율(x)	15.4	13.2	14.7	14.4

자료 : 아모레퍼시픽, 하이투자증권 리서치센터



## 최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(아모레퍼시픽)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-04-11	Buy	540,000	6개월	-25.0%	-18.3%
2016-11-01	Buy	450,000	6개월	-26.9%	-15.6%
2017-01-11	Buy	370,000	6개월	-14.6%	-12.2%
2017-02-03	Buy	350,000	6개월	-17.6%	-12.1%
2017-03-06	Hold	280,000	6개월	7.4%	28.9%
2017-05-29	Buy	410,000	6개월	-28.6%	-16.1%
2017-11-15(담당자변경)	Buy	377,000	1년		

## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. [\(작성자 : 오대식\)](#)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매 수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

## 하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-