

[면세/화장품] 사드곡성

이슈가 해결되기 전까지는 불확실성 지속

2017/03/06

■ 사드보복, 우려가 현실로: 중국, 한국여행 전면 금지

지난 2일 중국이 한국 여행 판매를 전면 금지시킬 것을 요구하며 매우 적극적인 보복 제재를 가하였다. 이는 과거 2010년 일본과 센카쿠 열도 분쟁 사건 당시에도 내려진 조치이다. 당시 반일 감정과 함께 설상가상으로 일본 대지진이 일어나면서 일본으로 방문하는 중국인 관광객은 1년간 급감하였다. 과거 일본과 현재 한국 상황은 다르나, 중국의 적극적인 이러한 조치는 실질적으로 한국 면세 판매에 영향을 미치는 조치로서 중국인 관광객 감소에 따른 면세점 판매 부진이 가시화될 것으로 예상된다. 이에 호텔신라, 아모레퍼시픽, LG생활건강의 면세점 판매 실적은 하향 조정 가능성이 있다.

■ 문제는 추가적인 보복 제재, 불확실성 확대

문제는 중국의 적극적인 사드 보복 제재가 여기서 끝나지 않을 수 있다는 것이다. 관광객 제한 이외에 추가적으로 1) 중국에 진출한 한국 기업 제재, 2) 반한 감정 확산, 3) 수입 제재 등이 가해진다면 중국본토에서 사업을 영위하는 한국 브랜드 업체에게 추가적인 영향을 미칠 수 있다. 중국에서 생산 기반을 갖추고 있고, 중국 로컬 업체와 거래하고 있는 한국 화장품 ODM 업체는 중국 보복 제재에서 가장 후순위일 것으로 예상된다. 한국 화장품 ODM 업체를 문제 삼는다면 일차적으로 자국인력과 자국기업에게도 영향을 미칠 수 있기 때문이다.

■ 투자전략: 당분간 불확실성 구간

당분간 면세점 매출 비중이 높은 호텔신라, 아모레퍼시픽, LG생활건강에 대해서는 보수적인 시각을 유지한다. 실적 추정치는 중국 정부의 보복 강도에 따라 더 하향될 가능성이 존재한다. 설상가상으로 중국의 보복이 중국 본토 내에서 이뤄진다면 영향은 더욱 커질 수 있다. 화장품 ODM 업체의 경우 보복 제재에 대한 영향은 면세점과 브랜드 업체보다는 제한적이나 산업 전반적으로 부정적인センチ멘탈은 피할 수 없을 것으로 예상, 의미있는 기업가치 반등은 시간이 필요하다. 화장품 ODM 업체의 경우 낙폭이 과대할 경우 투자 접근이 가능하다.

유통/패션/화장품
손호주(2122-9178)
hjson@hi-ib.com
오대식(2122-9212)
dsos@hi-ib.com

사드 보복, 우려가 현실로

1. 중국, 한국 여행 전면 금지

중국 정부의 사드 보복이 본격적으로 가시화되었다. 지난 7월 사드 배치 확정 된 이후, 10월 저가 여행 규제, 11월 한한령, 1월 롯데 사드 부지 제공 이후 중국 법인 세무 조사 및 오프라인 채널 안전검사 등 사드 보복을 의미하는 미미한 움직임이 포착되긴 하였다. 그러나 이 조치들은 실질적으로 기업들의 실적에 미치는 영향은 제한적이었다. 그러나 지난 2일 보도된 한국 여행 전면 금지는 과거 일본 사례에 비교해봤을 때 기업들의 실적에 직접적으로 영향을 미칠 수 있는 조치이다.

과거 2010년 9월 센카쿠 열도에서의 중국 어선 충돌 사건으로 인해 중국은 자국 여행 업계에 일본 여행 광고 자제를 요구하였다. 이에 당시 일본으로 가는 중국 여행객이 2010년 10월부터 감소하기 시작하였고, 설상가상으로 2011년 3월 11일 대지진으로 인해 2011년 3월에서 8월까지의 전년동월대비 -40~-50% 감소하였다. 이후 정확히 1년 후인 2012년 11월부터 플러스 성장세로 전환하였다가 다시 아베 총리 야스쿠니 신사 참배가 논란이 되면서 반일 감정이 확산되며 일본으로 가는 중국인 관광객 수가 급감하였다.

<표 1> 2016년 7월 사드 배치 확정 이후 중국의 보복 규제 내용 정리

구분	세부 정책 내용
중국 상용복수비자 규제 (2016년 8월)	- 기존 한국을 상대로 상용 복수비자 발급과 관련 초청장 업무 대행 중국 업체 자격 정지 결정 - 이에 한국 기업인들이 상용 복수비자를 발급받으려면 중국 현지 업체를 통해 초청장 받아 제출
저가 여행 규제 (2016년 10월)	- 저가 관광 규모 20% 감소(한국행 20% 감소) - 저가 관광과 관계가 있는 쇼핑 일정 1회로 제한 등
한한령(限韓令) (2016년 11월)	- 한국 기업, 브랜드, 연예인 등 한국 관련된 모든 프로그램 및 광고 방영 정지 (이는 아직 중국 정부의 공식적인 코멘트였는지 진위가 밝혀지지 않음)
롯데 그룹 세무조사 (2016년 12월)	- 상하이 중국 본부 시작으로 베이징 롯데제과 공장, 청두, 선양 등 세무조사 - 150개 롯데마트 점포들에 대한 강도높은 소방, 위생 점검도 일제히 실시 (이는 성주 롯데골프장을 사드 부지로 내준 보복이라는 해석)
한국행 전세기 운항 불허 (2017년 1월)	- 아시아나, 제주, 진에어 등 한국 항공사, 1월에 전세기 운항을 중국 민항국에 신청했으나 불허 통지 - 한국만 해당하는 조치
한국과 콘텐츠 공동제작 금지 (2017년 2월)	- 중국 광전총국, 중국 주요 콘텐츠 제작사 관계자들에게 한국업체와 공동제작 중단 지시 - 주변에 공동제작 업체 신고시 적발된 업체 불이익, 신고한 업체에게는 보상
한국 여행 상품 판매 전면 금지 (2017년 3월)	- 3월 2일, 중국 정부, 베이징의 주요 여행사에 한국 여행상품 판매 전면 중단 지시 - 단체관광 뿐만 아니라 일반 여행상품까지 직접 규제하는 방식 - 이미 계약된 관광상품은 3월 중순까지 모두 소진, 15일부터 한국행 관광상품 광고 중단

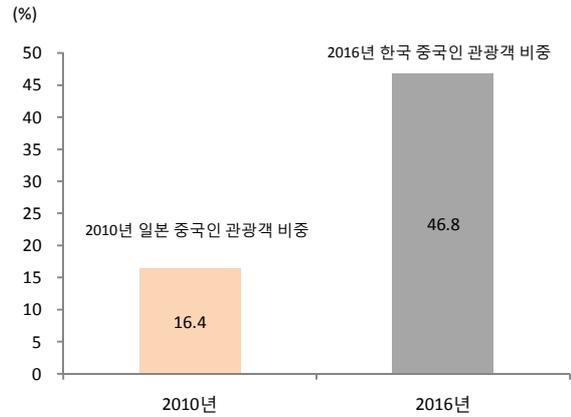
자료: 언론보도내용정리, 하이투자증권

<그림 1> 일본 방문 중국인 관광객수 증가율 추이(월별 추이)



자료: JTB Tourism Research, 하이투자증권

<그림 2> 일본의 2010년 중국관광객 비중, 한국의 2016년 중국 관광객 비중



자료: JTB Tourism Research, 관광지식정보시스템, 하이투자증권

물론 우리나라는 일본과 역사적 배경과 지진과 같은 자연재해가 크지 않아 일본의 과거 상황을 그대로 적용시키기는 쉽지 않다. 그러나 중국 정부가 적극적인 액션이 가해지면 사드배치가 취소되지 않는 한 우리나라를 방문하는 중국 관광객의 감소를 당분간은 피하기 어려울 것으로 보인다. 3월 초 베이징을 중심으로 처음 지시가 전달되었던 점을 고려 시 가장 성수기인 3분기에 감소폭이 확대될 것으로 보인다. 특히 우리나라를 방문하는 외국 관광객에서 중국인이 차지하는 비중이 2016년 기준으로 46.8% 수준으로서, 이는 과거 일본이 센카쿠 열도 당시에 중국인 비중 16% (2010년 기준)였던 점을 고려 시 중국인 감소에 따른 피해는 과거 일본보다는 현재 한국이 더욱 클 것이다.

<표 2> 주요 업체별 면세점 매출 비중과 중국법인 매출 비중 비교

	2016년 기준				
	호텔신라	아모레퍼시픽	LG생활건강	코스맥스	한국콜마
한국 면세점에서의 중국인 매출 비중	50	21.5	15	14.5	14.5
중국 법인 매출 비중		19.5	6	37	7.8
한국 면세점에서의 중국인 영업이익 비중	141.5	35.6	31	14.5	14.5
중국 법인 영업이익 비중		14.5	5	40	5

- 주: 1) 호텔신라, 시내면세점 90%가 중국인, 공항면세점은 제외시킨 것, 시내 면세점 영업이익률 6%가정
 2) 아모레퍼시픽, 면세점 매출에서 90%가 한국 면세점 매출, 이 중 90%가 중국인 매출 가정
 면세점 영업이익률 25% 가정, 중국법인 영업이익률 11% 가정
 3) LG생활건강 해외면세점 매출 비중 미미하여 100% 한국 면세점 매출로 인식
 면세점 영업이익률 30% 가정, 중국 법인 영업이익률 화장품은 15%, 생활용품은 7% 가정
 4) 코스맥스, 한국콜마 면세점 관련 매출은 내수 매출의 20%로 가정

자료: 각 사, 하이투자증권

특히 한국의 시내 면세점의 경우 80-90%정도가 중국인 비중이기 때문에 부정적 영향이 더욱 클 것으로 예상된다. 특히 최근 시내면세점의 수가 확대되어 공급이 오히려 증가했으나, 이 영향으로 수요가 급감하게 되면 중소 시내 면세점의 피해는 더욱 심화될 것으로 예상된다. 당사가 커버하고 있는 호텔신라의 경우 전체 매출에서 중국인이 소비하는 시내 면세점의 매출 비중이 50% 수준이고, 다른 사업부분은 수익성이 저조하여 영업이익의 기여도는 절대적이다. 더불어 면세점 판매 비중이 높은 화장품 브랜드 업체에도 부정적이다. 화장품 업체의 한국 면세점 매출에서 중국인의 비중이 80-90%로 절대적이다. 면세점 중국인의 매출 비중이 2016년 기준으로 아모레퍼시픽 21.5%, LG생활건강 15%으로 추정된다. 면세점 채널이 현재 국내 유통 채널에서 가장 수익성이 높다. 영업이익 기준으로는 각각 35.6%, 30% 비중을 차지하는 것으로 추정된다

이에 중국의 이 조치에 따른 가장 크게 영향을 받는 업체는 면세사업을 영위하는 호텔신라이며, 면세점 매출 비중이 큰 아모레퍼시픽, LG생활건강도 순서대로 영향을 받을 것으로 예상된다. 화장품 ODM 업체의 경우 면세 판매 비중이 절대적으로 낮고, 국내에서 판매되는 중국향 매출도 내수 매출의 10-20% 내외로 추정(전사 매출에서의 비중은 3-5% 내외)되어 관광객 감소에 따른 실적 영향은 제한적이다.

2. 각 업체별 관광객수 감소에 따른 실적 영향 점검

1) 호텔신라

호텔신라 중국인 관광객 2017년 연간 -20% 감소 시 연간 순이익 약 -29% 감소 전망

<표 3> 호텔신라, 중국인관광객수 감소에 따른 2017년 실적 추정치와 밸류에이션 변동 비교

	2017년 추정치					
	기존 추정치	중국관광객수 연간 감소율에 따른 실적 변동 비교				
중국인관광객 증감/감소율	6.3%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%
호텔신라 연결 매출액 (십억원)	4,040.9	3,742.2	3,609.3	3,534.6	3,465.2	3,379.8
기존 추정치 대비 변동률		-7.4%	-10.7%	-12.5%	-14.2%	-16.4%
호텔신라 국내면세점 매출액 (십억원)	2,983.7	2,685.0	2,552.2	2,477.4	2,408.1	2,322.7
기존 추정치 대비 변동률		-10.0%	-14.5%	-17.0%	-19.3%	-22.2%
호텔신라 연결 영업이익 (십억원)	93.1	79.9	74.2	67.7	61.1	58.2
기존 추정치 대비 변동률		-14.1%	-20.3%	-27.3%	-34.3%	-37.4%
호텔신라 연결 순이익 (십억원)	61.0	51.8	47.8	43.2	38.6	36.6
기존 추정치 대비 변동률		-15.1%	-21.7%	-29.2%	-36.7%	-40.0%
적용 PER 배수에 따른 기업가치 (십억원)						
30배	1,829.6	1,553.4	1,433.5	1,296.2	1,158.5	1,098.0
25배	1,524.7	1,294.5	1,194.5	1,080.1	965.4	915.0
20배	1,219.7	1,035.6	955.6	864.1	772.3	732.0
적용 PER 배수에 따른 주당기업가치 (원)						
30배	46,492	39,472	36,425	32,936	29,438	27,901
25배	38,743	32,893	30,354	27,447	24,531	23,251
20배	30,994	26,314	24,283	21,958	19,625	18,601

자료: 호텔신라, 하이투자증권

2) 아모레퍼시픽

아모레퍼시픽 중국인 관광객 2017년 연간 -20% 감소 시 연간 순이익 약 -8% 감소 전망

<표 4> 아모레퍼시픽, 중국인관광객수 감소에 따른 2017년 실적 추정치와 밸류에이션 변동 비교

	2017년 추정치					
	기존 추정치	중국관광객수 연간 감소율에 따른 실적 변동 비교				
중국인관광객 증감/감소율	6.3%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%
AP 연결 매출액 (십억원)	6,383.3	6,221.1	6,188.3	6,139.2	6,096.1	6,035.4
기존 추정치 대비 변동률		-2.5%	-3.1%	-3.8%	-4.5%	-5.5%
AP 면세점 매출액 (십억원)	1,714.0	1,551.8	1,519.0	1,469.9	1,426.8	1,366.1
기존 추정치 대비 변동률		-9.5%	-11.4%	-14.2%	-16.8%	-20.3%
AP 연결 영업이익 (십억원)	963.8	907.4	897.6	884.8	870.3	857.0
기존 추정치 대비 변동률		-5.9%	-6.9%	-8.2%	-9.7%	-11.1%
AP 연결 순이익 (십억원)	715.9	675.2	668.1	659.0	648.5	638.8
기존 추정치 대비 변동률		-5.7%	-6.7%	-7.9%	-9.4%	-10.8%
적용 PER 배수에 따른 기업가치 (십억원)						
30배	21,476.1	20,254.7	20,042.5	19,770.5	19,454.6	19,164.0
26배	18,612.6	17,554.1	17,370.1	17,134.4	16,860.6	16,608.8
18배	12,885.6	12,152.8	12,025.5	11,862.3	11,672.7	11,498.4
적용 PER 배수에 따른 주당기업가치 (원)						
30배	311,351	293,644	290,567	286,624	282,044	277,831
26배	269,837	254,491	251,825	248,407	244,438	240,787
18배	186,810	176,186	174,340	171,974	169,226	166,699

자료: 아모레퍼시픽, 하이투자증권

3) 아모레퍼시픽그룹

아모레퍼시픽그룹 중국인 관광객 2017년 연간 -20% 감소 시 연간 순이익 약 -6% 감소 전망

<표 5> 아모레퍼시픽그룹, 중국인관광객수 감소에 따른 2017년 실적 추정치와 밸류에이션 변동 비교

	2017년 추정치					
	기존추정치	중국관광객수 연간 감소율에 따른 실적 변동 비교				
중국인관광객 증감/감소율	6.30%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%
APG 연결 매출액 (십억원)	7,579.0	7,399.3	7,356.4	7,292.3	7,234.2	7,160.9
기존 추정치 대비 변동률		-2.4%	-2.9%	-3.8%	-4.6%	-5.5%
APG 연결 영업이익 (십억원)	1,246.7	1,185.7	1,173.3	1,156.6	1,138.1	1,121.6
기존 추정치 대비 변동률		-4.9%	-5.9%	-7.2%	-8.7%	-10.0%
APG 연결 지배주주이익 (십억원)	415.2	398.7	394.6	389.0	383.0	377.6
기존 추정치 대비 변동률		-4.0%	-4.9%	-6.3%	-7.8%	-9.0%
적용 PER 배수에 따른 기업가치 (십억원)						
27배	11,209.4	10,765.0	10,655.0	10,503.8	10,340.1	10,195.3
24배	9,963.9	9,568.9	9,471.1	9,336.7	9,191.2	9,062.5
16배	6,642.6	6,379.2	6,314.1	6,224.5	6,127.5	6,041.6
적용 PER 배수에 따른 주당기업가치 (원)						
27배	134,583	129,247	127,927	126,111	124,146	122,407
24배	119,629	114,886	113,712	112,099	110,352	108,806
16배	79,753	76,591	75,808	74,733	73,568	72,538

자료: 아모레퍼시픽, 하이투자증권

4) LG생활건강

LG생활건강 중국인 관광객 2017년 연간 -20% 감소 시 연간 순이익 약 -6% 감소 전망

<표 6> LG 생활건강, 중국인관광객수 감소에 따른 2017년 실적 추정치와 밸류에이션 변동 비교

	2017년 추정치					
	기존 추정치	중국관광객수 연간 감소율에 따른 실적 변동 비교				
중국인관광객 증감/감소율	6.3%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%
LGHH 연결 매출액 (십억원)	6,557.4	6,454.1	6,428.4	6,405.0	6,373.9	6,350.5
기존 추정치 대비 변동률		-1.6%	-2.0%	-2.3%	-2.8%	-3.2%
LGHH 면세점 매출액 (십억원)	1,184.6	1,081.3	1,055.6	1,032.2	1,001.1	977.7
기존 추정치 대비 변동률		-8.7%	-10.9%	-12.9%	-15.5%	-17.5%
LGHH 연결 영업이익 (십억원)	1,008.7	969.6	959.4	948.2	936.3	927.1
기존 추정치 대비 변동률		-3.9%	-4.9%	-6.0%	-7.2%	-8.1%
LGHH 연결 순이익 (십억원)	733.7	704.9	697.4	689.2	680.5	673.7
기존 추정치 대비 변동률		-3.9%	-4.9%	-6.1%	-7.3%	-8.2%
적용 PER 배수에 따른 기업가치 (십억원)						
30배	22,011.0	21,148.1	20,921.5	20,675.2	20,413.6	20,209.6
23배	16,875.1	16,213.6	16,039.8	15,851.0	15,650.5	15,494.0
18배	13,206.6	12,688.9	12,552.9	12,405.1	12,248.2	12,125.7
적용 PER 배수에 따른 주당기업가치 (원)						
30배	1,313,615	1,262,120	1,248,592	1,233,893	1,218,285	1,206,107
23배	1,007,104	967,625	957,253	945,985	934,019	924,682
18배	788,169	757,272	749,155	740,336	730,971	723,664

자료: LG생활건강, 하이투자증권

5) 코스맥스

<표 7> 코스맥스, 중국인관광객수 감소에 따른 2017년 실적 추정치와 밸류에이션 변동 비교

(단위: 십억원, 원)

	2016	기존추정치 2017E	사드 보복 영향 2017E	기존 추정치 대비 변동률	비고
연결매출액	757.0	956.9	925.4	-3.3%	
growth %		26.4%	22.3%		
국내매출액	379.1	422.6	391.2	-7.4%	
growth %		11.5%	3.2%		
sales %	50.1%	44.2%	42.3%		
면세관련매출액	75.8	84.5	53.1	-37.2%	2016년 대비 30% 감소 추정
growth %		11.5%	-30.0%		
내수매출비중	20.0%	20.0%	13.6%		
연결영업이익	52.6	72.1	69.9	-3.1%	
growth %		37.1%	32.9%		
margin %	7.0%	7.5%	7.6%		
연결순이익	34.8	47.5	46.0	-3.2%	
growth %		36.6%	32.2%		
margin %	4.6%	5.0%	5.0%		
적용 PER 배수에 따른 기업가치					
35배		1,663.3	1,609.4		
30배		1,425.7	1,379.5		
25배		1,188.1	1,149.5		
적용 PER 배수에 따른 주당기업가치					
35배		165,510	160,143		
30배		141,866	137,266		
25배		118,221	114,388		

자료: 코스맥스, 하이투자증권

6) 한국콜마

<표 8> 한국콜마, 중국인관광객수 감소에 따른 2017 년 실적 추정치와 밸류에이션 변동 비교

(단위: 십억원, 원)

	2016	기존추정치 2017E	사드 보복 영향 2017E	기존 추정치 대비 변동률	비고
연결매출액	667.5	854.7	820.2	-4.0%	
growth %		28.0%	22.9%		
국내매출액	410.9	460.2	425.7	-7.5%	
growth %		12.0%	3.6%		
sales %	61.6%	53.8%	51.9%		
면세관련매출액	82.2	92.0	57.5	-37.5%	2016년 대비 30% 감소 추정
growth %		12.0%	-30.0%		
내수매출비중	20.0%	20.0%	13.5%		
연결영업이익	73.5	85.9	82.4	-4.0%	
growth %		16.7%	12.0%		
margin %	11.0%	10.0%	10.0%		
연결순이익	54.6	62.4	59.8	-4.1%	
growth %		14.3%	9.6%		
margin %	8.2%	7.3%	7.3%		
적용 PER 배수에 따른 기업가치					
30배		1,872.0	1,794.3		
25배		1,560.0	1,495.3		
20배		1,248.0	1,196.2		
적용 PER 배수에 따른 주당기업가치					
30배		88,720	85,039		
25배		73,933	70,866		
20배		59,147	56,693		

자료: 한국콜마, 하이투자증권

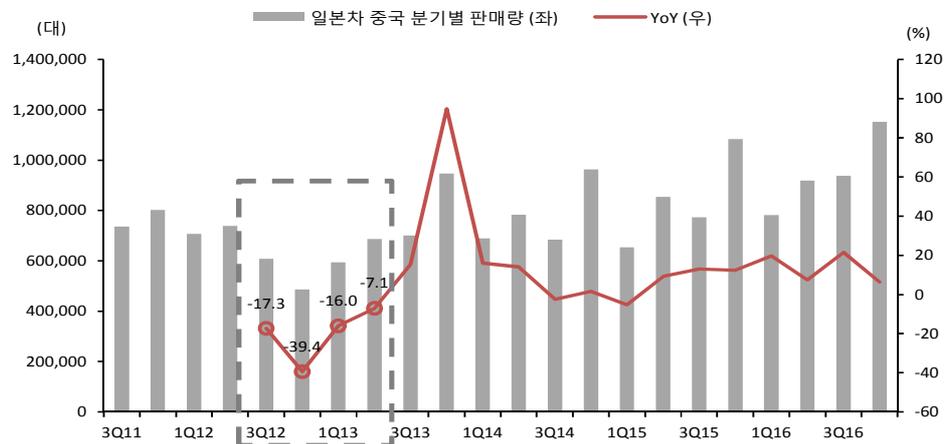
3. 문제는 추가적인 보복 여부

문제는 중국의 사드로 인한 보복이 이것으로 끝나지 않을 수 있다는 점이다. 궁극적으로 중국 정부의 이러한 조치에 대한 목적은 사드 철회이다. 따라서 사드 철회가 이뤄지지 않는다면 중국은 지속적으로 압박을 가할 수 있다는 것이다. 관광객 제한에 이어 나타날 수 있는 중국의 추가적인 보복 제재는 1) 중국에 진출한 한국 기업 제재, 2) 반한 감정 확산, 3) 수입 제재 등이 있다.

관광객 제한은 면세업체에게 가장 피해가 크지만, 앞서 나열한 추가적인 보복 제재는 중국 본토에서 사업을 영위하는 한국 브랜드 업체에게 추가적인 영향을 미칠 수 있다. 특히 만약 중국 정부가 반한 감정 확산까지 주도한다면 문제는 더욱 심각해질 수 있다. 실질적으로 일본 센카쿠 열도 분쟁 때에 중국 정부가 반일 감정 확산에 기여했다는 얘기가 있다. 당시 일본 자동차업체의 중국 내 판매는 1년 이상 역성장을 기록하였다. 물론 역사적 배경이 일본과 다르지만 중국의 반한 감정 확산 작업이 이 본격화 될 경우 중국 내 판매되는 한국 브랜드 제품에도 상당부분 악영향을 미칠 수 있다. 이러한 영향이 현실화 될 경우 가장 부정적인 업체는 중국 사업 비중이 높고 그에 따른 고밸류에이션이 여전히 적용되고 있는 아모레퍼시픽일 것으로 예상된다.

중국에서 생산 기반을 갖추고 있고, 중국 로컬 업체와 거래하고 있는 한국 화장품 ODM 업체는 중국 보복 제재에서 가장 후순위일 것으로 예상된다. 물론 당분간은 중국 사업을 영위하고 있어 부정적인センチ멘탈은 피할 수가 없다. 그러나 한국 화장품 ODM 업체의 중국 공장 대부분의 생산인력은 중국인이며, 중국 법인 매출의 80%는 중국 로컬 업체이다. 따라서 한국 화장품 ODM 업체를 문제 삼는다면 일차적으로 자국인력과 자국기업에게도 영향을 미칠 수 있기 때문에 면세업체와 브랜드 업체 대비해서는 보복 제재에 따른 영향력은 한발 물러서 있다.

<그림 3> 반일감정에 따른 중국내 일본 자동차 판매 추이



자료: CEIC, 하이투자증권

<표 9> 중국이 과거 실행한 보복제재가 면세/화장품 업체에게 미치는 영향 비교

시나리오	내용 정리	
1) 무역보복	수입 통관 절차나 인증 제도 까다롭게 하는 등 비관세 장벽 강화	
A. 업체별 영향		
a. 화장품 브랜드 업체	부정	타이공 비중 높은 업체 가장 불리, 대형 브랜드 업체는 시간은 걸리지만 점진적으로 해결은 가능
b. 화장품 ODM 업체	긍정	중국 내 생산 비중이 높아지는 계기가 될 수 있어, 중국 진출한 ODM 업체는 상대적으로 유리
c. 면세 업체	중립	타이공 매출은 감소하나, 중국 개별 소비자들은 자국 내에서 구매가 제한되니 면세 소비 증가 예상
B. 과거 사례		
a. 한국, 2000년	한국이 중국산 마늘 관세율을 올리자 한국산 폴리에틸렌과 휴대폰 수입을 잠정 중단	
b. 일본, 2010년	센카쿠 열도 분쟁 때, 중국은 일본에 희토류 수출 중단	
c. 노르웨이, 2010년	노르웨이가 중국의 경고에도 불구하고, 중국의 반체제 인사 류샤오보를 노벨평화상 수상자로 선정, 노르웨이산 연어 수입 금지	
2) 관광객 제한	한국 방문 하는 중국인관광객 제재	
A. 업체별 영향		
a. 화장품 브랜드 업체	부정	면세점 비중 높은 업체일 수록 불리
b. 화장품 ODM 업체	중립	국내 소비는 영향 받을 수 있으나, 해외 수출 및 중국 법인 성장으로 상대적인 영향은 제한적 실질적으로 메르스 사태로 인해 관광객 감소 했을 당시에도 주요 ODM업체 실적은 호조 기록
c. 면세 업체	부정	중국인 비중이 절대적으로 높아 가장 부정적
B. 과거 사례		
a. 일본, 2010년	센카쿠 열도 분쟁 이후, 중국 관광당국이 자국 여행업계에 일본 여행 광고 자제 등을 요구, 반일감정 확산도 기여	
b. 대만, 2016년	대만, 독립성향인 차이잉원 총통 취임 이후 5월 대만 찾는 중국인 관광객수 전년동기대비 -28% 감소 중국정부가 7월 20일부터 대만 관광을 전면 중단하라는 지시를 내렸다는 소문도 퍼짐. 이에 중국정부는 중국인들의 개인적인 선택일 뿐, 정부가 지시한적 없다고 일축	
3) 중국 진출 한국 기업 제재	중국 진출한 브랜드 업체 및 ODM 업체 모두 불리	
A. 업체별 영향		
a. 화장품 브랜드 업체	부정	중국 비중 높은 업체일 수록 불리
b. 화장품 ODM 업체	부정	중국 비중 높은 업체일 수록 불리
c. 면세 업체	중립	중국 본토 비중이 없어 중립
B. 과거 사례		
a. 한국, 2016년	한국 업체에 불리한 형태로 전기버스 배터리 보조금 정책 변경	
b. 미국가수, 2016년	미국가수 레이디가가가 티벳 지도자인 달라이라마 만나자, 중국서 음악 판매 금지 중국은 과거에도 달라이 라마를 만났거나 티벳 독립 찬성 발언을 했다는 이유로 마룬파이버, 비요크, 오아시스, 셀레나 고메즈, 본 조비 같은 가수들의 중국 내 공연을 불허함	
4) 반한감정 확산	한국제품 불매운동, 이는 가장 부정적인 시나리오 한류로 인한 한국 소비재 관련 업체 수요 모두 악영향	
A. 업체별 영향		
a. 화장품 브랜드 업체	부정	가장 부정적, 직접적인 수요 감소
b. 화장품 ODM 업체	부정	국내 수요 감소는 불가피, 다만 기술력을 바탕으로 해외 수요 영향은 제한적
c. 면세 업체	부정	통상적으로 한 국가의 반감정은 관광객 감소로 이어져 실적에 부정적인 영향을 미침
B. 과거 사례		
a. 반일시위, 2005년	일본의 야스쿠니 신사 참배와 역사교과서 문제 등으로 일어난 반일시위 역사 교과서를 왜곡한 편찬 위원회에 거액을 기부한 아사히 맥주 불매운동 이뤄짐 중국 선양의 30여개 슈퍼마켓들은 일본 제품 전체를 진열대에서 빼버렸고, 중일합자회사에서 만든 상품도 반입하지 않음	
b. 프랑스 불매운동, 2008년	프랑스 유통체인 카르푸의 달라이 라마 후원 소문에 카르푸 불매운동 이는 프랑스 업체 로레알, 루이비통 등의 불매운동으로도 이어짐 프랑스 관련 관광 상품들이 북유럽, 동유럽 관광상품으로 대체되기도 함	
c. 반일시위, 2012년	센카쿠 열도 상륙 사건 이후 중국에서 일어난 반일 시위, 중국이 센카쿠 열도(중국명 다오위다오) 영유권을 주장 중국에서 도요타, 파나소닉, 소니 등 대표적인 일본 제품 불매 운동 이뤄짐 당시 일본 자동차 업체 중국 내 판매 9~12월, 4개월 동안 두자릿수 역성장 후 회복세를 보임	
e. 랑콤 불매운동, 2016년	화장품 기업 랑콤이 홍콩에서 반중국 성향 연예인 초대해 판촉 콘서트 개최 계획하자 랑콤 불매운동으로 위협 이에 랑콤은 바로 콘서트 계획을 취소함(이후 홍콩에서 불매 운동 일어나)	

자료: 언론보도내용정리, 하이투자증권

4. 투자전략: 당분간 불확실성 구간

당분간 면세점 매출 비중이 높은 호텔신라, 아모레퍼시픽, LG생활건강에 대해서는 보수적인 시각을 유지한다. 이미 면세점 매출에 대한 기대치가 많이 낮아져있으나, 이는 아직 사드에 대한 보복 제재 영향이 포함되어 있지 않은 수치로서 추정치는 중국 정부의 보복 강도에 따라 더 하향될 가능성이 존재한다. 설상가상으로 중국의 보복이 중국 본토 내에서 이뤄진다면 영향은 더욱 커질 수 있다. 실적 불확실성이 큰 호텔신라, 아모레퍼시픽, 아모레G 밸류에이션을 기존 대비 20% 가량 하향 조정하여 투자의견과 목표주가를 아래 표에 상기한 대로 제시한다. 아직 실적 추정치는 변경하지 않았다. 향후 실질적으로 중국인 관광객이 감소하게 될 경우 실적도 하향 조정될 수 있다. 단기적으로 면세점과 화장품 브랜드 업체에 대해서는 보수적인 시각이 유효하다.

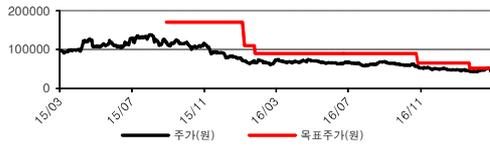
화장품 ODM 업체의 경우 보복 제재에 대한 영향은 면세점과 브랜드 업체보다는 제한적이나 산업 전반적으로 부정적인センチ멘탈은 피할 수 없을 것으로 예상되어 의미 있는 기업가치 반등은 당분간 쉽지 않아 보인다. 화장품 ODM 업체의 경우 낙폭이 과대할 경우 투자 접근이 가능해 보인다.

<표 10> 면세점 및 화장품 투자의견 정리

업체명	투자의견	목표주가	현재주가(원)	상승여력(%)
호텔신라	Hold 유지	52,000원 -> 40,000 원 하향 조정	43,800	-8.7
아모레퍼시픽	Buy -> Hold 하향 조정	350,000원 -> 280,000 원 하향 조정	251,500	11.3
아모레G	Buy 유지	155,000원 -> 128,000 원 하향 조정	109,500	16.9
LG생활건강	Buy 유지	1,020,000원 유지	793,000	28.6
코스맥스	Buy 유지	180,000원 유지	132,500	35.8
한국콜마	Buy 유지	86,000 유지	69,000	24.6

자료: 하이투자증권

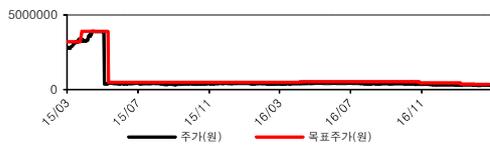
호텔신라(008770) 주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-03-06	Hold	40,000
2017-01-26	Hold	52,000
2016-10-31	Hold	65,000
2016-01-29	Buy	90,000
2016-01-11	Buy	110,000
2015-09-01(담당자변경)	Buy	170,000

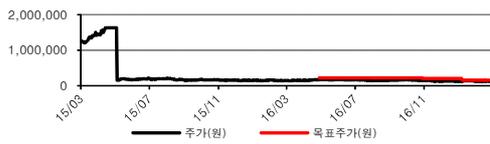
아모레퍼시픽(090430) 주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-03-06	Hold	280,000
2017-02-03	Buy	350,000
2017-01-11	Buy	370,000
2016-11-01	Buy	450,000
2016-04-11	Buy	540,000
2015-05-15	Buy	500,000
2015-03-30	Buy	3,900,000

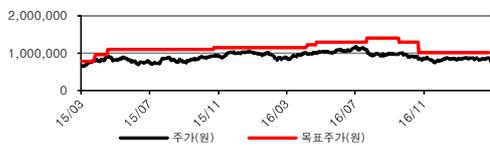
아모레G(002790) 주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-03-06	Buy	128,000
2017-01-11	Buy	155,000
2016-11-01	Buy	200,000
2016-05-02	Buy	220,000
2016-02-03	NR	

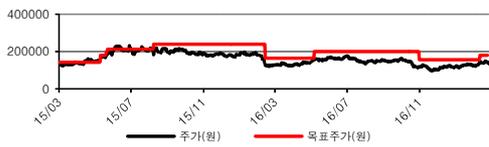
LG생활건강(051900) 주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2016-10-26	Buy	1,020,000
2016-09-21	Buy	1,300,000
2016-07-26	Buy	1,410,000
2016-04-27	Buy	1,300,000
2016-04-11	Buy	1,230,000
2015-10-27	Buy	1,150,000
2015-04-21	Buy	1,100,000
2015-03-30	Buy	960,000

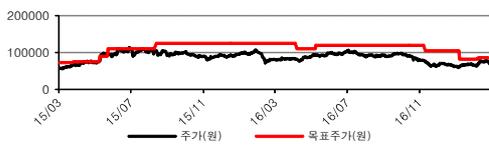
코스맥스(192820) 주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-02-15	Buy	180,000
2016-11-04	Buy	156,000
2016-05-10	Buy	200,000
2016-02-17	Buy	165,000
2015-08-12	Buy	240,000
2015-05-26	Buy	213,000
2015-05-14	Buy	180,000

한국콜마(161890) 주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-02-13	Buy	86,000
2017-01-11	Buy	82,000
2016-11-14	Buy	105,000
2016-05-13	Buy	120,000
2016-04-11	Buy	110,000
2015-08-17	Buy	125,000
2015-05-27	Buy	110,000
2015-05-13	Buy	90,000
2015-03-30	Buy	75,000

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 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 손호주,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 (추천일기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일 부터 적용)

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

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

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

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2016-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-