



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미
02. 6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

Overweight**Top Picks**

LG생활건강(051900)	Buy	1,500,000원
호텔신라(008770)	Buy	110,000원

관심종목

아모레퍼시픽(090430)	Trading Buy	330,000원
신세계(004170)	Trading Buy	400,000원

화장품/면세점

요우커가 돌아오지 않는 이유

- ✓ 그동안 중국인 관광객들은 '쇼핑'을 위해 한국에 왔다
- ✓ 한국에 오지 않아도 중국 내 좋은 상품을 구매할 수 있는 채널이 다양해지고 있음
- ✓ 중국 럭셔리 수요가 견조한 가운데 웨이상을 통한 면세점 매출의 고성장 지속
- ✓ 화장품 업체들의 경우 해외 현지법인에서의 높은 성장률이 회복될 전망
- ✓ 상반기는 면세점, 하반기는 화장품의 투자매력 부각 예상

중국인 관광객들은 '쇼핑'을 위해 한국에 왔다

과거 중국인 관광객들은 쇼핑을 위해 한국에 왔다. 그러나 이제 중국인들이 한국에 오지 않아도 중국 내 좋은 상품을 구매할 수 있는 채널이 다양해지고 있다. 대표적인 사례가 중국 웨이상의 성장이다. 웨이상은 개인 네트워크 위주의 대리구매에서 신뢰와 정품을 보장하는 직접판매 채널로 진화하고 있다. 중국의 해외직구 시장도 빠르게 성장하고 있으며 중국 정부도 해외직구 관련 제도 정비를 통해 시장 성장을 촉진하고 있다. 중국 정부의 적극적인 자국 면세점 육성 정책에 힘입어 중국의 대표적인 면세기업인 CITS (China International Travel Service)의 실적 또한 큰 폭으로 개선되었다.

요우커 없이도 중국 소비주 반등이 가능한 이유

지난해 낮은 기저를 바탕으로 중국인 입국자 수는 전년대비 15% 증가할 전망이다. 중국 럭셔리 수요가 견조한 가운데 웨이상을 통한 면세점 매출의 높은 성장세도 당분간 지속될 것으로 판단한다. 화장품 업체들의 경우 해외 현지법인에서의 높은 성장률이 회복될 전망이다. 화장품의 중국향 수출액이 2017년 하반기부터 가파르게 상승하고 있다. 중국 화장품 시장이 질적인 성장 중심으로 변화하면서 혁신적이고 트렌디한 카테고리에서 여전히 한국 브랜드에 대한 선호도가 높다. 국내 면세점 시장의 화두는 시장 구도 재편이다. 그동안 굳건한 1 위였던 롯데의 지위가 흔들리고 신라와 신세계의 점유율 상승세가 지속될 전망이다.

상반기는 면세점, 하반기는 화장품의 투자매력 부각 예상

상반기까지 면세점 업체들은 매출 고성장과 알선수수료율 하락에 따른 실적 개선세가 뚜렷할 전망이다. 이후 추가적인 점유율 상승과 비용구조 개선에 따른 영업이익률 정상화 여부가 관건이다. 화장품 업체들은 해외 현지법인을 중심으로 높은 외형 성장률을 회복할 전망이다. 하반기에 접어들수록 중국 뿐만 아니라 동남아 및 미국 등으로 성장 기대감이 확대될 것으로 판단한다.



• Contents

Part 1 요우커가 돌아오지 않는 이유 3

- 중국인들은 여전히 해외 여행을 즐기고 있다
- 그동안 중국인 관광객들은 '쇼핑'을 위해 한국에 왔다
- 웨이상을 통한 렉셔리 브랜드 구입
- 해외 직구를 통한 신제품 구입
- 중국 로컬 면세점의 성장

Part 2 요우커 없이도 중국 소비주 반등이 가능한 이유 11

- 중국인 관광객, 낮은 기저로 완만한 회복 예상
- 해외 현지 시장을 직접적으로 공략
- 시장 구도 재편에 따른 점유율 상승

기업분석

LG 생활건강 (051900)_ 렉셔리 브랜드의 글로벌 신흥 강자	18
호텔신라 (008770)_ 면세점 시장 재편의 기회	22
아모레퍼시픽 (090430)_ 해외 현지법인 중심으로 회복 전망	25
신세계 (004170)_ 적극적인 수익모델 변화 추구	29

Part1. 요우커가 돌아오지 않는 이유

중국인들은 여전히 해외 여행을 즐기고 있다

지난해 10월 국경절 연휴에도 많은 중국인들이 해외로 떠났다. 2017년 국경절 중국인 관광객 수는 전년대비 +18% 증가하였으며 태국, 일본, 싱가폴, 베트남, 미국 순으로 선호했다. 한국은 중국 정부의 관광 제재 조치로 인해 20위권에도 진입하지 못했다.

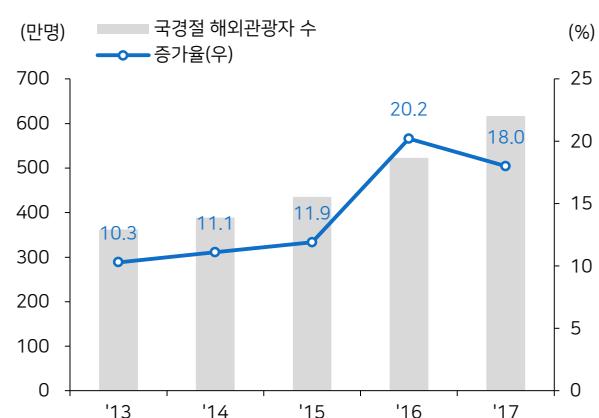
2018년에도 춘절 여행객 수는 전년대비 +12.2% 증가할 것으로 예상되며 춘절 시기 소비재 소매판매와 여행수입도 각각 +10.2%, +12.2% 증가할 전망이다. 2018년 춘절 중국인들이 선호하는 해외여행 국가는 태국, 일본, 싱가폴, 베트남, 인도네시아 순이었다. 10위권 내 7개 국가가 모두 동남아 지역이다. 한중관계가 점진적으로 개선되고 있음에도 불구하고 이번 춘절 중국인 개별 관광객들은 한국을 선호하지 않았다.

그림1 춘절 여행객 수 추이



자료: CEIC, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 국경절 중국인 해외 관광객 수 추이 (2013~2017)



자료: 중국산업연구원, KITA, 메리츠종금증권 리서치센터

표1 2018년 춘절 중국인들의 해외여행 인기국가 Top 10

순위	국가
1	태국
2	일본
3	싱가폴
4	베트남
5	인도네시아
6	말레이시아
7	필리핀
8	미국
9	캄보디아
10	오스트레일리아

자료: 중국언론, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 2017년 국경절 해외관광 인기 Top 20 국가

순위	국가	순위	국가
1	태국	11	러시아
2	일본	12	호주
3	싱가폴	13	캄보디아
4	베트남	14	캐나다
5	미국	15	이탈리아
6	홍콩	16	몰디브
7	말레이시아	17	독일
8	대만	18	영국
9	인도네시아	19	UAE
10	필리핀	20	스리랑카

자료: Ctrip, KITA, 메리츠종금증권 리서치센터

2013~2016년 중국인 관광객들은 ‘쇼핑’을 위해 한국에 왔다

과거 한중 교류는 업무수행 중심의 남자 비중이 높았다. 2000년 일부 대도시 지역에 한정되어 있던 한국 비자 발급이 중국 전 지역에서 발급 가능해짐에 따라 중국인 방한 관광객은 꾸준히 증가하게 된다. 비자발급에 관하여 과거에는 불법 노동자 이슈 등으로 비자 발급이 까다로웠으나 2010년 이후 정부 입장에서 차이나 머니를 활용하고자 비자발급을 대폭 완화했다. 그리고 사업보다는 관광을 목적으로 방한한 비율이 증가하면서 20~30대 여성 비중이 크게 늘어나게 된다.

특히 2016년 중국인 관광객을 대상으로 조사한 결과, 한국을 여행지로 선택하게 된 요인을 쇼핑으로 응답한 비중이 75.7%에 달하였다. 중국 관광객의 쇼핑에 대한 지출은 전체 관광객 평균의 약 2배에 이른다. 쇼핑 장소에 있어서는 면세점 구매경험율이 79.9%에 달했다.

표3 방한 중 활동별 응답비중

(%)	쇼핑	식도락	자연경관	고공/역사유적	업무수행	유홍/오락	박물관,전시관	테마파크	휴양/휴식	공연/민속행사/축제참가
2010	60.9	38.5			21.3	8.0		7.9	8.0	
2011	69.9	46.1	12.2	14.3	22.8	11.5		7.0	6.9	
2012	72.8	48.4	13.3	14.2	16.5	8.4		5.1	8.6	5.2
2013	70.9	39.0	17.6	16.2	16.6	9.6		7.1	8.9	5.5
2014	74.0	46.4	31.7	27.2	14.3	9.2	8.9	8.9	7.4	5.1
2015	71.5	47.3	30.0	26.2	12.9	11.9	10.5	8.3	7.6	6.9
2016	75.7	51.0	28.6	25.0	11.4	15.2	10.5	10.5	8.5	7.9

주: 중복응답, 상위 10위 기준

자료: 한국관광공사, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 중국 관광객의 한국 여행 중 지출 경비

(달러)	전체 관광객	비중 (%)	중국관광객	비중 (%)
총지출	1,343		1,949	
쇼핑	523	38.9	1,040	53.4
숙박	407	30.3	324	16.6
식음료	229	17.1	295	15.1
교통	77	5.7	100	5.1
오락	48	3.6	83	4.3
기타	59	4.4	107	5.5

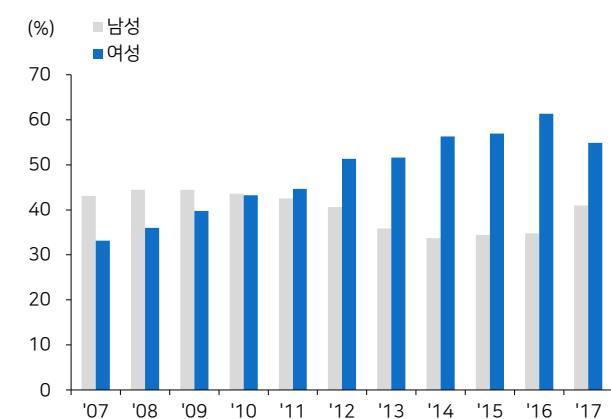
자료: 문화체육관광부, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 중국인 입국자 수 및 쇼핑규모 추정



자료: 한국관광공사 설문조사 바탕으로 메리츠종금증권 리서치센터 추정

그림4 중국인 입국자 성별 추이: 쇼핑 및 관광을 위한 여성 증가



자료: 한국관광공사, 메리츠종금증권 리서치센터

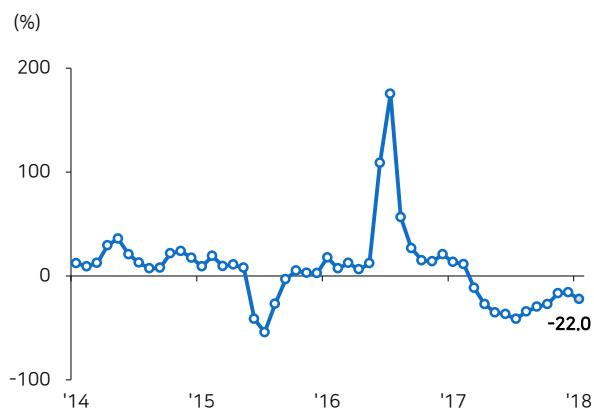
웨이상을 통한 럭셔리 브랜드 구입

이제 중국인들이 한국에 오지 않아도 좋은 상품을 구매할 수 있는 채널이 다양해지고 있다. 대표적인 사례가 중국 웨이상의 성장이다. 최근 국내 외국인 입국자 수가 여전히 급감하고 있음에도 월별 면세점 판매금액이 30~40% 이상 증가하고 있는 이유가 바로 중국의 '웨이상'이다. 기존에는 이들을 '따이공'이라 불렀으나 웨이상이라고 표현을 바꾸어 부른 이유는 개인 네트워크 위주의 대리구매 (따이공의 판매방식)보다는 신뢰와 정품을 보장하는 직접판매 채널 (웨이상의 판매방식)로 진화하고 있기 때문이다.

웨이상은 참여자의 유형이 매우 다양하며 웨이상 시장 교역액과 종사자 수가 빠른 속도로 증가하고 있다. 2015년 전국적으로 웨이상 종사자 규모는 1,257만 명에서 2016년은 22.1% 증가한 1,535만 명에 달한 것으로 추산된다. 활동범위도 점차 다양화되고 세분화되면서 상품의 공급부터 운영, 판매, 결제, 물류배송 및 최종 소비자에 이르기까지 산업사슬이 형성되어 있다.

웨이상의 주요 소비자는 20~30대 젊은 여성이며 이들은 웨이상에서 판매하는 상품의 가성비가 높다고 여기고 상품의 홍보 효과도 좋다고 간주한다. 중국 알리바바와 징동상청과 같은 온라인 대형 유통업체들 또한 해외의 고급 브랜드들을 영입하기 위해 정품 인증을 강화하고 가격과 재고 관리 및 구매자 분석 데이터까지 제공함으로써 브랜드 사업자들이 적극적으로 중국 로컬 온라인 채널을 활용할 수 있도록 지원하고 있다.

그림5 한국에 입국하는 전체 외국인 입국자 수 증감률 추이



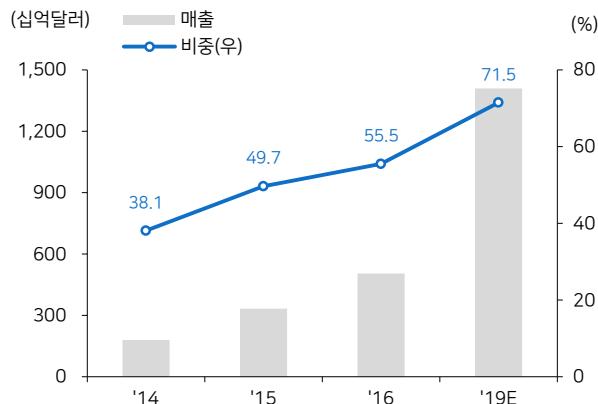
자료: 한국관광공사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림6 월별 면세점 판매금액 추이



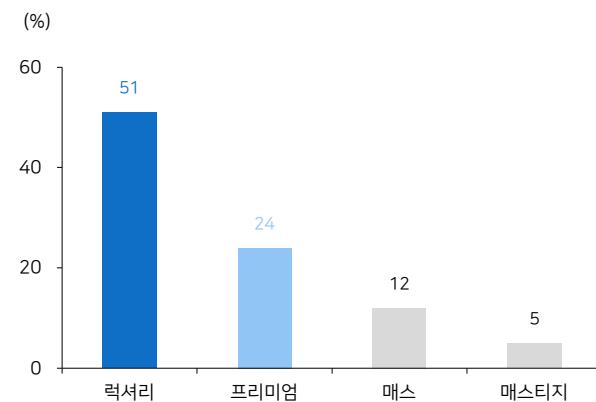
자료: 한국면세점협회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 중국 모바일 전자상거래 규모 및 전체 거래에서의 비중



자료: Emarketer, KOTRA, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 중국 화장품 가격대별 구매액 성장을 비교



자료: 칸타월드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 중국 웨이상의 주요 사업모델과 특징

C2C	B2C	C2B	O2O
<ul style="list-style-type: none"> 자본금이 적게임 진입장벽이 낮음 자투리 시간을 활용한 상점 운영 가능 SNS를 통한 빠른 확산 	<ul style="list-style-type: none"> 운영의 규모화 가격에 민감하고 품질과 브랜드에 대한 요구 높음 시장의 규모화 기업이 직접 운영하며 관리 수준이 높음 	<ul style="list-style-type: none"> 개성화에 대한 수요 다양한 품종 소량 기업이 직접 운영하며 관리 수준이 높음 	<ul style="list-style-type: none"> 온라인 고객서비스 온오프라인 연동형 온라인에서 정보를 얻고, 주문 및 결제를 완성 오프라인 소비 유도 고객관리

자료: 중국 웨이상 연구보고서, KOTRA, 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 중국 웨이상 산업사슬 구조



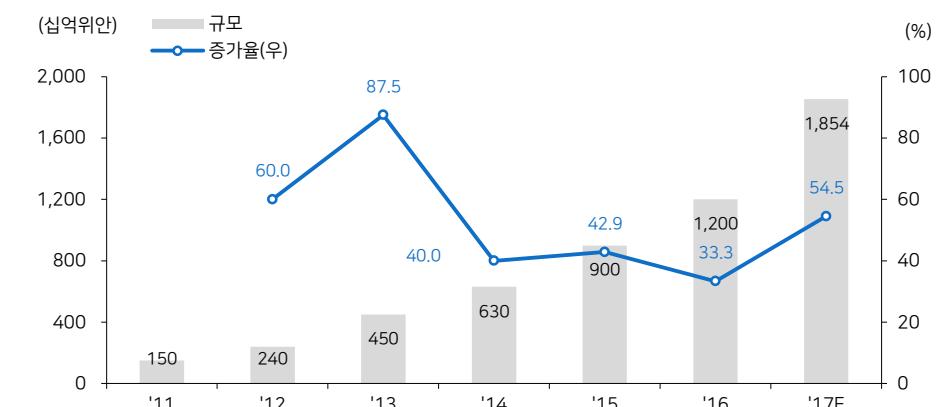
자료: KOTRA, 메리츠종금증권 리서치센터

해외 직구를 통한 신제품 구입

상대적으로 저렴한 비용으로 새로운 카테고리나 신제품들을 구매할 수 있는 중국의 해외직구 시장도 빠르게 성장하고 있다. 중국 정부도 해외직구 관련 제도 정비를 통해 시장의 성장을 촉진하는 한편 제도 확립에도 힘쓰고 있다. 2017년말 종료 할 계획이었던 해외직구 수입상품 인증 면세기간을 2018년말까지 재연장하기로 했다. 이는 온라인상에서 구매된 수입제품에 대해 우대정책을 당분간 지속하여 해외 원정 소비를 억제하고 국내 소비로 유도하겠다는 것으로 풀이된다. 중국 정부는 2012년 정저우, 상하이, 충칭, 항저우, 낭보 등 5개 도시를 해외직구 수입 시범 도시를 선정한데 이어 2013년에는 해외직구 물품의 통관 절차를 간소화했다. 2014년에는 해외직구 채널의 수입 플랫폼을 합법화했고 명확한 세수 정책도 마련 하며 시장 성장을 촉진해 왔다.

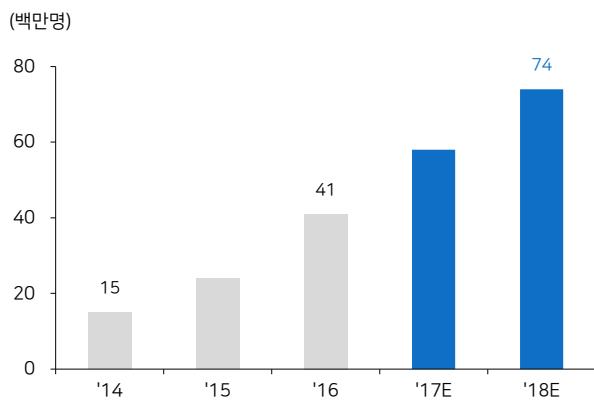
중국 해외직구 플랫폼들은 정품 수입 제품을 보장하는 높은 신뢰도와 합리적인 가격을 강점으로 높은 성장을 시현하고 있다. 나아가 최근 텐마오궈지, 왕이카오라 등 상위업체들은 체험형 해외직구 오프라인 매장을 선보이고 있다. 이는 주문, 신분 확인, 해외 결제, 물류정보 확인, 세금 납부 등 모든 통관 절차를 거쳐 매장에서 쇼핑한 물건을 가져갈 수 있게 한 One-stop 구조이다.

그림10 중국 해외직구 규모



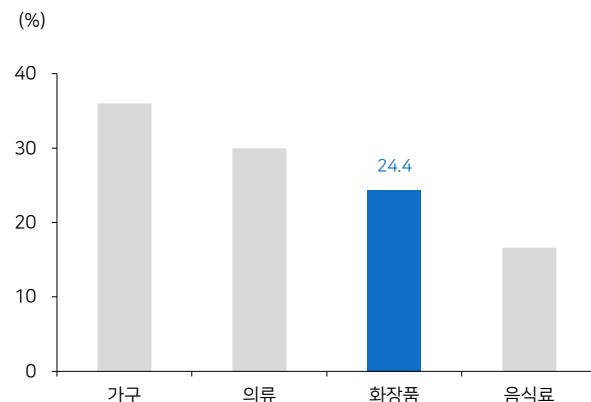
자료: 중국전자상거래 연구중심, 메리츠종금증권 리서치센터

그림11 중국 Cross border 커머스 이용자 수 현황



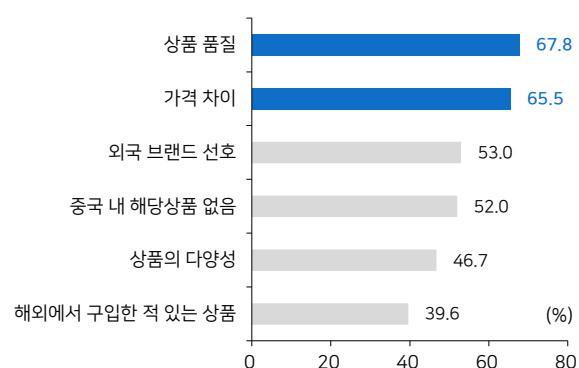
자료: iiMedia, 메리츠증금증권 리서치센터

그림12 해외직구 사이트 내 카테고리별 성장률



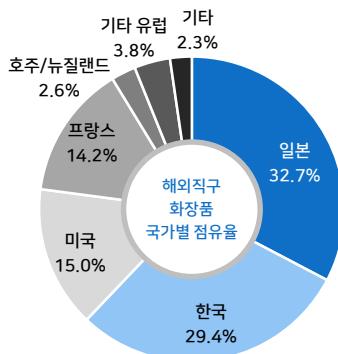
자료: Kaola, 메리츠증금증권 리서치센터

그림13 중국 해외직구의 주요 원인 (복수응답)



자료: i-Research, 메리츠증금증권 리서치센터

그림14 카오라 해외직구 화장품 국가별 점유율

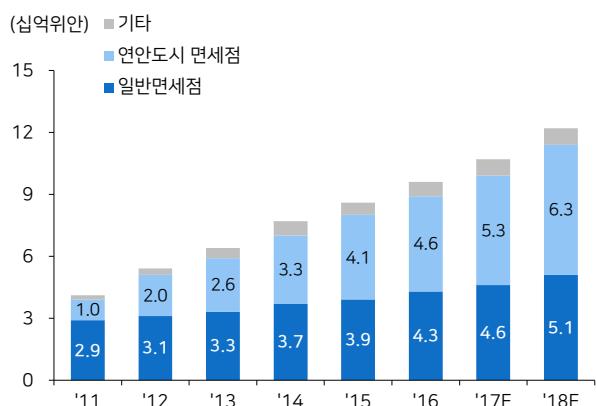


자료: Kaola, 메리츠증금증권 리서치센터

중국 로컬 면세점의 성장

2015년 5월 중국 정부는 면세점 사업 관련 중설 계획을 발표하였으며, 주요 내용으로는 1) 공항 및 항구 입국 면세점의 수를 늘리고, 중국 국민의 수요가 높은 품목의 면세 품종을 확대해 입국면세점에서 소비자들의 외국 상품 구매가 더 쉬워지게 할 것, 2) 각 부문에서는 출입국의 이용자 수에 따라 균형적으로 우선 일부 공항의 입국 면세점의 중설을 실시한다는 것이다. 중국 정부는 중국 소비자의 수요에 맞춰 면세 실시 지역 및 면세 범위, 관세율 등을 조절하고 있으며 앞으로 더욱 확대할 계획이다. 이러한 중국 정부의 적극적인 육성 정책에 힘입어 중국의 대표적인 면세기업인 CITS (China International Travel Service)의 실적이 큰 폭으로 개선되었다. 흥미로운 점은 지난해 3월 한국에 대한 중국의 사드 보복조치 이후 하이난 면세점의 성장률은 더욱더 강화되었다는 점이다.

그림15 중국 로컬 면세 시장의 성장



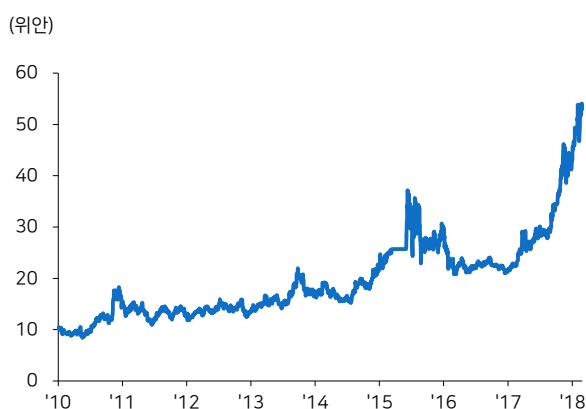
자료: CITS, 메리츠종금증권 리서치센터

그림16 하이난 면세점 성장률 추이 (누적 성장을 기준)



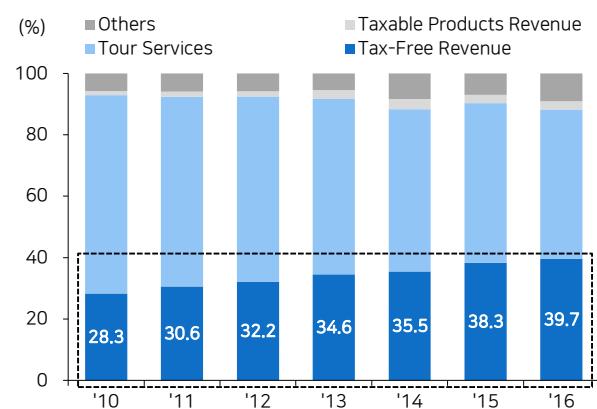
자료: CITS, 메리츠종금증권 리서치센터

그림17 중국 CITS 주가 추이 (601888 CH)



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림18 중국 CITS 사업 부문별 매출 비중 추이



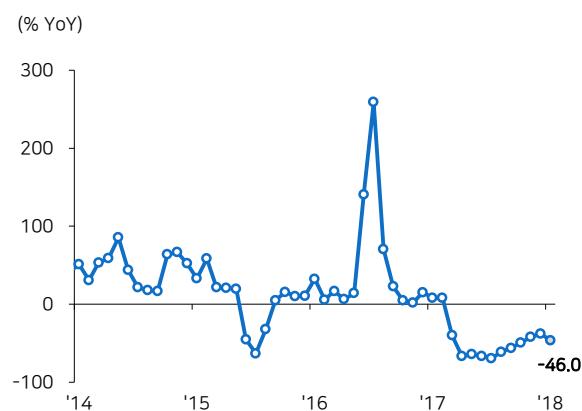
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Part2. 요우커 없이도 중국 소비주 반등이 가능한 이유

중국인 관광객, 낮은 기저로 완만한 회복 예상

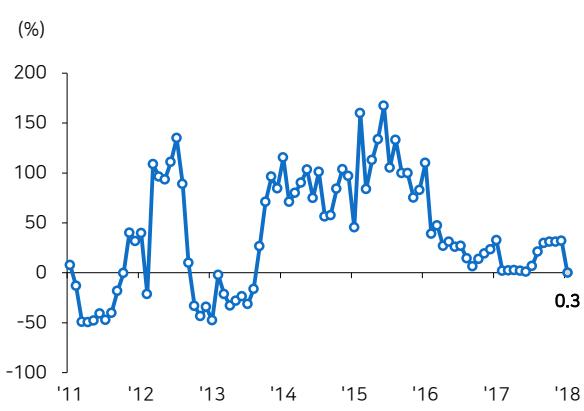
지난해 낮은 기저를 바탕으로 중국인 입국자 수는 전년대비 15% 증가한 480만명이 예상된다. 2년전 시위와 양안관계 악화로 중국인 관광객이 급감했던 홍콩과 대만 지역에서도 중국인 관광객이 다시 증가 (1월 각각 +7.2% YoY, +12.5% YoY)하고 있어 한국 또한 플러스 전환은 충분히 가능할 것으로 판단한다. 중국인 관광객 회복이 매우 완만하더라도 현재 국내 면세점 매출의 70~80%는 웨이상 및 땅이공이 차지하고 있어 중국 럭셔리 수요가 견조하다는 가정 하에 면세점 매출 및 중국인 입국자 쇼핑의 높은 성장세는 당분간 지속될 전망이다.

그림19 한국에 입국하는 중국인 입국자 수 증감률 추이



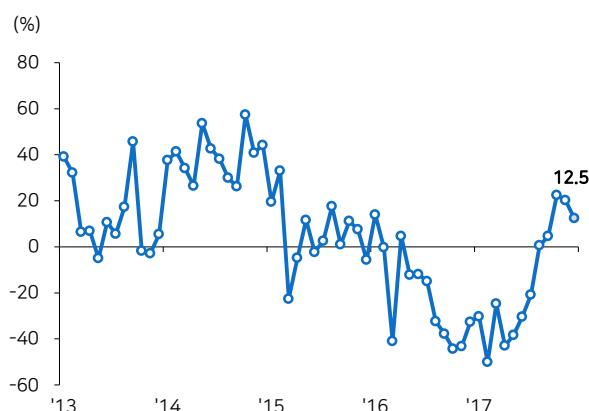
자료: 한국관광공사, 메리츠종금증권 리서치센터

그림20 일본에 입국하는 중국인 입국자 수 증감률 추이



자료: 일본정부관광국, 메리츠종금증권 리서치센터

그림21 대만에 입국하는 중국인 입국자 수 증감률 추이



자료: 대만관광국, 메리츠종금증권 리서치센터

그림22 홍콩에 입국하는 중국인 입국자 수 증감률 추이

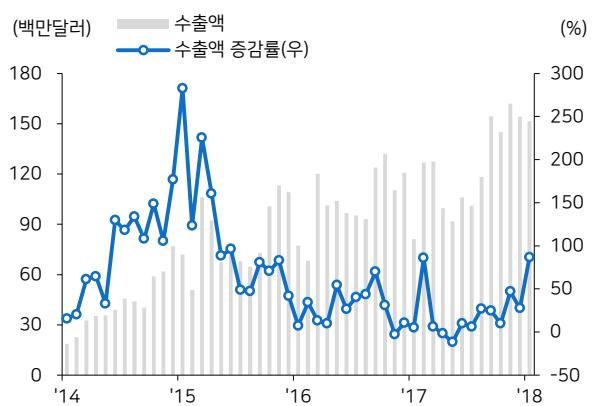


자료: 홍콩여유국, 메리츠종금증권 리서치센터

해외 현지 시장을 직접적으로 공략

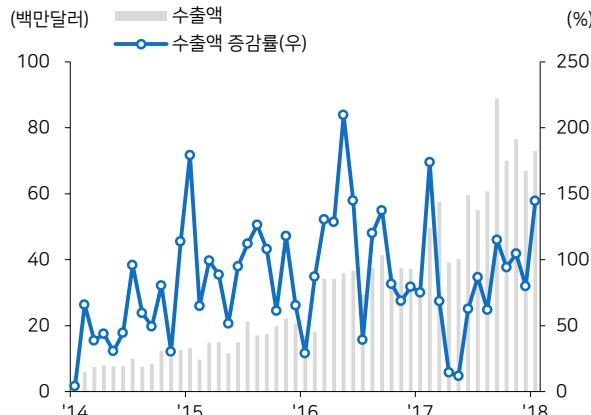
화장품 기업들은 중국인 관광객 부재에도 해외 현지법인에서의 높은 성장률이 회복될 전망이다. 화장품의 중국향 수출액이 2017년 하반기부터 가파르게 상승하고 있다. 과거 대비 위생허가를 받은 품목들이 확대되면서 중국 로컬 유통채널 침투율이 빠르게 상승하고 있기 때문이다. 2017년 상반기 사드 이슈로 급격히 위축되었던 한국산 화장품에 대한 수요도 살아나고 있다. 중국 화장품 시장이 질적인 성장 중심으로 변화하면서 혁신적이고 트렌디한 카테고리에서 여전히 한국 브랜드에 대한 선호도가 높다. 한편 면세점 업체들 또한 적극적인 해외 시장 진출을 통해 규모의 효과와 협상력 강화로 높은 성장이 기대된다.

그림23 화장품 중국향 수출액 및 증가율



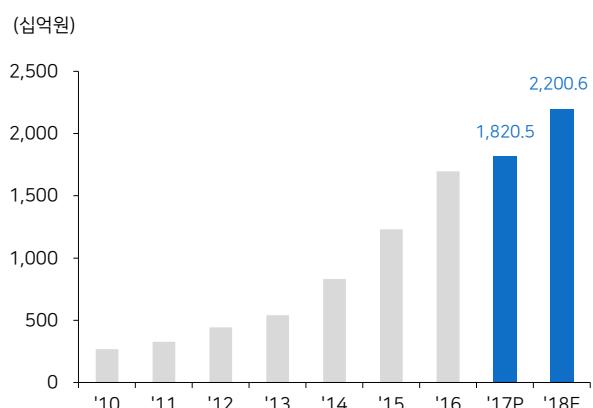
자료: 한국무역협회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림24 마스크팩 수출 현황



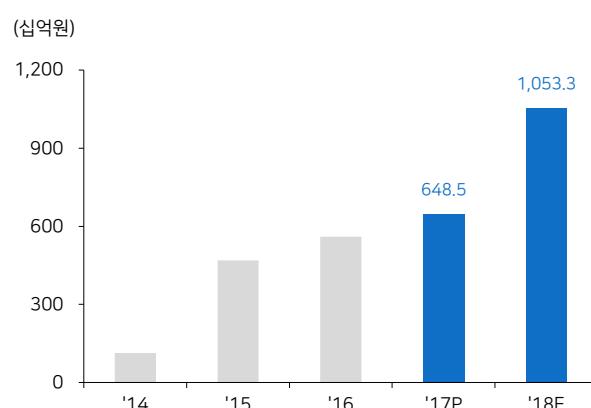
자료: 한국무역협회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림25 아모레퍼시픽 해외 현지법인 매출액 추이



자료: 아모레퍼시픽, 메리츠종금증권 리서치센터

그림26 호텔신라 해외법인 매출액 추이



자료: 호텔신라, 메리츠종금증권 리서치센터

시장 구도 재편에 따른 점유율 상승

국내 면세점 시장의 화두는 시장 구도 재편이다. 그동안 굳건한 1위였던 롯데의 지위가 흔들리고 신라와 신세계의 점유율을 상승세가 지속될 전망이다. 롯데 면세점은 지난해 3분기 누계로 전년대비 매출액이 30% 이상 감소한 것으로 나타났으며 2018년 인천공항 제1터미널 철수와 중국 정부의 롯데에 대한 제재로 점유율 하락이 불가피할 것으로 판단한다.

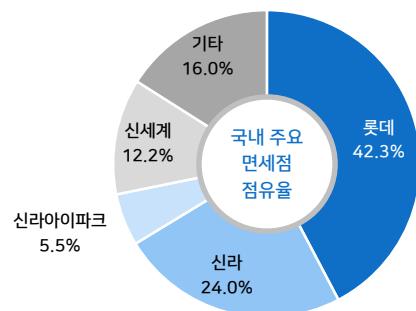
이러한 추세가 당분간 이어지게 될 경우 신라의 국내 시장 점유율은 2020년 롯데와 비슷한 수준 (각각 30%대 추정)까지 올라오게 될 것으로 예상하며 신세계 또한 10%대 점유율 확고히 할 수 있겠다. 중국인 관광객 회복이 더디게 나타나고 있는 가운데 면세점 업체들에 대한 투자포인트는 시장 점유율 확대와 비용 구조 개선에 따른 이익률 정상화에 중점을 두어야겠다.

표6 2015년 글로벌 면세사업자 순위

순위	사업자명	2015년 매출 (조원)	2015년 매출 (억유로)
1	스위스 듀프리	7.3	56.8
2	미국 DFS 그룹	4.7	37.7
3	한국 롯데면세점	4.6	37.5
4	프랑스 라가르데르	4.4	35.7
5	독일 하이네만	3.5	28.0
6	한국 신라면세점	2.8	22.9
7	태국 킹파워그룹	2.5	19.7
8	UAE 두바이면세점	2.1	17.3
9	대만 에버리치면세점	1.9	15.7
10	중국 선라이즈 면세점	1.7	13.4

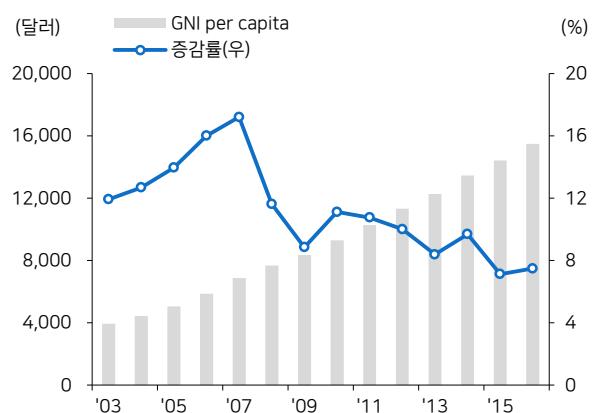
자료: 무디리포트, 언론자료, 메리츠종금증권 리서치센터

그림27 국내 주요 면세점 점유율 (2017년 1~7월 기준)



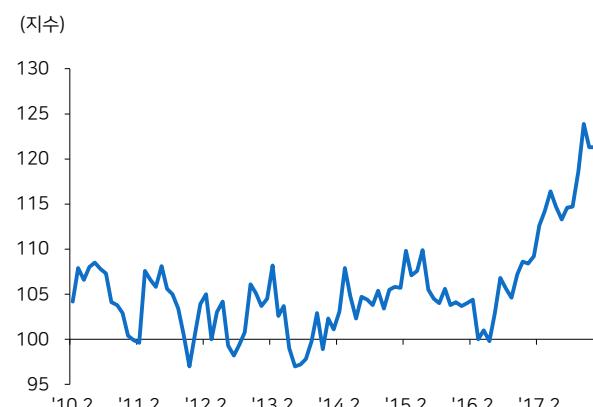
자료: 관세청, 언론자료 메리츠종금증권 리서치센터

그림28 중국 평균소득 수준 상승으로 중산층의 소비력 확대



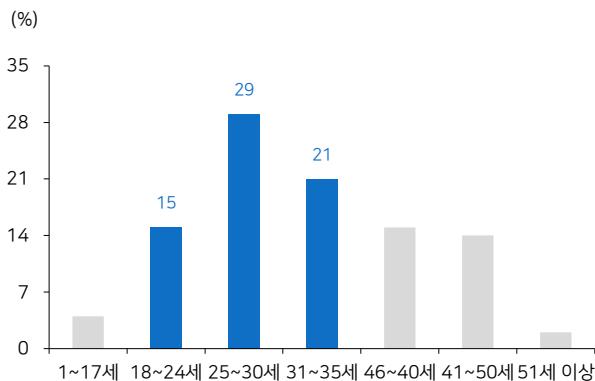
자료: 세계은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림29 중국 소비자기대지수 추이



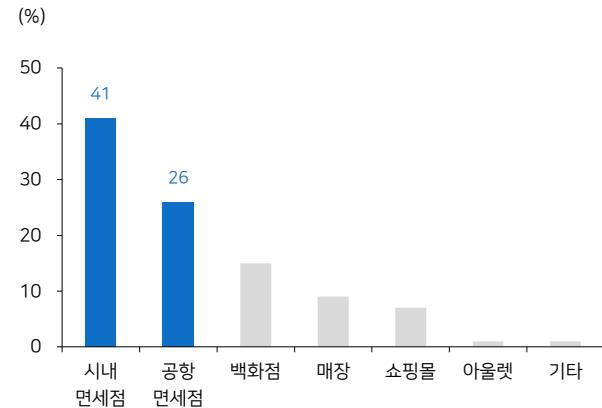
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

그림30 럭셔리 소비재 소비자 연령분포



자료: 언론자료, 21세기상업평론, 메리츠종금증권 리서치센터

그림31 중국인들이 해외에서 명품 구매시 이용하는 채널 비중



자료: McKinsey, 메리츠종금증권 리서치센터

표7 국내 면세점 매출액 추이 및 전망

(십억원)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
호텔롯데 (해외 제외)	2,132.8	2,725.7	3,234.1	3,575.9	4,217.2	4,739.2	5,972.8	5,076.9	4,569.2	4,797.7	5,037.5
증감률 (% YoY)		27.8	18.7	10.6	17.9	12.4	26.0	-15.0	-10.0	5.0	5.0
호텔신라 (해외 제외)	1,213.4	1,523.5	1,917.9	2,090.4	2,537.6	2,589.9	3,405.3	3,745.8	4,307.7	4,738.5	5,070.2
증감률 (% YoY)		25.6	25.9	9.0	21.4	2.1	31.5	10.0	15.0	10.0	7.0
신세계 (공항점 포함)	129.3	143.8	133.9	159.3	260.2	351.1	960.8	1,281.8	1,568.1	1,717.9	1,869.6
증감률 (% YoY)		11.2	-6.9	19.0	63.3	34.9	173.7	33.4	22.3	9.6	8.8
3사 합	3,475.5	4,393.0	5,285.9	5,825.6	7,015.0	7,680.2	10,338.9	10,104.5	10,444.9	11,254.0	11,977.3
증감률 (% YoY)		26.4	20.3	10.2	20.4	9.5	34.6	-2.3	3.4	7.7	6.4
전국 합계	3,917.3	4,862.8	5,607.8	6,240.5	7,903.2	8,142.6	10,608.6	12,803.5	14,339.9	15,487.1	16,416.3
증감률 (% YoY)		24.1	15.3	11.3	26.6	3.0	30.3	20.7	12.0	8.0	6.0
점유율 추이											
롯데	54.4%	56.1%	57.7%	57.3%	53.4%	58.2%	56.3%	39.7%	31.9%	31.0%	30.7%
신라	31.0%	31.3%	34.2%	33.5%	32.1%	31.8%	32.1%	29.3%	30.0%	30.6%	30.9%
신세계	3.3%	3.0%	2.4%	2.6%	3.3%	4.3%	9.1%	10.0%	10.9%	11.1%	11.4%

자료: 관세청, 언론자료, 메리츠종금증권 리서치센터 추정

표8 월별 및 연간 면세점 동향

(천명, 천달러)	내국인				외국인				합계			
	인원수	증감률	매출금액	증감률	인원수	증감률	매출금액	증감률	인원수	증감률	매출금액	증감률
2016년 01월	2,423		236,752		1,525		517,385		3,948		754,137	
2016년 02월	2,217		211,662		1,491		490,268		3,708		701,930	
2016년 03월	2,089		212,725		1,610		609,963		3,699		822,688	
2016년 04월	2,220		241,886		1,831		633,957		4,051		875,843	
2016년 05월	2,237		245,607		1,844		625,903		4,081		871,510	
2016년 06월	2,315		245,118		1,842		624,564		4,156		869,682	
2016년 07월	2,413		267,849		1,917		637,508		4,330		905,357	
2016년 08월	2,558		285,522		1,900		682,417		4,459		967,939	
2016년 09월	2,449	27.7	277,106	39.8	1,711	31.8	666,473	55.5	4,160	29.3	943,579	50.5
2016년 10월	2,420	9.2	267,841	12.9	1,846	20.9	728,971	35.8	4,266	14.0	996,812	28.8
2016년 11월	2,312	5.2	251,214	6.8	1,519	8.3	666,382	30.2	3,832	6.4	917,596	22.8
2016년 12월	2,272	1.5	247,595	3.3	1,595	11.0	733,931	39.7	3,867	5.2	981,526	28.3
2017년 01월	2,509	3.6	260,718	10.1	1,682	10.3	708,392	36.9	4,191	6.2	969,110	28.5
2017년 02월	2,485	12.1	257,709	21.8	1,633	9.5	882,538	80.0	4,118	11.1	1,140,247	62.4
2017년 03월	2,534	21.3	267,001	25.5	1,235	-23.3	664,945	9.0	3,768	1.9	931,945	13.3
2017년 04월	2,705	21.9	299,059	23.6	998	-45.5	590,151	-6.9	3,704	-8.6	889,210	1.5
2017년 05월	2,579	15.3	280,167	14.1	1,024	-44.5	655,899	4.8	3,603	-11.7	936,066	7.4
2017년 06월	2,628	13.6	277,425	13.2	1,064	-42.2	688,568	10.2	3,693	-11.2	965,993	11.1
2017년 07월	2,636	9.2	288,843	7.8	1,060	-44.7	693,712	8.8	3,696	-14.7	982,555	8.5
2017년 08월	2,694	5.3	293,421	2.8	1,190	-37.4	885,624	29.8	3,884	-12.9	1,179,045	21.8
2017년 09월	2,631	7.4	301,056	8.6	1,270	-25.8	931,213	39.7	3,901	-6.2	1,232,269	30.6
2017년 10월	2,469	2.0	269,756	0.7	1,222	-33.8	848,835	16.4	3,691	-13.5	1,118,591	12.2
2017년 11월	2,521	9.0	288,565	14.9	1,318	-13.2	938,013	40.8	3,840	0.2	1,226,578	33.7
2017년 12월	2,484	9.3	292,789	18.3	1,416	-11.3	939,070	28.0	3,899	0.8	1,231,859	25.5
2018년 01월	2,681	6.9	310,715	19.2	1,346	-20.0	1,069,343	51.0	4,027	-3.9	1,380,058	42.4
2009	12,853		1,441,700		8,410		1,592,700		21,263		3,034,400	
2010	15,255	18.7	2,167,500	50.3	8,178	-2.8	1,749,700	9.9	23,433	10.2	3,917,200	29.1
2011	16,427	7.7	2,416,800	11.5	9,872	20.7	2,445,900	39.8	26,299	12.2	4,862,700	24.1
2012	16,834	2.5	2,367,800	-2.0	12,002	21.6	3,240,100	32.5	28,836	9.6	5,607,900	15.3
2013	17,146	1.9	2,342,900	-1.1	12,437	3.6	3,897,600	20.3	29,583	2.6	6,240,500	11.3
2014	18,557	8.2	2,451,800	4.6	15,766	26.8	5,451,400	39.9	34,323	16.0	7,903,200	26.6
2015	24,587	32.5	2,725,700	11.2	16,081	2.0	5,416,900	-0.6	40,668	18.5	8,142,600	3.0
2016	27,925	13.6	2,990,877	9.7	20,632	28.3	7,617,723	40.6	48,556	19.4	10,608,600	30.3
2017	30,876	10.6	3,376,523	12.9	15,111	-26.8	9,426,960	23.8	45,987	-5.3	12,803,482	20.7

자료: 한국면세점협회, 매리츠증권리서치센터

표9 지역별 면세점 인원수 및 증감률 현황

(천명, %)	서울			인천			부산			제주		
	내국인	외국인	내+외국인 증감률	내국인	외국인	내+외국인 증감률	내국인	외국인	내+외국인 증감률	내국인	외국인	내+외국인 증감률
2016년 08월	638	839		1,093	702		134	62		563	230	
2016년 09월	630	717		1,038	648		125	74		520	214	
2016년 10월	595	797		1,003	712		113	66		567	210	
2016년 11월	563	652		977	622		103	55		526	143	
2016년 12월	621	698		947	646		101	56		461	151	
2017년 01월	705	732		1,033	687		102	43		500	166	
2017년 02월	711	781		1,034	599		98	46		463	160	
2017년 03월	699	521		1,031	547		91	37		530	81	
2017년 04월	775	371		1,066	509		81	29		609	42	
2017년 05월	685	394		1,047	514		68	26		594	47	
2017년 06월	681	433		1,093	513		85	27		592	49	
2017년 07월	730	407		1,101	527		81	23		549	57	
2017년 08월	730	474	-18.5	1,106	575	-6.4	91	31	-37.7	586	63	-18.1
2017년 09월	700	510	-10.1	1,109	593	0.9	94	41	-32.1	559	74	-13.8
2017년 10월	576	486	-23.7	1,088	577	-3.0	80	38	-34.4	546	71	-20.5
2017년 11월	618	562	-2.9	1,085	597	5.2	93	42	-14.5	530	66	-10.7
2017년 12월	658	629	-2.4	1,064	627	6.2	95	44	-11.0	474	72	-10.7
2018년 01월	693	593	-10.5	1,181	601	3.6	102	44	0.1	495	70	-15.2

자료: 한국면세점협회, 메리츠종금증권 리서치센터

표10 지역별 면세점 매출금액 및 증감률 현황

(천달러, %)	서울			인천			부산			제주		
	내국인	외국인	내+외국인 증감률	내국인	외국인	내+외국인 증감률	내국인	외국인	내+외국인 증감률	내국인	외국인	내+외국인 증감률
2016년 08월	101,931	466,623		94,816	87,368		27,143	35,358		49,939	86,899	
2016년 09월	105,586	456,610		92,355	79,663		23,668	34,006		44,321	90,576	
2016년 10월	97,038	505,342		90,186	91,800		22,964	34,294		46,067	90,861	
2016년 11월	90,853	472,777		86,011	83,607		20,407	32,862		42,202	70,559	
2016년 12월	98,711	524,267		82,051	85,873		18,473	33,011		36,815	84,233	
2017년 01월	101,219	491,718		88,096	90,521		18,296	29,279		39,366	89,881	
2017년 02월	102,065	653,134		87,890	84,351		17,273	32,821		35,753	105,730	
2017년 03월	107,017	492,526		87,752	73,582		17,188	29,012		40,123	63,468	
2017년 04월	125,212	435,128		93,566	71,360		17,909	22,363		48,249	55,180	
2017년 05월	108,498	495,505		92,229	72,092		16,815	23,618		49,152	58,748	
2017년 06월	105,498	523,267		92,527	72,779		18,546	22,641		46,942	64,657	
2017년 07월	119,946	520,377		93,085	73,975		18,218	19,345		44,026	74,668	
2017년 08월	119,004	681,630	40.8	93,605	80,838	-4.2	17,804	26,000	-29.9	48,923	91,187	2.4
2017년 09월	127,220	703,028	47.7	97,356	88,355	8.0	18,745	32,808	-10.6	44,152	99,246	6.3
2017년 10월	96,840	642,864	22.8	98,162	86,340	1.4	15,210	27,482	-25.4	44,701	85,623	-4.8
2017년 11월	113,084	724,506	48.6	97,607	89,256	10.2	18,165	28,739	-11.9	43,665	88,481	17.2
2017년 12월	119,354	721,982	35.1	96,874	91,559	12.2	19,033	28,153	-8.3	41,733	91,514	10.1
2018년 01월	124,621	830,839	61.1	107,234	94,351	12.9	18,513	32,962	8.2	42,792	105,607	14.8

자료: 한국면세점협회, 메리츠종금증권 리서치센터

표11 형태별 면세점 인원수 및 증감률 현황

(천명, %)	시내						출국장					
	인원수			증감률 (%)			인원수			증감률 (%)		
	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계
2016년 08월	704	974	1,678				1,295	908	2,203			
2016년 09월	680	871	1,551				1,252	825	2,077			
2016년 10월	626	932	1,558				1,231	898	2,129			
2016년 11월	588	743	1,331				1,202	766	1,967			
2016년 12월	644	806	1,451				1,169	779	1,948			
2017년 01월	730	842	1,571				1,281	831	2,112			
2017년 02월	733	889	1,621				1,293	736	2,029			
2017년 03월	714	556	1,270				1,292	670	1,962			
2017년 04월	789	380	1,170				1,310	608	1,918			
2017년 05월	689	406	1,096				1,298	608	1,906			
2017년 06월	706	447	1,154				1,334	608	1,941			
2017년 07월	759	421	1,180				1,338	630	1,968			
2017년 08월	757	492	1,248	7.5	-49.5	-25.6	1,360	689	2,049	5.0	-24.1	-7.0
2017년 09월	729	548	1,277	7.1	-37.0	-17.7	1,353	714	2,066	8.0	-13.5	-0.5
2017년 10월	584	521	1,105	-6.7	-44.1	-29.1	1,346	692	2,038	9.4	-22.9	-4.3
2017년 11월	638	598	1,236	8.5	-19.5	-7.1	1,361	714	2,074	13.2	-6.8	5.4
2017년 12월	686	673	1,359	6.4	-16.5	-6.3	1,332	736	2,068	14.0	-5.6	6.1
2018년 01월	725	642	1,367	-0.7	-23.7	-13.0	1,470	700	2,170	14.7	-15.8	2.7

자료: 한국면세점협회, 메리츠종금증권 리서치센터

표12 형태별 면세점 매출금액 및 증감률 현황

(천달러, %)	시내						출국장					
	매출금액			증감률 (%)			매출금액			증감률 (%)		
	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계
2016년 08월	125,285	578,195	703,480				110,903	102,490	213,393			
2016년 09월	124,990	572,054	697,044				108,364	93,087	201,451			
2016년 10월	115,532	620,987	736,519				106,879	106,530	213,409			
2016년 11월	107,069	570,254	677,323				102,542	95,203	197,745			
2016년 12월	112,905	635,746	748,651				98,397	97,222	195,619			
2017년 01월	114,979	605,568	720,547				106,829	101,871	208,700			
2017년 02월	115,043	786,701	901,743				107,418	95,207	202,625			
2017년 03월	119,915	581,164	701,079				107,464	83,109	190,573			
2017년 04월	139,520	509,399	648,920				112,152	79,996	192,148			
2017년 05월	121,698	574,280	695,978				110,067	80,867	190,934			
2017년 06월	120,600	606,685	727,285				110,644	81,186	191,830			
2017년 07월	135,392	610,169	745,562				110,614	82,805	193,420			
2017년 08월	132,616	794,462	927,078	5.9	37.4	31.8	112,600	90,399	202,999	1.5	-11.8	-4.9
2017년 09월	141,993	832,496	974,489	13.6	45.5	39.8	115,831	98,029	213,861	6.9	5.3	6.2
2017년 10월	107,618	752,698	860,315	-6.9	21.2	16.8	118,276	95,454	213,730	10.7	-10.4	0.2
2017년 11월	126,629	838,541	965,170	18.3	47.0	42.5	119,207	98,936	218,143	16.3	3.9	10.3
2017년 12월	134,056	837,577	971,633	18.7	31.7	29.8	118,055	100,915	218,970	20.0	3.8	11.9
2018년 01월	138,230	965,423	1,103,653	20.2	59.4	53.2	130,632	103,523	234,155	22.3	1.6	12.2

자료: 한국면세점협회, 메리츠종금증권 리서치센터

Industry Brief
2018. 2. 27

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미
02-6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

LG 생활건강 051900

럭셔리 브랜드의 글로벌 신흥 강자

- ✓ 중국 중산층의 소득 수준 향상에 따른 럭셔리 브랜드 수요 증가 긍정적
- ✓ 후 브랜드, 중국 화장품 시장 내 진정한 럭셔리 기초 브랜드로 자리매김
- ✓ Small Brand들에 대한 M&A 및 전략적 제휴로 효율적인 성장 추구
- ✓ 생활용품과 음료의 부진은 계절적 요인이 크며 2분기부터 정상화될 전망
- ✓ 투자의견 Buy 와 적정주가 1,500,000 원 유지

Buy

적정주가 (12개월)	1,500,000 원
현재주가 (2.26)	1,110,000 원
상승여력	35.1%
KOSPI	2,457.65pt
시가총액	173,362억원
별행주식수	1,562만주
유동주식비율	59.83%
외국인비중	46.06%
52주 최고/최저가	1,250,000원/776,000원
평균거래대금	364.0억원
주요주주(%)	
LG 외 1 인	34.03
국민연금	6.15
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-5.5 16.1 27.9
상대주가	-0.9 12.4 9.0
주가그래프	



4Q 영업이익 1,852억원 (+4.1% YoY) 기록

LG 생활건강의 4 분기 실적은 매출액 1.53 조원 (+5.1% YoY), 영업이익 1,852 억원 (+4.1% YoY)를 기록했다. 중국인들의 럭셔리 수요가 크게 증가하면서 후과 숨이 각각 +37.9% YoY, +21.3% YoY, 면세점이 +18.8% YoY, 중국 현지법인 +42% YoY 성장했다. 특히 중국 내 럭셔리 브랜드가 80%대 성장한 점에 주목한다. 생활용품은 2016년 옥시 사태 반사수혜에 따른 높은 기지와 중국인 관광객 급감에 따른 헤어케어 매출 감소 (-18.2% YoY) 영향으로 고정비 부담이 증가하면서 이익이 감소했다. 음료 또한 비수기 진입과 추운 날씨로 매출이 부진한 가운데 원가 부담이 증가하면서 이익이 감소하였다. 결론적으로 생활용품과 음료의 부진은 계절적 요인이 크며 2분기부터 정상화될 전망이다.

투자의견 Buy 와 적정주가 1,500,000 원 유지

LG 생활건강은 이미 중국 로컬 브랜드들이 빠르게 성장하고 있는 중저가 시장보다는 아직 로컬 브랜드들이 올라가고 있지 못하는 후, 숨, 빌리프, VDL 등 프레스티지 중심으로 브랜드 역량을 강화했다. 특히 LG 생활건강의 럭셔리 브랜드인 후의 중국 현지 성장률이 지속적으로 고성장 중이다. 한편 국내 화장품 시장에서는 Small Brand들의 성장이 두드러지는 가운데 M&A 및 전략적 제휴로 효율적인 성장을 추구하고 있다. LG 생활건강은 2013년 이후 M&A 모멘텀이 소멸되면서 화장품업종 내 할인되어 거래되었지만 자체적인 브랜드 경쟁력 강화로 화장품 부분의 이익 기여도가 70% 이상 확대되었고 생활용품에서도 헤어바디의 코스메틱화와 채널 다변화로 충분히 업종 평균 수준의 벨류에이션을 적용받을 수 있다고 생각한다. 따라서 LG 생활건강에 대해 투자의견 Buy 와 적정주가 1,500,000 원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	6,094.1	880.9	568.2	35,369	22.8	142,927	24.2	6.0	14.9	24.9	71.8
2017P	6,270.5	930.3	606.4	37,612	6.3	168,636	31.6	7.1	18.8	22.0	57.5
2018E	6,839.1	1,039.0	726.5	45,119	20.0	199,847	24.6	5.6	15.3	22.3	47.8
2019E	7,523.1	1,188.6	850.2	52,830	17.1	236,570	21.0	4.7	13.0	22.0	40.2
2020E	8,200.1	1,303.8	934.8	58,006	9.8	276,379	19.1	4.0	11.5	20.6	34.3

표13 LG생활건강 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	6,094.1	1,600.7	1,530.1	1,608.8	1,530.9	6,270.5	1,709.4	1,708.8	1,748.9	1,672.1	6,839.1
증가율 (% YoY)	14.4	5.4	-1.5	2.9	5.1	2.9	6.8	11.7	8.7	9.2	9.1
생활용품	1,594.5	430.4	373.2	435.8	341.0	1,580.4	434.2	395.5	459.1	358.4	1,647.3
화장품	3,155.6	854.2	781.2	778.8	896.9	3,311.1	949.3	918.6	874.6	989.6	3,732.1
음료	1,344.0	316.1	375.7	394.1	292.9	1,378.9	325.9	394.6	415.1	324.1	1,459.8
증가율 (% YoY)											
생활용품	5.4	2.7	-0.1	-0.8	-5.9	-0.9	0.9	6.0	5.4	5.1	4.2
화장품	65.9	7.2	-4.7	5.0	12.4	4.9	11.1	17.6	12.3	10.3	12.7
음료	4.8	4.1	4.3	3.0	-1.5	2.6	3.1	5.0	5.3	10.7	5.9
% of Sales											
생활용품	26.2	26.9	24.4	27.1	22.3	25.2	25.4	23.1	26.3	21.4	24.1
화장품	51.8	53.4	51.1	48.4	58.6	52.8	55.5	53.8	50.0	59.2	54.6
음료	22.1	19.7	24.6	24.5	19.1	22.0	19.1	23.1	23.7	19.4	21.3
매출원가	2,434.0	625.8	614.8	656.5	563.8	2,461.2	668.4	680.1	711.8	618.7	2,678.9
증가율 (% YoY)	9.3	3.9	0.4	2.1	-2.2	1.1	6.8	10.6	8.4	9.7	8.9
% of Sales	39.9	39.1	40.2	40.8	36.8	39.2	39.1	39.8	40.7	37.0	39.2
판관비	2,779.1	715.0	682.8	699.5	781.9	2,879.0	769.2	760.4	755.5	836.0	3,121.2
증가율 (% YoY)	15.0	4.5	-4.6	3.4	11.3	3.6	7.6	11.4	8.0	6.9	8.4
% of Sales	45.6	44.7	44.6	43.5	51.1	45.9	45.0	44.5	43.2	50.0	45.6
영업이익	880.9	260.0	232.5	252.8	185.2	930.3	271.8	268.3	281.6	217.4	1,039.0
증가율 (% YoY)	28.8	11.3	3.1	3.5	4.1	5.6	4.5	15.4	11.4	17.4	11.7
% of Sales	14.5	16.2	15.2	15.7	12.1	14.8	15.9	15.7	16.1	13.0	15.2
생활용품	186.6	54.7	38.8	65.4	8.2	167.0	47.8	41.9	69.8	17.9	177.4
화장품	577.1	176.8	148.4	141.7	169.1	636.1	197.4	179.1	162.7	188.0	727.3
음료	116.3	28.4	45.1	45.7	8.0	127.2	26.1	47.4	48.2	9.7	131.3
% of Sales											
생활용품	11.7	12.7	10.4	15.0	2.3	10.6	11.0	10.6	15.2	5.0	10.8
화장품	18.3	20.7	19.0	18.2	18.9	19.2	20.8	19.5	18.6	19.0	19.5
음료	8.7	9.0	12.0	11.6	2.8	9.2	8.0	12.0	11.6	3.0	9.0

자료: LG생활건강, 메리츠종금증권 리서치센터

표14 LG생활건강 세부 매출액 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
생활용품사업부	1,594.5	430.4	373.2	435.8	341.0	1,580.4	434.2	395.5	459.1	358.4	1,647.3
증가율 (% YoY)	5.4	2.7	-0.1	-0.8	-5.9	-0.9	0.9	6.0	5.4	5.1	4.2
Oral Health	189.6	51.2	44.0	47.9	47.4	190.6	52.2	45.8	49.4	48.8	196.2
증가율 (% YoY)	3.9	1.8	-6.5	2.9	3.8	0.5	2.0	4.0	3.0	3.0	3.0
Hair Care	254.6	71.0	57.1	55.3	47.4	230.9	60.4	62.8	59.2	49.8	232.2
증가율 (% YoY)	0.3	2.1	-8.0	-14.9	-18.2	-9.3	-15.0	10.0	7.0	5.0	0.6
Skin Care	123.3	30.6	33.2	36.6	36.5	136.9	33.0	35.9	39.5	39.4	147.8
증가율 (% YoY)	23.0	8.8	23.4	6.8	7.1	11.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Laundry Detergent	144.5	38.3	35.8	35.3	30.3	139.8	38.7	37.6	37.1	31.9	145.2
증가율 (% YoY)	4.0	11.5	2.0	-9.7	-15.4	-3.2	1.0	5.0	5.0	5.0	3.9
Fabric Softener	102.3	26.7	26.5	27.9	22.5	103.6	27.2	28.1	29.6	23.9	108.7
증가율 (% YoY)	6.3	9.8	7.4	2.4	-13.7	1.3	2.0	6.0	6.0	6.0	5.0
Dishwashing Detergent	66.6	17.2	16.8	18.3	15.3	67.7	17.6	17.6	19.2	16.1	70.5
증가율 (% YoY)	3.2	2.7	2.1	9.6	-7.9	1.6	2.0	5.0	5.0	5.0	4.2
Others	713.6	195.4	159.7	214.4	141.5	711.1	205.2	167.7	225.1	148.6	746.6
증가율 (% YoY)	5.4	-0.2	-1.1	1.9	-3.1	-0.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
화장품사업부	3,155.6	854.2	781.2	778.8	896.9	3,311.1	949.3	918.6	874.6	989.6	3,732.1
증가율 (% YoY)	65.9	7.2	-4.7	5.0	12.4	4.9	11.1	17.6	12.3	10.3	12.7
Whoo (S/03)	1,201.0	347.7	291.4	350.5	433.2	1,422.7	417.2	393.4	420.6	498.2	1,729.3
증가율 (% YoY)	48.6	19.2	-7.7	25.4	37.9	18.5	20.0	35.0	20.0	15.0	21.5
O HUI (F/97)	169.9	43.6	37.5	31.9	34.1	147.1	43.6	43.1	35.1	37.5	159.3
증가율 (% YoY)	3.6	-10.3	-21.1	-13.9	-7.1	-13.4	0.0	15.0	10.0	10.0	8.3
SU:M (Oct/07)	343.0	98.2	98.4	85.7	98.7	381.0	108.1	108.3	94.2	108.5	419.1
증가율 (% YoY)	82.3	23.3	2.6	-0.4	21.3	11.1	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Belif (Aug/10)	98.7	27.3	27.3	23.4	27.8	105.8	28.7	28.7	24.5	29.2	111.1
증가율 (% YoY)	13.4	10.7	7.6	5.0	5.6	7.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Luxury Others	355.3	84.6	85.2	52.2	70.9	292.8	86.3	86.9	53.2	72.3	298.6
증가율 (% YoY)	19.8	4.1	-5.6	-34.2	-32.2	-17.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Luxury	2,167.8	601.4	539.8	543.6	664.6	2,349.4	683.8	660.3	627.7	745.7	2,717.4
증가율 (% YoY)	40.4	14.4	-6.1	7.8	18.0	8.4	13.7	22.3	15.5	12.2	15.7
Premium	987.8	252.8	241.4	235.2	232.3	961.7	265.5	258.3	247.0	243.9	1,014.6
증가율 (% YoY)	-0.2	-6.6	-1.5	-0.9	-0.9	-2.6	5.0	7.0	5.0	5.0	5.5
음료사업부	1,344.0	316.1	375.7	394.1	292.9	1,378.8	325.9	394.6	415.1	324.1	1,459.8
증가율 (% YoY)	4.8	4.1	4.3	3.0	-1.5	2.6	3.1	5.0	5.3	10.7	5.9
Coca-Cola TM	546.5	136.6	145.4	151.3	129.2	562.5	137.9	151.2	157.4	134.3	580.9
증가율 (% YoY)	8.2	4.1	5.1	2.7	-0.4	2.9	1.0	4.0	4.0	4.0	3.3
Cider (Kin/ DK/ Sprite)	98.6	25.0	28.6	27.2	22.8	105.1	25.5	30.0	30.8	24.0	110.2
증가율 (% YoY)	1.7	11.1	7.1	4.5	-2.8	6.6	2.0	5.0	7.0	5.0	4.8
CSD Others	150.6	32.9	41.0	43.0	29.3	146.1	31.2	41.4	43.4	29.6	145.6
증가율 (% YoY)	9.8	0.2	-6.1	-1.5	-4.4	-3.0	-5.0	1.0	1.0	1.0	-0.4
CSD Total	795.8	194.4	214.9	221.5	181.3	813.7	194.6	222.6	231.6	187.9	836.6
증가율 (% YoY)	7.6	4.3	3.0	2.1	-1.4	2.2	0.1	3.6	3.8	3.6	2.8
Juice	224.1	53.1	61.6	65.0	43.1	222.4	53.6	62.8	65.9	43.9	226.3
증가율 (% YoY)	-3.2	2.3	-2.3	3.6	-7.2	-0.8	1.0	2.0	2.0	2.0	1.8
Coffee	100.9	21.8	28.2	32.7	24.0	106.7	22.5	30.1	35.0	25.7	113.3
증가율 (% YoY)	3.9	5.6	8.6	14.0	-6.1	5.8	3.0	7.0	7.0	7.0	6.2
Hydration (Sports)	75.3	17.1	33.8	35.1	16.4	102.4	19.6	38.9	40.3	18.9	117.7
증가율 (% YoY)	1.7	60.6	46.6	20.6	31.3	36.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
Water	82.1	17.7	23.7	24.0	16.7	82.1	18.1	24.9	25.2	17.2	85.3
증가율 (% YoY)	2.8	2.3	6.0	-8.9	4.0	0.0	2.0	5.0	5.0	3.0	3.9
NCSD Others	26.8	6.3	7.1	7.5	5.3	26.6	6.4	7.5	8.3	5.5	27.7
증가율 (% YoY)	10.6	15.6	4.3	-14.9	-6.7	-0.6	1.0	5.0	5.0	5.0	4.0
NON-CSD Total	509.1	116.0	154.4	164.3	105.4	540.2	120.2	164.2	174.8	111.2	570.4
증가율 (% YoY)	0.5	9.5	9.3	5.5	-0.7	6.1	3.6	6.4	6.4	5.5	5.6
Others	39.1	5.7	6.4	8.3	6.2	24.9	4.6	6.1	6.4	5.8	22.8
증가율 (% YoY)	7.4	-49.4	-38.9	-16.8	-17.3	-36.2	-20.0	-5.0	-5.0	-5.0	-8.4

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

LG생활건강 (051900)

Income Statement

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
매출액	6,094.1	6,270.5	6,839.1	7,523.1	8,200.1
매출액증가율 (%)	14.4	2.9	9.1	10.0	9.0
매출원가	2,434.0	2,461.2	2,678.9	2,941.5	3,198.1
매출총이익	3,660.0	3,809.3	4,160.2	4,581.5	5,002.1
판매관리비	2,779.1	2,879.0	3,121.2	3,392.9	3,698.3
영업이익	880.9	930.3	1,039.0	1,188.6	1,303.8
영업이익률	14.5	14.8	15.2	15.8	15.9
금융손익	-16.1	-11.0	-5.9	0.1	7.1
증속/관계기업손익	7.3	8.0	9.0	9.0	9.0
기타영업외손익	-119.4	-66.4	-40.0	-30.0	-20.0
세전계속사업이익	752.7	860.9	1,002.1	1,167.7	1,299.9
법인세비용	173.5	242.8	261.6	301.1	347.0
당기순이익	579.2	618.1	740.6	866.7	952.9
지배주주지분 순이익	568.2	606.4	726.5	850.2	934.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	713.4	802.9	891.5	1,038.3	1,140.2
당기순이익(손실)	579.2	618.1	740.6	866.7	952.9
유형자산상각비	115.7	131.2	156.9	179.6	199.7
무형자산상각비	18.0	17.3	16.8	16.4	16.0
운전자본의 증감	-135.2	44.3	-13.8	-15.4	-19.4
투자활동 현금흐름	-405.5	-344.6	-349.5	-351.2	-351.1
유형자산의증가(CAPEX)	-331.6	-350.0	-350.0	-350.0	-350.0
투자자산의감소(증가)	-2.2	6.2	3.1	1.9	1.9
재무활동 현금흐름	-367.1	-255.8	-280.9	-303.5	-329.5
차입금의 증감	-266.9	-130.0	-130.0	-130.0	-130.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-58.1	202.5	261.2	383.7	459.6
기초현금	396.9	338.9	541.4	802.5	1,186.2
기말현금	338.9	541.4	802.5	1,186.2	1,645.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,424.6	1,584.2	1,939.9	2,437.3	3,009.5
현금및현금성자산	338.9	541.4	802.5	1,186.2	1,645.8
매출채권	469.7	457.6	499.1	549.0	598.4
재고자산	535.9	502.7	548.3	603.1	657.4
비유동자산	3,077.6	3,281.0	3,463.2	3,624.3	3,765.7
유형자산	1,463.8	1,682.6	1,875.7	2,046.0	2,196.4
무형자산	1,419.9	1,402.7	1,385.8	1,369.4	1,353.5
투자자산	63.7	65.6	71.5	78.7	85.7
자산총계	4,502.2	4,865.1	5,403.1	6,061.6	6,775.2
유동부채	1,146.9	1,136.3	1,186.9	1,253.9	1,319.9
매입채무	228.6	229.4	250.2	275.2	300.0
단기차입금	92.3	87.3	82.3	77.3	72.3
유동성장기부채	184.9	159.9	134.9	109.9	84.9
비유동부채	734.4	640.7	561.0	485.4	409.6
사채	509.2	409.2	309.2	209.2	109.2
장기차입금	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
부채총계	1,881.3	1,777.0	1,747.9	1,739.3	1,729.5
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-92.4	-92.4	-92.4	-92.4	-92.4
이익잉여금	2,539.5	2,995.0	3,548.0	4,198.7	4,904.0
비지배주주지분	88.5	100.2	114.3	130.8	148.9
자본총계	2,620.8	3,088.1	3,655.2	4,322.3	5,045.7

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
SPS	390,190	401,484	437,895	481,685	525,036
EPS(지배주주)	35,369	37,612	45,119	52,830	58,006
CFPS	66,010	64,818	75,089	86,737	96,009
EBITDAPS	64,965	69,070	77,650	88,658	97,290
BPS	142,927	168,636	199,847	236,570	276,379
DPS	7,500	9,000	10,350	11,903	13,688
배당수익률(%)	0.9	0.8	0.9	1.1	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	24.2	31.6	24.6	21.0	19.1
PCR	13.0	18.3	14.8	12.8	11.6
PSR	2.2	3.0	2.5	2.3	2.1
PBR	6.0	7.1	5.6	4.7	4.0
EBITDA	1,014.6	1,078.7	1,212.8	1,384.7	1,519.5
EV/EBITDA	14.9	18.8	15.3	13.0	11.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	24.9	22.0	22.3	22.0	20.6
EBITDA 이익률	16.6	17.2	17.7	18.4	18.5
부채비율	71.8	57.5	47.8	40.2	34.3
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(X)	44.3	59.6	81.0	118.3	179.4
매출채권회전율(X)	13.7	13.5	14.3	14.4	14.3
재고자산회전율(X)	12.5	12.1	13.0	13.1	13.0

Industry Brief
2018. 2. 27

호텔신라 008770

면세점 시장 재편의 기회

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미
02-6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

- ✓ 중국 중산층의 소득 수준 상승에 따른 중국 렉셔리 소비 모멘텀 호조
- ✓ 2018년 국내 및 글로벌 면세점 내 호텔신라의 시장 점유율 상승 전망
- ✓ 2018년 해외 매출액 1조원 이상 예상, 글로벌 상위 사업자로서의 위상 강화
- ✓ 면세점 시장 재편에 따른 지배력 상승과 비용구조 개선 기대
- ✓ 투자의견 Buy 와 적정주가 110,000 원 유지

Buy

적정주가 (12개월)	110,000 원
현재주가 (2.26)	83,800 원
상승여력	31.3%
KOSPI	2,457.65pt
시가총액	32,890억원
별행주식수	3,925만주
유동주식비율	77.31%
외국인비중	28.22%
52주 최고/최저가	97,100원/43,750원
평균거래대금	386.1억원
주요주주(%)	
삼성생명보험 외 5 인	17.24
국민연금	12.99
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.04
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-13.6 29.5 61.2
상대주가	-9.5 25.4 37.3

주가그래프



4Q 영업이익 155 억원 (-0.6% YoY) 기록

호텔신라의 4 분기 실적은 매출액 1 조 234 억원 (+9.5% YoY), 영업이익 155 억원 (-0.6% YoY)를 기록하였다. 시내와 공항 면세점이 각각 +12.5% YoY, +2% YoY 의 양호한 매출 성장을 기록했고 알선수수료는 -5.9% YoY 감소하였지만 환율 하락에 따른 원가율 상승 (70~80 억원 증가)과 홍콩공항 면세점 오픈 (12/12) 관련 초기 투자 비용 (-60 억원)이 예상보다 컸다. 호텔레저 부문은 신라스테이 영업 호조와 여행사업 확대로 매출액 1,159 억원 (+17.1% YoY), 영업이익 56 억원 (흑자전환)을 기록했다

투자의견 Buy 와 적정주가 110,000 원 유지

중국 중산층의 소득수준 상승에 따른 중국 렉셔리 소비 모멘텀 강화되고 있어 2018년 호텔신라의 높은 외형 성장과 가파른 수익성 개선이 기대된다. 호텔신라는 영업환경 개선 시 주도권 선점을 위한 준비를 지속해 왔다. 국내 면세입찰 및 정치적 불확실성이 해소되면서 경쟁우위를 확보한 상위업체인 신라면세점의 주도권이 더욱 강화될 전망이다. 싱가폴 공항 면세점의 안정적 성장과 함께 적자폭이 꾸준히 축소되고 홍콩 공항 면세점이 추가되면서 2018년 해외 면세점 매출액이 1 조 533 억원에 이를 것으로 예상한다. 아시아 공항 면세점 점유율 또한 크게 확대되고 있으며 특히 화장품 및 향수 카테고리에 대한 독점적 지배력 및 협상력 강화로 수익성 향상이 기대된다. 따라서 호텔신라에 대해 투자의견 Buy 와 적정주가 110,000 원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	3,715.3	79.0	27.8	702	51.4	16,539	68.6	2.9	15.1	4.0	208.5
2017P	4,011.5	73.1	25.2	634	-9.6	16,836	132.1	5.0	24.3	3.8	227.1
2018E	4,756.5	157.9	95.0	2,412	280.2	18,878	34.7	4.4	15.8	13.3	225.0
2019E	5,470.0	186.0	119.5	3,037	25.9	21,533	27.6	3.9	14.0	14.8	204.8
2020E	6,017.0	258.7	161.9	4,117	35.6	25,248	20.4	3.3	10.6	17.3	178.3

표15 호텔신라 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	3,715.3	1,021.1	899.7	1,067.2	1,023.4	4,011.5	1,189.5	1,075.5	1,272.7	1,218.8	4,756.5
증가율 (% YoY)	14.3	14.9	-5.7	13.8	9.5	8.0	16.5	19.5	19.3	19.1	18.6
TR	3,325.7	925.2	790.0	949.2	907.5	3,571.9	1,082.3	954.7	1,141.3	1,091.2	4,269.5
시내점	2,068.3	602.5	481.9	617.8	590.4	2,292.6	662.8	554.2	710.5	679.0	2,606.4
공항점	1,257.4	322.7	308.1	331.4	317.1	1,279.3	419.5	400.5	430.8	412.2	1,663.1
호텔&레저	389.6	95.9	109.7	118.0	115.9	439.5	107.2	120.8	131.5	127.6	487.1
서울	143.6	30.1	37.3	36.9	40.9	145.2	30.7	37.7	37.6	41.3	147.3
제주	76.6	16.1	19.9	23.5	16.9	76.4	16.9	21.3	25.9	17.7	81.8
기타	96.2	24.4	28.8	34.5	35.0	122.7	30.5	34.6	41.4	42.0	148.5
레저	73.2	25.3	23.7	23.1	23.1	95.2	29.1	27.3	26.6	26.6	109.5
증가율 (% YoY)											
TR	14.0	15.2	-7.9	14.5	8.6	7.4	17.0	20.9	20.2	20.2	19.5
시내점	28.9	23.7	-10.5	19.2	12.5	10.8	10.0	15.0	15.0	15.0	13.7
공항점	-4.3	2.1	-3.6	6.6	2.0	1.7	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
호텔&레저	16.8	11.8	13.8	8.9	17.1	12.8	11.8	10.1	11.4	10.1	10.8
서울	4.4	-0.7	-2.9	0.8	6.8	1.1	2.0	1.0	2.0	1.0	1.5
제주	7.4	9.5	4.7	-6.4	-5.1	-0.3	5.0	7.0	10.0	5.0	7.1
기타	80.1	18.4	34.0	24.5	32.6	27.5	25.0	20.0	20.0	20.0	21.0
레저	2.7	25.2	35.4	21.6	40.0	30.1	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
비중 (%)											
TR	89.5	90.6	87.8	88.9	88.7	89.0	91.0	88.8	89.7	89.5	89.8
시내점	55.7	59.0	53.6	57.9	57.7	57.2	55.7	51.5	55.8	55.7	54.8
공항점	33.8	31.6	34.2	31.1	31.0	31.9	35.3	37.2	33.8	33.8	35.0
호텔&레저	10.5	9.4	12.2	11.1	11.3	11.0	9.0	11.2	10.3	10.5	10.2
서울	3.9	2.9	4.1	3.5	4.0	3.6	2.6	3.5	3.0	3.4	3.1
제주	2.1	1.6	2.2	2.2	1.7	1.9	1.4	2.0	2.0	1.5	1.7
기타	2.6	2.4	3.2	3.2	3.4	3.1	2.6	3.2	3.3	3.4	3.1
레저	2.0	2.5	2.6	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5	2.1	2.2	2.3
매출원가	2,039.5	590.4	513.6	620.5	603.8	2,328.4	713.7	618.4	738.2	703.3	2,773.5
증가율 (% YoY)	15.7	24.5	-2.1	18.3	17.1	14.2	20.9	20.4	19.0	16.5	19.1
매출원가율 (%)	54.9	57.8	57.1	58.1	59.0	58.0	60.0	57.5	58.0	57.7	58.3
매출총이익	1,675.8	430.7	386.1	446.7	419.6	1,683.1	475.8	457.1	534.6	515.6	1,983.0
증가율 (% YoY)	12.5	3.9	-10.1	8.1	0.2	0.4	10.5	18.4	19.7	22.9	17.8
매출총이익률 (%)	45.1	42.2	42.9	41.9	41.0	42.0	40.0	42.5	42.0	42.3	41.7
판관비	1,596.8	420.7	368.9	416.4	404.1	1,610.0	459.6	418.9	478.9	467.7	1,825.1
증가율 (% YoY)	13.1	6.4	-10.2	7.4	0.2	0.8	9.2	13.6	15.0	15.7	13.4
판관비율 (%)	43.0	41.2	41.0	39.0	39.5	40.1	38.6	39.0	37.6	38.4	38.4
영업이익	79.0	10.0	17.3	30.3	15.5	73.1	16.1	38.2	55.6	47.9	157.9
증가율 (% YoY)	2.3	-48.2	-7.9	19.8	-0.6	-7.5	61.7	121.2	83.6	208.6	116.0
영업이익률 (%)	2.1	1.0	1.9	2.8	1.5	1.8	1.4	3.5	4.4	3.9	3.3
TR	79.0	16.9	8.2	23.5	9.9	58.5	15.2	27.7	45.7	38.2	126.7
증가율 (% YoY)	-13.2	-39.2	-46.8	27.0	-42.8	-25.9	-10.3	237.6	94.3	285.8	116.5
영업이익률 (%)	2.4	1.8	1.0	2.5	1.1	1.6	1.4	2.9	4.0	3.5	3.0
호텔&레저	-0.1	-6.9	9.1	6.8	5.6	14.6	1.0	10.5	10.0	9.7	31.2
증가율 (% YoY)	적지	적지	175.8	0.0	흑전	흑전	15.3	46.8	72.7	113.2	
영업이익률 (%)	0.0	-7.2	8.3	5.8	4.8	3.3	0.9	8.7	7.6	7.6	6.4

자료: 호텔신라, 메리츠종금증권 리서치센터

호텔신라 (008770)

Income Statement

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
매출액	3,715.3	4,011.5	4,756.5	5,470.0	6,017.0
매출액증가율 (%)	14.3	8.0	18.6	15.0	10.0
매출원가	2,039.5	2,328.4	2,773.5	3,172.6	3,459.8
매출총이익	1,675.8	1,683.1	1,983.0	2,297.4	2,557.2
판매관리비	1,596.8	1,610.0	1,825.1	2,111.4	2,298.5
영업이익	79.0	73.1	157.9	186.0	258.7
영업이익률	2.1	1.8	3.3	3.4	4.3
금융손익	-10.7	-14.0	-12.2	-10.3	-6.6
증속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-15.8	-14.5	-10.0	-5.0	-5.0
세전계속사업이익	52.4	44.6	135.7	170.7	247.1
법인세비용	24.6	19.4	40.7	51.2	85.2
당기순이익	27.8	25.2	95.0	119.5	161.9
지배주주지분 순이익	27.8	25.2	95.0	119.5	161.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	120.8	152.2	199.4	224.9	254.2
당기순이익(손실)	27.8	25.2	95.0	119.5	161.9
유형자산상각비	60.5	61.0	63.1	65.0	64.4
무형자산상각비	14.0	17.8	11.2	7.1	4.5
운전자본의 증감	-22.7	15.8	-5.3	-1.9	-9.5
투자활동 현금흐름	148.1	-66.3	-120.9	-119.2	-90.1
유형자산의증가(CAPEX)	-66.8	-50.0	-80.0	-80.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	179.5	-16.2	-40.8	-39.1	-30.0
재무활동 현금흐름	-245.1	59.3	-3.8	-103.6	-101.4
차입금의 증감	-106.7	105.0	45.0	-55.0	-55.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	20.8	145.2	74.7	2.2	62.8
기초현금	325.8	346.7	491.8	566.6	568.7
기말현금	346.7	491.8	566.6	568.7	631.5

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,079.1	1,253.5	1,458.6	1,582.4	1,746.6
현금및현금성자산	346.7	491.8	566.6	568.7	631.5
매출채권	117.9	98.5	105.7	109.4	120.3
재고자산	471.3	508.5	603.0	693.4	762.7
비유동자산	961.8	949.3	995.8	1,042.8	1,063.9
유형자산	706.9	696.0	712.9	727.9	723.5
무형자산	48.2	30.3	19.1	12.0	7.6
투자자산	203.5	219.7	260.5	299.6	329.6
자산총계	2,041.0	2,202.7	2,454.4	2,625.2	2,810.5
유동부채	739.9	786.6	898.4	1,005.2	1,086.0
매입채무	205.7	216.9	257.2	295.7	325.3
단기차입금	52.7	57.7	52.7	47.7	42.7
유동성장기부채	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
비유동부채	639.5	742.7	800.9	758.7	714.6
사채	598.9	698.9	748.9	698.9	648.9
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,379.4	1,529.3	1,699.2	1,763.9	1,800.6
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타포괄이익누계액	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
이익잉여금	371.3	383.2	464.9	571.1	719.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	661.5	673.5	755.1	861.3	1,009.9

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
SPS	94,662	102,208	121,191	139,369	153,306
EPS(지배주주)	702	634	2,412	3,037	4,117
CFPS	4,246	3,500	5,660	6,446	8,219
EBITDAPS	3,910	3,869	5,915	6,574	8,347
BPS	16,539	16,836	18,878	21,533	25,248
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
(Valuation(Multiple))					
PER	68.6	132.1	34.7	27.6	20.4
PCR	11.3	23.9	14.8	13.0	10.2
PSR	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5
PBR	2.9	5.0	4.4	3.9	3.3
EBITDA	153.5	151.9	232.2	258.0	327.6
EV/EBITDA	15.1	24.3	15.8	14.0	10.6
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	4.0	3.8	13.3	14.8	17.3
EBITDA 이익률	4.1	3.8	4.9	4.7	5.4
부채비율	208.5	227.1	225.0	204.8	178.3
금융비용부담률	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(X)	2.4	2.3	4.4	5.3	7.8
매출채권회전율(X)	40.7	37.1	46.6	50.9	52.4
재고자산회전율(X)	7.9	8.2	8.6	8.4	8.3

Industry Brief
2018. 2. 27

아모레퍼시픽 090430

해외 현지법인 중심으로 회복 전망

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미
02-6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

- ✓ 당분간 면세점 매출 감소가 지속되는 가운데 해외 현지법인 성과에 주목
- ✓ 력셔리 브랜드인 설화수를 중심으로 중국법인 성장을 회복 전망
- ✓ 이니스프리와 라네즈가 미국 등 신규 해외 시장에서 좋은 반응을 얻고 있음
- ✓ 중국인 관광객 부재로 실적 회복 속도는 완만하게 나타날 것으로 판단됨
- ✓ 투자의견 Trading Buy 와 적정주가 330,000 원 유지

Trading Buy

적정주가 (12개월)	330,000 원
현재주가 (2.26)	298,000 원
상승여력	10.7%

KOSPI	2,457.65pt
시가총액	174,206억원
별행주식수	5,846만주
유동주식비율	52.38%
외국인비중	33.76%
52주 최고/최저가	361,000원/239,500원
평균거래대금	534.9억원

주요주주(%)	주가상승률(%)		
	1개월	6개월	12개월
아모레퍼시픽그룹 외 3 인	47.56		
국민연금		6.06	
GIC Private Limited		6.04	

주가그래프



4Q 영업이익 769 억원 (-24.7% YoY) 달성

아모레퍼시픽의 4 분기 실적은 매출액 1.14 조원 (-13.4% YoY), 영업이익 769 억원 (-24.7% YoY)를 기록하였다. 주요 채널인 면세점 매출액이 -42.6% YoY 급감하면서 국내법인의 매출액과 영업이익도 각각 -25.5% YoY, -53.3% YoY 감소했다. 중국법인이 위안화 기준 10%후반대 성장을 회복하고 미국법인 매출액이 +45.9% 성장하면서 해외법인은 매출액과 영업이익이 각각 +9.3% YoY, +17.8% YoY 증가했다. 중국법인은 설화수 브랜드가 50% 이상 증가하고 이니스프리와 에뛰드하우스가 20%대 이상 성장을 지속하였으며 미국법인에서는 이니스프리와 라네즈가 신규 성장을 이끌었다.

투자의견 Trading Buy 와 적정주가 330,000 원 유지

아모레퍼시픽의 2018년 실적은 매출액 5 조 4,629 억원 (+6.6% YoY), 영업이익 6,415 억원 (+7.6% YoY)이 예상된다. 핵심 지표인 면세점 채널 매출액을 보수적으로 1 조 201 억원 (-7.5% YoY)로 추정하였으며 2 분기까지 역신장이 불가피할 전망이다. 력셔리 브랜드인 설화수를 중심으로 중국법인 회복과 함께 이니스프리와 라네즈 브랜드가 미국 등 신규 해외 시장에서 좋은 반응을 얻고 있어 해외법인 실적은 매출액 2.2 조원 (+20.9% YoY), 영업이익 2,245 억원 (+15.6% YoY)이 예상된다. 특히 중국 현지법인에서 력셔리 브랜드인 설화수 기여도가 얼마나 빠르게 확대될 수 있을지 주목할 필요가 있겠다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	5,645.4	848.1	639.3	10,649	10.3	56,202	30.2	5.7	19.5	17.7	33.0
2017P	5,123.9	596.5	393.8	6,555	-38.4	60,907	46.5	5.0	23.4	9.7	27.6
2018E	5,462.9	641.5	476.8	7,918	20.8	66,598	37.6	4.5	20.5	10.8	26.5
2019E	5,899.9	767.0	568.5	9,438	19.2	73,373	31.6	4.1	17.5	11.8	25.6
2020E	6,489.9	876.1	646.2	10,711	13.5	80,983	27.8	3.7	15.4	12.1	25.2

표16 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	5,438.6	5,873.7	5,462.9	5,899.9	0.4	0.4
영업이익	640.1	763.6	641.5	767.0	0.2	0.4
지배주주순이익	475.8	566.0	476.8	568.5	0.2	0.4

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표17 아모레퍼시픽 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	5,645.4	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,140.0	5,123.9	1,507.2	1,274.4	1,339.9	1,341.4	5,462.9
증가율 (% YoY)	18.4	5.6	-16.5	-13.6	-13.4	-9.2	-3.9	5.8	10.7	17.7	6.6
매출원가	1,424.8	386.0	322.8	354.4	316.5	1,379.7	391.9	344.1	388.6	372.9	1,497.4
증가율 (% YoY)	21.8	10.8	-13.8	-2.3	-6.7	-3.2	1.5	6.6	9.6	17.8	8.5
매출원가율 (%)	25.2	24.6	26.8	29.3	27.8	26.9	26.0	27.0	29.0	27.8	27.4
매출총이익	4,220.7	1,183.0	882.1	855.5	823.4	3,744.2	1,115.3	930.3	951.3	968.5	3,965.4
증가율 (% YoY)	17.3	4.1	-17.5	-17.6	-15.7	-11.3	-5.7	5.5	11.2	17.6	5.9
매출총이익률 (%)	74.8	75.4	73.2	70.7	72.2	73.1	74.0	73.0	71.0	72.2	72.6
판관비	3,372.6	866.2	780.6	754.4	746.5	3,147.7	850.0	808.6	825.6	839.7	3,323.9
증가율 (% YoY)	19.4	8.5	-5.8	-13.4	-14.6	-6.7	-1.9	3.6	9.4	12.5	5.6
판관비중 (%)	59.7	55.2	64.8	62.4	65.5	61.4	56.4	63.4	61.6	62.6	60.8
Personnel (인건비)	540.0	155.7	142.5	159.4	91.8	454.8	129.0	123.2	140.9	105.6	498.7
증가율 (% YoY)	12.9	25.0	6.3	9.6	-14.9	4.2	5.0	10.0	10.0	15.0	9.7
매출대비 (%)	9.6	9.9	11.8	13.2	8.1	8.9	8.6	9.7	10.5	7.9	9.1
A&P (광고판촉비)	557.8	126.4	145.4	123.7	144.9	540.4	132.7	159.9	136.1	159.4	588.1
증가율 (% YoY)	3.5	-9.8	11.0	-10.6	-2.2	-3.1	5.0	10.0	10.0	10.0	8.8
매출대비 (%)	9.9	8.1	12.1	10.2	12.7	10.5	8.8	12.6	10.2	11.9	10.8
Commission (수수료)	1,364.9	363.7	274.3	257.0	279.4	1,269.0	356.9	289.6	317.1	321.3	1,284.9
증가율 (% YoY)	23.4	6.8	-20.6	-23.4	-24.8	-13.6	-10.0	-5.0	10.0	15.0	1.2
매출대비 (%)	24.2	23.2	22.8	21.2	24.5	24.8	23.7	22.7	23.7	24.0	23.5
기타	909.9	220.4	218.4	214.3	230.4	883.5	231.4	235.9	231.4	253.4	952.2
증가율 (% YoY)	29.7	14.0	0.1	-14.8	-6.7	-2.9	5.0	8.0	8.0	10.0	7.8
영업이익	848.1	316.8	101.5	101.1	76.9	596.5	265.3	121.7	125.7	128.8	641.5
증가율 (% YoY)	9.7	-6.2	-57.8	-39.6	-24.7	-29.7	-16.3	19.9	24.4	67.4	7.6
영업이익률 (%)	15.0	20.2	8.4	8.4	6.7	11.6	17.6	9.6	9.4	9.6	11.7

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠종금증권 리서치센터

표18 아모레퍼시픽 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	5,645.4	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,140.0	5,123.9	1,507.2	1,274.4	1,339.9	1,341.4	5,462.9
증가율 (% YoY)	18.4	5.6	-16.5	-13.6	-13.4	-9.2	-3.9	5.8	10.7	17.7	6.6
국내 Total											
매출액	4,000.5	1,104.4	805.5	790.2	647.3	3,347.4	954.7	793.0	815.6	699.0	3,262.3
증가율(% YoY)	12.4	1.7	-22.5	-21.5	-25.5	-16.3	-13.6	-1.6	3.2	8.0	-2.5
영업이익	677.6	234.0	82.6	66.9	34.2	402.0	168.4	96.0	73.1	79.6	417.0
증가율(% YoY)	5.7	-12.8	-58.6	-51.0	-53.3	-40.7	-28.1	16.2	9.2	132.7	3.7
영업이익률(%)	16.9	21.2	10.3	8.5	5.3	12.0	17.6	12.1	9.0	11.4	12.8
Luxury Brands	2,116.3	580.9	433.4	407.0	343.7	1,767.4	480.6	421.5	425.9	386.3	1,714.3
증가율(% YoY)	18.9	0.2	-22.6	-19.8	-27.0	-16.5	-17.3	-2.7	4.7	12.4	-3.0
Sulwhasoo	1,396.2	402.0	271.5	256.0	223.3	1,151.5	321.6	257.9	268.8	256.8	1,105.1
증가율(% YoY)	37.7	5.8	-23.8	-23.9	-31.1	-17.5	-20.0	-5.0	5.0	15.0	-4.0
Hera	472.1	118.2	99.1	82.2	77.7	378.3	100.4	99.1	86.3	85.4	371.3
증가율(% YoY)	-11.0	-14.3	-27.2	-16.7	-22.3	-19.9	-15.0	0.0	5.0	10.0	-1.9
Vitabeautie	116.0	29.8	30.6	43.5	18.1	123.9	30.7	31.5	44.8	18.7	125.7
증가율(% YoY)	5.2	9.9	1.6	2.8	-0.7	6.8	3.0	3.0	3.0	3.0	1.5
Others-Luxury	132.0	30.9	33.0	25.3	24.6	113.8	27.8	33.0	26.0	25.3	112.2
증가율(% YoY)	6.0	-11.0	-11.7	-19.0	-14.2	-13.8	-10.0	0.0	3.0	3.0	-1.4
Premium Brands	1,132.1	304.8	212.7	191.2	176.7	887.1	260.6	205.5	191.8	179.7	837.7
증가율(% YoY)	6.0	2.5	-29.7	-33.1	-28.4	-21.6	-14.5	-3.4	0.3	1.7	-5.6
Laneige	556.1	152.4	95.0	100.4	96.4	445.2	137.2	99.8	102.4	101.3	440.6
증가율(% YoY)	35.9	24.3	-36.9	-32.2	-27.9	-19.9	-10.0	5.0	2.0	5.0	-1.0
loope	328.0	80.6	63.6	44.3	37.5	224.3	56.4	50.9	42.0	35.7	185.0
증가율(% YoY)	-20.5	-19.3	-26.2	-43.7	-40.0	-31.6	-30.0	-20.0	-5.0	-5.0	-17.5
Mamonde	76.0	23.2	17.7	15.8	14.2	70.3	20.9	17.7	16.6	15.0	70.1
증가율(% YoY)	12.4	18.7	-10.2	-17.4	-18.1	-7.5	-10.0	0.0	5.0	5.0	-0.2
Others-Premium	176.0	48.6	37.1	30.8	27.8	143.9	46.2	37.1	30.8	27.8	141.9
증가율(% YoY)	-1.1	-12.2	-20.7	-23.5	-15.7	-18.2	-5.0	0.0	0.0	0.0	-1.4
Mass Brands	500.1	151.3	99.1	138.3	80.3	468.6	144.6	104.2	143.7	85.4	477.9
증가율(% YoY)	4.9	4.0	-14.8	-5.9	-11.2	-6.3	-4.4	5.2	3.9	6.4	2.0
Ryo	124.0	43.1	23.4	30.0	21.7	117.2	36.6	25.7	32.4	23.4	118.2
증가율(% YoY)	16.2	20.2	-19.7	-3.8	-19.5	-5.5	-15.0	10.0	8.0	8.0	0.9
Mise-en-scene	140.0	44.2	32.2	36.3	32.4	143.9	45.1	33.8	38.2	34.0	151.0
증가율(% YoY)	3.5	16.3	-6.0	3.1	-2.0	2.8	2.0	5.0	5.0	5.0	4.9
Happy Bath	88.0	22.1	24.2	24.5	15.5	87.0	21.0	25.4	25.7	16.3	88.4
증가율(% YoY)	-1.1	13.0	-3.1	-9.9	-14.9	-1.1	-5.0	5.0	5.0	5.0	1.6
Others-Mass	148.0	42.0	19.3	47.4	11.7	120.5	42.0	19.3	47.4	11.7	120.4
증가율(% YoY)	1.4	-19.5	-31.1	-12.8	-4.3	-18.6	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
OSULLOC	52.0	12.1	12.1	12.6	11.7	46.9	12.5	12.4	13.0	12.0	50.0
증가율(% YoY)	-8.7	-6.7	-10.5	-10.3	3.1	-9.9	3.0	3.0	3.0	3.0	6.7
Others	200.0	55.2	48.3	40.3	35.0	177.4	56.3	49.3	41.1	35.7	182.4
증가율(% YoY)	10.2	10.6	3.4	-23.0	-29.4	-11.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.8
해외 Total											
매출액	1,696.8	477.0	408.5	427.3	507.7	1,820.5	552.5	481.4	524.3	642.4	2,200.6
증가율(% YoY)	37.8	16.9	-2.1	5.0	9.3	7.3	15.8	17.9	22.7	26.5	20.9
영업이익	210.4	88.1	19.8	45.4	41.0	194.3	96.9	25.7	52.7	49.2	224.5
증가율(% YoY)	45.4	11.0	-59.6	-3.8	17.8	-7.7	10.0	30.0	16.0	20.0	15.6
영업이익률(%)	12.4	18.5	4.8	10.6	8.1	10.7	17.5	5.3	10.0	7.7	10.2
아시아	1,575.5	448.8	391.9	406.4	484.8	1,731.9	538.6	470.3	508.0	630.2	2,147.1
증가율(% YoY)	37.8	18.5	1.0	8.0	12.0	9.9	20.0	20.0	25.0	30.0	24.0
유럽	68.1	16.4	5.4	7.2	6.7	35.7	9.8	5.6	7.4	6.9	29.7
증가율(% YoY)	4.0	6.5	-67.5	-52.9	-67.8	-47.6	-40.0	3.0	3.0	3.0	-16.8
미국	53.3	11.7	11.3	13.7	16.2	52.9	16.4	14.7	16.4	20.3	67.8
증가율(% YoY)	9.7	-15.8	-11.7	-11.6	45.9	-0.8	40.0	30.0	20.0	25.0	28.1

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

Income Statement

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
매출액	5,645.4	5,123.9	5,462.9	5,899.9	6,489.9
매출액증가율 (%)	18.4	-9.2	6.6	8.0	10.0
매출원가	1,424.8	1,379.7	1,497.4	1,593.0	1,719.8
매출총이익	4,220.7	3,744.2	3,965.4	4,306.9	4,770.1
판매관리비	3,372.6	3,147.7	3,323.9	3,539.9	3,893.9
영업이익	848.1	596.5	641.5	767.0	876.1
영업이익률	15.0	11.6	11.7	13.0	13.5
금융손익	11.7	12.9	13.3	19.3	27.4
증속/관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.3	-42.3	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	856.6	567.0	654.8	786.3	903.5
법인세비용	210.8	169.3	173.1	212.1	250.8
당기순이익	645.7	397.8	481.7	574.2	652.8
지배주주지분 순이익	639.3	393.8	476.8	568.5	646.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	677.0	678.7	717.6	812.3	892.6
당기순이익(손실)	645.7	397.8	481.7	574.2	652.8
유형자산상각비	181.2	208.9	241.6	242.7	243.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-163.3	72.1	-5.7	-4.7	-3.8
투자활동 현금흐름	-609.6	-751.8	-411.3	-320.4	-334.5
유형자산의증가(CAPEX)	-494.8	-800.0	-380.0	-280.0	-280.0
투자자산의감소(증가)	-4.7	5.2	-3.4	-4.4	-5.9
재무활동 현금흐름	-133.0	-119.0	-79.0	-94.1	-105.9
차입금의 증감	-21.7	-10.0	-10.0	-10.0	-5.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-63.5	-192.1	227.3	397.8	452.2
기초현금	687.2	623.7	431.6	658.8	1,056.6
기말현금	623.7	431.6	658.8	1,056.6	1,508.8

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,116.4	1,740.7	2,054.5	2,564.0	3,167.0
현금및현금성자산	623.7	431.6	658.8	1,056.6	1,508.8
매출채권	294.5	260.6	277.9	300.1	330.1
재고자산	409.9	333.0	355.0	383.4	421.8
비유동자산	3,065.2	3,651.2	3,792.9	3,834.6	3,876.7
유형자산	2,358.6	2,949.8	3,088.2	3,125.4	3,161.7
무형자산	228.1	228.1	228.1	228.1	228.1
투자자산	56.4	51.2	54.6	58.9	64.8
자산총계	5,181.6	5,391.8	5,847.5	6,398.6	7,043.7
유동부채	1,171.2	1,063.0	1,114.4	1,183.6	1,285.4
매입채무	165.9	147.1	156.9	169.4	186.4
단기차입금	54.8	49.8	44.8	39.8	34.8
유동성장기부채	89.9	84.9	79.9	74.9	74.9
비유동부채	113.7	103.5	110.2	118.7	130.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,285.0	1,166.5	1,224.5	1,302.3	1,415.7
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	720.5	720.5	720.5	720.5
기타포괄이익누계액	-17.2	-17.2	-17.2	-17.2	-17.2
이익잉여금	3,158.7	3,483.4	3,876.2	4,343.8	4,869.0
비지배주주지분	17.8	21.8	26.6	32.3	38.9
자본총계	3,896.6	4,225.4	4,622.9	5,096.3	5,628.0

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
SPS	96,572	87,650	93,448	100,924	111,017
EPS(지배주주)	10,649	6,555	7,918	9,438	10,711
CFPS	18,036	13,053	15,107	17,272	19,156
EBITDAPS	17,607	13,776	15,107	17,272	19,156
BPS	56,202	60,907	66,598	73,373	80,983
DPS	1,580	1,000	1,200	1,440	1,728
배당수익률(%)	0.5	0.3	0.4	0.5	0.6
(Valuation(Multiple))					
PER	30.2	46.5	37.6	31.6	27.8
PCR	17.8	23.3	19.7	17.3	15.6
PSR	3.3	3.5	3.2	3.0	2.7
PBR	5.7	5.0	4.5	4.1	3.7
EBITDA	1,029.3	805.3	883.2	1,009.7	1,119.8
EV/EBITDA	19.5	23.4	20.5	17.5	15.4
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	17.7	9.7	10.8	11.8	12.1
EBITDA 이익률	18.2	15.7	16.2	17.1	17.3
부채비율	33.0	27.6	26.5	25.6	25.2
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
이자보상배율(X)	217.5	169.9	196.6	254.1	309.2
매출채권회전율(X)	19.7	18.5	20.3	20.4	20.6
재고자산회전율(X)	15.4	13.8	15.9	16.0	16.1

Industry Brief
2018. 2. 27

신세계 004170

적극적인 수익모델 변화 추구

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미
02-6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

- ✓ 백화점 자체적인 판촉비용 절감과 면세점 매출 고성장으로 호실적 지속
- ✓ 특정매입 중심의 백화점 비즈니스 모델에서 직매입에 기반한 이익 레버리지가 높은 면세점과 브랜드 사업 확장 긍정적
- ✓ 여전히 전사 이익에서 백화점 기여도가 절대적인 상황
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 400,000 원으로 상향

Trading Buy

적정주가 (12개월)	400,000 원
현재주가 (2.26)	344,000 원
상승여력	16.3%
KOSPI	2,457.65pt
시가총액	33,867억원
별행주식수	985만주
유동주식비율	71.85%
외국인비중	25.59%
52주 최고/최저가	358,000원/176,500원
평균거래대금	209.7억원
주요주주(%)	
이명희 외 2 인	28.06
국민연금	13.41
한국투자신탁운용	5.46
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	1.0 76.4 69.5
상대주가	5.8 70.7 44.4
주가그래프	



4Q 영업이익 1,516억원 (+43.6% YoY) 달성하며 호실적 기록

4 분기 연결기준 실적은 매출액 1 조 938 억원 (+24.8% YoY), 영업이익 1,516 억원 (+43.6% YoY)을 기록했다. 백화점 부문의 영업이익이 910 억원 (+15.2% YoY)의 호실적을 달성하였으며 자체적인 판촉비용 절감과 수익성이 좋은 의류 판매 증가 효과가 긍정적으로 작용하였다. 면세점 부문에서도 높은 매출 성장 (+45.5% YoY)과 함께 영업이익 110 억원을 기록하였으며 신세계동대구도 영업이익 60 억원으로 흑자전환했다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 400,000 원으로 상향

신세계는 중견 리빙 브랜드 까사미아 지분 92.35%를 1,836 억원에 인수했다. 까사미아 실적은 2016년 기준 매출액 1,220 억원, 순이익 85 억원, 영업이익은 100 억원 수준으로 추산되며 총 매장수는 72 개 (직영 24 개, 가맹 48 개)이다. 기존 신세계 그룹에서 운영하고 있던 JA JU 와 함께 리빙 브랜드를 강화시켜 나갈 계획이며 중장기적으로 백화점 및 복합쇼핑몰, 프리미엄아울렛에 입점이 예상된다. 특정매입 중심의 백화점 비즈니스 모델에서 직매입에 기반한 이익 레버리지가 높은 면세점과 브랜드 사업 확장될 수 있다는 점에서 긍정적이며, 따라서 경쟁업체 대비 주가 프리미엄은 합당하다.

4 분기 호실적을 반영하여 투자의견 Trading Buy 를 유지하고 적정주가를 400,000 원으로 상향한다. 적정주가는 백화점과 면세점의 영업가치와 관계사 및 센트럴시티의 자산가치 합으로 산출하였으며 백화점과 면세점의 영업이익 추정치를 상향 조정하였다. 여전히 전사 이익에서 백화점 기여도가 절대적이기 때문에 2 분기 이후 실적 불확실성은 상존하고 있다고 판단하여 투자의견 Trading Buy 를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	2,947.5	251.4	227.1	23,071	-25.4	328,499	7.6	0.5	12.2	7.3	112.1
2017P	3,872.1	344.9	166.5	16,909	-35.6	344,159	17.7	0.9	11.1	5.0	118.4
2018E	4,238.6	382.8	245.6	24,946	47.5	367,856	13.4	0.9	10.6	7.0	112.9
2019E	4,047.8	336.0	223.6	22,711	-9.0	389,319	14.8	0.9	11.2	6.0	99.5
2020E	4,250.2	369.8	254.4	25,842	13.8	413,912	13.0	0.8	10.1	6.4	96.3

표19 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	4,446.4	4,705.8	4,238.6	4,047.8	-4.7	-14.0
영업이익	358.0	339.1	382.8	336.0	6.9	-0.9
지배주주순이익	227.2	223.8	245.6	223.6	8.1	-0.1

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표20 신세계 SOTP Valuation

(십억원)	비고
백화점 별도 NOPLAT	174 2018년 별도기준
멀티플 (X)	13 유통업종 평균 PER
신세계DF (면세점) NOPLAT	32 2018년 개별기준
멀티플 (X)	30 아시아 소비재 평균 PER
영업가치	3,230
삼성생명 (지분율 2.2%)	393 시가 대비 30% 할인
신세계인터내셔날 (지분율 45.8%)	190 시가 대비 30% 할인
센트럴시티	1,572 장부가액
신세계동대구복합환승센터	409 장부가액
관계기업 합 (신세계사이먼 등)	290 장부가액
순차입금	2,113 연결기준
자산가치	741
기업가치	3,971
주식수 (천주)	9,845
적정주가 (원)	403,357
메리츠종금증권 적정주가 (원)	400,000

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표21 신세계 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	2,947.5	916.6	876.6	985.3	1,093.8	3,872.1	1,035.7	988.0	1,047.8	1,167.1	4,238.6
증가율 (% YoY)	15.0	42.5	33.5	27.7	24.8	31.4	13.0	12.7	6.3	6.7	9.5
신세계 (별도기준)	1,643.7	414.6	399.9	403.6	447.4	1,665.5	414.8	399.5	407.3	451.2	1,672.7
신세계인터내셔널	1,022.0	272.0	239.0	269.0	322.0	1,102.0	285.6	251.0	282.5	344.5	1,163.5
신세계동대구	12.0	40.0	36.0	39.0	48.0	163.0	42.8	38.5	41.7	51.8	174.9
센트럴시티	227.0	63.0	63.0	64.0	67.0	257.0	64.9	64.9	65.9	69.0	264.7
신세계DF	308.0	183.0	191.0	271.0	275.0	920.0	283.7	286.5	311.7	316.3	1,198.1
기타 및 내부거래	(163.0)	(56.0)	(52.0)	(62.0)	(65.0)	(235.0)	(56.0)	(52.0)	(62.0)	(65.0)	(235.0)
비중 (%)											
신세계 (별도기준)	55.8	45.2	45.6	41.0	40.9	43.0	40.1	40.4	38.9	38.7	39.5
신세계인터내셔널	34.7	29.7	27.3	27.3	29.4	28.5	27.6	25.4	27.0	29.5	27.5
신세계동대구	0.4	4.4	4.1	4.0	4.4	4.2	4.1	3.9	4.0	4.4	4.1
센트럴시티	7.7	6.9	7.2	6.5	6.1	6.6	6.3	6.6	6.3	5.9	6.2
신세계DF	10.4	20.0	21.8	27.5	25.1	23.8	27.4	29.0	29.7	27.1	28.3
기타 및 내부거래	-5.5	-6.1	-5.9	-6.3	-5.9	-6.1	-5.4	-5.3	-5.9	-5.6	-5.5
증가율 (% YoY)											
신세계 (별도기준)	10.6	9.7	3.5	-1.0	-5.2	1.3	0.1	-0.1	0.9	0.8	0.4
신세계인터내셔널	1.6	9.2	1.3	9.8	10.3	7.8	5.0	5.0	5.0	7.0	5.6
신세계동대구					300.0	1258.3	7.0	7.0	7.0	8.0	7.3
센트럴시티	20.7	37.0	23.5	1.6	0.0	13.2	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
신세계DF			855.0	173.7	45.5	198.7	55.0	50.0	15.0	15.0	30.2
매출원가	1,057.4	354.5	338.3	425.0	441.8	1,559.4	414.3	395.2	450.5	478.5	1,738.5
증가율 (% YoY)	13.8	52.3	48.9	35.2	56.0	47.5	16.9	16.8	6.0	8.3	11.5
매출원가율 (%)	35.9	38.7	38.6	43.1	40.4	40.3	40.0	40.0	43.0	41.0	41.0
매출총이익	1,890.1	562.1	538.3	560.3	652.0	2,312.7	621.4	592.8	597.2	688.6	2,500.0
증가율 (% YoY)	15.6	36.9	25.3	22.5	10.0	22.4	10.6	10.1	6.6	5.6	8.1
매출총이익률 (%)	64.1	61.3	61.4	56.9	59.6	59.7	60.0	60.0	57.0	59.0	59.0
판관비	1,638.7	484.5	497.0	486.0	500.4	1,967.8	528.2	533.5	518.6	536.9	2,117.2
증가율 (% YoY)	19.4	39.0	28.4	16.8	2.7	20.1	9.0	7.3	6.7	7.3	7.6
판관비율 (%)	55.6	52.9	56.7	49.3	45.7	50.8	51.0	54.0	49.5	46.0	50.0
영업이익	251.4	77.6	41.3	74.3	151.6	344.9	93.2	59.3	78.6	151.7	382.8
증가율 (% YoY)	-4.1	25.0	-2.9	80.4	43.6	37.2	20.1	43.5	5.8	0.1	11.0
영업이익률 (%)	8.5	8.5	4.7	7.5	13.9	8.9	9.0	6.0	7.5	13.0	9.0
신세계 (별도기준)	197.8	52.1	36.2	39.7	91.9	219.8	52.9	38.3	39.6	91.6	222.5
신세계인터내셔널	26.4	4.0	4.0	1.0	16.0	25.0	4.6	3.8	2.0	17.6	27.9
신세계동대구	(5.0)	(2.0)	(9.0)	(3.0)	6.0	(8.0)	4.3	(0.8)	2.1	3.6	9.2
센트럴시티	89.8	25.0	14.0	26.0	28.0	93.0	26.0	13.0	26.4	27.6	92.9
신세계DF	(50.0)	(2.0)	(4.0)	10.0	11.0	15.0	11.3	11.5	9.3	9.5	41.6
이익률 (%)											
신세계 (별도기준)	12.0	12.6	9.1	9.8	20.5	13.2	12.8	9.6	9.7	20.3	13.3
신세계인터내셔널	2.6	1.5	1.7	0.4	5.0	2.3	1.6	1.5	0.7	5.1	2.4
신세계동대구	-41.7	-5.0	-25.0	-7.7	12.5	-4.9	10.0	-2.0	5.0	7.0	5.3
센트럴시티	39.6	39.7	22.2	40.6	41.8	36.2	40.0	20.0	40.0	40.0	35.1
신세계DF	-16.2	-1.1	-2.1	3.7	4.0	1.6	4.0	4.0	3.0	3.0	3.5
증가율 (% YoY)											
신세계 (별도기준)	7.1	17.5	-1.7	7.7	15.0	11.1	1.7	5.7	-0.1	-0.2	1.2
신세계인터내셔널	54.9	38.0	-46.8	0.0	6.7	-5.4	14.2	-5.9	97.7	9.8	11.5
신세계동대구						흑전	적자	흑전	적자	흑전	흑전
센트럴시티	46.7	51.8	-19.3	4.0	-9.7	3.5	3.8	-7.3	1.4	-1.4	-0.1
신세계DF		n/a	적자	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	-6.5	-13.8	177.6

자료: 신세계, 메리츠종금증권 리서치센터

표22 신세계 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
총매출액	4,430.4	1,133.1	1,110.9	1,103.0	1,287.2	4,634.2	1,139.6	1,118.9	1,119.0	1,303.9	4,681.5
증가율 (% YoY)	11.5	12.3	6.2	1.4	0.0	4.6	0.6	0.7	1.5	1.3	1.0
매출액 (회계기준, 순매출)	1,643.7	414.6	399.9	403.6	447.4	1,665.5	414.8	399.5	407.3	451.2	1,672.7
증가율 (% YoY)	10.6	9.7	3.5	-1.0	-5.2	1.3	0.1	-0.1	0.9	0.8	0.4
순매출액/총매출액 %	37.1	36.6	36.0	36.6	34.8	35.9	36.4	35.7	36.4	34.6	34.7
백화점 총매출액	3,574.0	890.0	859.0	857.0	1,019.0	3,625.0	872.2	841.8	848.4	1,008.8	3,571.3
증가율 (% YoY)	6.6	8.7	3.0	-2.5	-2.2	1.4	-2.0	-2.0	-1.0	-1.0	-1.5
비중 (%, 총매출액 기준)	80.7	78.5	77.3	77.7	79.2	78.2	76.5	75.2	75.8	77.4	76.3
동일점포성장률 (% YoY)	2.4	5.2	1.1	1.6	1.9	2.4	1.5	1.2	1.5	1.7	1.5
온라인 총매출액	856.0	243.0	252.0	246.0	269.0	1,010.0	267.3	277.2	270.6	295.9	1,111.0
증가율 (% YoY)	37.8	27.2	18.9	17.7	10.2	18.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
비중 (%, 총매출액 기준)	19.3	21.4	22.7	22.3	20.9	21.8	23.5	24.8	24.2	22.7	23.7
매출원가	383.8	89.6	80.1	91.4	90.0	351.0	92.2	81.6	92.8	91.1	357.7
증가율 (% YoY)	7.4	-3.5	-9.4	-6.8	-14.0	-8.5	3.0	1.9	1.5	1.2	1.9
매출원가율 (%)	23.3	21.6	20.0	22.6	20.1	21.1	22.2	20.4	22.8	20.2	21.4
매출총이익	1,260.0	325.0	319.8	312.2	357.5	1,314.5	322.6	317.9	314.6	360.1	1,315.1
증가율 (% YoY)	11.6	14.0	7.3	0.8	-2.6	4.3	-0.7	-0.6	0.8	0.7	0.0
매출총이익률 (%)	76.7	78.4	80.0	77.4	79.9	78.9	77.8	79.6	77.2	79.8	78.6
백화점 매출총이익	1,159.0	295.0	288.0	282.0	322.0	1,187.0	287.8	282.0	280.0	319.8	1,169.6
증가율 (% YoY)	9.3	12.2	5.1	-1.4	-4.2	2.4	-2.4	-2.1	-0.7	-0.7	-1.5
이익률 (%) (총매출액 대비)	32.4	33.1	33.5	32.9	31.6	32.7	33.0	33.5	33.0	31.7	32.8
온라인 매출총이익	101.0	30.0	32.0	30.0	36.0	128.0	34.7	36.0	34.4	40.8	146.0
증가율 (% YoY)	46.4	36.4	33.3	25.0	16.1	26.7	15.8	12.6	14.6	13.4	14.1
이익률 (%) (총매출액 대비)	11.8	12.3	12.7	12.2	13.4	12.7	13.0	13.0	12.7	13.8	13.1
판관비	1,062.1	272.9	283.6	272.6	265.6	1,094.7	269.6	279.6	274.9	268.4	1,092.6
증가율 (% YoY)	12.5	13.3	8.6	-0.1	-7.5	3.1	-1.2	-1.4	0.9	1.1	-0.2
판관비증 (%)	64.6	65.8	70.9	67.5	59.4	65.7	65.0	70.0	67.5	59.5	65.3
영업이익	197.8	52.1	36.2	39.7	91.9	219.8	52.9	38.3	39.6	91.6	222.5
증가율 (% YoY)	7.1	17.5	-1.7	7.7	15.0	11.1	1.7	5.7	-0.1	-0.2	1.2
영업이익률 (%)	12.0	12.6	9.1	9.8	20.5	13.2	12.8	9.6	9.7	20.3	13.3
백화점 영업이익	206.0	51.0	37.0	41.0	91.0	220.0	51.9	37.9	40.7	89.8	220.3
증가율 (% YoY)	5.1	6.3	-5.1	2.5	15.2	6.8	1.8	2.4	-0.7	-1.3	0.1
이익률 (%) (총매출액 대비)	5.8	5.7	4.3	4.8	8.9	6.1	6.0	4.5	4.8	8.9	6.2
온라인 영업이익	(8.0)	1.0	0.0	(1.0)	0.0	0.0	1.0	0.4	(1.1)	1.9	2.2
증가율 (% YoY)	적지	흑전	n/a	적지	n/a	n/a	4.4	n/a	적지	n/a	n/a
이익률 (%) (총매출액 대비)	-0.9	0.4	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.4	0.1	-0.4	0.6	0.2

자료: 신세계, 메리츠종금증권 리서치센터

신세계 (004170)

Income Statement

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
매출액	2,947.5	3,872.1	4,238.6	4,047.8	4,250.2
매출액증가율 (%)	15.0	31.4	9.5	-4.5	5.0
매출원가	1,057.4	1,559.4	1,738.5	1,667.7	1,742.6
매출총이익	1,890.1	2,312.7	2,500.0	2,380.1	2,507.6
판매관리비	1,638.7	1,967.8	2,117.2	2,044.2	2,137.9
영업이익	251.4	344.9	382.8	336.0	369.8
영업이익률	8.5	8.9	9.0	8.3	8.7
금융손익	-26.1	-21.8	1.2	11.2	34.0
증속/관계기업손익	186.9	23.0	21.0	20.0	20.0
기타영업외손익	3.2	-59.3	5.0	5.0	5.0
세전계속사업이익	415.4	286.8	410.0	372.2	428.7
법인세비용	92.1	78.7	103.0	92.7	110.7
당기순이익	323.4	208.1	307.0	279.5	318.0
지배주주지분 순이익	227.1	166.5	245.6	223.6	254.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	338.7	791.6	634.2	394.6	643.7
당기순이익(손실)	323.4	208.1	307.0	279.5	318.0
유형자산상각비	193.3	218.2	217.0	215.9	214.8
무형자산상각비	15.4	18.2	14.6	11.6	9.3
운전자본의 증감	27.0	355.6	104.2	-103.8	110.2
투자활동 현금흐름	-895.6	-340.7	-326.1	-134.3	-269.7
유형자산의증가(CAPEX)	-792.6	-200.0	-200.0	-200.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	448.9	-133.1	-111.1	57.9	-61.4
재무활동 현금흐름	590.9	-251.1	-262.7	-264.3	-63.2
차입금의 증감	734.9	-247.4	-259.0	-260.5	-59.4
자본의 증가	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	34.0	199.8	45.4	-4.0	310.9
기초현금	44.3	78.3	278.1	323.4	319.5
기말현금	78.3	278.1	323.4	319.5	630.4

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
유동자산	987.5	1,614.6	1,890.6	1,816.1	2,201.9
현금및현금성자산	78.3	278.1	323.4	319.5	630.4
매출채권	205.6	297.9	353.2	337.3	354.2
재고자산	392.6	704.0	847.7	809.6	850.1
비유동자산	8,967.0	9,063.7	9,143.3	9,058.0	9,095.2
유형자산	6,625.6	6,607.3	6,590.3	6,574.5	6,559.7
무형자산	304.3	286.2	271.6	260.0	250.7
투자자산	1,041.3	1,174.4	1,285.5	1,227.7	1,289.1
자산총계	9,954.5	10,678.3	11,033.9	10,874.1	11,297.1
유동부채	2,435.0	2,892.1	3,039.6	2,871.6	2,926.2
매입채무	104.9	115.9	126.9	121.2	127.2
단기차입금	283.9	233.9	183.9	133.9	83.9
유동성장기부채	464.8	464.8	454.8	444.8	434.8
비유동부채	2,826.6	2,897.5	2,810.9	2,551.9	2,614.5
사채	1,145.4	1,045.4	945.4	845.4	845.4
장기차입금	645.2	545.2	445.2	345.2	345.2
부채총계	5,261.6	5,789.6	5,850.5	5,423.4	5,540.7
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	399.9	399.9	399.9	399.9	399.9
기타포괄이익누계액	371.3	371.3	371.3	371.3	371.3
이익잉여금	2,100.0	2,254.2	2,487.5	2,698.8	2,940.9
비지배주주지분	1,458.8	1,500.4	1,561.8	1,617.7	1,681.3
자본총계	4,692.9	4,888.7	5,183.4	5,450.6	5,756.4

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
SPS	299,384	393,302	430,522	411,149	431,706
EPS(지배주주)	23,071	16,909	24,946	22,711	25,842
CFPS	50,225	55,353	65,042	59,773	62,862
EBITDAPS	46,735	59,040	62,401	57,234	60,323
BPS	328,499	344,159	367,856	389,319	413,912
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	7.6	17.7	13.4	14.8	13.0
PCR	3.5	5.4	5.2	5.6	5.3
PSR	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
PBR	0.5	0.9	0.9	0.9	0.8
EBITDA	460.1	581.3	614.4	563.5	593.9
EV/EBITDA	12.2	11.1	10.6	11.2	10.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.3	5.0	7.0	6.0	6.4
EBITDA 이익률	15.6	15.0	14.5	13.9	14.0
부채비율	112.1	118.4	112.9	99.5	96.3
금융비용부담률	2.1	1.8	1.5	1.4	1.2
이자보상배율(X)	4.0	4.9	6.1	6.0	7.2
매출채권회전율(X)	17.1	15.4	13.0	11.7	12.3
재고자산회전율(X)	8.7	7.1	5.5	4.9	5.1

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 2월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 2월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:양지혜,윤보미)

동 자료는 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

LG 생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.03.22	산업분석	Buy	1,150,000	양지혜	-16.8	-12.3	
2016.04.07	산업분석	Buy	1,150,000	양지혜	-15.1	-11.4	
2016.04.27	기업브리프	Buy	1,300,000	양지혜	-21.5	-20.2	
2016.05.09	산업분석	Buy	1,300,000	양지혜	-18.2	-9.2	
2016.07.11	산업분석	Buy	1,300,000	양지혜	-17.4	-9.2	
2016.07.27	기업브리프	Buy	1,350,000	양지혜	-28.6	-25.2	
2016.10.13	산업분석	Buy	1,100,000	양지혜	-17.8	-16.0	
2016.10.26	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-22.3	-16.0	
2016.11.24	산업분석	Buy	1,100,000	양지혜	-23.4	-16.0	
2017.01.06	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-23.1	-16.0	
2017.01.25	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-23.4	-16.0	
2017.03.23	기업브리프	Trading Buy	960,000	양지혜	-14.6	-8.2	
2017.05.02	기업브리프	Trading Buy	960,000	양지혜	-8.9	4.2	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-14.8	-12.4	
2017.07.11	기업브리프	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-16.3	-12.4	
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-16.2	-1.7	
2017.10.25	기업브리프	Trading Buy	1,300,000	양지혜	-8.5	-3.8	
2017.11.13	산업분석	Buy	1,500,000	양지혜	-19.3	-17.5	
2017.11.27	산업분석	Buy	1,500,000	양지혜	-20.2	-17.5	
2018.01.08	기업브리프	Buy	1,500,000	양지혜	-19.9	-16.7	
2018.01.24	기업브리프	Buy	1,500,000	양지혜	-21.6	-16.7	
2018.02.27	산업브리프	Buy	1,500,000	양지혜	-	-	

호텔신라 (008770) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.12.04		1년 경과		담당자 변경	-67.8	-59.6		
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	68,000	양지혜	-12.3	3.1	140,000	
2017.10.30	기업브리프	Trading Buy	78,000	양지혜	4.5	10.9	105,000	
2017.11.27	산업분석	Buy	110,000	양지혜	-21.1	-12.2	70,000	
2018.01.22	산업분석	Buy	110,000	양지혜	-20.2	-11.8	35,000	
2018.01.26	기업브리프	Buy	110,000	양지혜	-20.3	-11.7	0	
2018.02.27	산업분석	Buy	110,000	양지혜	-	-	0	

아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.03.22	산업분석	Buy	500,000	양지혜	-21.1	-18.6		
2016.04.20	산업분석	Buy	500,000	양지혜	-20.3	-17.1		
2016.05.02	기업브리프	Buy	530,000	양지혜	-21.2	-19.7	600,000	
2016.05.09	산업분석	Buy	530,000	양지혜	-20.4	-16.8	450,000	
2016.07.11	산업분석	Buy	530,000	양지혜	-20.8	-16.8	450,000	
2016.08.01	기업브리프	Buy	500,000	양지혜	-22.9	-18.8	300,000	
2016.10.13	산업분석	Buy	500,000	양지혜	-23.8	-18.8	300,000	
2016.11.02	기업브리프	Buy	460,000	양지혜	-23.3	-17.4	300,000	
2016.11.24	산업분석	Buy	460,000	양지혜	-28.0	-17.4	300,000	
2017.01.06	기업브리프	Trading Buy	370,000	양지혜	-15.6	-12.2	300,000	
2017.02.03	기업브리프	Trading Buy	340,000	양지혜	-16.6	-9.6	300,000	
2017.03.23	기업브리프	Trading Buy	320,000	양지혜	-11.1	-0.8	300,000	
2017.04.25	기업브리프	Hold	320,000	양지혜	-3.9	12.8	300,000	
2017.05.29	산업분석	Hold	360,000	양지혜	-10.1	-3.2	300,000	
2017.06.29	기업브리프	Hold	340,000	양지혜	-13.4	-8.4	300,000	
2017.07.27	기업브리프	Hold	300,000	양지혜	-7.7	8.8	300,000	
2017.10.31	기업브리프	Hold	340,000	양지혜	-6.7	-4.3	300,000	
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	340,000	양지혜	-7.4	-0.9	300,000	
2018.01.08	기업브리프	Trading Buy	340,000	양지혜	-8.1	-0.9	300,000	
2018.02.01	기업브리프	Trading Buy	330,000	양지혜	-13.0	-8.5	300,000	
2018.02.27	기업브리프	Trading Buy	330,000	양지혜	-	-	300,000	

신세계 (004170) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천	자료	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.05.31	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	-19.6	-13.5	
2016.08.11	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	-20.0	-13.5	
2016.10.07	산업브리프	Trading Buy	220,000	양지혜	-15.9	-7.0	
2017.01.04	산업브리프	Trading Buy	190,000	양지혜	-6.7	6.8	
2017.02.27	기업브리프	Trading Buy	220,000	양지혜	-2.9	14.3	
2017.07.14	기업브리프	Hold	250,000	양지혜	-8.5	-3.4	
2017.08.14	기업브리프	Hold	213,000	양지혜	-6.9	9.4	
2017.11.07	기업브리프	Trading Buy	260,000	양지혜	9.1	24.2	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	360,000	양지혜	-8.6	-0.6	
2018.02.27	산업브리프	Trading Buy	400,000	양지혜	-	-	

