

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

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

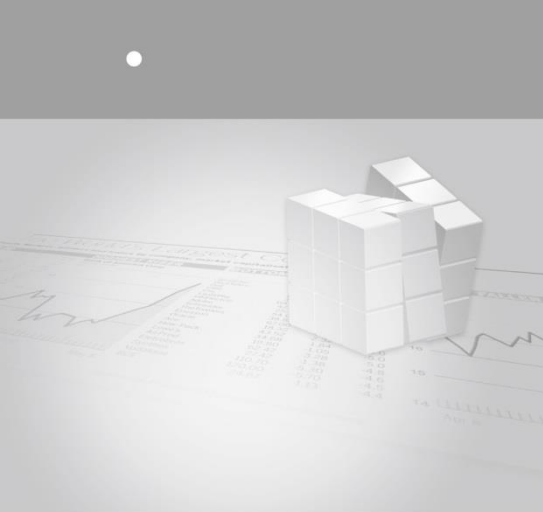
과거 중국인 관광객들은 쇼핑을 위해 한국에 왔다. 그러나 이제 중국인들이 한국에 오지 않아도 중국 내 좋은 상품을 구매할 수 있는 채널이 다양해지고 있다. 대표적인 사례가 중국 웨이상의 성장이다. 웨이상은 개인 네트워크 위주의 대리구매에서 신뢰와 정품을 보장하는 직접판매 채널로 진화하고 있다. 중국의 해외직구 시장도 빠르게 성장하고 있으며 중국 정부도 해외직구 관련 제도 정비를 통해 시장 성장을 촉진하고 있다. 중국 정부의 적극적인 자국 면세점 육성 정책에 힘입어 중국의 대표적인 면세기업인 CITS (China International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

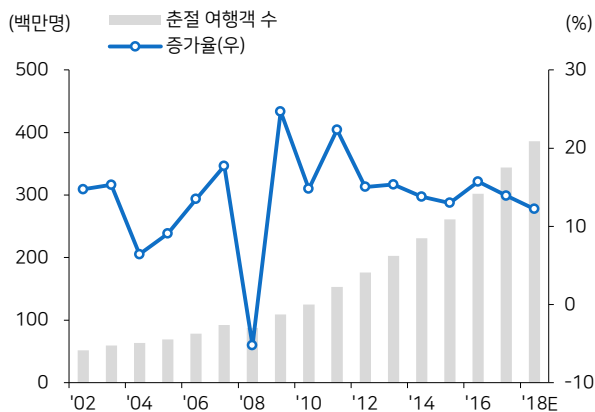
Part1. 요우커가 돌아오지 않는 이유

중국인들은 여전히 해외 여행을 즐기고 있다

지난해 10월 국경절 연휴에도 많은 중국인들이 해외로 떠났다. 2017년 국경절 중국인 관광객 수는 전년대비 +18% 증가하였으며 태국, 일본, 싱가포르, 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, 싱가포르, 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



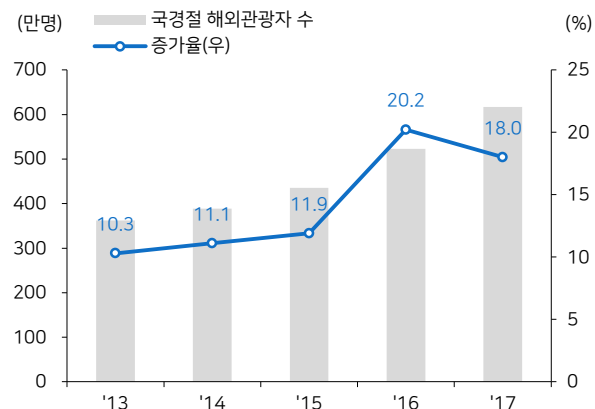
자료: CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

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, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 국경절 중국인 해외 관광객 수 추이 (2013~2017)



자료: 중국산업연구망, KITA, 메리츠증권증권 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, 메리츠증권증권 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 | 고궁/역사유적 | 업무수행 | 유흥/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

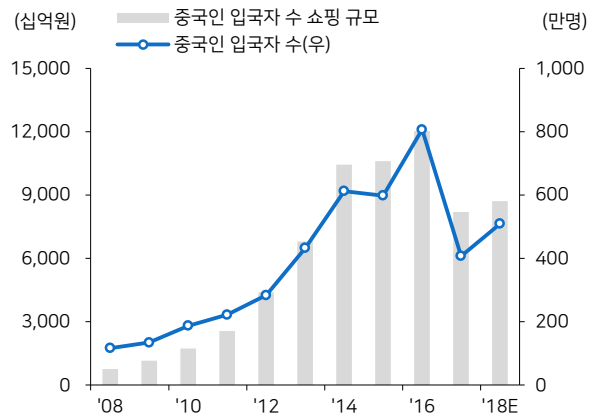
자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

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 |

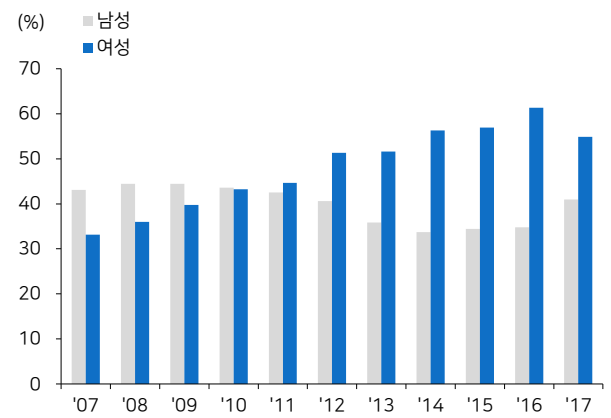
자료: 문화체육관광부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 중국인 입국자 수 및 쇼핑규모 추정



자료: 한국관광공사 설문조사 바탕으로 메리츠증권증권 리서치센터 추정

그림4 중국인 입국자 성별 추이: 쇼핑 및 관광을 위한 여성 증가



자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

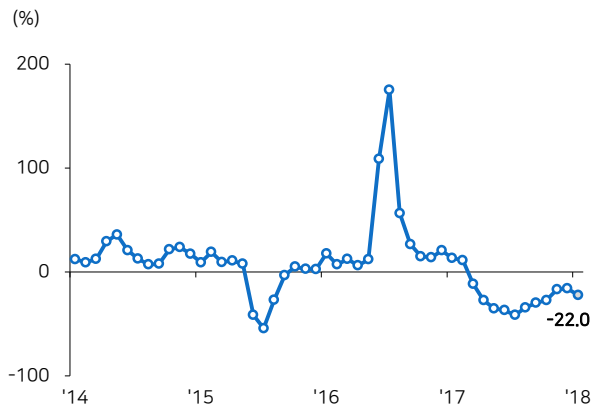
웨이상을 통한 럭셔리 브랜드 구입

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 '파이공'이라 불렀으나 웨이상이라고 표현을 바꾸어 부른 이유는 개인 네트워크 위주의 대리구매 (파이공의 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.

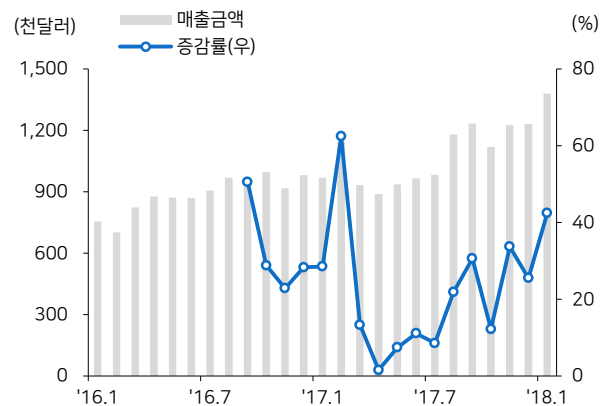
웨이상의 주요 소비자는 20~30대 젊은 여성이며 이들은 웨이상에서 판매하는 상품의 가성비가 높다고 여기고 상품의 홍보 효과도 좋다고 간주한다. 중국 알리바바와 징둥상청과 같은 온라인 대형 유통업체들 또한 해외의 고급 브랜드들을 영입하기 위해 정품 인증을 강화하고 가격과 재고 관리 및 구매자 분석 데이터까지 제공함으로써 브랜드 사업자들이 적극적으로 중국 로컬 온라인 채널을 활용할 수 있도록 지원하고 있다.

그림5 한국에 입국하는 전체 외국인 입국자 수 증감률 추이



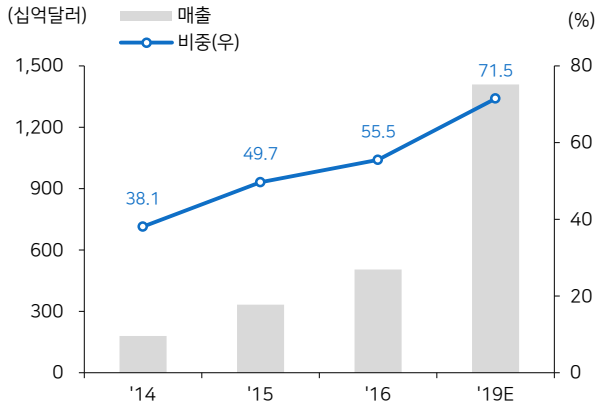
자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 월별 면세점 판매금액 추이



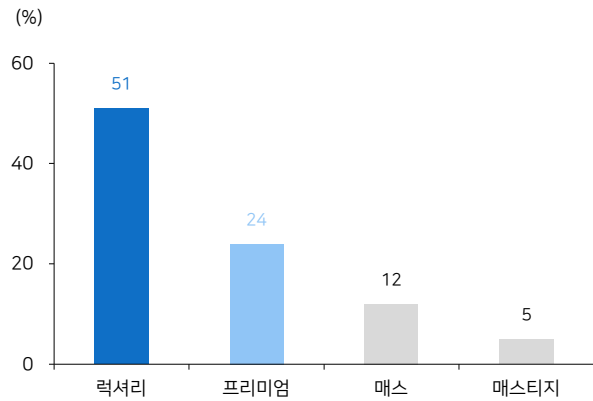
자료: 한국면세점협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 중국 모바일 전자상거래 규모 및 전체 거래에서의 비중



자료: Emarketer, KOTRA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 중국 화장품 가격대별 구매액 성장률 비교



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 중국 웨이상의 주요 사업모델과 특징

| C2C | B2C | C2B | O2O |
|---|---|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 자본금이 적게들 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 고객센터 온오프라인 연동형 온라인에서 정보를 얻고, 주문 및 결제를 완성 오프라인 소비 유도 고객관리 |

자료: 중국 웨이상 연구보고서, KOTRA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 중국 웨이상 산업사슬 구조



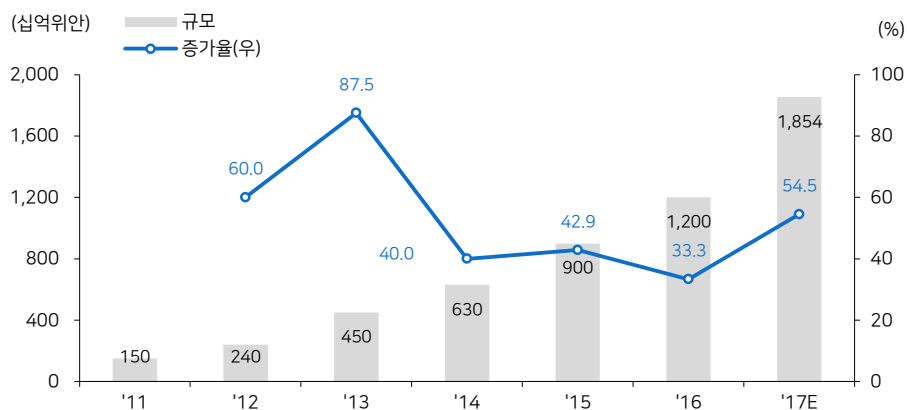
자료: KOTRA, 메리츠증권증권 리서치센터

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 종료할 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, Ningbo 등 5개 도시를 해외직구 수입 시범 도시를 선정하데 이어 2013년에는 해외직구 물품의 통관 절차를 간소화했다. 2014년에는 해외직구 채널의 수입 플랫폼을 합법화했고 명확한 세수 정책도 마련하며 시장 성장을 촉진해 왔다.

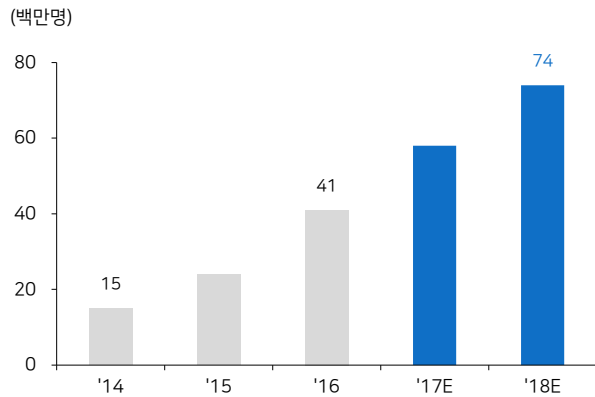
중국 해외직구 플랫폼들은 정품 수입 제품을 보장하는 높은 신뢰도와 합리적인 가격을 강점으로 높은 성장을 시현하고 있다. 나아가 최근 텐마오귀지, 왕이카오라 등 상위업체들은 체험형 해외직구 오프라인 매장을 선보이고 있다. 이는 주문, 신분 확인, 해외 결제, 물류정보 확인, 세금 납부 등 모든 통관 절차를 거쳐 매장에서 쇼핑한 물건을 가져갈 수 있게 한 One-stop 구조이다.

그림10 중국 해외직구 규모



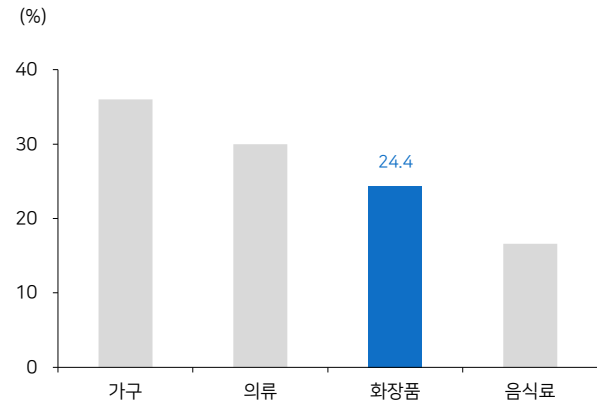
자료: 중국전자상거래 연구중심, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 중국 Cross border 커머스 이용자 수 현황



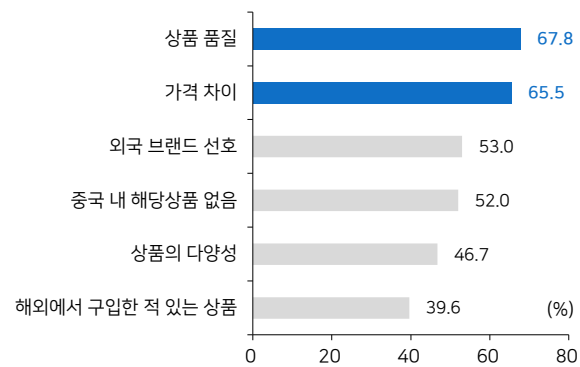
자료: iiMedia, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 해외직구 사이트 내 카테고리별 성장률



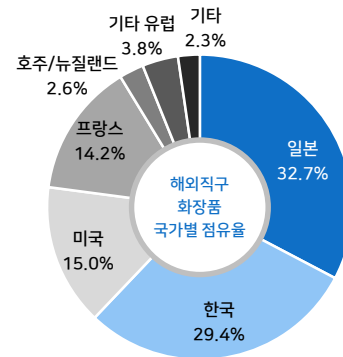
자료: Kaola, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 중국 해외직구의 주요 원인 (복수응답)



자료: i-Research, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 카오라 해외직구 화장품 국가별 점유율

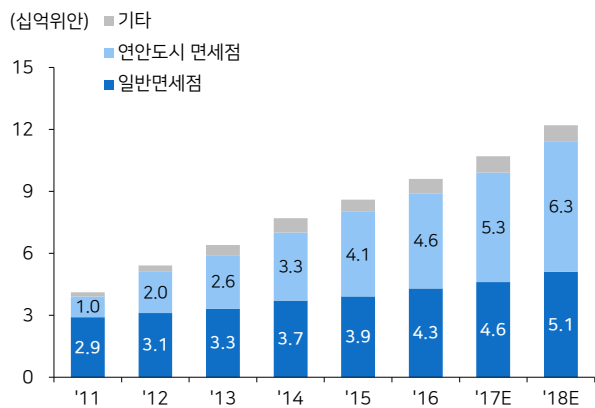


자료: Kaola, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 로컬 면세점의 성장

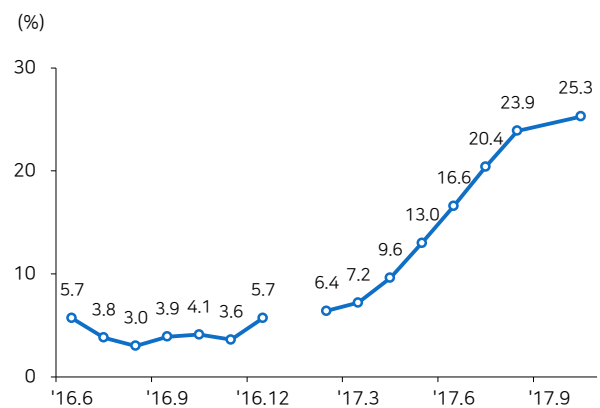
2015년 5월 중국 정부는 면세점 사업 관련 증설 계획을 발표하였으며, 주요 내용으로는 1) 공항 및 항구 입국 면세점의 수를 늘리고, 중국 국민의 수요가 높은 품목의 면세 품종을 확대해 입국면세점에서 소비자들의 외국 상품 구매가 더 쉬워지게 할 것, 2) 각 부문에서는 출입국의 이용자 수에 따라 균형적으로 우선 일부 공항의 입국 면세점의 증설을 실시한다는 것이다. 중국 정부는 중국 소비자의 수요에 맞춰 면세 실시 지역 및 면세 범위, 관세율 등을 조절하고 있으며 앞으로 더욱 확대할 계획이다. 이러한 중국 정부의 적극적인 육성 정책에 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



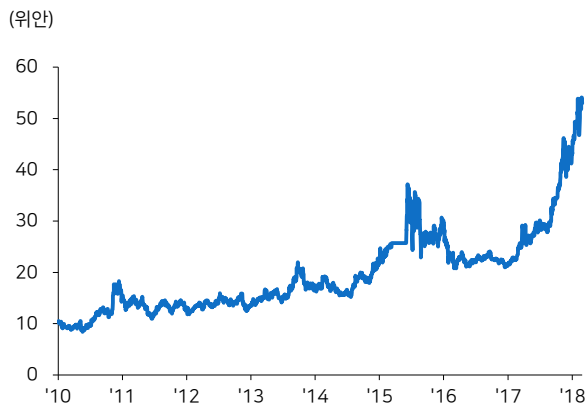
자료: CITS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 하이난 면세점 성장률 추이 (누적 성장률 기준)



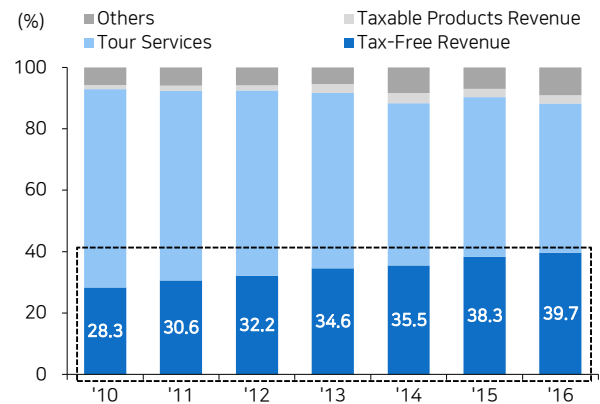
자료: CITS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 중국 CITS 주가 추이 (601888 CH)



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 중국 CITS 사업 부문별 매출 비중 추이



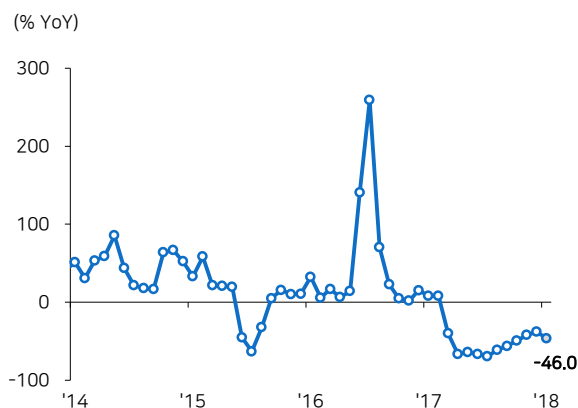
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Part2. 요우커 없이도 중국 소비주 반등이 가능한 이유

중국인 관광객, 낮은 기저로 완만한 회복 예상

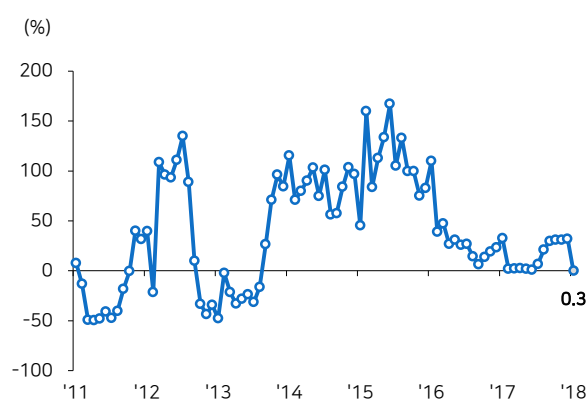
지난해 낮은 기저를 바탕으로 중국인 입국자 수는 전년대비 15% 증가한 480만명이 예상된다. 2년전 시위와 양안관계 악화로 중국인 관광객이 급감했던 홍콩과 대만 지역에서도 중국인 관광객이 다시 증가 (1월 각각 +7.2% YoY, +12.5% YoY)하고 있어 한국 또한 플러스 전환은 충분히 가능할 것으로 판단한다. 중국인 관광객 회복이 매우 완만하더라도 현재 국내 면세점 매출의 70~80%는 웨이상 및 파이공이 차지하고 있어 중국 럭셔리 수요가 견조하다는 가정 하에 면세점 매출 및 중국인 입국자 쇼핑의 높은 성장세는 당분간 지속될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

그림19 한국에 입국하는 중국인 입국자 수 증감률 추이



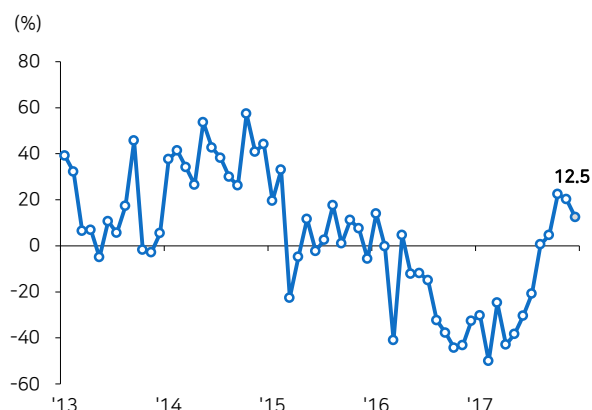
자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 일본에 입국하는 중국인 입국자 수 증감률 추이



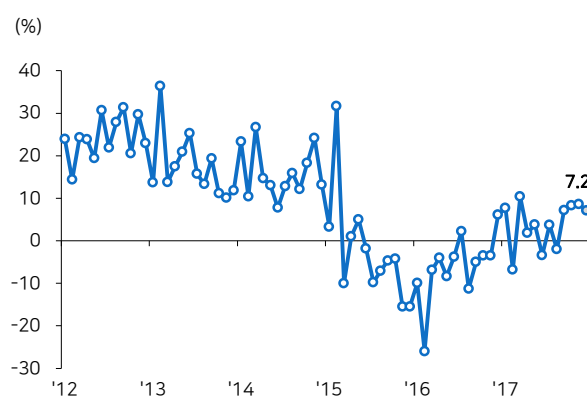
자료: 일본정부관광국, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 대만에 입국하는 중국인 입국자 수 증감률 추이



자료: 대만관광국, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 홍콩에 입국하는 중국인 입국자 수 증감률 추이

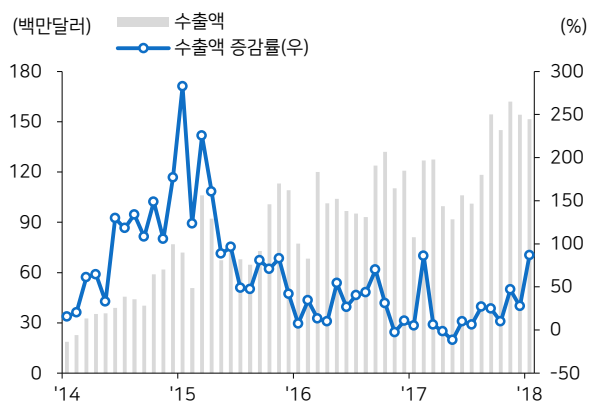


자료: 홍콩여유국, 메리츠증권증권 리서치센터

해외 현지 시장을 직접적으로 공략

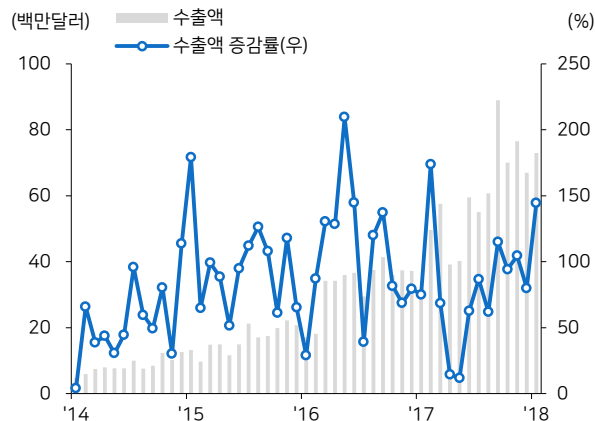
화장품 기업들은 중국인 관광객 부재에도 해외 현지법인에서의 높은 성장률이 회복될 전망이다. 화장품의 중국향 수출액이 2017년 하반기부터 가파르게 상승하고 있다. 과거 대비 위생허가를 받은 품목들이 확대되면서 중국 로컬 유통채널 침투율이 빠르게 상승하고 있기 때문이다. 2017년 상반기 사드 이슈로 급격히 위축되었던 한국산 화장품에 대한 수요도 살아나고 있다. 중국 화장품 시장이 질적인 성장 중심으로 변화하면서 혁신적이고 트렌디한 카테고리에서 여전히 한국 브랜드에 대한 선호도가 높다. 한편 면세점 업체들 또한 적극적인 해외 시장 진출을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

그림23 화장품 중국향 수출액 및 증가율



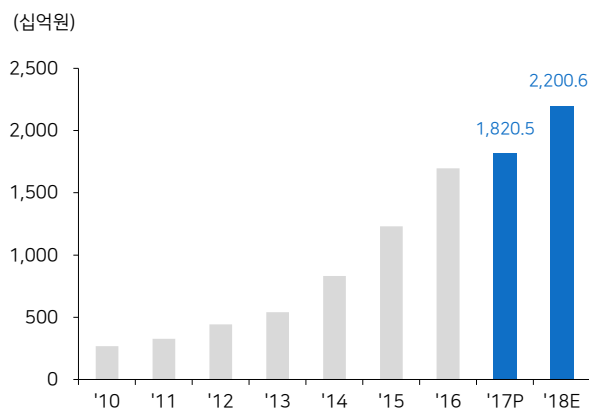
자료: 한국무역협회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림24 마스크팩 수출 현황



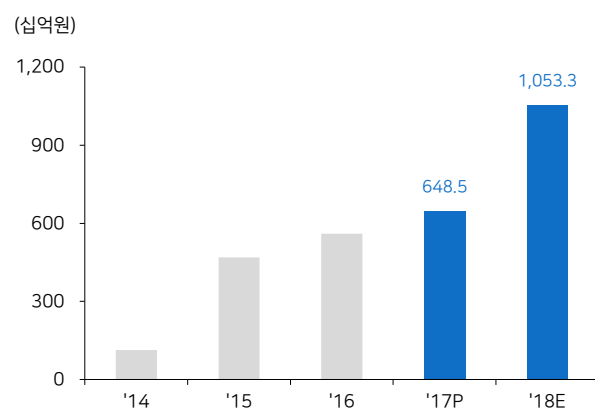
자료: 한국무역협회, 메리츠종금증권 리서치센터

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 점유율 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.

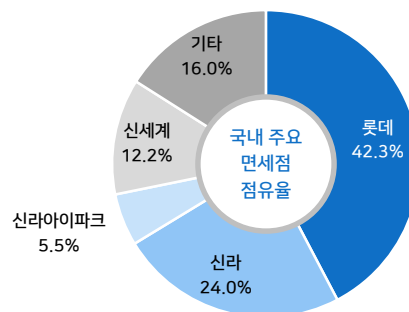
이러한 추세가 당분간 이어지게 될 경우 신라의 국내 시장 점유율은 2020년 롯데와 비슷한 수준 (각각 30%대 추정)까지 올라오게 될 것으로 예상하며 신세계 또한 10%대 점유율 확고히 할 수 있겠다. 중국인 관광객 회복이 더디게 나타나고 있는 가운데 면세점 업체들에 대한 투자포인트는 시장 점유율 확대와 비용 구조 개선에 따른 이익률 정상화에 중점을 두어야겠다.

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 |

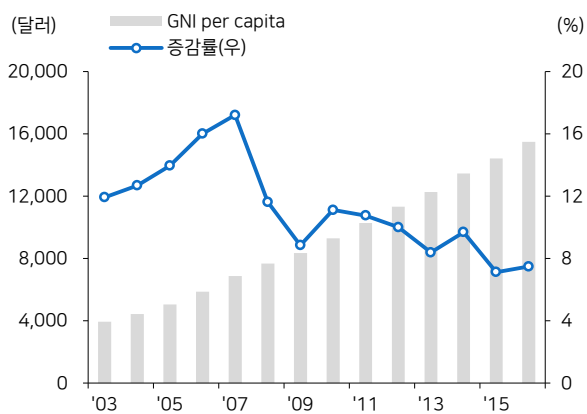
자료: 무디리포트, 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 국내 주요 면세점 점유율 (2017년 1~7월 기준)



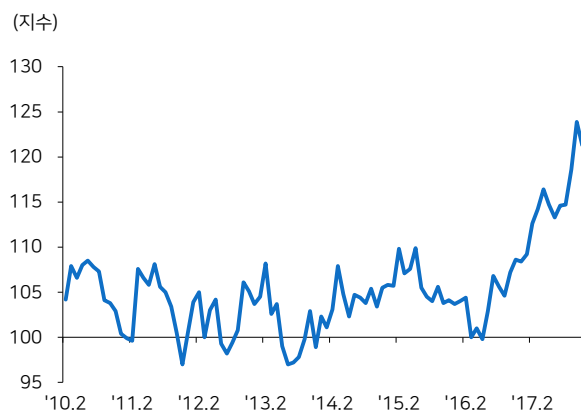
자료: 관세청, 언론자료 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 중국 평균소득 수준 상승으로 중산층의 소비력 확대



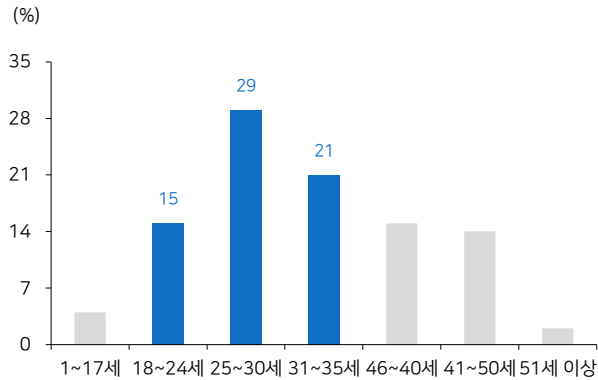
자료: 세계은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 중국 소비자기대지수 추이



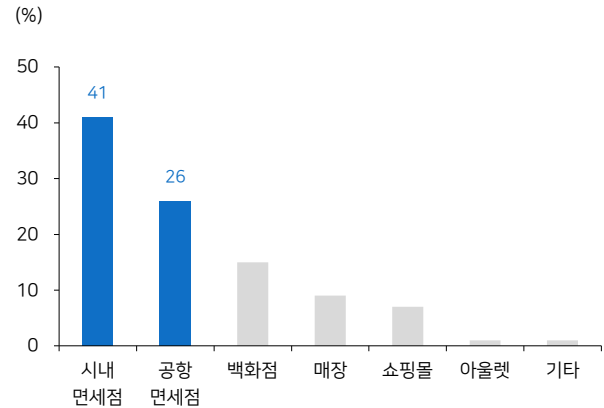
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 럭셔리 소비자 소비자 연령분포



자료: 언론자료, 21세기상업평론, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 중국인들이 해외에서 명품 구매시 이용하는 채널 비중



자료: Mckinsey, 메리츠증권증권 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, 메리츠증권증권 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, 메리츠증권증권 리서치센터

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+외국 인 증감률 | 내국인 | 외국인 | 내+외국 인 증감률 | 내국인 | 외국인 | 내+외국 인 증감률 | 내국인 | 외국인 | 내+외국 인 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, 메리츠증권증권 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, 메리츠증권증권 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

Buy

적정주가 (12개월) 1,500,000 원
현재주가 (2.26) 1,110,000 원
상승여력 35.1%

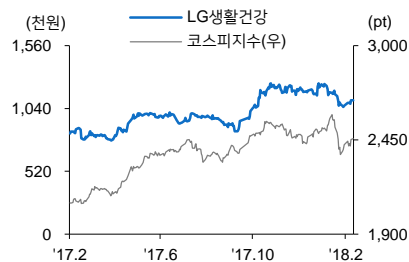
| | |
|------------|---------------------|
| KOSPI | 2,457.65pt |
| 시가총액 | 173,362억원 |
| 발행주식수 | 1,562만주 |
| 유통주식비율 | 59.83% |
| 외국인비중 | 46.06% |
| 52주 최고/최저가 | 1,250,000원/776,000원 |
| 평균거래대금 | 364.0억원 |

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



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 Brand 들에 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

4Q 영업이익 1,852 억원 (+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 2016 년 옥시 사태 반사수혜에 따른 높은 기저와 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 2 분기부터 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 Brand 들의 성장이 두드러지는 가운데 M&A 및 전략적 제휴로 효율적인 성장을 추구하고 있다. LG 생활건강은 2013 년 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 밸류에이션을 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 |
| 판매비 | 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, 메리츠증권증권 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/O3) | 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/O7) | 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, 메리츠증권증권 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 |
| 종속/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

| | 2016 | 2017P | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| 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

▲ 유통/화장품

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

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

Buy

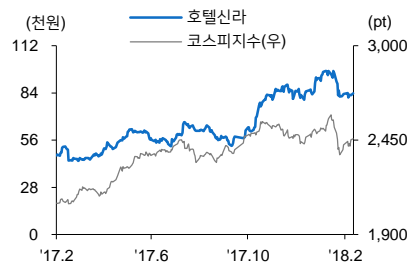
적정주가 (12개월) **110,000 원**
현재주가 (2.26) **83,800 원**
상승여력 **31.3%**

| | |
|------------|-----------------|
| KOSPI | 2,457.65pt |
| 시가총액 | 32,890억원 |
| 발행주식수 | 3,925만주 |
| 유통주식비율 | 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



호텔신라 008770

면세점 시장 재편의 기회

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

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

투자 의견 Buy 와 적정주가 110,000 원 유지

중국 중산층의 소득수준 상승에 따른 중국 럭셔리 소비 모멘텀 강화되고 있어 2018 년 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. 싱가포르 공항 면세점의 안정적 성장과 함께 적자폭이 꾸준히 축소되고 홍콩 공항 면세점이 추가되면서 2018 년 해외 면세점 매출액이 1 조 533 억원에 이를 것으로 예상된다. 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 투자 의견 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 | 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, 메리츠증권 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 |
| 중속/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

| | 2016 | 2017P | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| 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

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.krRA 윤보미
02-6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

아모레퍼시픽 090430

해외 현지법인 중심으로 회복 전망

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

Trading Buy

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

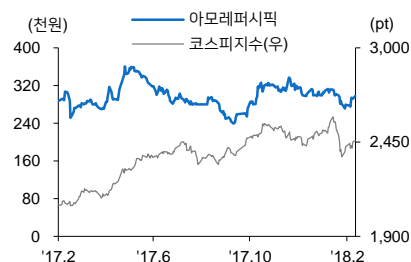
KOSPI 2,457.65pt
시가총액 174,206억원
발행주식수 5,846만주
유동주식비율 52.38%
외국인비중 33.76%
52주 최고/최저가 361,000원/239,500원
평균거래대금 534.9억원

주요주주(%)

아모레퍼시픽그룹 외 3 인 47.56
국민연금 6.06
GIC Private Limited 6.04

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월
절대주가 -4.5 2.4 -3.1
상대주가 0.1 -0.9 -17.4

주가그래프



4Q 영업이익 769억원 (-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 성장률을 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.

투자 의견 Trading Buy와 적정주가 330,000 원 유지

아모레퍼시픽의 2018 년 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. 럭셔리 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 럭셔리 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: 메리츠증권증권 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, 메리츠증권증권 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 |
| lope | 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, 메리츠증권증권 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 |
| 중속/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

| | 2016 | 2017P | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| 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

▲ 유통/화장품

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

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

신세계 004170

적극적인 수익모델 변화 추구

- ✓ 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
- ✓ 투자 의견 Trading Buy 유지, 적정주가 400,000 원으로 상향

Trading Buy

적정주가 (12개월) **400,000 원**
현재주가 (2.26) **344,000 원**
상승여력 **16.3%**

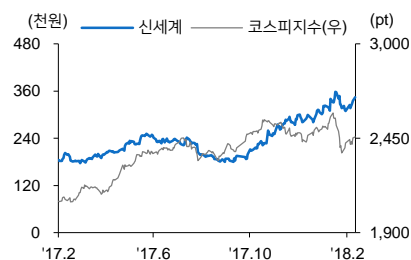
| | |
|------------|-------------------|
| KOSPI | 2,457.65pt |
| 시가총액 | 33,867억원 |
| 발행주식수 | 985만주 |
| 유동주식비율 | 71.85% |
| 외국인비중 | 25.59% |
| 52주 최고/최저가 | 358,000원/176,500원 |
| 평균거래대금 | 209.7억원 |

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.

투자 의견 Trading Buy 유지, 적정주가 400,000 원으로 상향

신세계는 중견 리빙 브랜드 까사미아 지분 92.35%를 1,836 억원에 인수했다. 까사미아 실적은 2016 년 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 JAJU 와 함께 리빙 브랜드를 강화시켜 나갈 계획이며 중장기적으로 백화점 및 복합쇼핑몰, 프리미엄아울렛에 입점 이 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 투자 의견 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 투자 의견 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: 메리츠증권증권 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 |
| 신세계인터내셔널 (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 | |
| 메리츠증권증권 적정주가 (원) | 400,000 | |

자료: 메리츠증권증권 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 | 적지 | 흑전 | 적지 | 흑전 | -39.5 | 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 | 적지 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | -6.5 | -13.8 | 177.6 |

자료: 신세계, 메리츠증권증권 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 |
| 판관비중 (%) | 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, 메리츠증권 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 |
| 종속/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

| | 2016 | 2017P | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| 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 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 2월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:양지혜,윤보미)

동 자료는 투자자들의 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 | |
|------------|--|---------------------------------------|
| 추천기준일 | Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상 |
| 직전 1개월간 | Trading Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 |
| 증가대비 4등급 | Hold | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 |
| | Sell | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만 |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 | |
| 추천기준일 | Overweight (비중확대) | |
| 시장지수대비 3등급 | Neutral (중립) | |
| | Underweight (비중축소) | |

투자 의견 비율

| 투자 의견 | 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 대상시장: 1년

| 추천 확정일자 | 자료 형식 | 투자 의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 과리율(%)* | | 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 | 산업브리프 | Buy | 1,300,000 | 양지혜 | -18.2 | -9.2 | |
| 2016.07.11 | 산업브리프 | 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 | 산업브리프 | 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(%)* | | 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 | |
| 2017.10.30 | 기업브리프 | Trading Buy | 78,000 | 양지혜 | 4.5 | 10.9 | |
| 2017.11.27 | 산업분석 | Buy | 110,000 | 양지혜 | -21.1 | -12.2 | |
| 2018.01.22 | 산업브리프 | Buy | 110,000 | 양지혜 | -20.2 | -11.8 | |
| 2018.01.26 | 기업브리프 | Buy | 110,000 | 양지혜 | -20.3 | -11.7 | |
| 2018.02.27 | 산업브리프 | Buy | 110,000 | 양지혜 | - | - | |

아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

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

신세계 (004170) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천 확정일자 | 자료 형식 | 투자조건 | 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 | - | - | |