

중국 Mirror Series 5 Luxury 편

정책이 소비를 움직인다

Part I. 중국 정책이 미치는 영향

Part II. 중국 내수 시장 현황

Part III. 그 외 럭셔리 관련 의미있는 변화들



유통/화장품 Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

merry meritz!

MERITZ
메리츠종금증권

Mirror Series 5

중국 Luxury 편 정책이 소비를 움직인다

정부의 정책 변화가 내수 시장에 미치는 영향은 매우 상당합니다.

한국의 경우 최저임금 인상 및 소득주도 성장이 화두가 되고 있는 가운데, 중국의 경우 여러 핵심 지역을 중심으로 개혁 개방과 인프라 투자가 강화되고 있습니다.

최근 중국 내수 기업들의 성과는 정책에 좌우되고 있으며 무엇보다 중국 정부의 빠른 정책 실행력이 인상적입니다.

유통 현장과 현지기업 탐방을 통해 중국의 럭셔리 소비 변화를 공유하는 자료가 되길 바라며, 투자판단의 좋은 정보를 제공할 수 있었으면 좋겠습니다.



유통/화장품 Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

Contents

Summary	4
Key Chart	5
Part 1. 중국 정책이 미치는 영향	6
1) CITS (601888 CH) 산야 면세점의 폭발적 성장	6
2) Sasa (178 HK): 중국 정부의 GBA 개발 프로젝트 수혜 전망	11
3) 한국 면세점 및 화장품 기업에게 주는 의미	16
Part 2. 중국 내수 시장 현황	20
1) Golden Eagle Retail (3308 HK): 중국 백화점이 살아남는 법	20
2) L'occitane (973 HK): 해외 브랜드가 살아가는 법	24
Part 3. 그 외 럭셔리 관련 의미있는 변화들	28
1) 온라인 해외직구 시장의 성장	28
2) Z 세대, 신상품에 대한 높은 선호도	32
3) 일본 사례: 'Mercari'의 성장이 핵심 화두	34
Part 4. 기업분석	37
1) LG 생활건강(051900): 프레스티지 중심의 브랜드 다변화 추구	38
2) 호텔신라(008770): 중국 인바운드 및 해외 모멘텀 확대	42
3) 한국콜마(161890): 중국 프리미엄 화장품 성장 수혜 전망	45
4) 아모레퍼시픽(090430): K-Beauty 선구자의 길	49

Summary

중국 정책의 변화가 내수 시장에 미치는 영향 중요

정부의 정책 변화가 내수 시장에 미치는 영향은 매우 상당하다. 한국의 경우 최저 임금 인상 및 소득주도 성장이 화두가 되고 가운데, 중국의 경우 하이난 및 광동 지역 등 여러 핵심 지역을 중심으로 개혁 개방과 인프라 투자가 강화되고 있다. 최근 중국 내수 기업들의 성과는 정책에 좌우되고 있으며 무엇보다 중국 정부의 빠른 정책 실행력이 인상적이다.

**중국 정부의 정책 효과로
하이난과 홍콩 등에서 중국인
관광객들의 소비 크게 증가**

중국 정부의 적극적인 정책 지원으로 하이난의 중국인 관광객들이 가파르게 증가하고 있다. 중국 하이난에서 시내 면세점을 운영하는 CITS (중국국여여행사)의 매출과 이익도 폭발적으로 성장했다. 한편 홍콩, 마카오, 광저우 지역에서는 GBA (Greater Bay Area) 경제개발 프로젝트가 진행 중이며 특히 2018년 9월 23일부터 홍콩과 중국 본토간의 고속철도가 개통된다. 실제로 중국 현지인들이 2018년 2월부터 하루 안에 바로 쇼핑하고 돌아갈 수 있도록 비자 정책이 변화하면서 홍콩의 중국인 입국자 수가 두 자릿수로 증가했다.

**중국 소비 시장 둔화 불가피, 미중
무역분쟁으로 소비자 심리 타격**

최근 미중무역분쟁이라는 불확실성으로 중국 경제지표가 둔화되고 있으며 소비자 심리에도 많은 영향을 주고 있다. 실제로 중국 현지 유통업체들의 동일점포성장률 (SSSG)이 둔화되었으며 지난해 하반기 높은 기저 영향도 함께 작용한 것으로 판단된다. 중국 정부는 중국 내 유통을 여전히 엄격하게 통제하고 있지만 수입상품에 대한 관세 인하나 소득세 개정 등의 소비 부양책을 통해 중장기 중국 소비 확대 기대감은 지속될 전망이다.

**중국 정책 수혜 가능한 한국
면세점 및 화장품 기업 투자기회
충분, 혁신적인 브랜드로 차별화**

향후 한국 면세점들은 중국 면세점 및 백화점 대비 보다 다양한 브랜드 경쟁력을 강점으로 중국 럭셔리 수요를 지속적으로 흡수할 전망이다. 한국 화장품들은 그동안 중국 정부의 엄격한 수입 브랜드 통제로 중국 내 채널 확보가 쉽지 않았으나 중국 정부가 중점적으로 개방 정책을 펼치는 일부 지역과 채널들을 중심으로 중국 현지 고객들에게 새로운 한국 브랜드에 대한 경험을 높일 수 있겠다.

**온라인 해외직구와 중고마켓
성장이 럭셔리 브랜드와 혁신적인
신제품에 대한 절대적 가치 강화**

중국 정부의 관세 인하가 지속되고 있는 가운데 해외 브랜드에 대한 중국 소비자들의 니즈도 계속 커지면서 해외직구 사용자도 지속적으로 늘어나는 추세다. Z세대라 불리는 밀레니얼 다음 세대들은 왕홍 상품과 신규 브랜드에 대한 수요가 강하고 다양한 개성을 추구한다. 강력한 럭셔리 브랜드들과 새로운 신상품들이 지속적으로 출시될수록 중고거래 시장도 동반 성장할 전망이다.

**면세점 선호, 중국인 관광객 회복
속도에 따른 화장품 모멘텀 강화
Top pick: 호텔신라
관심종목: LG생활건강,
현대백화점, 네오팜**

면세점을 선호하는 가운데 실질적인 중국인 관광객 회복 속도에 따라 화장품의 주가 모멘텀이 점진적으로 강화될 전망이다. 면세점의 경우 경쟁심화 및 라이벌 규제 우려감 대비 3분기 호실적이 예상되나 화장품의 경우 비수기 및 일회성비용 영향으로 예상보다 3분기 실적이 소폭 하회할 전망이다. Top-pick으로 호텔신라를 제시하며 관심종목으로는 LG생활건강과 현대백화점, 네오팜을 제시한다.

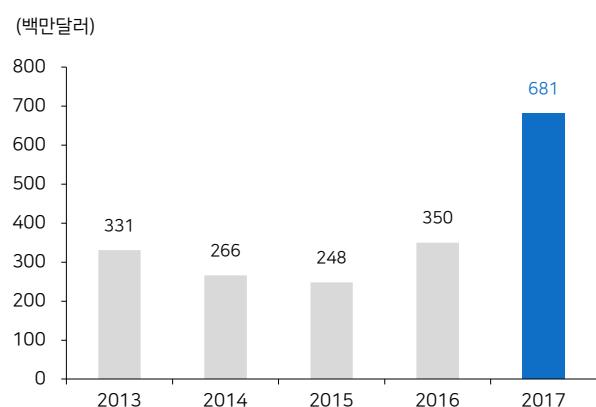
Key Chart

표1 중국 정부의 면세 관련 정책 변화

날짜	해당지역	이슈
2018.4.13	하이난 시내면세점	▪ 시진핑 국가주석은 하이난 지방정부 설립 30주년을 기념하기 위한 총회에서 하이난 섬은 하이난을 국제 관광과 소비의 중심지로 홍보하는 시범 자유무역 지대가 될 것이고 밝힘
2018.7.12	하이난 시내면세점	▪ 언론은 하이난 정부가 하반기에 하이난을 국제 관광 핵심 지역으로 설립하는 계획을 발표할 것이라고 보도했음. Haikou DFS의 개방과 Qionghai DFS의 건설을 촉진하고 하이난 만의 특별 해상 면세 정책을 시행할 수 있음

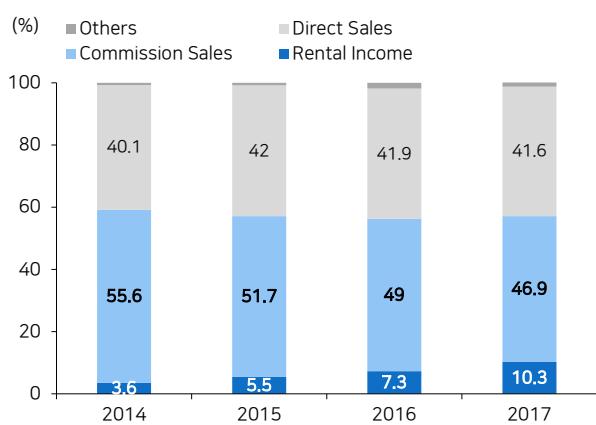
자료: CITS, 메리츠종금증권 리서치센터

그림2 하이난 중국인 관광객 매출액 추이



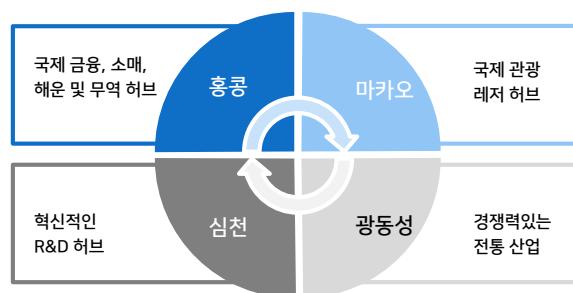
자료: 하이난관광개발위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림4 Golden Eagle Retail 수익구조: Rental Income 확대



자료: Golden Eagle Retail Group, 메리츠종금증권 리서치센터

그림1 중국 정부의 홍콩, 마카오 선전, 광동 지역 성장목표



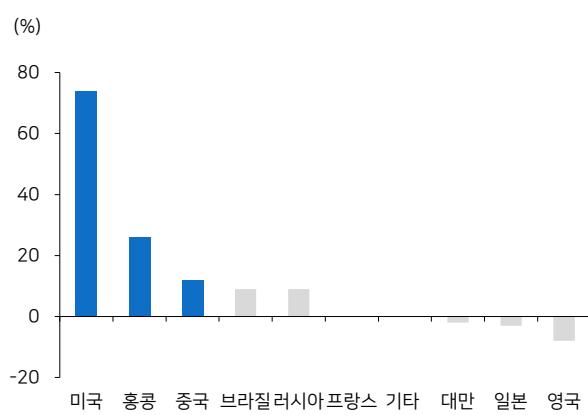
자료: 샤샤인터내셔널, 메리츠종금증권 리서치센터

그림3 중국인 관광객 회복에 따른 샤샤 거래액 성장을 강화



자료: 샤샤인터내셔널, 메리츠종금증권 리서치센터

그림5 L'occitane: 미국은 M&A로 홍콩은 관광객 효과로 개선



자료: L'occitane, 메리츠종금증권 리서치센터

Part 1. 중국 정책이 미치는 영향

1) China International Travel Service (601888 CH) 산야 면세점의 폭발적 성장

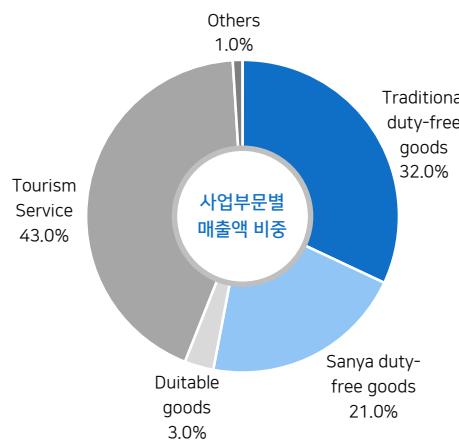
중국 하이난의 변화, 4월
자유무역시험구 지정

2018년 4월 시진핑 국가주석은 중국 하이난을 자유무역시험구로 지정한다고 발표했다. 30년 만에 중국 하이난은 중국의 12번째 자유무역시험구가 되었다. 하이난의 경제특구에서 자유무역시험구로의 전환은 각종 진입장벽을 철폐하는 데 주력할 것으로 판단된다. 또한 하이난이 자유무역시험구로 지정된 것은 향후 중국의 새로운 개혁개방 거점이 되었다는 점에 의의가 있다. 중국 정부는 하이난을 국제관광 및 서비스 도시로 육성하고 홍콩을 잇는 두번째 자유무역항으로 만들겠다는 포부를 밝혔다.

중국인 관광객 증가와 면세한도 확대로 하이난 산야 면세점의 가파른 성장

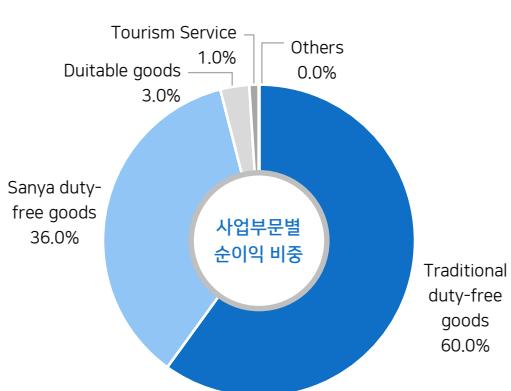
중국 정부의 적극적인 정책 지원으로 하이난의 중국인 관광객들도 가파르게 증가하고 있다. 이에 따른 중국 하이난 산야 하이통베이에서 시내 면세점을 운영하는 CITS (중국 국여여행사)의 매출과 이익도 폭발적으로 성장했다. CITS는 중국 상하이 공항 뿐만 아니라 중국 베이징 공항 신규 터미널의 면세점 운영권을 확보하여 더욱 가파른 성장이 예상된다. 중국 정부의 하이난 자유무역시험구 지정으로 CITS는 하이난 북쪽 하이커우 등에 추가적으로 시내면세점을 개설할 가능성도 높아졌다. 다만 정부의 강력한 지원만큼 공항 입점수수료를 또한 상당히 높다는 점이 우려된다. 호텔신라 등과 비교해볼 때 상대적으로 부족한 명품 브랜드 라인업 강화도 관건이다.

그림6 CITS 사업부문별 매출액 비중 (2017년 기준)



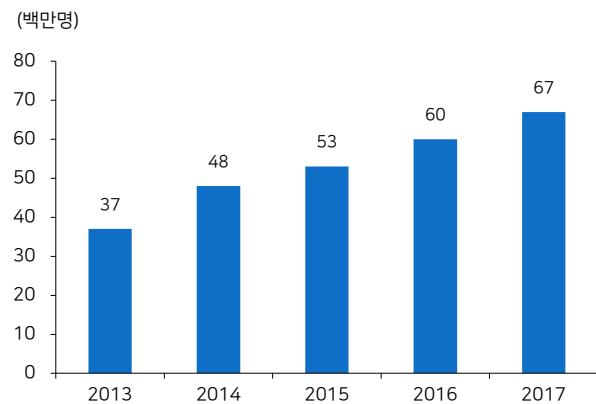
자료: CITS, 메리츠종금증권 리서치센터

그림7 CITS 사업부문별 순이익 비중 (2017년 기준)



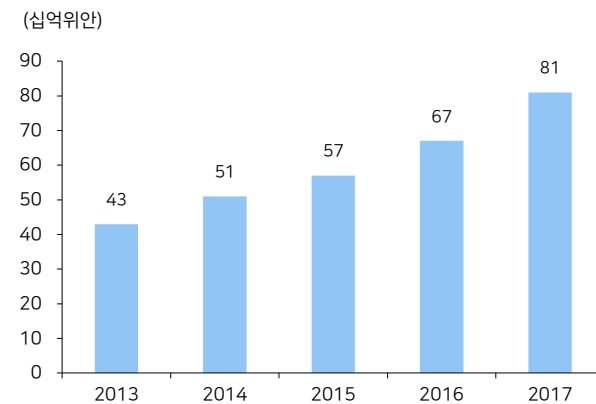
자료: CITS, 메리츠종금증권 리서치센터

그림8 전체 하이난 여행객 추이



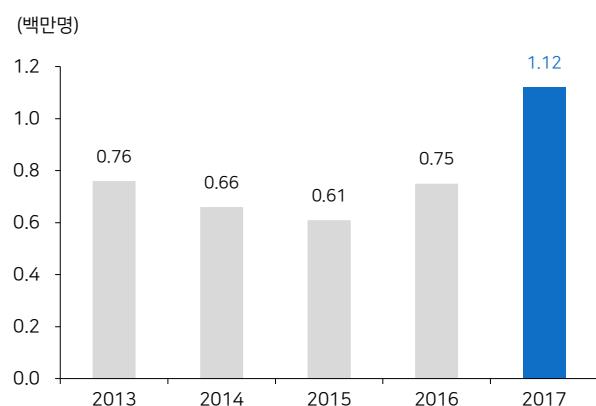
자료: 하이난관광개발위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림9 전체 하이난 여행객 소비 규모



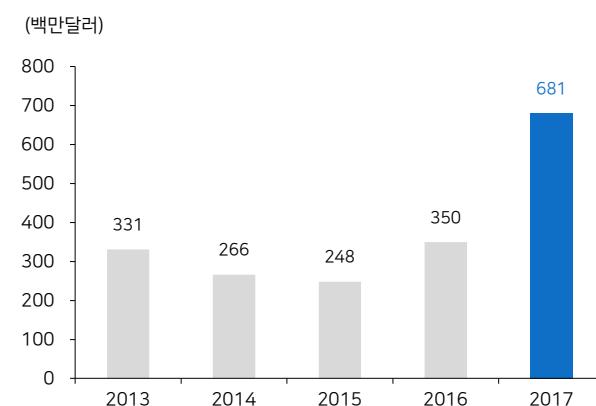
자료: 하이난관광개발위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림10 하이난 중국인 관광객 추이



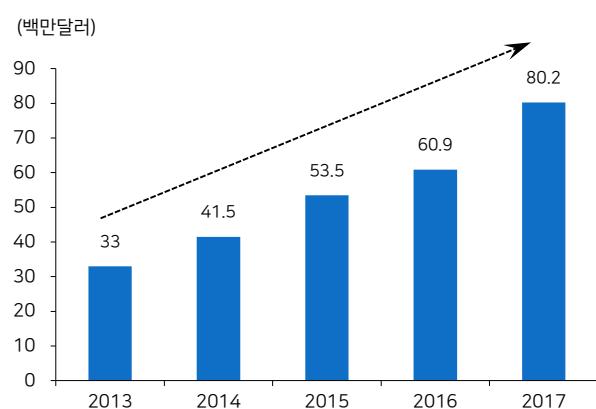
자료: 하이난관광개발위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림11 하이난 중국인 관광객 매출액 추이



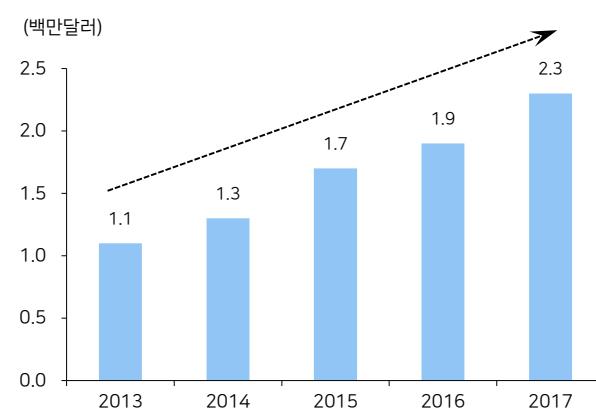
자료: 하이난관광개발위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림12 하이난 시내면세점 매출액 추이



자료: 하이난관광개발위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림13 하이난 면세점 이용자수 추이



자료: 하이난관광개발위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

그림14 중국 하이난 산야 하이통베이 면세점 (CITS)



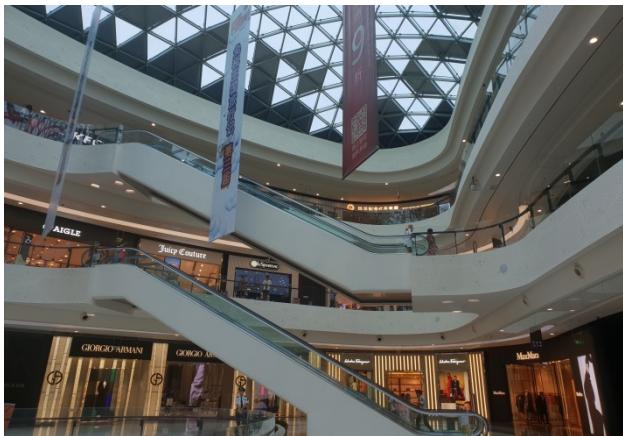
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림15 중국 하이난 산야 면세점 (CITS) 외부



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림16 중국 하이난 산야 면세점 (CITS) 내부 한산한 명품존



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림17 중국 하이난 산야 면세점 (CITS) 내부 붐비는 화장품존



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 2018년 중국 면세점 관련 주요 정책 이슈

날짜	해당지역	이슈
2018.2.28	중국 로컬면세점	▪ CITS는 보유현금으로 선라이즈상하이의 51% 지분 인수 계획 발표
2018.4.8	중국 로컬면세점	▪ 재정경제부를 포함한 5개 부처는 Port Entry Duty-free 운영에 대한 임시조치법 보완안을 발표함. DFS 운영자가 상품의 다양성을 증가시키고 효율적인 운영으로 소비 진작에 기여할 전망. 또한 가장 높은 입찰자 승리 규칙을 적용하지 않도록 하기 위한 합리적인 메커니즘을 적용할 계획
2018.4.13	하이난 시내면세점	▪ 시진핑 국가주석은 하이난 지방정부 설립 30주년을 기념하기 위한 총회에서 하이난 섬은 하이난을 국제 관광과 소비의 중심지로 홍보하는 시범 자유무역 지대가 될 것이고 밝힘. 그는 더 개방적이고 편리한 해외 면세 쇼핑 정책을 실행할 것을 약속했으며 해외 관광객들과 면세 지출 제한을 완화하겠다고 함
2018.5.3	중국 로컬면세점	▪ CITS는 자회사를 통한 선라이즈상하이의 지분 인수를 위한 Anti-trust 심사를 통과했다고 발표하였음
2018.5.8	중국 로컬면세점	▪ 상하이 상공회의소의 상위임 소장은 지방정부가 해외에서의 소비를 되살리기 위해 더 많은 면세 정책들이 제시할 계획이라고 밝힘. 세금 환급 스토어 수 확대 등 공항과 항구에서 DFS를 개선하는 것에 초점을 맞출 것이라고 말했음
2018.5.18	중국 로컬면세점	▪ 상하이 정부는 4월 22일 3개년(2018-20) 실행 계획을 발표하여 해외 소비자를 위한 도시로서의 상하이 설립을 가속화하기 위해 고급 브랜드 매장들에 기반한 항만 DFS의 시내 DFS 등과 같은 비즈니스 형식 개발에 대한 지원을 강조함
2018.7.12	하이난 시내면세점	▪ 언론은 하이난 정부가 하반기에 하이난을 국제 관광 핵심 지역으로 설립하는 계획을 발표할 것이라고 보도했음. Haikou DFS의 개방과 Qionhai DFS의 건설을 촉진하고 하이난 만의 특별 해상 면세 정책을 시행할 수 있음

자료: CITS. 메리츠증권 리서치센터

표3 CITS 기존 및 신규 입점수수료 현황: 중국 정부의 강력한 지원만큼 입점수수료율을 상승

공항입점수수료	
CITS 수수료율	
CITS (산야제외, 2015~2016)	11%
베이징수도공항 T2 (2018년 이후)	48%
베이징수도공항 T3 (2018년 이후)	44%
광저우공항 (2018년 이후)	35~42%
상하이공항 (2018년이전)	20~25%
상하이공항 (2018년이후)	35~40%
평균 면세수수료율	
2016~2017년 기준	28%

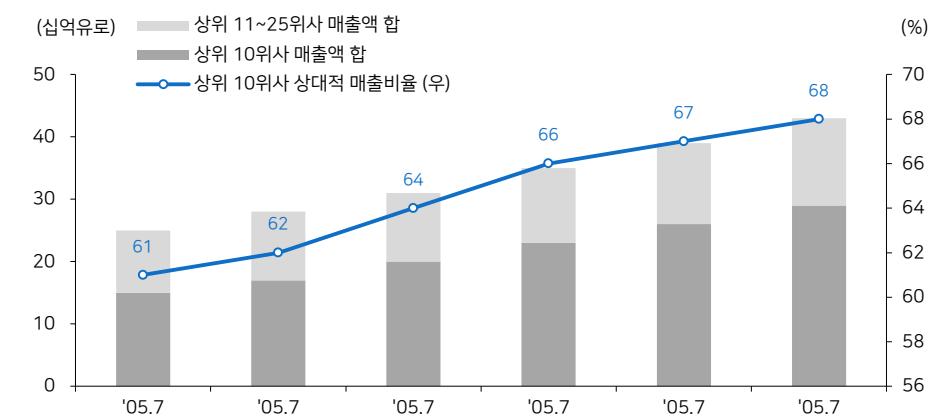
자료: CITS. 메리츠증권 리서치센터

표4 회사 개요

연도	핵심 이슈
2003	CITS는 중국 면세그룹(CDFG)과 합병하였음
2008	China International Travel Service Company, Limited로 사명 변경
2009	CITS는 A-주식 상장사가 되었음
2013	CITS는 중국 시사 제도 크루즈 운영 대행사 자격을 부여받았음
2014	대한민국 서울과 부산에 비자 센터를 오픈하였음
2015	알리페이와 전략적 제휴를 맺고 1,157개 점포를 운영하는 40여개 계열사의 결제시스템으로 채택하였음
2017	CDFG는 베이징 Capital Int'l Airport T2 T3 운영 허가권을 받았으며 6월 30일 선라이즈중국 지분의 51%를 인수함
2018	CDFG는 2월 24일 선라이즈상하이의 51% 지분을 인수하였음

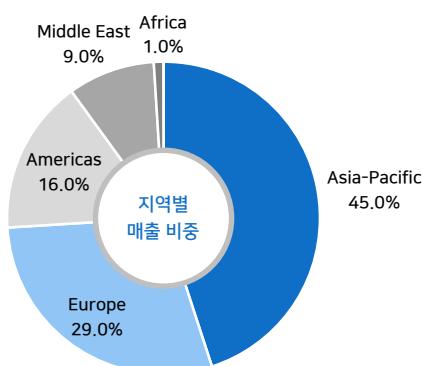
자료: CITS, 메리츠종금증권 리서치센터

그림18 글로벌 상위 면세점업체 매출액 추이



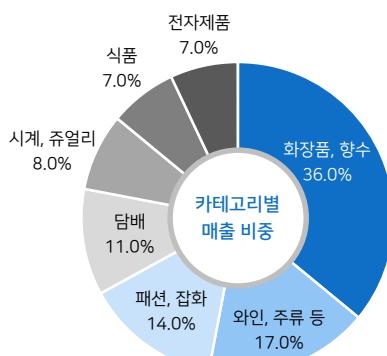
자료: MoodieReport, 메리츠종금증권 리서치센터

그림19 글로벌 면세점 지역별 매출 비중



자료: MoodieReport, 메리츠종금증권 리서치센터

그림20 글로벌 면세점 카테고리별 매출 비중



자료: MoodieReport, 메리츠종금증권 리서치센터

2) 샤샤인터내셔널 (178 HK), 중국 정부의 GBA 개발 프로젝트 수혜 전망

중국 정부의 개발 프로젝트와 더불어 홍콩, 마카오 지역의 중국 현지 관광객 회복 강화

샤샤인터내셔널은 홍콩과 마카오 지역 중심의 화장품 멀티브랜드샵 유통기업이다. 홍콩과 마카오는 인구가 적기 때문에 특히 샤샤는 관광객들의 역할이 매우 크다. 평균적인 중국인 관광객들의 매출 비중이 70% 가까이 차지한다. 지난 10년간 중국인 관광객들의 소비는 계속 증가해왔으며 글로벌 금융 위기 때에도 꾸준히 증가 했었다. 홍콩과 마카오는 중국인 관광객들의 주된 목적지로서 쇼핑의 큰 혜택을 받았다. 그러나 지난 몇년간 정치적 이슈로 어려움을 겪었으며 중국인 관광객들이 감소하였다. 일부 홍콩, 마카오 사람들이 중국인 관광객들을 반기지 않았기 때문이다. 그러나 이는 소수에 불과하다는 판단이며 중장기적인 관점에서 중국인 관광객들은 꾸준히 증가할 전망이다.

긴 흐름에서 중국 정부 정책의 변화가 샤샤인터내셔널의 성장에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단한다. 홍콩, 마카오, 광저우 지역의 GBA (Greater Bay Area) 경제개발 프로젝트가 진행 중이며 중국 정부는 이 지역을 기반으로 중국의 전체적인 성장을 강화할 계획이다. 중장기적으로 홍콩, 마카오, 광저우의 GBA 지역은 글로벌 메트로폴리안으로 발전할 가능성이 높다. 전세계적으로 경제적 역할이 클 것으로 판단되며 향후 이 지역의 GDP 규모가 3배 이상 증가할 것으로 예상한다.

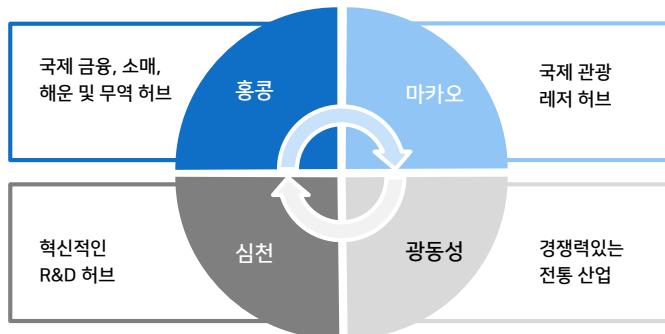
이에 맞추어 2020년까지를 목표로 메가 인프라 구축 프로젝트가 진행 중이다. 특히 2018년 9월 23일부터 홍콩과 중국 본토간의 고속철도가 개통된다. 또한 홍콩을 비롯한 주요 광동 지역들이 다리로 연결될 것이다. 고속철도가 개통되면 중국 현지인들은 홍콩에서 쇼핑하고 본토로 돌아갈 수 있을 것으로 예상한다. 실제로 많은 중국 현지인들이 2018년 2월부터 하루 안에 바로 쇼핑하고 돌아갈 수 있도록 비자 정책이 변화하면서 홍콩의 중국인 입국자 수가 두 자릿수로 증가했다.

9/23 중국 본토와의 고속철도 연결로 관광객 급증 전망

홍콩에서의 쇼핑과 중국 현지에서의 쇼핑에서의 가장 큰 차이점은 병행수입을 비롯한 해외 브랜드를 독점적으로 공급한다는 점이다. 중국 내 수입 브랜드들이 위생허가를 받기 위해서는 보통 6개월에서 1년 정도 시간이 걸린다. 그러나 홍콩에서는 다양한 브랜드들을 보다 쉽고 훨씬 싸게 경험할 수 있다. 홍콩은 경제자유 무역지대이기 때문이다. 중국 정부는 현지 유통을 매우 엄격하게 통제하고 있다. 중국 정부는 중장기적으로 홍콩과 마카오 지역을 흡수하려고 하며 기반 시설이 잘 갖추어져 있는 홍콩을 소매 중심지로서 혜택을 계속 줄 것으로 예상한다.

최근 중국 소비 둔화에 대한 주식시장의 우려감이 높지만 샤샤인터내셔널의 경우 9월 이후 고속철도 개통과 함께 중국인 관광객들이 많이 증가할 것으로 기대한다. 지난해 하반기 기저가 높기 때문에 상반기만큼 성장률이 높지는 않을 것으로 예상 하나 두 자릿수 성장을 지속할 전망이다. 중장기적으로 기존점성장률은 높은 한 자릿수, 전사 성장률은 15% 정도 꾸준할 것으로 예상한다.

그림21 중국 정부의 홍콩, 마카오, 선전, 광동 지역 중장기 성장 목표



자료: 샤사인터내셔널, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 주요 광동지역 도시 현황

도시	면적 (km ²)	인구 (백만명)	GDP (십억달러)	인당 GDP (달러)
광동-홍콩-마카오 Bay Area	55,904	69.58	1,513.42	21,750
홍콩	1,106	7.41	341.41	46,190
마카오	31	0.65	50.36	77,600
광저우	7,249	14.50	318.15	22,320
선전	1,997	12.53	331.99	27,120
포산	3,798	7.66	141.29	18,450
동관	2,460	8.34	112.18	13,530
후저우	11,347	4.78	56.68	11,880
중산	1,784	3.26	51.05	15,750
장먼	9,505	4.56	39.80	8,740
주하이	1,736	1.77	37.95	22,100
자오칭	14,891	4.12	32.56	7,940

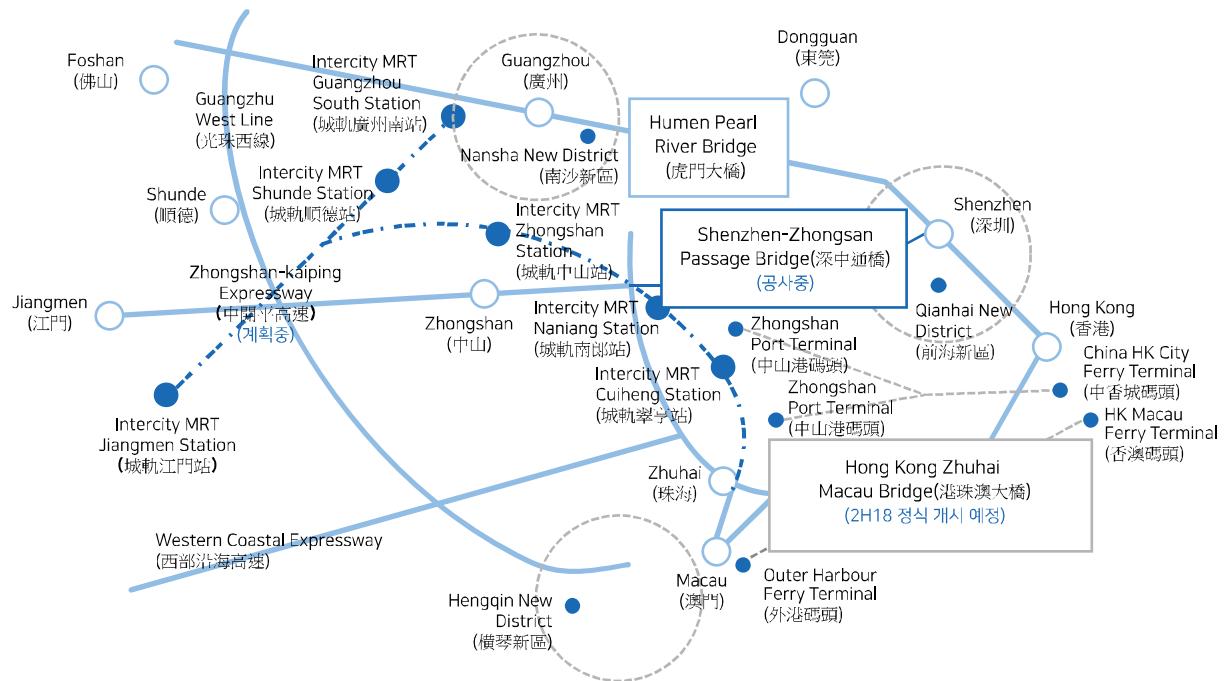
자료: 샤사인터내셔널, HKTDC, 메리츠종금증권 리서치센터

표6 글로벌 대도시 지역과 비교: 광동지역 2030년 GDP 4,620억달러까지 성장 전망

	광동-홍콩-마카오 Bay Area	샌프란시스코 Bay Area	뉴욕 메트로폴리탄 Area	도쿄 Bay Area
면적 (sq km)	55,904.5	17,886.4	21,478.5	36,898.3
인구 (백만명)	69.6	7.6	20.2	44
GDP (십억달러)	1,513.4	470.5	1,657.5	1,774.2
인당GDP (달러)	21,750	102,230	82,050	40,360

자료: 샤사인터내셔널, HKTDC, 메리츠종금증권 리서치센터

그림22 광동 지역의 메가 인프라 구축 프로젝트



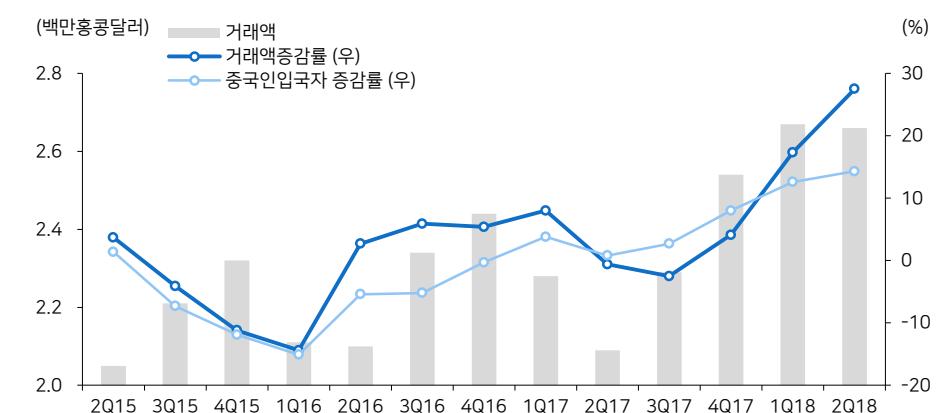
자료: DBS, 사사인터내셔널, 메리츠증권리서치센터

그림23 9/23 중국 본토와의 고속철도 연결로 홍콩, 마카오 기반 샤샤의 중국 현지인들의 소비 급증 전망



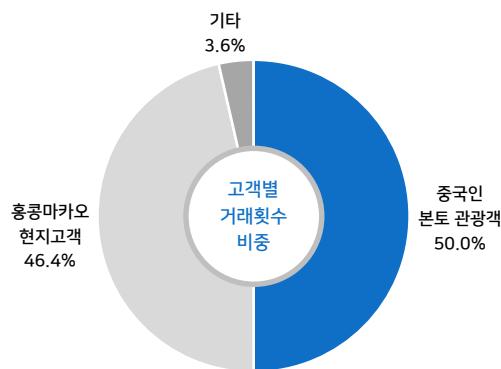
자료: 샤샤인터내셔널, 메리츠종금증권 리서치센터

그림24 중국인 관광객 회복에 따른 샤샤인터내셔널의 거래액 성장을 강화



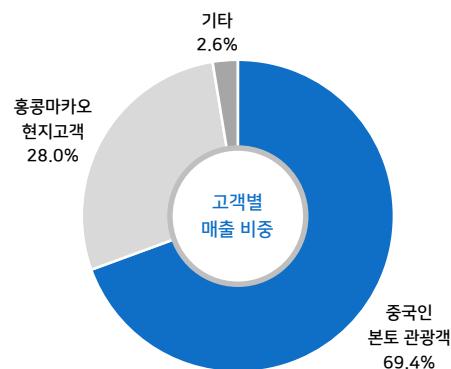
자료: 샤샤인터내셔널, 메리츠종금증권 리서치센터

그림25 샤샤인터내셔널 고객별 거래횟수 비중



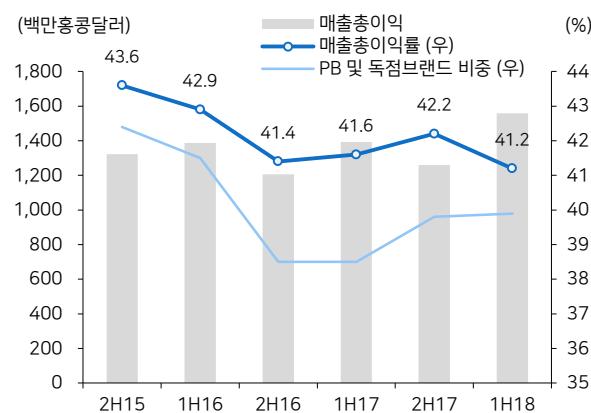
자료: 샤샤인터내셔널, 메리츠종금증권 리서치센터

그림26 샤샤인터내셔널 고객별 매출 비중



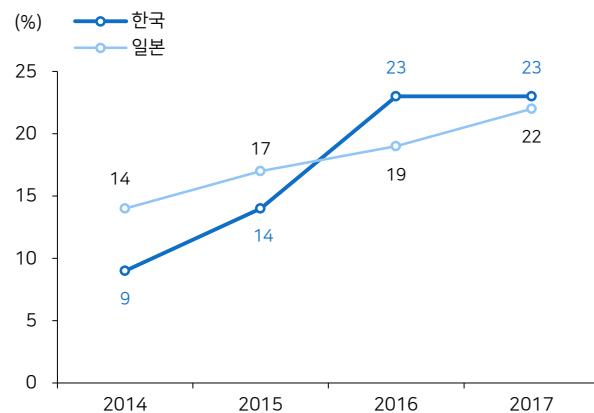
자료: 샤샤인터내셔널, 메리츠종금증권 리서치센터

그림27 샤샤인터내셔널 매출총이익과 PB브랜드 비중 추이



자료: 샤샤인터내셔널, 메리츠종금증권 리서치센터

그림28 샤샤 내 한국 및 일본 브랜드 매출 비중 추이



자료: 샤샤인터내셔널, 메리츠종금증권 리서치센터

3) 한국 면세점 및 화장품 기업에게 주는 의미

면세점: 중국 로컬 면세점 대비
다양한 브랜드 경쟁력 강점

CITS와 같은 중국 로컬 면세기업들의 높은 성장이 호텔신라, 신세계와 같은 한국 면세점 기업들에게는 잠재적인 위협 요인이 될 수 있겠지만 아직까지 럭셔리 브랜드 상품 구성이나 매장 운영의 효율성 측면에서는 격차가 존재한다. 실제로 중국 하이난 산야 면세점의 경우 매장 면적은 웬만한 복합 쇼핑몰 규모로 상당하지만 핵심 럭셔리 브랜드들이 입점되지 않았고 한국 화장품 브랜드의 경우도 아모레퍼시픽이나 LG생활건강 등 대기업과 닥터자르트, AHC, 메디힐, 제이준, SNP 등 일부 마스크팩 브랜드들 외에는 보이지 않았다.

따라서 한국 면세점들은 보다 다양한 브랜드 경쟁력을 강점으로 중국 럭셔리 수요의 지속적인 흡수가 가능할 것으로 판단한다. 호텔신라의 경우 홍콩과 중국 본토와의 고속철도 개통으로 광저우 지역 중국인들의 홍콩공항 이용건수가 급증하면서 수혜가 가능하다.

화장품: 아직 중국 내 진입하지 않은 신규 브랜드들의 기회 더욱 많아질 전망

화장품 또한 중국의 구조적인 럭셔리 소비 증가의 수혜가 예상된다. 그동안 중국 정부의 엄격한 수입 브랜드 통제로 중국 내 채널 확보가 쉽지 않았으나 중국 정부가 중점적으로 개방정책을 펼치는 일부 지역들을 중심으로 중국 현지 고객들이 새로운 한국 브랜드에 대한 경험을 높일 수 있을 것으로 판단한다.

특히 아직 중국 내 진입하지 않은 신규 브랜드들의 기회가 더욱 많아질 전망이다. 올해 국내 면세점에서 애경 Age 20's나 신세계 비디비치 등이 폭발적으로 성장한 점도 중국에서 쉽게 접할 수 없는 새로운 브랜드였기 때문이다. 최근 홍콩 샤샤 등에 입점한 네오팜 브랜드들도 홍콩과 중국 본토와의 고속철도 개통으로 중국인 관광객이 급증하면서 신규 수요가 확대될 가능성이 높다.

표7 중국 하이난 산야 면세점 (CITS) 브랜드 라인업 현황

Watches

Burberry 博柏利手表 | Casio 卡西欧 | Certina 雪铁纳 | Chopard 蕭邦 | CITIZEN 西铁城 | cK ck手表
 Diesel 狄赛尔手表 | DKNY 手表 | E.Armani 安普里奧阿玛尼手表 | E.Armani 安普里奧阿玛尼首饰 | Ebohr 依波表
 Emile Chouriet 艾米龙 | Ernest Borel 依波路手表 | Fossil | Gc 手表 | Gucci手表 | Guess手表 | Hamilton 汉密尔顿
 HERMES 爱马仕手表 | IWC 万国 | Jaeger-LeCoultre 累家 | Lalique's 莱俪 | LONGINES 浪琴
 MBMJ Watch MBMJ手表 | Michael Kors Jew 迈克科尔斯首饰 | Michael Kors 迈克科尔斯手表 | Mido 美度
 Montblanc 万宝龙 | Movado 摩凡陀 | OMEGA 欧米茄 | Piaget 伯爵 | RADO 雷达 | Rolex 劳力士
 Rossini 罗西尼手表 | Rotary 劳特莱手表 | Seiko 精工 | SKAGEN 斯卡恩手表 | STORM 手表 | SWATCH 斯沃奇
 TIMEX 天美时 | TISSOT 天梭 | TITONI 梅花手表 | Tory Burch Watch 汤丽柏琦手表 | Tudor 帝舵 | Versace 范思哲手表
 Zeppelin 齐博林手表 | Zodiac 苏迪亚手表 | 斯沃琪(香港)集团宝曼表

Fashion

Agnes b 雅昵斯比 | Aigle | Armani Jeans | Balenciaga | BALLY 巴利 | BENETTON 贝纳通 | Bottega Veneta 葆蝶家
 Burberry Kids 博柏利童装 | Burberry 博柏利 | Calvin Klein | Chloe | Coach 寇驰 | COCCINELLE | Cole Haan 歌涵
 CROCS 卡洛驰 | DKNY | Dolce&Gabbana | Dunhill 登喜路 | Emporio Armani | Ferragamo 菲拉格慕 | Fossil 化石
 FURLA | Furla 芙拉 | Giorgio Armani | Gucci 古驰 | Guess | Hugo Boss 波士 | Juicy Couture | kipling 吉普林
 Lacoste ACC | Lacoste 法国鳄鱼 | LE SPORTSAC 乐思柏 | LINDEMANN 林德曼 | Longchamp 龙骧 | Max Mara
 Max&Co | MCM | Michael Kors 迈克高仕 | Miu Miu 缪缪 | Moncler | Paul&Shark | PORSCHE 保时捷
 Prada 普拉达 | Ralph Lauren Kids 拉尔夫劳伦童装 | Ralph Lauren 拉尔夫劳伦 | Shanghai Tang 上海滩 | SISLEY 希思黎
 TOD'S | Tory Burch | Tory Burch 汤丽柏琦 | Valentino | ZEGNA 杰尼亚

Sunglasses

Balenciaga Sunglasses | Burberry 博柏利 | BV 葆蝶家太阳镜 | Cartier Sunglasses 卡地亚太阳镜 | CD 迪奥眼镜
 Celine 思琳 | CHLOE 珂洛艾伊太阳镜 | Chole 蔡依 | Christian Dior 迪奥 | Coach 寇驰 | Dolce&Gabbana 杜嘉班纳
 E. ARMANI 阿玛尼太阳镜 | Fendi Sunglasses 芬迪太阳镜 | Fendi 芬迪 | Ferragamo 菲拉格慕 | G.Armani 乔治阿玛尼
 Givenchy 纪梵希 | Gucci 古驰 | Hugo Boss 波士 | Jimmy Choo Sunglasses | Miumiu Sunglasses 缪缪太阳镜
 Oakley 奥克利 | Police 警察 | Prada 普拉达 | Rayban 雷朋 | Tom Ford Sunglasses | Tory Burch Sunglasses
 Valentino Sunglasses 华伦天奴太阳镜 | YSL 圣罗兰太阳镜 | Zegna 杰尼亚

자료: CITS, 매리츠증권 리서치센터

그림29 중국 하이난 산야 면세점 (CITS) LG생활건강 후



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림30 하이난 산야 면세점 (CTS) 아모레퍼시픽 이니스프리



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림31 중국 하이난 산야 면세점 (CITS) 디올



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림32 중국 하이난 산야 면세점 (CITS) 시세이도



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림33 홍콩공항 신라 면세점



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림35 홍콩공항 신라면세점 화장품



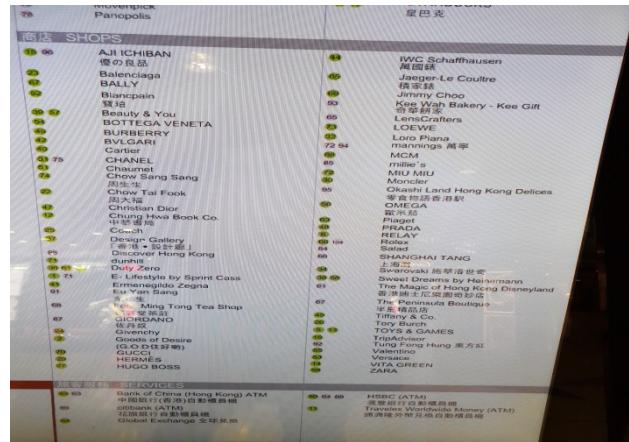
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림37 홍콩 샤샤 매장 내 제이엠솔루션 마스크팩



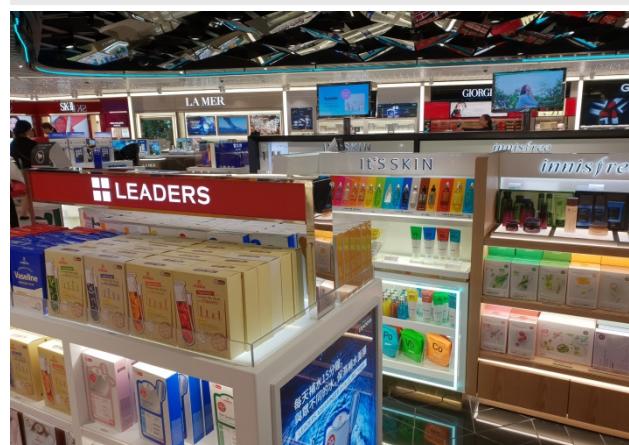
자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림34 홍콩공항 신라면세점 브랜드 라인업 현황



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림36 홍콩공항 신라면세점 내 한국화장품 브랜드



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림38 홍콩 샤샤 매장 내 네오팜 아토팜 및 리얼베리어



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Part 2. 중국 내수 시장 현황

1) Golden Eagle Retail Group (3308 HK) 중국 백화점이 살아남는 법

2015년 점포 구조조정 이후
실적 턴어라운드

Golden Eagle Retail Group은 중국 장수성을 기반으로 30여개의 백화점을 운영하고 있는 리테일 기업이다. 중국 내 온라인이 빠르게 발전하면서 중국의 오프라인 업체들이 어려움을 겪었고 Golden Eagle과 같은 중국 로컬 백화점들은 럭셔리 브랜드를 많이 가지고 있지 않기 때문에 2015년까지 부진한 실적을 나타냈다. Golden Eagle은 2009년 중국 엔청에서 백화점 사업을 시작하였으며 초기 성과는 좋았다. 한국 백화점과 비슷한 형태로 시작하였으며 현재도 한국과 같은 복합 쇼핑몰 형태로 발전해 나가고 있다. 과거에는 상품 구성이나 서비스 부문이 미진했지만 지금은 다른 경쟁자들과 다르게 한국과 일본 오프라인 백화점들의 노하우를 배우면서 고객들에게 새로운 경험을 제공하고자 노력하고 있다.

Golden Eagle Retail Group은 2014년부터 자체적인 수익 구조의 변화를 시도했다. 그리고 2016년 1분기부터 실적이 좋아지기 시작했다. 가장 큰 이유는 2015년 임대료가 비싼 중국 남부 지역의 손실나는 5개 매장을 철수하면서 2016년 이익이 크게 좋아졌다. 다만 매장이 5개 줄었기 때문에 2016년 매출은 좋지 않았다. 그러나 지난 2년간 중국 경기가 괜찮아지고 고객 트래픽 또한 좋아지면서 2017년부터 매출 성장률이 회복되었다.

중국 백화점의 특징

- 1) 지역별 파편화
- 2) 한정적인 브랜드 라인업

향후 부동산 개발기업인
관계사와의 협업 강화할 계획

중국 백화점은 지역별로 매우 파편화되어 있다. 따라서 지역 기반의 브랜드 인지도가 중요하다. Golden Eagle Retail Group 또한 중국 장수 지역 중심으로 잘 알려진 백화점 그룹이다. 백화점 운영 방식은 1) Self-owned 직접 운영하거나 2) 임차로 들어가는 방식이 있으며 Golden Eagle Retail Group 임차의 경우 부동산 개발업자인 관계사와의 계약이기 때문에 비용이 훨씬 효율적이다.

해외 브랜드 매출 비중은 25% 미만이며 대부분의 해외 브랜드는 화장품, 쥬얼리, 시계에 불과하다. 중국 정부는 소비를 엄격하게 관리하고 통제하려 하기 때문에 중국 로컬 1선도시 외에는 럭셔리 브랜드가 오프라인 매출을 통해 쉽게 들어가기 어렵다. 또한 2선도시의 경우 상대적으로 브랜드에 대한 감각이 떨어지는 편이고 브랜드 선호도가 다르기도 하다.

백화점의 브랜드에 대한 협상력은 한국이 더 크다고 볼 수 있다. 중국 백화점에서는 지배적인 상위 플레이어가 없으며 지역별로 다변화되어 있다. 따라서 한국과 중국의 수수료 수준이 다르다. 한국은 20%대이지만 중국 10%대에 불과하고 이 조차 Sub-contract 유통업자 비중이 매우 많다. 그렇게 되면 소비자 판매 가격이 상당히 올라가게 된다. 따라서 중국 백화점들은 브랜드로부터 좋은 조건을 받기 위해서 직매입 (Direct sale)을 강화하게 되었다. 아니면 시네마나 스포츠센터 운영을 통해 절대적인 임대수익 (Rental income)을 추구한다. 직매입은 매출액을 키워주고 임대수익은 수익성을 크게 올려줄 수 있다.

최근 중국 내 소비 동향 및 향후 성장 전략

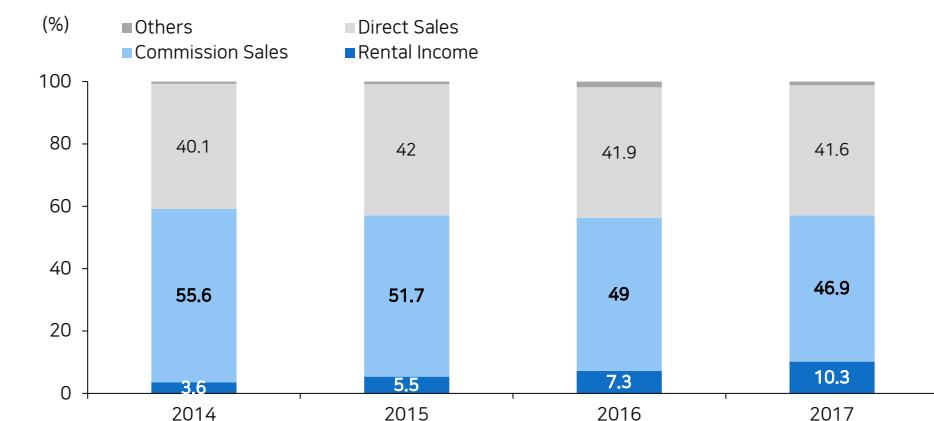
최근 미중무역분쟁이라는 불확실성으로 중국 경제지표가 둔화되고 있으며 소비자 심리에 많은 영향을 주고 있다. 실제로 Golden Eagle Retail Group의 동일점포성장률 (SSSG)도 둔화되었으며 지난해 하반기 높은 기저 영향도 함께 작용한 것으로 판단된다. 그러나 경쟁사 대비 백화점 내 점유율을 계속 확대하고 있으며 세븐 일레븐 (편의점)과의 협업, 복합쇼핑몰 (Life Style center) 확대 등으로 자체적인 성장을 꾸준히 이끌어 갈 것으로 기대한다.

카테고리 별로는 최근 의류가 둔화되고 화장품은 계속 성장하고 있다. 특히 화장품에서는 일본과 한국 브랜드에 대한 선호도가 높다. 또한 스포츠 의류가 구조적으로 성장하고 있는데 그 이유는 과거에는 직장에서 정해진 의복을 지정된 상점에서 구매해야 했지만 현재는 그러한 제도가 사라지면서 캐주얼 의류에 대한 선호도가 높다. 최근 유아용품도 그 비중은 1~2%에 불과하지만 크게 성장하고 있다. Golden Eagle Retail Group의 슈퍼마켓 비중은 크지 않으며 향후 대형 프리미엄 슈퍼마켓 형태로 확대해 나갈 계획이다.

Golden Eagle Retail Group 탐방을 통한 시사점

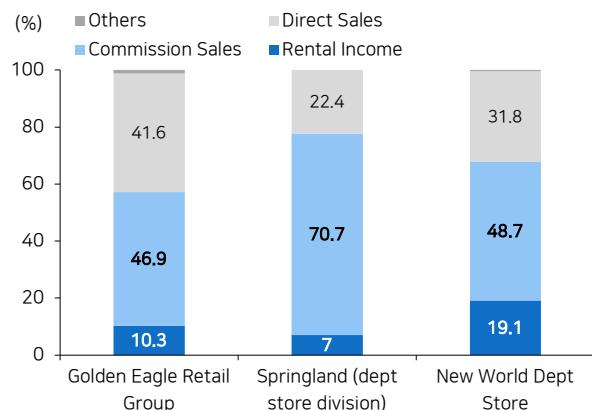
Golden Eagle Retail Group과의 미팅을 통해 미중무역분쟁이 실질적으로 중국 내 소비자들의 심리에 상당히 많은 영향을 미치고 있으며 지난해 하반기 높은 기저로 인해 소매판매액 성장을 둔화하는 불가피하다는 판단이다. 또한 중국 정부는 중국 내 오프라인 유통에 대해 엄격히 관리하고 통제하는 가운데 일부 특정 지역 (중국 하이난, 홍콩 등 경제자유지역)이나 채널 (Cross Border E-Commerce, Travel Retail 등)을 중심으로 개방하여 해외 수입 브랜드에 대한 중국 내 수요를 충당할 것으로 판단된다. 한편 중국 백화점의 경우 한국 백화점 대비 실질적인 상품 구성이나 브랜드력에서는 열위에 있었지만 오히려 그러한 약점이 직매입이나 임대수익 등 새로운 수익구조의 변화를 보다 빠르게 안착시키고 있다는 점이 인상적이었다.

그림39 Golden Eagle Retail Group 수익구조: Direct Sales 특징, Rental Income 비중 확대



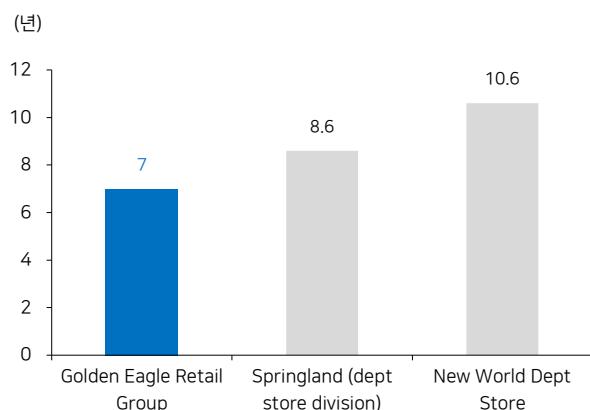
자료: Golden Eagle Retail Group, 메리츠종금증권 리서치센터

그림40 경쟁사와의 수익구조 비교



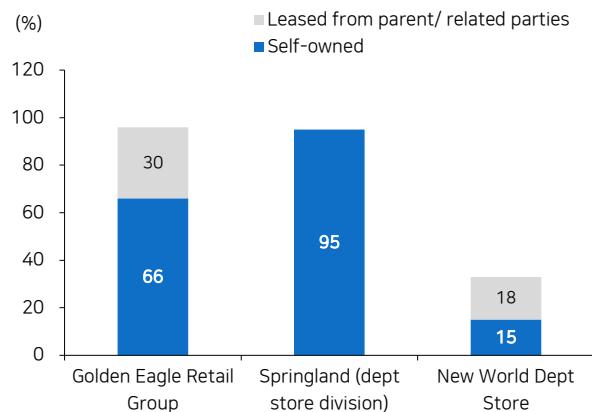
자료: Golden Eagle Retail Group, 메리츠종금증권 리서치센터

그림41 경쟁사와의 Store age 비교



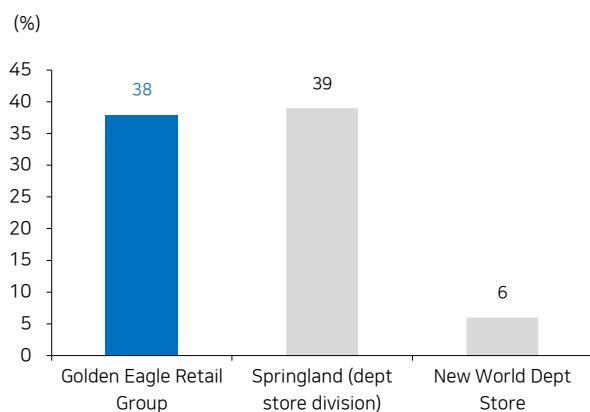
자료: Golden Eagle Retail Group, 메리츠종금증권 리서치센터

그림42 자가소유 비중 비교



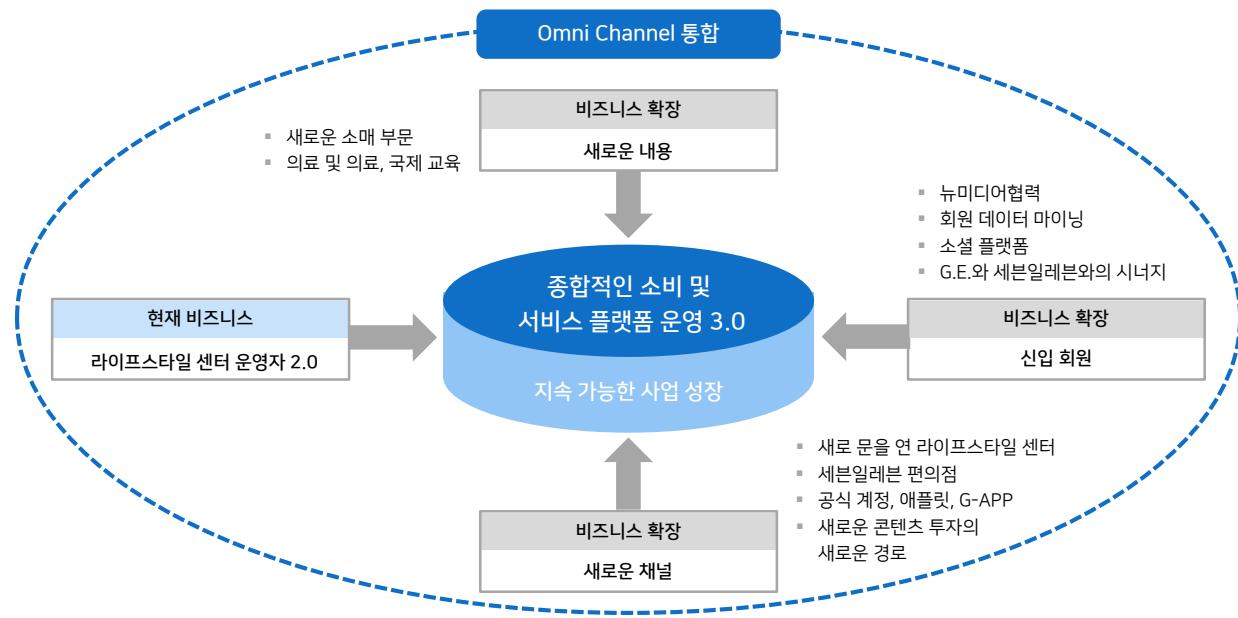
자료: Golden Eagle Retail Group, 메리츠종금증권 리서치센터

그림43 쇼핑몰 비중 비교



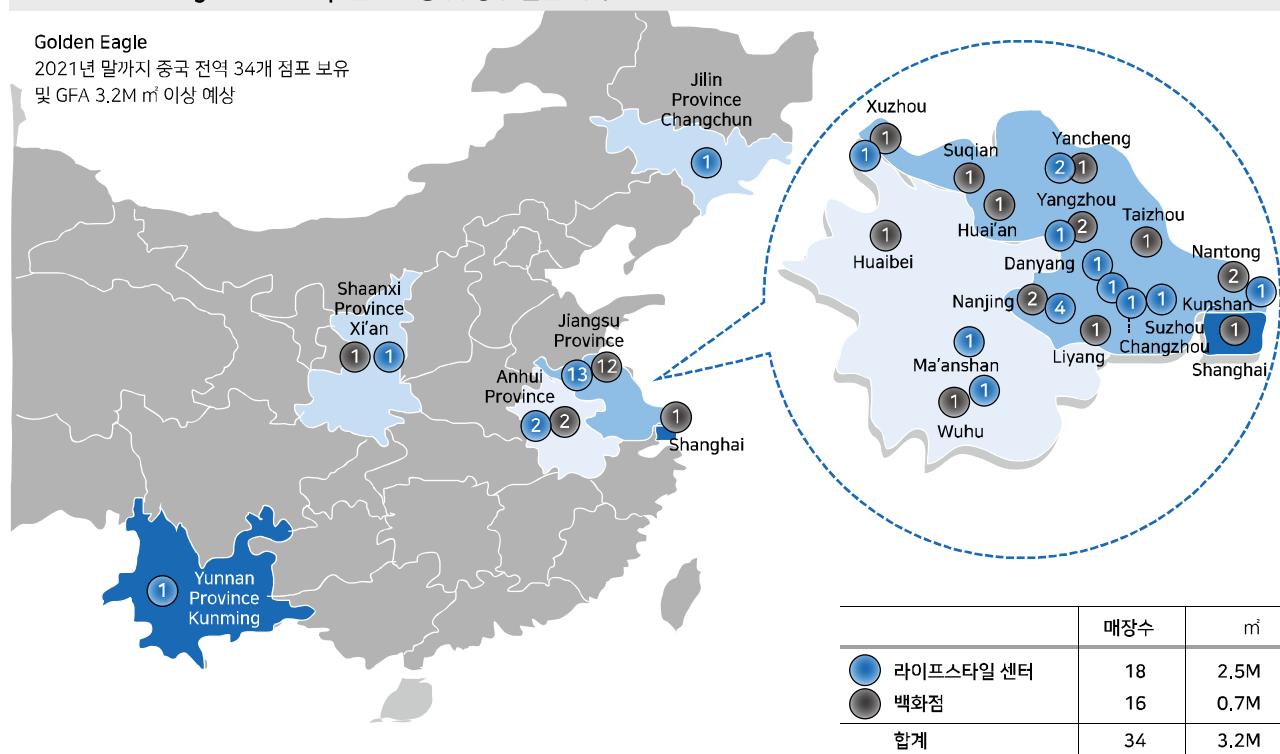
자료: Golden Eagle Retail Group, 메리츠종금증권 리서치센터

그림44 Golden Eagle Retail Group의 옴니채널 전략



자료: Golden Eagle Retail Group, 메리츠종금증권 리서치센터

그림45 Golden Eagle Retail Group 점포 현황 및 향후 출점 계획



자료: Golden Eagle Retail Group, 메리츠종금증권 리서치센터

록시땅, 신규 브랜드 라인업 확대
실패 후 미국 Limelike 인수

2) L'occitane (973 HK) 해외 브랜드가 살아가는 법

L'occitane Group은 5개 브랜드를 보유하고 있으며 이 중 록시땅이 핵심 브랜드이다. 록시땅의 매출 비중은 92%로 절대적이며 프리미엄 자연주의 컨셉의 Entry-Luxury Level이다. 멜비타 브랜드는 2008년 시작하였으며 IPO 이후 Facial Care에 집중하였고 패키지 등에서 오가닉을 강조했다. 현재 중국 및 홍콩, 프랑스, 일본 4 개 지역에서 판매한다. 에보리안 브랜드는 2012년 시작하였으며 한국의 인삼 컨셉으로 스킨케어와 BB크림 등의 일부 컬러제품이 있다. 프랑스와 한국, 미국 세포라, 일부 러시아에 들어가 있다. L'occitane Au Bresil은 브라질 시장을 타겟으로 하고 있으며 신흥시장 소비자들의 경우 해외 브랜드에 대한 거부감이 있었기 때문에 로컬 브랜드 이미지로 가져가려 했다.

L'occitane Group은 최근 미국 로컬 브랜드인 Limelike을 인수하였다. 2017년 40%의 지분을 인수하고 2018년 1월 60%까지 지분을 확대했다. Limelike는 미국 로컬 브랜드로 온라인과 방판 채널을 통해 판매하고 있다. 2015년 시작하여 매우 빠르게 성장하였으며 2017년에는 2016년 대비 매출액이 3배 가까이 증가했다. Limelike 매출의 60%은 색조 화장품이며 40%가 기초 스킨케어이다. 컬러 브랜드가 없고 온라인 전략을 강화하고자 하는 L'occitane Group에게 있어 상당히 매력적인 M&A 였다. 향후 소셜 미디어를 활용하여 미국 뿐만 아니라 영국, 캐나다까지 확대할 계획이며 중장기적으로 다른 유럽 지역인 프랑스, 이탈리아 그리고 브라질까지 키워나갈 전망이다.

온라인 채널 집중하며 성장 전망
미국 오프라인 매장 구조조정

록시땅이 가장 고민하고 있는 부분은 온라인 채널 강화이다. 록시땅 매출의 75%는 Sell-out으로 End-consumer에게 직접 들어가며 25%는 Sell-in 형태로 운영되고 있다. 전사적으로 1,500매장이 있으며 오프라인 점포가 많은 편이다. 따라서 향후 온오프라인을 결합한 옴니채널 전략을 강화할 계획이다. 플래그쉽 스토어 등을 비롯한 오프라인 매장은 브랜드 경험을 알릴 수 있는 좋은 기반이 되어 줄 것으로 기대한다. 오프라인 매장을 통해 브랜드 컨셉 등을 소비자들에게 명확하게 전달하고 한편으로는 온라인에 집중할 계획이다. 브랜드별로는 기존 록시땅 핵심 브랜드에 20% 정도 집중하고 80%는 록시땅 이외의 다른 브랜드 성장에 집중할 계획이다.

미국은 록시땅에게 있어 지역별로 2번째로 큰 비중을 차지하고 있으며 200개 점포를 운영 중이다. 미국 내 온라인 비중은 25% 정도 차지하며 온라인 비중을 지속적으로 확대하고 오프라인 매장은 계속 줄이고 있다. 오프라인 매장은 200개에서 150~160개까지 줄일 계획이며 올해는 22개 정도 줄이고자 한다. 시간은 다소 걸릴 것으로 예상하는데 그 이유는 임차기간이 3년 정도에 불과한 홍콩이나 한국과는 달리 미국은 매장 임대기간이 평균 10년 정도되기 때문이다. 따라서 현재 미국의 동일점포 성장률이 마이너스이며 고정비 성격의 임차료 영향으로 수익성에 부정적인 영향을 받고 있다. 최근 인수한 Limelike를 통해 부진을 보완하는 것이 더욱 중요한 이유이기도 하다.

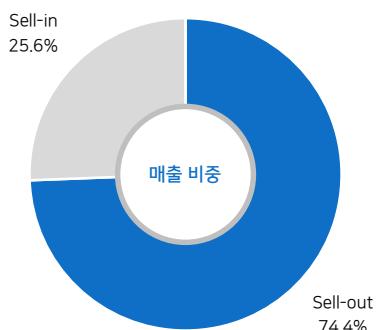
고마진의 기능성 스킨케어 라인업
강화, 신규 브랜드 라인 출시

록시땅은 핸드크림, 바디케어 중심에서 스킨케어 중심으로 확대하고 있다. 스킨케어는 특히 마진율이 좋으며 로열티가 상대적으로 낮은 핸드크림보다 스킨케어가 좀 더 고객과의 관계를 강화시킬 수 있다. 따라서 재구매율이 높은 스킨케어를 확대하고 천연원료를 중심으로 브랜드 라인을 연계하여 주요 스킨케어의 신제품들을 강화하고 있다. 최근 원화로 7만원 수준의 Overnight Serum을 런칭하였으며 향후 보다 가격대 높은 제품도 런칭할 계획이다. 이번 신제품은 안티에이징에 포커스하고 있으며 록시땅 브랜드의 평균 가격 대비 두배 정도되기 때문에 재무적인 영향력이 상당히 클 것으로 기대되며 신규 고객 영입에도 긍정적이다.

중국 밀레니얼 세대 공략 강화,
한국 아이돌그룹 엑소 출신 모델
활용 등

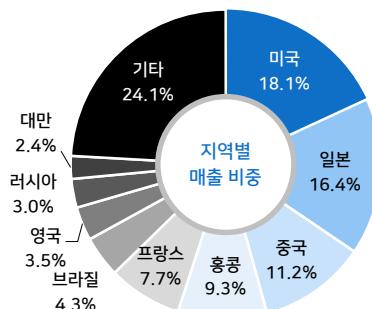
지난해 록시땅은 밀레니얼 세대에게 호감도가 높은 한국 아이돌그룹 엑소 출신 중국인 멤버 '루한'을 활용하여 좋은 성과를 거두었다. 감각있는 광고모델은 록시땅 고객들을 더 쉽게 하는데 도움을 주고 있다. 올해는 중국 젊은 여성들이 선호하는 중국배우 '루시시'를 모델로 홍콩과 대만 면세점에 활용하고 있다. 올해 하반기 록시땅은 스킨케어과 옴니채널 강화에 중점을 둘 계획이다. 지난해 록시땅의 이커머스 비중은 14%에 불과하지만 90% 성장하였다. 현재 Sell-out 으로 Tmall만 이용하고 있으며 다른 플랫폼도 확대 가능하다. 최근 중국 소비자들은 화장품의 오리진을 더 따지는 것으로 보고 있으며 브랜드 컨셉 등에도 보다 관심을 갖고 있어 록시땅에게도 좋은 기회가 될 전망이다.

그림46 Sell-in vs. Sell-out 매출 비중 (2Q18)



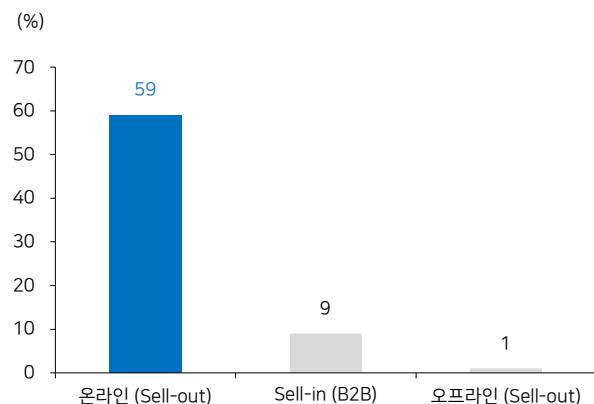
자료: L'occitane, 메리츠종금증권 리서치센터

그림47 지역별 매출 비중 (2Q18)



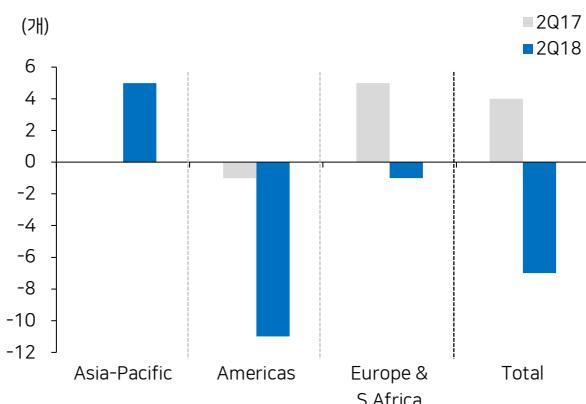
자료: L'occitane, 메리츠종금증권 리서치센터

그림48 채널별 매출 성장률 (2Q18)



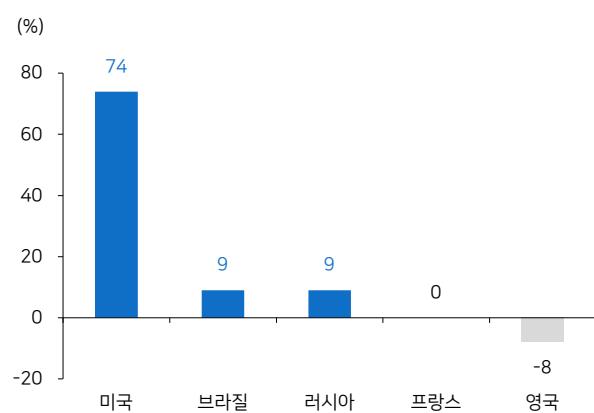
자료: L'occitane, 메리츠종금증권 리서치센터

그림49 지역별 점포 순증 비교



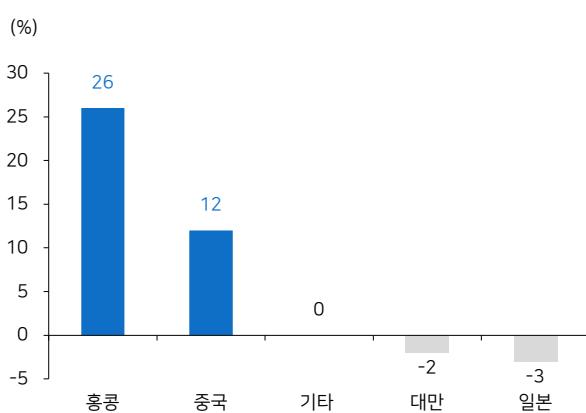
자료: L'occitane, 메리츠종금증권 리서치센터

그림50 지역별 성장률: 미국 Limelike 인수로 큰 폭으로 성장



자료: L'occitane, 메리츠종금증권 리서치센터

그림51 아시아 지역별 성장률: 홍콩과 중국의 높은 성장



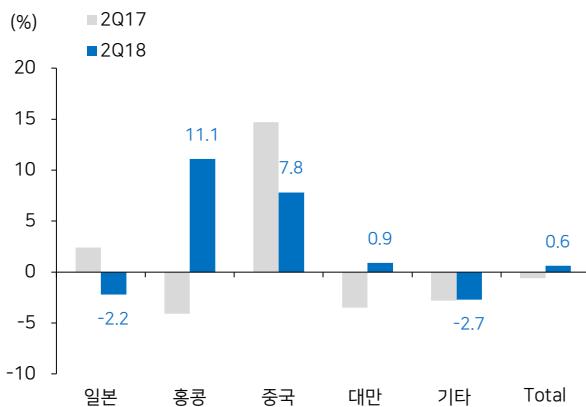
자료: L'occitane, 메리츠종금증권 리서치센터

그림52 지역별 기준점성장률 비교



자료: L'occitane, 메리츠종금증권 리서치센터

그림53 아시아 지역별 기준점성장률 비교



자료: L'occitane, 메리츠종금증권 리서치센터

그림54 L'occitane, 2017년 엑소 전 멤버 '루한' 활용



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

그림55 L'occitane 기능성 스킨케어 신제품 출시



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Part 3. 그 외 럭셔리 관련 의미있는 변화들

1) 온라인 해외직구 시장의 성장

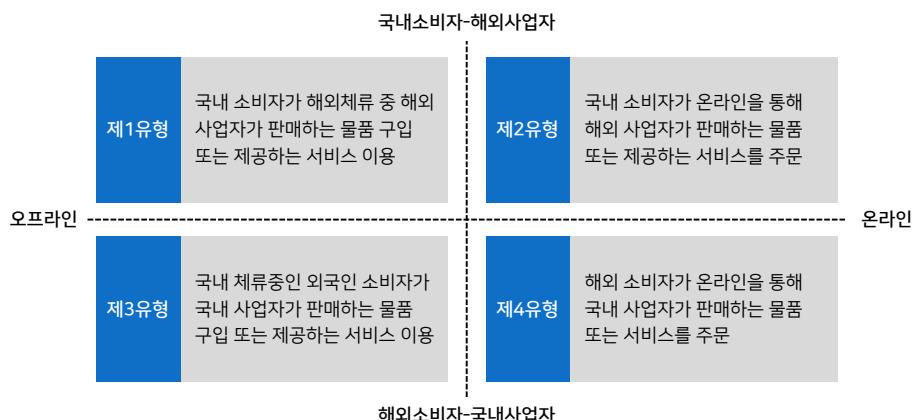
글로벌 유통업계 확장,
온라인 크로스보더 쇼핑의 성장

중국 정부의 관세 인하에도
해외직구 사용자 지속적으로
늘어나고 있음

전세계적으로 크로스보더 쇼핑의 성장이 화두다. 온라인 해외직구 시장의 성장은 핵심 소비층인 글로벌 밀레니얼 세대의 소비패턴 변화와 함께 한다. 2017년 기준 국내 소비자들은 주로 대행서비스 (54.8%)를 통해 해외 상품을 직접 구매했다.

중국 정부의 관세 인하가 지속되고 있는 가운데 해외 상품 및 해외 브랜드에 대한 중국 소비자들의 니즈도 계속 커지고 있다. 따라서 해외직구 사용자도 지속적으로 늘어나는 추세다. 중국 소비자들은 오픈마켓의 검색 기능 활용도가 높으며 명품 중심에서 가성비 높은 제품으로 선호도가 확대되고 있다. 특히 3,4선도시에서 역직구 기회는 아직도 크게 남아있다. 중국 소비자들에게 있어 해외직구에서 정품보장이 가장 중요하며 플랫폼 인지도가 신뢰도 측면에서 그 다음 순위로 나타났다.

그림56 국제 소비자 거래



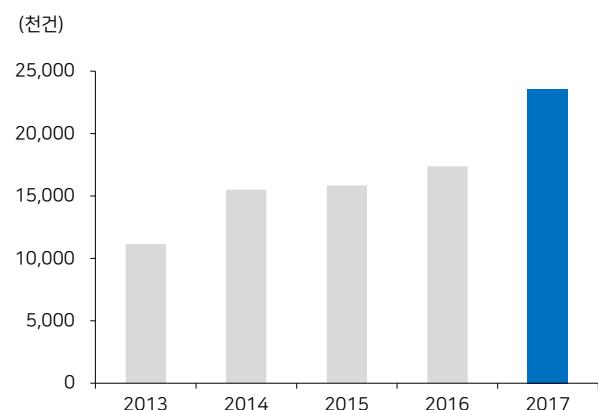
자료: 한국소비자원, 메리츠종금증권 리서치센터

그림57 해외 직접 구매



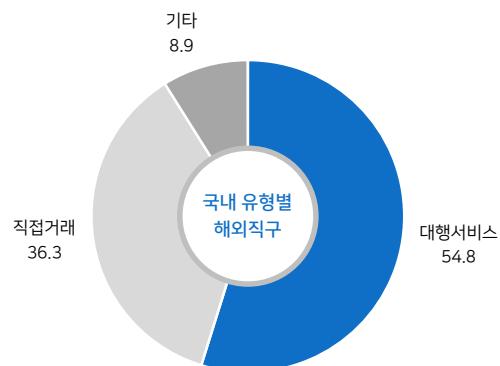
자료: 한국소비자원, 메리츠종금증권 리서치센터

그림58 국내 해외직구 통관현황



자료: 관세청, 메리츠종금증권 리서치센터

그림59 국내 유형별 해외직구 (2017년)



자료: 관세청, 메리츠종금증권 리서치센터

표8 국가별 해외직구 통관현황 (한국 소비자 구매)

(천건)	2015	2016	2017	비중 (%)	전년대비증감률 (%)
미국	11,640	11,345	13,302	56	17
중국	1,250	1,937	4,088	17	111
유럽	1,817	2,531	3,506	15	39
일본	784	992	2,015	9	103
기타	372	590	681	3	15
합계	15,863	17,395	23,592	100	36

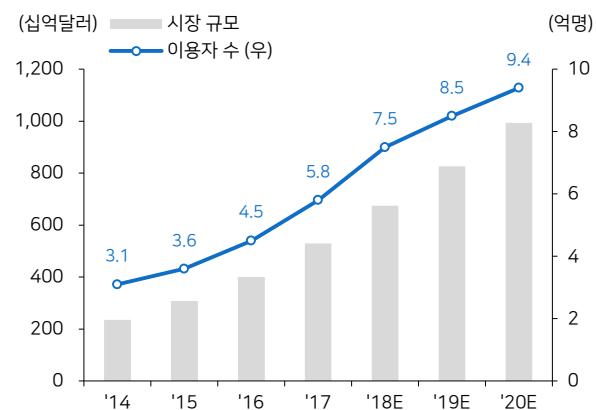
자료: 관세청, 메리츠종금증권 리서치센터

표9 품목별 해외직구 통관현황 (2017년 기준)

순위	품목	건수 (천건)	비중 (%)	순위	품목	건수 (천건)	비중 (%)
1	건강식품	4,974	21	6	신발	1,648	7
2	화장품	2,867	12	7	완구/인형	1,212	5
3	기타식품	2,821	12	8	핸드백/가방	825	3
4	의류	2,722	12	9	서적류	186	1
5	전자제품	2,112	9	10	시계	159	1

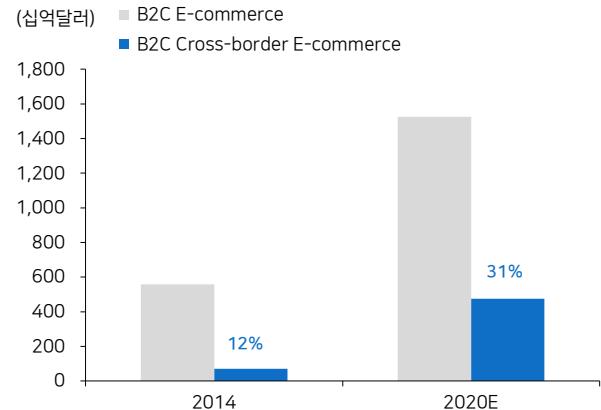
자료: 관세청, 메리츠종금증권 리서치센터

그림60 전세계 해외 직구 시장의 성장



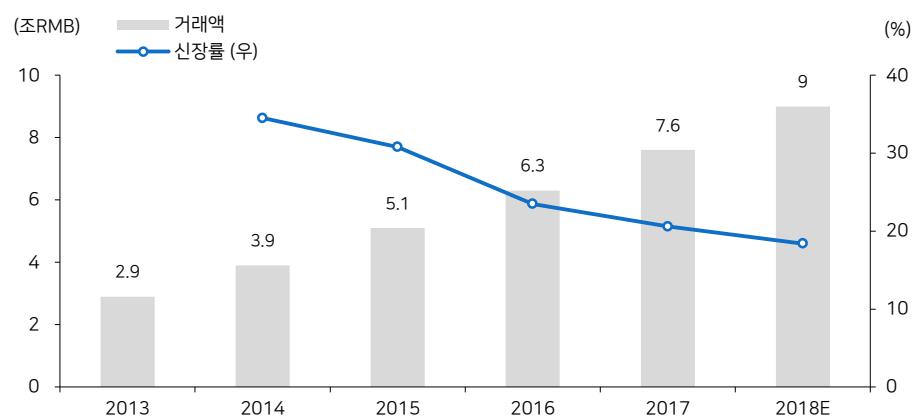
자료: Accenture & Aliresearch, 메리츠종금증권 리서치센터

그림61 아시아 지역 Cross Border E-commerce의 성장 잠재력



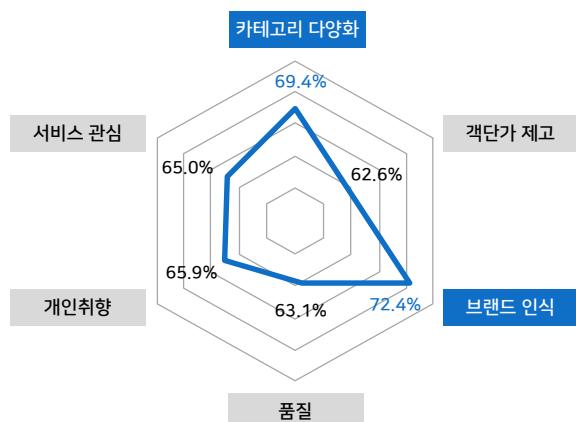
자료: Accenture & Aliresearch, 메리츠종금증권 리서치센터

그림62 중국 해외직구 시장 규모



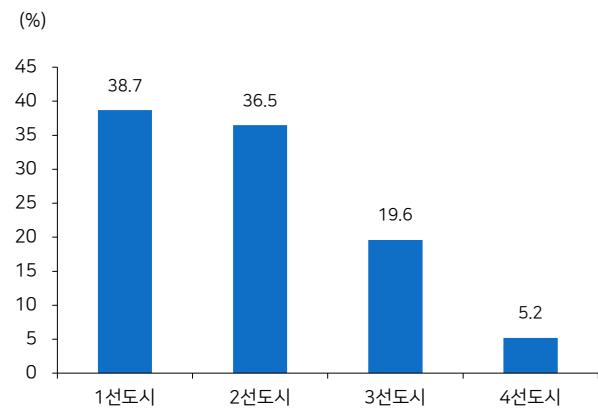
자료: iimedia Research, 메리츠종금증권 리서치센터

그림63 중국 소비자 소비 지향 분포



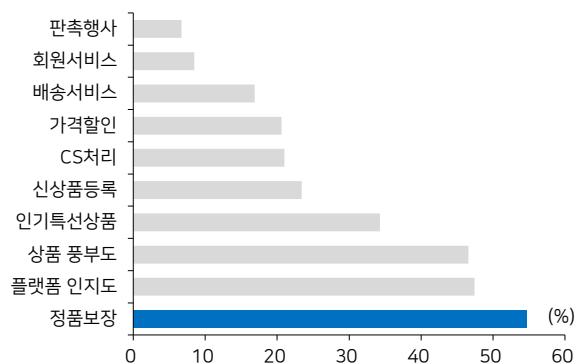
자료: JD.com, 메리츠종금증권 리서치센터

그림64 도시규모별 중국 해외직구 소비자 비중 (%)



자료: iimedia Research, 메리츠종금증권 리서치센터

그림65 중국 소비자 해외 상품 구매시 관심사항 (2017년)



자료: iimedia Research, 메리츠종금증권 리서치센터

Z 세대라 불리는 밀레니얼 다음 세대, Only 모바일 세대

2) Z 세대, 신상품에 대한 높은 선호도

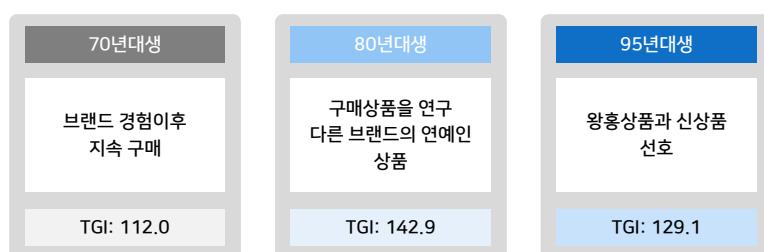
Z세대 (Generation Z)는 1990년대 중반에서 2000년대 중반에 출생한 세대를 지칭하며 Only 모바일 세대이다. 참고로 X세대는 1965년~1976년 사이에 출생한 세대이며 Y세대 (밀레니얼)는 1981년부터 1996년 사이에 출생한 세대로 청소년부터 인터넷을 사용했다. X세대 (70S)는 특정 브랜드에 대해 익숙해지면 지속적으로 재구매를 하는 특징이 다른 연령대보다 높게 나타나고 높은 브랜드 충성도를 갖는다. Y세대 (80S)는 수요에 따라 상품을 구매하며 유명한 상품에 대한 선호도가 강하다. Y세대 (80S)는 상품의 기능에 중점을 두며 Z세대 (95S)는 왕홍 상품과 신규 브랜드에 대한 수요가 강하고 다양한 개성을 추구한다.

중국 Z 세대 소비 변화

- 1) 신규 온라인 서비스의 등장
- 2) 신규 브랜드 수요 증가
- 3) 영상 컨텐츠 수요 확대

Z세대 (95S)는 타오바오(C2C)에서 다른 연령대보다 선호도가 높으며 다른 연령대와 비교하여 오프라인 매장과 패션 소매시장 등의 채널의 선호도가 낮고 온라인 채널에 대한 의존도가 높다. 서울스토어의 소비자 조사 결과에 따르면 Z세대 (95S)는 미백 제품과 주름개선 등의 기능성 제품의 선호도는 비교적 낮았다. 이들이 선호하는 기초화장품은 클렌징이 가장 높은 것으로 나타났으며 46.9%가 클렌징, 로션이 29.8%, 마스크팩은 28.1% 선호했다.

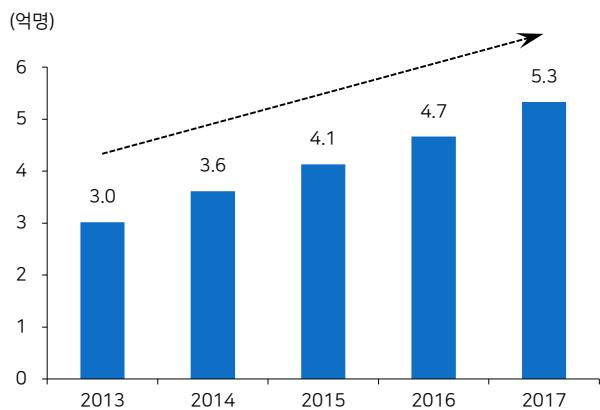
그림66 중국 연령대별 브랜드 선택 관념



- ▶ TGI지수 (Target Group Index) : 타겟그룹 선택 비율 / 기타 그룹 및 전체 그룹 선택 비율
- ▶ TGI 지수가 높을수록 타겟그룹의 특징이 명확

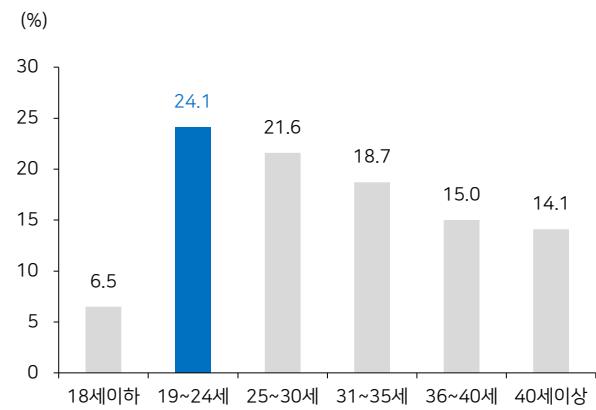
자료: 서울스토어, 메리츠증권 리서치센터

그림67 중국 온라인 구매 유저 규모 추이



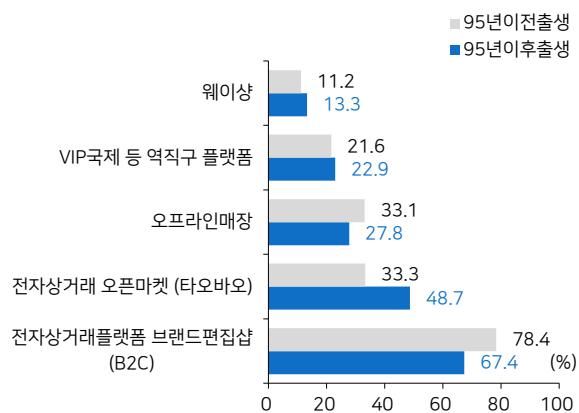
자료: CINNICKI, 서울스토어, 메리츠종금증권 리서치센터

그림68 중국 온라인 구매 연령대별 비중



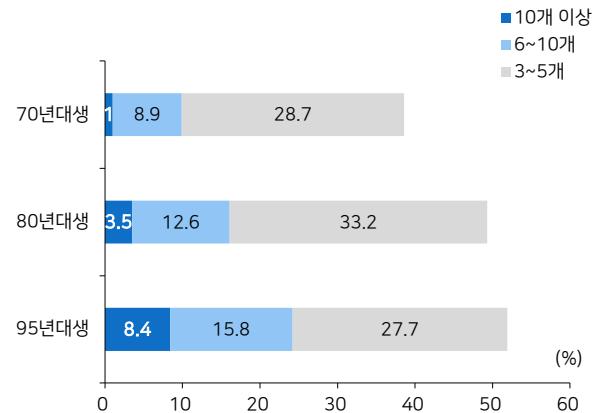
자료: iUserTracker, 서울스토어, 메리츠종금증권 리서치센터

그림69 2018년 중국 95S 뷰티구매채널 이용률 (%)



자료: 서울스토어, 메리츠종금증권 리서치센터

그림70 중국 연령대별 팔로잉 패션 왕홍수



자료: 서울스토어, 메리츠종금증권 리서치센터

2017년 Mercari가 일본 온라인 유통업계 5위로 올라섬

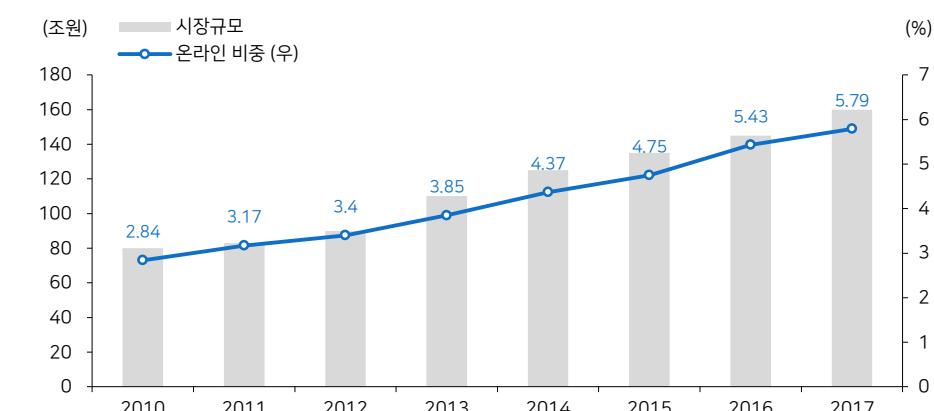
중고거래의 성장은 끊임없는 신제품 출시와 강력한 베스트셀러 탄생이 기반이 되어야 함

3) 일본 사례: 'Mercari (중고거래 사이트)'의 성장이 핵심화두

2018년 일본 이커머스 시장 규모는 165조원으로 추산되며 상대적으로 다른 국가 대비 온라인 비중이 2017년 5.8% 수준으로 낮다. 카테고리 별로는 의류패션, 화장품잡화, 식음료, PC가전기기 순으로 온라인 비중이 높은 편이다. 2017년 일본 이커머스 시장의 화두는 일본판 '중고나라'라고 할 수 있는 Mercari (메루카리)가 대표적인 의류기업인 조조타운을 제치고 온라인 유통업계 5위로 올라섰다는 점이다. 일본 C2C 시장은 5년 전부터 시작되었으며 2016년 대비 2017년 58% 성장했다.

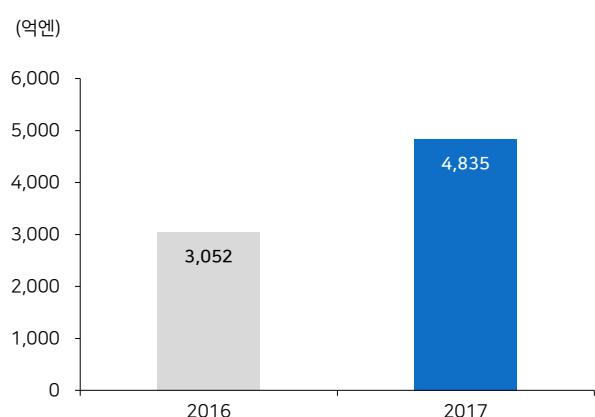
흥미로운 것은 중고거래는 끊임없는 신제품 출시와 강력한 베스트셀러 탄생이 기반이 되어야 지속적인 성장이 가능하다는 점이다. 일본에서 Mercari의 급격한 성장은 전통적인 유통업체들의 상품매입 부족 현상을 야기했다. 또한 C2C 거래의 급증으로 일본 택배 일손 부족 문제도 발생하고 있다. 강력한 브랜드 제품들과 새로운 신상품들이 지속적으로 출시될수록 중고거래 시장도 동반 성장할 전망이다.

그림71 일본 전자상거래 규모 및 온라인 비중



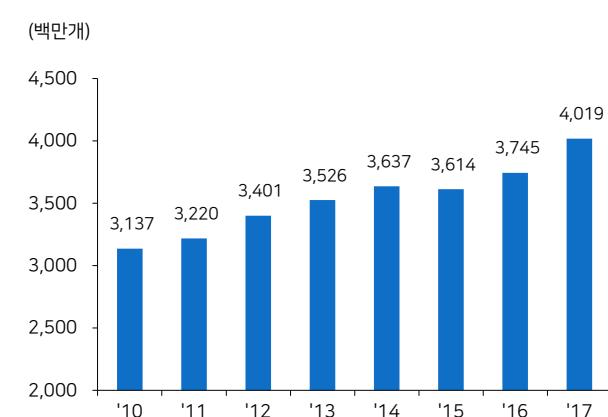
자료: 라쿠텐, 메리츠종금증권 리서치센터

그림72 일본 C2C 시장 확대



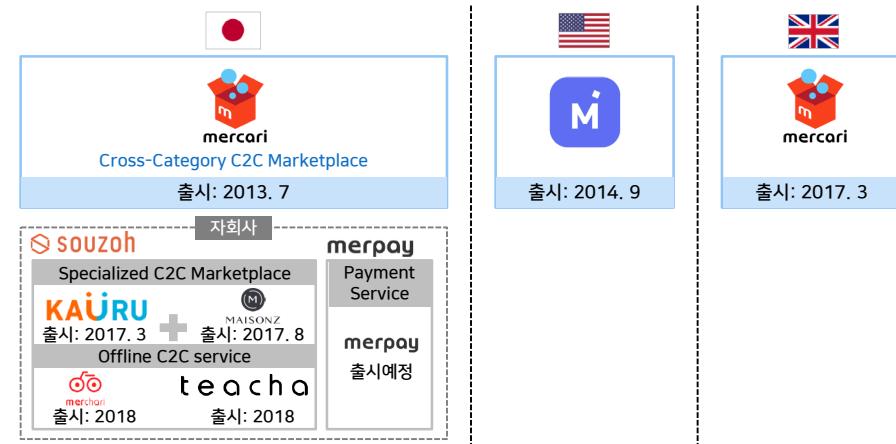
자료: 라쿠텐, 메리츠종금증권 리서치센터

그림73 일본 택배 추이



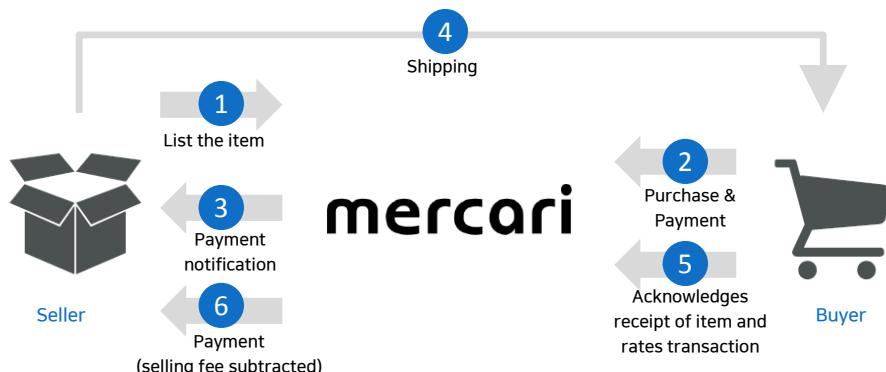
자료: 라쿠텐, 메리츠종금증권 리서치센터

그림74 Mercari 그룹 현황



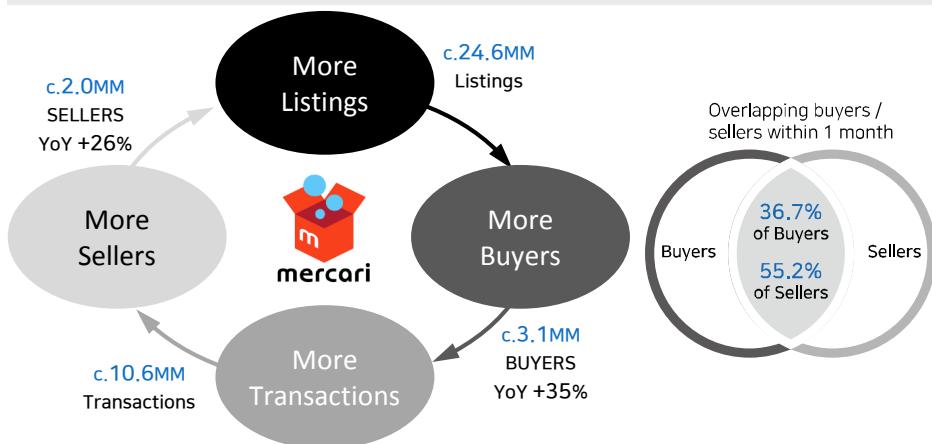
자료: Mercari, 메리츠종금증권 리서치센터

그림75 Mercari 비즈니스 구조



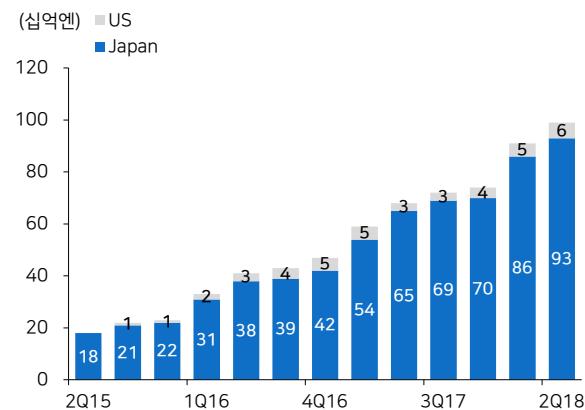
자료: Mercari, 메리츠종금증권 리서치센터

그림76 Mercari 의 C2C 네트워크 효과



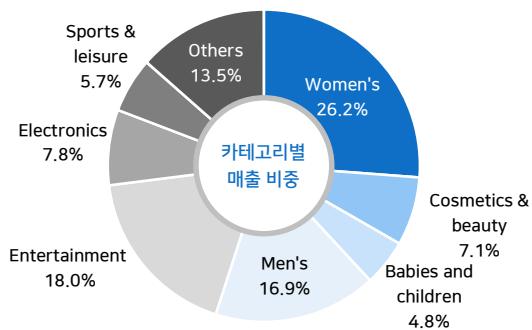
자료: Mercari, 메리츠종금증권 리서치센터

그림77 Mercari GMV 추이



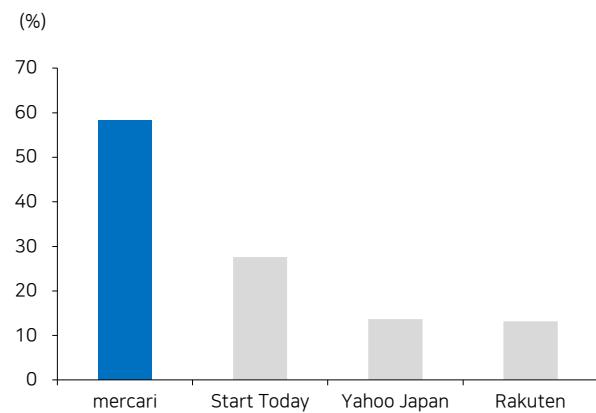
자료: Mercari, 메리츠종금증권 리서치센터

그림78 Mercari 카테고리별 매출 비중



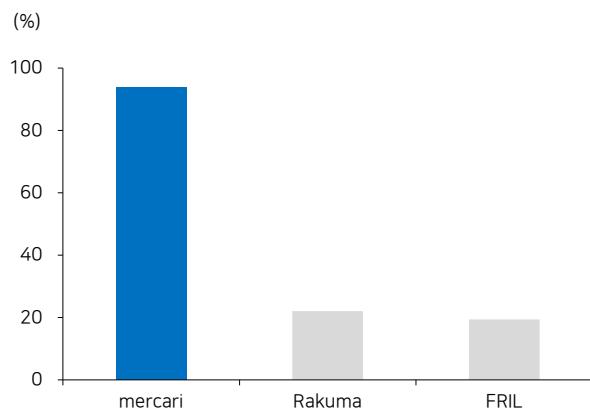
자료: Mercari, 메리츠종금증권 리서치센터

그림79 일본의 다른 온라인 플랫폼 대비 GMV 고성장 (2Q18)



자료: Mercari, 메리츠종금증권 리서치센터

그림80 일본의 다른 C2C 플랫폼 대비 독보적 인지도 확보



자료: Mercari, 메리츠종금증권 리서치센터



기업분석

종목	투자판단	적정주가
LG생활건강 (051900)	Buy	1,600,000원
호텔신라 (008770)	Buy	150,000원
한국콜마 (161890)	Buy	90,000원
아모레퍼시픽 (090430)	Trading Buy	320,000원

Mirror Series 5
2018. 9. 10

LG 생활건강 051900

프레스티지 중심의 브랜드 다변화 추구

▲ 유통/화장품

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

- ✓ 3Q 매출액 1.66 조원 (+5.8% YoY)와 영업이익 2,693 억원 (+6.5% YoY) 전망
- ✓ 국내 소비 침체에 따른 생활용품과 음료 부문 부진 예상
- ✓ 중국 중산층의 소득 향상에 따른 구조적인 렉셔리 브랜드 수요 증가 긍정적
- ✓ 후 뿐만 아니라 숨, 오휀, VDL 등 신규 브랜드들의 중국 진출 성과 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 1,600,000 원 유지

Buy

적정주가 (12개월)	1,600,000 원
현재주가 (9.7)	1,226,000 원
상승여력	30.5%
KOSPI	2,281.58pt
시가총액	191,479억원
발행주식수	1,562만주
유동주식비율	59.83%
외국인비중	46.00%
52주 최고/최저가	1,480,000원/851,000원
평균거래대금	444.5억원
주요주주(%)	
LG 외 1 인	34.03
국민연금	6.76

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.1	13.5	32.1
상대주가	-0.3	19.5	35.9

주가그래프



3 분기 생활용품과 음료 부진 예상

LG 생활건강의 3 분기 실적은 매출액 1 조 6,626 억원 (+5.8% YoY)와 영업이익 2,693 억원 (+6.5% YoY)를 기록할 전망이다. 지난해 기저 영향으로 따이공 및 웨이상에 의한 면세점 매출 성장을 (3Q +30% YoY 추정)이 2 분기 +69.4% YoY 대비 다소 둔화될 것으로 예상되는 가운데 중국 현지법인을 중심으로 화장품 부문의 높은 성장 (매출액 +14.7% YoY, 영업이익 +20.3% YoY 추정)이 지속될 전망이다. 한편 생활용품과 음료 부문은 국내 소비 침체에 따른 부진이 예상된다. 생활용품의 매출액은 -4.3% YoY, 영업이익은 -14.7% YoY 감소할 전망이며 음료의 매출액 또한 -0.9% YoY, 영업이익은 -5% YoY 감소할 것으로 예상한다. 결론적으로 3 분기 중국 렉셔리 소비 확대에 따른 화장품 부문의 호실적 모멘텀은 지속될 전망이며 4 분기에는 생활용품과 음료의 지난해 기저 효과에 따른 턴어라운드가 기대된다.

렉셔리 브랜드 다변화, 반복 구매율 높아 기업가치 향상에 긍정적

렉셔리 기초 스킨케어 브랜드의 경우 트렌드 변화에 덜 민감하고 고객 충성도와 반복 구매율이 높아 기업가치 향상에 긍정적으로 작용할 수 있다. 특히 중국 중산층의 소득 수준 향상에 따른 구조적인 렉셔리 소비 모멘텀이 강하고, 고급스러운 이미지로 확고히 자리잡은 LG 생활건강 화장품 브랜드들의 수혜가 클 것으로 판단한다. 후 뿐만 아니라 숨, 그리고 오휀, VDL, CNP 코스메틱 등 신규 브랜드들의 중국 진출 기회도 많아질 전망이다. 따라서 LG 생활건강에 대해 투자의견 Buy 와 적정주가 1,600,000 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
2017	6,270.5	930.4	606.7	37,628	6.4	169,155	31.6	7.0	18.9	21.9	55.0
2018E	6,576.4	1,039.7	746.3	46,327	22.4	201,058	26.5	6.1	17.4	22.8	43.4
2019E	7,045.8	1,156.7	843.0	52,299	12.9	236,885	23.4	5.2	15.2	21.7	36.2
2020E	7,468.5	1,293.0	935.7	57,981	10.9	276,180	21.1	4.4	13.2	20.6	30.4

표10 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	6,589.2	7,058.9	6,576.4	7,045.8	-0.2	-0.2
영업이익	1,043.4	1,158.8	1,039.7	1,156.7	-0.4	-0.2
지배주주순이익	748.8	844.2	746.3	843.0	-0.3	-0.1

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표11 LG생활건강 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	6,105.1	1,659.2	1,652.6	1,662.6	1,601.9	6,576.4	1,777.1	1,767.1	1,781.1	1,720.4	7,045.8
증가율 (% YoY)	0.2	6.5	11.1	5.8	7.7	7.7	7.1	6.9	7.1	7.4	7.1
생활용품	1,517.7	394.7	337.2	403.6	331.5	1,467.0	407.0	347.4	414.9	343.8	1,513.1
화장품	3,279.9	947.7	953.4	885.6	990.3	3,777.0	1044.7	1047.7	978.2	1086.3	4,157.0
음료	1,307.7	316.8	362.0	373.4	280.2	1,332.4	325.3	372.0	388.0	290.3	1,375.7
증가율 (% YoY)											
생활용품	-4.8	-4.5	-6.0	-4.3	2.3	-3.3	3.1	3.0	2.8	3.7	3.1
화장품	3.9	12.1	23.2	14.7	11.5	15.2	10.2	9.9	10.5	9.7	10.1
음료	-2.7	5.7	1.8	-0.9	1.7	1.9	2.7	2.8	3.9	3.6	3.2
% of Sales											
생활용품	24.9	23.8	20.4	24.3	20.7	22.3	22.9	19.7	23.3	20.0	21.5
화장품	53.7	57.1	57.7	53.3	61.8	57.4	58.8	59.3	54.9	63.1	59.0
음료	21.4	19.1	21.9	22.5	17.5	20.3	18.3	21.1	21.8	16.9	19.5
매출원가	2,609.6	670.0	662.8	678.3	576.7	2,587.9	707.3	699.8	712.5	621.1	2,740.6
증가율 (% YoY)	7.2	1.6	1.9	-2.4	-4.6	-0.8	5.6	5.6	5.0	7.7	5.9
% of Sales	42.7	40.4	40.1	40.8	36.0	39.4	39.8	39.6	40.0	36.1	38.9
판관비	2,565.5	705.5	722.6	714.9	805.8	2,948.8	753.5	768.7	773.0	853.3	3,148.5
증가율 (% YoY)	-7.7	10.3	19.4	14.8	15.5	14.9	6.8	6.4	8.1	5.9	6.8
% of Sales	42.0	42.5	43.7	43.0	50.3	44.8	42.4	43.5	43.4	49.6	44.7
영업이익	930.0	283.7	267.3	269.3	219.5	1,039.8	316.3	298.6	295.7	246.0	1,156.7
증가율 (% YoY)	5.6	9.2	15.1	6.5	18.6	11.8	11.5	11.7	9.8	12.1	11.2
% of Sales	15.2	17.1	16.2	16.2	13.7	15.8	17.8	16.9	16.6	14.3	16.4
생활용품	167.0	41.9	27.2	56.5	16.6	142.2	43.6	28.5	60.2	20.6	152.8
화장품	636.1	212.0	194.3	169.1	193.1	768.6	240.3	220.0	190.8	217.3	868.3
음료	127.2	29.8	45.7	43.3	9.8	128.7	31.2	46.9	45.8	11.6	135.5
% of Sales											
생활용품	11.0	10.6	8.1	14.0	5.0	9.7	10.7	8.2	14.5	6.0	10.1
화장품	19.4	22.4	20.4	19.1	19.5	20.3	23.0	21.0	19.5	20.0	20.9
음료	9.7	9.4	12.6	11.6	3.5	9.7	9.6	12.6	11.8	4.0	9.9

자료: LG생활건강, 메리츠종금증권 리서치센터

표12 LG생활건강 세부 매출액 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
생활용품사업부	1,517.7	394.7	337.2	403.6	331.5	1,467.0	407.0	347.4	414.9	343.8	1,513.1
증가율 (% YoY)	-4.8	-4.5	-6.0	-4.3	2.3	-3.3	3.1	3.0	2.8	3.7	3.1
Oral Health	188.6	49.3	43.5	44.1	45.9	182.8	50.3	44.4	44.5	46.9	186.1
증가율 (% YoY)	-0.5	1.2	-10.2	-5.0	2.0	-3.1	2.0	2.0	1.0	2.0	1.8
Hair Care	217.4	50.5	42.5	48.2	47.3	188.5	53.0	44.6	51.6	50.6	199.8
증가율 (% YoY)	-14.6	-25.9	-16.0	-10.0	5.0	-13.3	5.0	5.0	7.0	7.0	6.0
Skin Care	131.4	29.2	30.7	35.8	34.7	130.3	29.2	30.7	36.1	34.7	130.7
증가율 (% YoY)	6.5	-0.5	-3.9	1.0	0.0	-0.8	0.0	0.0	1.0	0.0	0.3
Laundry Detergent	135.6	32.4	28.0	30.7	29.4	120.5	33.0	28.5	31.4	30.0	122.9
증가율 (% YoY)	-6.1	-12.0	-22.0	-10.0	2.0	-11.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Fabric Softener	100.5	22.1	20.9	24.3	22.0	89.3	22.3	21.1	24.5	22.2	90.2
증가율 (% YoY)	-1.7	-13.7	-21.2	-10.0	3.0	-11.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Dishwashing Detergent	65.7	16.2	15.5	17.2	15.0	63.9	16.3	15.7	17.4	15.5	64.8
증가율 (% YoY)	-1.3	-2.1	-8.0	-3.0	3.0	-2.7	1.0	1.0	1.0	3.0	1.5
Others	678.5	195.0	156.1	203.3	137.1	691.6	202.8	162.4	209.4	144.0	718.6
증가율 (% YoY)	-4.9	3.7	5.1	-2.0	2.0	1.9	4.0	4.0	3.0	5.0	3.9
화장품사업부	3,279.9	947.7	953.4	885.6	990.3	3,777.0	1,044.7	1,047.7	978.2	1,086.3	4,157.0
증가율 (% YoY)	3.9	12.1	23.2	14.7	11.5	15.2	10.2	9.9	10.5	9.7	10.1
Whoo	1,413.4	469.1	482.4	458.8	523.3	1,933.7	548.9	559.6	536.8	601.8	2,247.1
증가율 (% YoY)	17.7	35.3	66.3	32.0	22.0	36.8	17.0	16.0	17.0	15.0	16.2
O HUI	145.7	37.9	39.1	33.9	35.8	146.7	39.8	41.0	35.6	37.6	154.0
증가율 (% YoY)	-14.3	-12.1	5.2	7.0	6.0	0.7	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
SU:M	378.2	104.2	115.4	95.2	108.4	423.2	115.7	126.9	104.7	120.4	467.7
증가율 (% YoY)	10.3	6.3	18.3	12.0	11.0	11.9	11.0	10.0	10.0	11.0	10.5
Belif	104.8	25.6	24.8	23.9	28.1	102.3	26.4	25.5	24.6	28.9	105.4
증가율 (% YoY)	6.3	-5.4	-8.5	3.0	2.0	-2.4	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Luxury Others	277.4	71.1	79.1	52.3	71.6	274.0	71.8	79.9	52.8	72.3	276.8
증가율 (% YoY)	-21.9	-2.3	-4.4	1.0	2.0	-1.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Luxury (고가)	2,319.6	707.9	740.8	664.0	767.2	2,879.9	802.5	833.0	754.4	860.9	3,250.9
증가율 (% YoY)	7.0	20.5	38.5	23.2	16.6	24.2	13.4	12.4	13.6	12.2	12.9
Premium (중저가)	960.3	239.8	212.6	221.6	223.1	897.1	242.2	214.7	223.8	225.3	906.1
증가율 (% YoY)	-2.8	-7.0	-11.1	-5.0	-3.0	-6.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
음료사업부	1,307.7	316.8	362.0	373.4	280.2	1,332.4	325.3	372.0	388.0	290.3	1,375.7
증가율 (% YoY)	-2.7	5.7	1.8	-0.9	1.7	1.9	2.7	2.8	3.9	3.6	3.2
Coca-Cola TM	539.9	144.1	147.7	146.1	124.0	561.9	148.5	152.1	151.9	128.9	581.5
증가율 (% YoY)	-1.2	8.8	4.6	1.0	2.0	4.1	3.0	3.0	4.0	4.0	3.5
Cider (Kin/DK/Sprite)	100.0	25.0	27.9	28.9	22.1	103.9	26.0	29.0	30.9	23.2	109.2
증가율 (% YoY)	1.4	4.3	3.1	5.0	3.0	3.9	4.0	4.0	7.0	5.0	5.0
CSD Others	139.6	31.4	38.4	37.0	26.2	132.9	31.4	38.4	37.3	26.4	133.5
증가율 (% YoY)	-7.4	-0.4	-2.8	-10.0	-5.0	-4.8	0.0	0.0	1.0	1.0	0.5
CSD Total	779.5	200.5	213.9	211.9	172.3	798.7	205.9	219.5	220.2	178.6	824.1
증가율 (% YoY)	-2.1	6.7	3.0	-0.6	1.0	2.5	2.7	2.6	3.9	3.7	3.2
Juice	206.8	49.7	56.5	62.4	41.3	209.9	50.2	57.0	63.6	42.1	213.1
증가율 (% YoY)	-7.7	-0.1	3.1	1.0	2.0	1.5	1.0	1.0	2.0	2.0	1.5
Coffee	98.3	20.0	26.8	32.2	23.7	102.7	21.0	28.1	34.5	25.4	108.9
증가율 (% YoY)	-2.5	4.0	6.1	3.0	5.0	4.5	5.0	5.0	7.0	7.0	6.1
Hydration (Sports)	94.8	17.4	29.3	33.2	16.2	96.1	18.3	30.8	34.9	17.0	100.9
증가율 (% YoY)	25.9	11.8	-3.0	-1.0	5.0	1.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Water	77.2	18.1	17.0	20.7	16.2	71.9	19.0	17.9	21.7	16.7	75.2
증가율 (% YoY)	-5.9	9.5	-22.8	-10.0	3.0	-6.9	5.0	5.0	5.0	3.0	4.6
NCSD Others	24.0	5.1	11.9	7.9	5.2	30.1	5.3	12.5	8.3	5.5	31.6
증가율 (% YoY)	-10.4	-0.5	86.6	5.0	5.0	25.6	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
NON-CSD Total	501.1	110.2	141.5	156.4	102.6	510.8	113.8	146.4	163.0	106.7	529.8
증가율 (% YoY)	-1.6	3.9	2.1	-0.4	3.5	1.9	3.2	3.4	4.2	3.9	3.7
Others	27.1	6.0	6.5	5.1	5.2	22.9	5.7	6.2	4.9	4.9	21.7
증가율 (% YoY)	-30.5	5.7	-29.5	-20.0	-10.0	-15.7	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

LG 생활건강 (051900)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,094.1	6,270.5	6,576.4	7,045.8	7,468.5
매출액증가율 (%)	14.4	2.9	4.9	7.1	6.0
매출원가	2,434.0	2,460.9	2,587.9	2,740.6	2,838.0
매출총이익	3,660.0	3,809.5	3,988.5	4,305.2	4,630.5
판매관리비	2,779.1	2,879.2	2,948.8	3,148.5	3,337.4
영업이익	880.9	930.4	1,039.7	1,156.7	1,293.0
영업이익률	14.5	14.8	15.8	16.4	17.3
금융손익	-16.1	-11.1	-5.5	0.3	6.4
증속/관계기업손익	7.3	1.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-119.4	-59.1	-10.0	-5.0	-5.0
세전계속사업이익	752.7	861.4	1,024.2	1,151.9	1,294.4
법인세비용	173.5	242.9	267.3	297.0	345.5
당기순이익	579.2	618.6	756.9	855.0	949.0
지배주주지분 순이익	568.2	606.7	746.3	843.0	935.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	713.4	735.5	902.8	992.2	1,098.6
당기순이익(손실)	579.2	618.6	756.9	855.0	949.0
유형자산상각비	115.7	127.1	127.8	146.9	163.9
무형자산상각비	18.0	19.3	17.0	16.6	16.2
운전자본의 증감	-135.2	-108.3	1.0	-26.3	-30.5
투자활동 현금흐름	-405.5	-333.8	-305.8	-308.9	-308.0
유형자산의증가(CAPEX)	-331.6	-284.2	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-2.2	-37.1	-5.0	-7.7	-6.9
재무활동 현금흐름	-367.1	-351.1	-310.9	-291.1	-318.2
차입금의 증감	-266.9	-190.2	-160.0	-110.0	-110.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-58.1	47.3	286.0	392.2	472.4
기초현금	396.9	338.9	386.2	672.2	1,064.5
기말현금	338.9	386.2	672.2	1,064.5	1,536.9

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,424.6	1,513.4	1,820.7	2,294.9	2,841.2
현금및현금성자산	338.9	386.2	672.2	1,064.5	1,536.9
매출채권	469.7	522.8	520.4	557.6	591.0
재고자산	535.9	546.9	567.8	608.3	644.8
비유동자산	3,077.6	3,264.6	3,424.8	3,568.9	3,695.7
유형자산	1,463.8	1,616.6	1,788.8	1,941.9	2,078.0
무형자산	1,419.9	1,392.8	1,375.8	1,359.1	1,342.9
투자자산	63.7	102.2	107.1	114.8	121.7
자산총계	4,502.2	4,778.0	5,245.5	5,863.9	6,536.8
유동부채	1,146.9	1,244.1	1,227.8	1,236.7	1,238.8
매입채무	228.6	231.5	241.3	258.5	274.0
단기차입금	92.3	71.0	61.0	51.0	41.0
유동성장기부채	184.9	265.0	216.0	167.0	118.0
비유동부채	734.4	451.3	359.2	322.0	283.3
사채	509.2	249.7	149.7	99.7	49.7
장기차입금	7.8	18.3	17.3	16.3	15.3
부채총계	1,881.3	1,695.4	1,587.1	1,558.6	1,522.1
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	-132.8	-132.8	-132.8	-132.8
이익잉여금	2,539.5	3,045.0	3,610.2	4,245.0	4,941.2
비지배주주지분	88.5	85.6	96.1	108.1	121.4
자본총계	2,620.8	3,082.6	3,658.5	4,305.2	5,014.7

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	390,190	401,485	421,071	451,125	478,192
EPS(지배주주)	35,369	37,628	46,327	52,299	57,981
CFPS	66,010	69,504	75,200	84,208	94,003
EBITDAPS	64,965	68,943	75,840	84,528	94,323
BPS	142,927	169,155	201,058	236,885	276,180
DPS	7,500	9,000	10,800	12,420	14,283
배당수익률(%)	0.9	0.8	0.9	1.0	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	24.2	31.6	26.5	23.4	21.1
PCR	13.0	17.1	16.3	14.6	13.0
PSR	2.2	3.0	2.9	2.7	2.6
PBR	6.0	7.0	6.1	5.2	4.4
EBITDA	1,014.6	1,076.8	1,184.5	1,320.2	1,473.2
EV/EBITDA	14.9	18.9	17.4	15.2	13.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	24.9	21.9	22.8	21.7	20.6
EBITDA 이익률	16.6	17.2	18.0	18.7	19.7
부채비율	71.8	55.0	43.4	36.2	30.4
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(X)	44.3	66.7	99.4	149.0	232.2
매출채권회전율(X)	13.7	12.6	12.6	13.1	13.0
재고자산회전율(X)	12.5	11.6	11.8	12.0	11.9

Mirror Series 5
2018. 9. 10

▲ 유통/화장품

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

호텔신라 008770

중국 인바운드 및 해외 모멘텀 확대

- ✓ 3Q 매출액 1.25 조원 (+17.5% YoY), 영업이익 689 억원 (+127.5% YoY) 전망
- ✓ 수익성 중심으로 운영하면서 하반기에도 탄탄한 실적 모멘텀 지속될 전망
- ✓ 2019년 중국 인바운드 소비 회복 및 해외 성장 모멘텀 확대 예상
- ✓ 중국 로컬 면세점 대비 럭셔리 및 K-Beauty 브랜드 라인업 차별적 강점 확보
- ✓ 투자의견 Buy 와 적정주가 150,000 원 유지

Buy

적정주가 (12개월)	150,000 원
현재주가 (9.7)	101,500 원
상승여력	47.8%

KOSPI	2,281.58pt
시가총액	39,837억원
발행주식수	3,925만주
유동주식비율	77.20%
외국인비중	33.89%
52주 최고/최저가	132,000원/52,600원
평균거래대금	530.4억원

주요주주(%)

삼성생명보험 외 5 인	17.36
국민연금	12.71
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.04
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-2.4 25.9 75.9
상대주가	-1.6 32.6 80.9

주가그래프



3Q 영업이익 689 억원 (+127.5% YoY)의 호실적 전망

호텔신라의 3 분기 실적은 연결기준 매출액 1 조 2,538 억원 (+17.5% YoY), 영업이익 689 억원 (+127.5% YoY)를 기록할 전망이다. 최근 중국 소비의 질적인 향상과 함께 젊은 층들이 자신의 개성을 표현하는 경험소비, 가치소비로서 명품 구매가 꾸준히 증가하고 있다. 여름철 화장품 비수기로 일부 카테고리의 성장률이 둔화될 수 있겠지만 전반적으로 3 분기도 양호한 성장세가 지속될 전망이다. 시내 면세점 호조와 함께 인천공항 제 2 터미널 및 홍콩공항 신규 효과로 높은 외형 성장이 기대되며 웨이상들의 구매 확대에 따른 할인율 축소와 알선수수료율 하락 효과 등이 반영되어 영업이익 또한 대폭 증가할 전망이다.

중국 인바운드 소비 회복 및 해외 성장 모멘텀 확대 예상

홍콩 현지에서는 중국 정부의 적극적인 정책 부양에 따른 중국인 관광객 회복으로, 싱가폴은 자체적인 효율성 향상으로, 하반기 해외법인의 실적 개선이 더욱 뚜렷하게 나타날 전망이다. 호텔신라는 2018년부터 홍콩공항 면세점의 화장품 및 명품, 패션 부문을 운영하고 있다. 2019년에는 국내에서 중국인 관광객 회복에 따른 실적 개선세가 지속될 것으로 예상한다. 특히 호텔신라는 중국 로컬 면세점 대비 명품 럭셔리 브랜드 라인업에 강점을 가지고 있으며 독창적인 K-Beauty 브랜드 또한 차별화된 경쟁력이다. 글로벌 상위 면세 사업자로서 호텔신라의 위상은 더욱 강화될 전망이다. 따라서 호텔신라에 대해 투자의견 Buy 와 적정주가 150,000 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
2017	4,011.5	73.1	25.3	637	-9.2	16,687	133.3	5.1	26.0	3.8	236.7
2018E	4,660.8	233.6	152.4	3,876	508.8	20,166	26.2	5.0	14.4	20.7	187.3
2019E	5,240.8	282.1	189.9	4,831	24.6	24,581	21.0	4.1	12.3	21.2	149.7
2020E	5,764.8	340.1	235.4	5,989	24.0	30,133	16.9	3.4	10.2	21.5	118.6

표13 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	4,660.8	5,216.5	4,660.8	5,240.8	0.0	0.5
영업이익	224.7	254.9	233.6	282.1	4.0	10.7
지배주주순이익	145.7	169.5	152.4	189.9	4.6	12.0

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표14 호텔신라 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	4,011.4	1,125.5	1,174.9	1,253.8	1,106.6	4,660.8	1,263.9	1,321.1	1,408.5	1,247.3	5,240.8
증가율 (% YoY)	8.0	28.1	46.7	17.5	24.0	16.2	12.3	12.4	12.3	12.7	12.4
TR	3,571.9	1,013.7	1,054.9	1,127.0	982.8	4,178.4	1,146.7	1,192.3	1,270.8	1,113.8	4,723.5
시내점	2,292.6	581.4	613.2	679.6	546.5	2,420.7	627.9	662.3	733.9	590.2	2,614.3
공항점	1,279.3	432.3	441.7	447.4	436.3	1,757.7	518.8	530.0	536.9	523.6	2,109.2
호텔&레저	439.5	111.8	120.0	126.8	123.8	482.4	117.2	128.8	137.7	133.5	517.2
증가율 (% YoY)											
TR	7.4	29.5	52.6	18.7	26.6	17.0	13.1	13.0	12.8	13.3	13.0
시내점	10.8	22.0	54.0	10.0	15.0	5.6	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
공항점	1.7	41.2	50.7	35.0	45.0	37.4	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
호텔&레저	12.8	16.6	9.4	7.5	6.8	9.8	4.9	7.3	8.5	7.8	7.2
비중 (%)											
TR	89.0	90.1	89.8	89.9	88.8	89.6	90.7	90.2	90.2	89.3	90.1
시내점	57.2	51.7	52.2	54.2	49.4	51.9	49.7	50.1	52.1	47.3	49.9
공항점	31.9	38.4	37.6	35.7	39.4	37.7	41.0	40.1	38.1	42.0	40.2
호텔&레저	11.0	9.9	10.2	10.1	11.2	10.4	9.3	9.8	9.8	10.7	9.9
매출원가 (재료비)	2,363.0	594.1	652.1	665.8	608.6	2,468.7	663.6	676.4	746.5	686.0	2,772.4
증가율 (% YoY)	15.9	N/A	N/A	7.3	20.0	4.5	11.7	12.7	12.1	12.7	12.3
매출원가율 (%)	58.9	52.8	55.5	53.1	55.0	53.0	52.5	51.2	53.0	55.0	52.9
매출총이익	1,648.5	531.4	522.9	588.0	498.0	2,192.1	600.4	644.7	662.0	561.3	2,468.3
증가율 (% YoY)	-1.6	N/A	N/A	31.7	29.3	33.0	13.0	12.2	12.6	12.7	12.6
매출총이익률 (%)	41.1	47.2	44.5	46.9	45.0	47.0	47.5	48.8	47.0	45.0	47.1
판관비	1,575.4	487.2	453.4	519.1	446.9	1,958.5	541.9	562.3	579.9	502.0	2,186.2
증가율 (% YoY)	-1.3	N/A	N/A	24.7	21.0	24.3	11.2	11.3	11.7	12.3	11.6
판관비율 (%)	39.3	43.3	38.6	41.4	40.4	42.0	42.9	42.6	41.2	40.2	41.7
영업이익	73.0	44.2	69.5	68.9	51.0	233.6	58.5	82.4	82.0	59.2	282.1
증가율 (% YoY)	-7.5	341.7	301.7	127.5	228.8	219.8	32.3	18.5	19.0	16.1	20.8
영업이익률 (%)	1.8	3.9	5.9	5.5	4.6	5.0	4.6	6.2	5.8	4.8	5.4
TR	58.5	47.6	64.0	63.1	44.2	218.9	56.2	75.1	75.0	52.3	258.6
증가율 (% YoY)	-25.9	181.7	680.5	168.6	346.7	274.2	18.0	17.4	18.8	18.4	18.1
영업이익률 (%)	1.6	4.7	6.1	5.6	4.5	5.2	4.9	6.3	5.9	4.7	5.5
호텔&레저	14.6	-3.4	5.5	5.8	6.8	14.7	2.3	7.2	7.1	6.9	23.5
증가율 (% YoY)	흑전	적지	-39.6	-14.6	21.1	0.4	흑전	31.9	21.5	1.4	59.8
영업이익률 (%)	3.3	-3.1	4.6	4.6	5.5	3.0	1.9	5.6	5.1	5.2	4.5

주: K-IFRS 1115호 도입에 따른 매출 변경분 반영 기준

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

호텔신라 (008770)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,715.3	4,011.5	4,660.8	5,240.8	5,764.8
매출액증가율 (%)	14.3	8.0	16.2	12.4	10.0
매출원가	2,039.5	2,362.9	2,468.7	2,772.5	3,026.5
매출총이익	1,675.8	1,648.7	2,192.1	2,468.3	2,738.3
판매관리비	1,596.8	1,575.6	1,958.5	2,186.2	2,398.2
영업이익	79.0	73.1	233.6	282.1	340.1
영업이익률	2.1	1.8	5.0	5.4	5.9
금융손익	-10.7	-14.8	-14.8	-13.0	-9.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-15.8	-13.5	-10.0	-9.0	-8.0
세전계속사업이익	52.4	44.8	208.8	260.1	322.4
법인세비용	24.6	19.5	56.4	70.2	87.1
당기순이익	27.8	25.3	152.4	189.9	235.4
지배주주지분 순이익	27.8	25.3	152.4	189.9	235.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	120.8	207.2	154.5	235.7	284.6
당기순이익(손실)	27.8	25.3	152.4	189.9	235.4
유형자산상각비	60.5	58.1	60.5	61.7	62.9
무형자산상각비	14.0	13.3	12.1	8.8	6.3
운전자본의 증감	-22.7	66.4	-93.3	-44.6	-37.2
투자활동 현금흐름	148.1	-162.1	-117.0	-107.0	-97.9
유형자산의증가(CAPEX)	-66.8	-64.9	-70.0	-65.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	179.5	-82.9	-46.4	-41.4	-37.4
재무활동 현금흐름	-245.1	85.3	-136.0	-133.2	-130.5
차입금의 증감	-106.7	118.6	-100.0	-100.0	-100.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	20.8	127.8	-98.5	-4.5	56.2
기초현금	325.8	346.7	474.4	375.9	371.4
기말현금	346.7	474.4	375.9	371.4	427.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,079.1	1,198.4	1,224.3	1,325.3	1,476.9
현금및현금성자산	346.7	474.4	375.9	371.4	427.6
매출채권	117.9	77.1	113.3	127.4	140.2
재고자산	471.3	499.8	564.2	634.4	697.8
비유동자산	961.8	1,051.5	1,095.2	1,131.2	1,159.3
유형자산	706.9	693.1	702.6	705.9	702.9
무형자산	48.2	43.8	31.7	22.9	16.6
투자자산	203.5	286.4	332.7	374.2	411.6
자산총계	2,041.0	2,249.9	2,319.5	2,456.5	2,636.2
유동부채	739.9	910.1	886.8	893.8	898.5
매입채무	205.7	272.9	278.0	312.6	343.9
단기차입금	52.7	21.6	21.6	21.6	21.6
유동성장기부채	100.0	200.0	150.0	100.0	50.0
비유동부채	639.5	671.7	625.4	578.8	531.8
사채	598.9	648.6	598.6	548.6	498.6
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,379.4	1,581.8	1,512.2	1,472.6	1,430.3
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	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2
이익잉여금	371.3	381.6	520.7	697.3	919.4
비지배주주지분	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
자본총계	661.5	668.1	807.3	983.9	1,206.0

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	94,662	102,209	118,753	133,529	146,882
EPS(지배주주)	702	637	3,876	4,831	5,989
CFPS	4,246	3,964	7,548	8,753	10,227
EBITDAPS	3,910	3,682	7,803	8,983	10,431
BPS	16,539	16,687	20,166	24,581	30,133
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	68.6	133.3	26.2	21.0	16.9
PCR	11.3	21.4	13.4	11.6	9.9
PSR	0.5	0.8	0.9	0.8	0.7
PBR	2.9	5.1	5.0	4.1	3.4
EBITDA	153.5	144.5	306.2	352.6	409.4
EV/EBITDA	15.1	26.0	14.4	12.3	10.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	3.8	20.7	21.2	21.5
EBITDA 이익률	4.1	3.6	6.6	6.7	7.1
부채비율	208.5	236.7	187.3	149.7	118.6
금융비용부담률	0.9	0.6	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(X)	2.4	3.3	10.3	14.1	19.8
매출채권회전율(X)	40.7	41.1	48.9	43.5	43.1
재고자산회전율(X)	7.9	8.3	8.8	8.7	8.7

Mirror Series 5
2018. 9. 10

한국콜마 161890

중국 프리미엄 화장품 성장 수혜 전망

▲ 유통/화장품

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

- ✓ 3Q 매출액 3,288 억원 (+69.3% YoY), 영업이익 158 억원 (+2.6% YoY) 전망
- ✓ CKM (CJ 헬스케어)과 한국콜마 제약 부문의 일회성 비용 반영 예상
- ✓ 카버코리아, JMI 등 국내 고객사들의 폭발적인 오더 증가로 화장품 본업 호조
- ✓ 2019년 무석 신공장 가동과 함께 중국 프리미엄 화장품 시장 성장 수혜 전망
- ✓ 투자의견 Buy 와 적정주가 90,000 원 유지

Buy

적정주가 (12개월)	90,000 원
현재주가 (9.7)	74,800 원
상승여력	20.3%

KOSPI	2,281.58pt
시가총액	16,715억원
발행주식수	2,235만주
유동주식비율	70.97%
외국인비중	42.01%
52주 최고/최저가	92,700원/62,000원
평균거래대금	86.5억원

주요주주(%)

주요주주(%)	1개월	6개월	12개월
한국콜마홀딩스 외 38 인	28.71		
NIHON KOLMAR		12.43	
국민연금		10.67	

주가그래프



3Q 제약 부문 일회성 비용 반영 예상

한국콜마의 연결기준 3 분기 실적은 매출액 3,288 억원 (+69.3% YoY), 영업이익 158 억원 (+2.6% YoY)을 기록할 전망이다. 높은 매출 성장에도 영업이익이 지난해 수준에 불과할 것으로 추정하는 이유는 제약 부문에서 별도와 연결기준으로 각각 60 억원 (CSO 영업대행사업 중단관련 비용 인식 시점 차이에 따른 손실), 200 억원 (CJ 헬스케어 위로금)의 일회성 비용 반영이 예상되기 때문이다. 그러나 국내 화장품은 카버코리아 및 제이엠솔루션 호조가 지속되는 가운데 애터미 신제품 효과 (이브닝케어 라인)로 +23.7% YoY 의 호실적이 기대된다. 미국 PTP 및 캐나다 CSR 또한 미국 생산 가동 정상화와 캐나다 신규 마스크팩 라인 확대로 상반기 대비 하반기 실적이 큰 폭으로 개선될 전망이다.

2019년 중국 기능성 화장품 시장 성장 수혜 전망

한국콜마에 대해 투자의견 Buy 와 적정주가 90,000 원을 유지한다. 탄탄한 화장품 본업 성장이 지속되는 가운데 CKM (CJ 헬스케어) 인수 효과로 당분간 높은 성장세가 예상된다. CKM 인수로 부채 부담 증가 (2018년 기준 순차입금 8,158 억원 추정)는 어렵지만 현 주가에 재무적인 우려감은 대부분 반영되어 있으며 하반기 화장품 본업 호조와 2019년 중국 무석 신공장 성과에 따른 주가 회복이 가능하다고 판단한다. 최근 중국 화장품 시장에서 더마코스메틱과 코스메슈티컬, 병의원 기반의 에스테틱 등이 이제 막 떠오르고 있는 가운데 한국콜마는 기능성화장품의 강점을 바탕으로 4 분기부터 무석공장의 본격적인 가동을 개시할 예정이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	667.5	73.4	53.1	2,516	16.9	12,790	26.2	5.1	16.9	21.6	71.3
2017	821.6	67.0	47.3	2,240	-8.6	14,458	36.6	5.7	21.7	16.4	101.0
2018E	1,320.0	81.5	49.8	2,298	-23.3	20,055	32.6	3.7	25.9	13.2	193.3
2019E	1,692.5	127.1	64.4	2,880	81.0	22,635	26.0	3.3	18.0	13.5	178.4
2020E	1,946.4	157.7	90.6	4,052	40.7	26,387	18.5	2.8	14.9	16.5	161.7

표15 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	1,326.7	1,700.0	1,320.0	1,692.5	-0.5	-0.4
영업이익	96.5	134.1	81.5	127.1	-15.5	-5.2
지배주주순이익	63.0	67.0	49.8	64.4	-21.0	-3.9

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표16 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	821.6	242.5	360.1	328.8	388.7	1,320.0	413.3	450.3	386.6	442.2	1,692.5
증가율 (% YoY)	23.1	20.4	73.9	69.3	77.5	60.7	70.4	25.1	17.6	13.8	28.2
별도매출액 (국내)	681.6	208.4	245.9	184.7	200.0	839.0	235.2	275.5	207.6	225.1	943.5
CKM (CJ헬스케어)		0.1	80.0	110.0	140.0	330.1	140.0	130.0	140.0	160.0	570.0
중국법인 (북경+무석)	57.6	15.8	21.7	14.8	28.6	80.9	19.8	27.1	18.5	35.8	101.2
미국PTP	66.9	14.2	13.4	18.3	15.2	61.2	14.9	14.1	19.3	16.0	64.2
캐나다CSR	27.9	8.0	8.2	5.9	9.9	32.0	8.4	8.6	6.2	10.4	33.6
비중 (%)											
별도매출액 (국내)	83.0	86.0	68.3	56.2	51.5	63.6	56.9	61.2	53.7	50.9	55.7
CKM (CJ헬스케어)			22.2	33.5	36.0	25.0	33.9	28.9	36.2	36.2	33.7
중국법인 (북경+무석)	7.0	6.5	6.0	4.5	7.4	6.1	4.8	6.0	4.8	8.1	6.0
미국PTP	8.1	5.9	3.7	5.6	3.9	4.6	3.6	3.1	5.0	3.6	3.8
캐나다CSR	3.4	3.3	2.3	1.8	2.5	2.4	2.0	1.9	1.6	2.3	2.0
증가율 (% YoY)											
별도매출액 (국내)	10.0	23.0	43.7	13.6	12.0	23.1	12.9	12.1	12.4	12.5	12.5
CKM (CJ헬스케어)									27.3	14.3	72.7
중국법인 (북경+무석)	10.6	47.7	51.7	30.0	35.0	40.5	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
미국PTP	391.9	-14.5	-18.8	-5.0	5.0	-8.6	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
캐나다CSR		21.2	0.0	60.0	5.0	14.7	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출원가	643.8	195.9	261.0	243.3	287.7	987.8	297.6	324.2	282.2	322.8	1,226.9
증가율 (% YoY)	25.3	27.1	61.1	60.2	63.6	53.4	51.9	24.2	16.0	12.2	24.2
매출원가율 (%)	78.4	80.8	72.5	74.0	74.0	74.8	72.0	72.0	73.0	73.0	72.5
매출총이익	177.8	46.6	99.0	85.5	101.1	332.2	115.7	126.1	104.4	119.4	465.6
증가율 (% YoY)	15.8	-1.4	119.8	101.9	134.4	86.8	148.2	27.3	22.1	18.1	40.2
매출총이익률 (%)	21.6	19.2	27.5	26.0	26.0	25.2	28.0	28.0	27.0	27.0	27.5
판관비	110.8	28.1	74.5	69.7	77.7	250.0	82.7	90.1	77.3	88.4	338.5
증가율 (% YoY)	38.6	5.3	165.0	158.7	166.8	125.5	194.6	20.9	11.0	13.8	35.4
판관비증 (%)	13.5	11.6	20.7	21.2	20.0	18.9	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
영업이익	67.0	18.0	24.6	15.8	23.3	81.6	33.1	36.0	27.1	31.0	127.1
증가율 (% YoY)	-8.9	-13.0	44.8	2.6	66.9	21.9	84.0	46.6	71.5	32.7	55.7
영업이익률 (%)	8.2	7.4	6.8%	4.8	6.0	6.2	8.0	8.0	7.0	7.0	7.5

표17 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	681.6	208.4	245.9	184.7	200.0	839.0	235.2	275.5	207.6	225.1	943.5
증가율 (% YoY)	10.0	23.0	43.7	13.6	12.0	23.1	12.9	12.1	12.4	12.5	12.5
화장품	457.0	146.2	193.1	141.1	156.7	647.3	178.0	217.5	159.7	177.5	732.7
화장품 내수			175.8	126.1	139.7	587.8	163.7	193.4	138.7	153.7	649.6
화장품 수출	32.5	10.2	17.2	15.0	17.0	59.4	14.3	24.1	21.0	23.8	83.2
제약	192.1	52.0	52.8	43.6	43.3	191.7	57.2	58.1	47.9	47.6	210.8
비중 (%)											
화장품	67.0	70.1	78.5	76.4	78.4	77.2	75.7	78.9	76.9	78.8	77.7
제약	28.2	24.9	21.5	23.6	21.6	22.8	24.3	21.1	23.1	21.2	22.3
증가율 (% YoY)											
화장품	11.2	27.0	58.3	23.7	20.2	32.2	13.8	12.6	13.2	13.3	13.2
화장품 내수			52.5	20.0	15.0	28.6	12.0	10.0	10.0	10.0	10.5
화장품 수출	-24.9	29.1	156.7	66.7	91.0	82.8	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
제약	16.1	11.8	7.5	-10.0	-10.0	-0.2	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
매출원가	535.9	169.2	198.9	147.7	160.0	675.8	189.4	221.3	164.2	178.5	753.4
증가율 (% YoY)	11.6	29.1	48.0	15.0	12.7	26.1	11.9	11.3	11.2	11.6	11.5
매출원가율 (%)	78.6	81.2	80.9	80.0	80.0	80.6	80.5	80.3	79.1	79.3	79.8
매출총이익	145.7	39.2	47.0	36.9	40.0	163.1	45.9	54.3	43.4	46.6	190.1
증가율 (% YoY)	4.5	2.1	28.0	8.6	9.5	12.0	17.0	15.5	17.5	16.5	16.6
매출총이익률 (%)	21.4	18.8	19.1	20.0	20.0	19.4	19.5	19.7	20.9	20.7	20.2
판관비	84.4	21.8	24.5	24.0	22.4	92.7	25.9	28.9	24.9	26.3	106.1
증가율 (% YoY)	21.6	5.5	12.9	18.2	3.2	9.9	18.5	18.3	3.8	17.6	14.4
판관비증 (%)	12.4	10.5	10.0	13.0	11.2	11.1	11.0	10.5	12.0	11.7	11.2
영업이익	61.3	17.1	22.5	12.9	17.6	70.2	20.0	25.3	18.5	20.3	84.1
증가율 (% YoY)	-12.4	-3.4	49.8	-5.7	18.7	14.5	16.9	12.5	43.0	15.1	19.8
영업이익률 (%)	9.0	8.2	9.2	7.0	8.8	8.4	8.5	9.2	8.9	9.0	8.9

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

표18 한국콜마 화장품 Capa 현황

(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
국내법인 화장품 (기초+색조)								
매출액	257.8	254.5	324.8	375.0	454.2	489.5	647.3	732.7
증가율(%)	25.0	-1.3	27.6	15.5	21.1	7.8	32.2	13.2
Capa	400	400	700	750	750	800	800	800
증가율(%)	0.0	0.0	75.0	7.1	0.0	6.7	0.0	0.0
기동률(%)	64.4	63.6	46.4	50.0	60.6	61.2	80.9	91.6
중국법인 화장품 (복경+무선향)								
매출액	7.8	17.9	27.0	37.0	52.1	57.6	80.9	101.2
증가율(%)	56.0	129.5	50.9	37.1	40.6	10.6	40.5	25.0
Capa	50	50	50	150	150	150	350	500
증가율(%)	0.0	0.0	0.0	200.0	0.0	0.0	133.3	42.9
기동률(%)	15.6	35.8	54.0	24.7	34.7	38.4	23.1	20.2

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	667.5	821.6	1,320.0	1,692.5	1,946.4
매출액증가율 (%)	24.6	23.1	60.7	28.2	15.0
매출원가	514.0	643.8	987.8	1,226.9	1,547.4
매출총이익	153.5	177.8	332.2	465.6	399.0
판매관리비	80.1	110.8	250.7	338.5	241.4
영업이익	73.4	67.0	81.5	127.1	157.7
영업이익률	11.0	8.2	6.2	7.5	8.1
금융손익	-2.6	-3.7	-31.7	-33.8	-27.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	-1.3	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	71.3	62.0	49.8	93.4	130.2
법인세비용	18.1	13.4	11.6	21.9	29.6
당기순이익	53.2	48.6	38.3	71.5	100.6
지배주주지분 순이익	53.1	47.3	49.8	64.4	90.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	38.2	5.4	13.8	52.7	96.1
당기순이익(손실)	53.2	48.6	38.3	71.5	100.6
유형자산상각비	10.8	16.0	26.1	28.3	27.4
무형자산상각비	1.1	3.2	3.0	2.8	2.6
운전자본의 증감	-32.5	-61.0	-53.6	-49.9	-34.5
투자활동 현금흐름	-21.5	-156.2	-1,193.7	-32.4	-32.4
유형자산의증가(CAPEX)	-44.8	-68.6	-90.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-0.0	-4.2	-121.2	-7.6	-7.4
재무활동 현금흐름	10.9	135.2	1,261.7	-76.7	-46.7
차입금의 증감	34.4	134.7	1,168.0	-70.0	-40.0
자본의 증가	0.0	0.1	100.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	10.7	-12.6	81.8	-56.4	17.0
기초현금	16.2	26.9	14.3	454.6	398.2
기말현금	26.9	14.3	454.6	398.2	415.2

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	264.1	365.9	973.3	1,034.9	1,134.6
현금및현금성자산	26.9	14.3	454.6	398.2	415.2
매출채권	127.5	160.0	231.6	296.9	341.5
재고자산	86.1	105.7	165.0	211.6	243.3
비유동자산	228.9	302.6	1,439.9	1,436.3	1,433.7
유형자산	185.0	236.2	300.1	291.8	284.5
무형자산	40.5	58.0	1,010.0	1,007.2	1,004.7
투자자산	0.1	4.3	125.5	133.1	140.5
자산총계	492.9	668.6	2,413.1	2,471.2	2,568.3
유동부채	196.2	212.0	463.6	474.8	496.5
매입채무	104.2	100.7	164.6	211.0	242.7
단기차입금	57.2	76.7	196.7	176.7	156.7
유동성장기부채	1.1	2.0	50.0	20.0	20.0
비유동부채	9.1	124.0	1,126.8	1,108.9	1,090.4
사채	0.0	99.7	99.7	99.7	99.7
장기차입금	4.8	19.5	1,019.5	999.5	979.5
부채총계	205.2	335.9	1,590.4	1,583.7	1,586.9
자본금	10.6	10.6	11.2	11.2	11.2
자본잉여금	116.3	116.4	215.7	215.7	215.7
기타포괄이익누계액	1.9	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
이익잉여금	141.2	180.7	223.7	281.3	365.2
비지배주주지분	17.8	27.5	374.5	381.7	391.8
자본총계	287.7	332.6	822.7	887.5	981.4

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	31,633	38,937	60,968	75,739	87,100
EPS(지배주주)	2,516	2,240	2,298	2,880	4,052
CFPS	4,170	4,085	4,418	6,856	8,395
EBITDAPS	4,041	4,083	5,110	7,080	8,395
BPS	12,790	14,458	20,055	22,635	26,387
DPS	250	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	26.2	36.6	32.6	26.0	18.5
PCR	15.8	20.1	16.9	10.9	8.9
PSR	2.1	2.1	1.2	1.0	0.9
PBR	5.1	5.7	3.7	3.3	2.8
EBITDA	85.3	86.2	110.7	158.2	187.6
EV/EBITDA	16.9	21.7	25.9	18.0	14.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.6	16.4	13.2	13.5	16.5
EBITDA 이익률	12.8	10.5	8.4	9.3	9.6
부채비율	71.3	101.0	193.3	178.4	161.7
금융비용부담률	0.1	0.5	1.8	2.4	2.0
이자보상배율(X)	73.4	16.9	3.4	3.1	4.1
매출채권회전율(X)	6.1	5.7	6.7	6.4	6.1
재고자산회전율(X)	10.1	8.6	9.8	9.0	8.6

Mirror Series 5
2018. 9. 10

아모레퍼시픽 090430

K-Beauty 선구자의 길

▲ 유통/화장품

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

- ✓ 3Q 매출액 1.33 조원 (+9.6% YoY)와 영업이익 1,311 억원 (+29.6% YoY) 전망
- ✓ 중국법인의 성장을 둔화 예상, 홍콩 성장을 회복과 동남아의 높은 성장 기대
- ✓ 적극적인 해외 확장으로 2019년 외형성장을 회복 이어질 전망
- ✓ 중장기적인 브랜드 경쟁력 회복과 함께 해외 신시장에서의 투자 성과 기대
- ✓ 투자의견 Trading Buy 와 적정주가 320,000 원 유지

Trading Buy

적정주가 (12개월)	320,000 원
현재주가 (9.7)	263,000 원
상승여력	21.7%

KOSPI	2,281.58pt
시가총액	153,746억원
발행주식수	5,846만주
유동주식비율	52.38%
외국인비중	34.75%
52주 최고/최저가	351,500원/239,500원
평균거래대금	450.3억원

주요주주(%)	1개월	6개월	12개월
아모레퍼시픽그룹 외 3 인	47.56		
국민연금		8.09	
GIC Private Limited		6.04	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.1	-6.9	-6.2
상대주가	-4.3	-2.0	-3.6

주가그래프



3Q 영업이익 1,311 억원 (+29.6% YoY) 예상

아모레퍼시픽의 3 분기 실적은 매출액 1조 3,258 억원 (+9.6% YoY)과 영업이익 1,311 억원 (+29.6% YoY)을 기록할 전망이다. 중국인 입국자 수 회복과 함께 면세점 성장률이 +20% YoY 수준이 예상되며 이에 따른 국내법인의 매출액은 +7.9% YoY, 영업이익은 +17.9% YoY 증가할 것으로 판단한다. 해외법인 매출액은 +10.7% YoY, 영업이익은 +15% YoY 증가할 전망이며 아시아법인의 매출액 성장률은 +12% YoY 수준이 예상된다. 아시아법인 내 중국 현지법인의 성장률은 중국 소비 둔화 영향이 불가피하겠지만 홍콩법인의 성장을 회복과 동남아 등에서의 높은 성장이 기대된다.

적극적인 해외 확장으로 2019년 외형 성장을 회복 전망

해외 신시장에서 새로운 아모레퍼시픽 브랜드들에 대한 소비자들의 관심도가 높은 것으로 전해진다. 하반기 마케팅 투자 확대에 따른 비용 증가 요인이 잠재하지만 적극적인 해외 확장으로 외형 성장을 회복이 이어질 전망이다.

따라서 아모레퍼시픽에 대한 투자의견 Trading Buy 와 적정주가 320,000 원을 유지한다. 시장 기대치보다 실적 회복 속도가 더디게 나타나면서 단기적으로 주가 상승 모멘텀은 크지 않겠지만 중장기적인 브랜드 경쟁력 회복과 함께 해외 신시장에서의 투자 성과를 지켜볼 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
2017	5,123.8	596.4	394.0	6,508	-38.9	60,186	46.8	5.1	23.2	9.8	28.7
2018E	5,351.9	616.3	457.9	7,594	16.7	65,318	34.6	4.0	18.7	10.6	27.7
2019E	5,850.9	718.9	533.5	8,840	16.2	71,245	29.8	3.7	16.3	11.3	27.2
2020E	6,377.5	789.7	583.1	9,632	9.0	77,609	27.3	3.4	14.7	11.4	26.8

표19 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	5,404.8	6,083.6	5,351.9	5,850.9	-1.0	-3.8
영업이익	632.5	735.3	616.3	718.9	-2.6	-2.2
지배주주순이익	469.8	545.6	457.9	533.5	-2.5	-2.2

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표20 아모레퍼시픽 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	5,123.9	1,431.6	1,343.7	1,325.8	1,250.9	5,352.0	1,563.1	1,468.0	1,446.0	1,373.8	5,851.0
증가율 (% YoY)	-9.2	-8.8	11.5	9.6	9.7	4.5	9.2	9.3	9.1	9.8	9.3
매출원가	1,379.7	382.4	358.9	384.5	337.7	1,463.5	414.2	384.6	404.9	364.1	1,567.8
증가율 (% YoY)	-3.2	-0.9	11.2	8.5	6.7	6.1	8.3	7.2	5.3	7.8	7.1
매출원가율 (%)	26.9	26.7	26.7	29.0	27.0	27.3	26.5	26.2	28.0	26.5	26.8
매출총이익	3,744.0	1,049.2	984.8	941.3	913.2	3,888.5	1,148.9	1,083.4	1,041.2	1,009.8	4,283.2
증가율 (% YoY)	-11.3	-11.3	11.6	10.0	10.9	3.9	9.5	10.0	10.6	10.6	10.2
매출총이익률 (%)	73.1	73.3	73.3	71.0	73.0	72.7	73.5	73.8	72.0	73.5	73.2
판관비	3,147.7	813.3	839.0	810.2	809.6	3,272.2	883.9	911.1	881.9	887.4	3,564.3
증가율 (% YoY)	-6.7	-6.1	7.5	7.4	8.5	4.0	8.7	8.6	8.8	9.6	8.9
판관비중 (%)	59.7	55.2	64.8	62.4	65.5	61.4	56.8	61.5	59.8	62.9	60.2
Personnel (인건비)	454.8	115.5	134.1	134.5	101.0	485.1	121.3	140.8	141.2	111.1	514.4
증가율 (% YoY)	4.2	-6.0	19.7	5.0	10.0	6.7	5.0	5.0	5.0	10.0	6.0
매출대비 (%)	8.9	8.1	10.0	10.1	8.1	9.1	7.8	9.6	9.8	8.1	8.8
A&P (광고판촉비)	540.4	134.6	139.6	133.6	159.4	567.2	145.4	150.8	144.3	172.1	612.6
증가율 (% YoY)	-3.1	6.5	-4.0	8.0	10.0	5.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
매출대비 (%)	10.5	9.4	10.4	10.1	12.7	10.6	9.3	10.3	10.0	12.5	10.5
Commission (수수료)	1,269.0	336.3	334.3	317.1	307.3	1,295.1	369.9	367.7	348.8	338.1	1,424.6
증가율 (% YoY)	-13.6	-15.2	9.7	10.0	10.0	2.1	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
매출대비 (%)	24.8	23.5	24.9	23.9	24.6	24.2	23.7	25.0	24.1	24.6	24.3
기타	883.5	226.9	231.0	225.0	241.9	924.8	247.3	251.8	247.5	266.1	1,012.7
증가율 (% YoY)	-2.9	3.0	5.8	5.0	5.0	4.7	9.0	9.0	10.0	10.0	9.5
영업이익	596.3	235.9	145.8	131.1	103.5	616.3	265.0	172.3	159.3	122.4	718.9
증가율 (% YoY)	-29.7	-25.5	43.6	29.6	34.6	3.4	12.3	18.2	21.5	18.2	16.6
영업이익률 (%)	11.6	16.5	10.9	9.9	8.3	11.5	17.0	11.7	11.0	8.9	12.3

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠종금증권 리서치센터

표21 아모레퍼시픽 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	5,123.9	1,431.6	1,343.7	1,325.8	1,250.9	5,352.0	1,563.1	1,468.0	1,446.0	1,373.8	5,851.0
증가율 (% YoY)	-9.2	-8.8	11.5	9.6	9.7	4.5	9.2	9.3	9.1	9.8	9.3
국내 Total											
매출액	3,347.4	940.8	877.7	852.8	690.9	3,362.2	1,011.1	943.9	914.2	743.5	3,612.7
증가율(% YoY)	-16.3	-14.8	9.0	7.9	6.7	0.4	7.5	7.5	7.2	7.6	7.4
영업이익	402.0	157.5	92.6	78.9	56.4	390.1	171.3	122.4	98.7	65.8	458.1
증가율(% YoY)	-40.7	-32.7	12.1	17.9	64.8	-3.0	8.7	32.1	25.2	16.7	17.5
영업이익률(%)	12.0	16.7	10.6	9.2	8.2	11.6	16.9	13.0	10.8	8.8	12.7
Luxury Brands	1,767.4	505.2	485.4	453.5	382.2	1,826.3	564.6	543.5	507.7	427.7	2,043.5
증가율(% YoY)	-16.5	-13.0	12.0	11.4	11.2	3.3	11.8	12.0	12.0	11.9	11.9
Sulwhasoo	1,151.5	328.3	318.6	294.4	256.8	1,198.2	377.6	366.4	338.6	295.3	1,377.9
증가율(% YoY)	-17.5	-18.3	17.4	15.0	15.0	4.1	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
Hera	378.3	108.2	90.4	83.0	79.2	360.8	111.4	93.1	85.5	81.6	371.7
증가율(% YoY)	-19.9	-8.4	-8.8	1.0	2.0	-4.6	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Vitabeautie	123.9	36.7	42.1	50.0	20.8	149.6	40.4	46.3	55.0	22.9	164.6
증가율(% YoY)	6.8	23.0	37.6	15.0	15.0	20.8	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Others-Luxury	113.8	32.0	34.2	26.0	25.3	117.6	35.2	37.7	28.6	27.9	129.4
증가율(% YoY)	6.0	-11.0	-11.7	-19.0	-14.2	-13.8	3.4	3.6	3.0	3.0	3.3
Premium Brands	887.1	227.7	205.4	198.0	175.1	806.1	231.7	209.2	202.1	178.5	821.4
증가율(% YoY)	-21.6	-25.3	-3.4	3.6	-0.9	-9.1	1.8	1.9	2.0	1.9	1.9
Laneige	445.2	123.2	114.1	115.4	101.3	454.0	129.4	119.8	121.2	106.3	476.7
증가율(% YoY)	-19.9	-19.1	20.0	15.0	5.0	2.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Iope	224.3	50.8	44.8	39.8	33.8	169.2	51.3	45.2	40.2	34.1	170.9
증가율(% YoY)	-31.6	-37.0	-29.7	-10.0	-10.0	-24.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Mamonde	70.3	17.9	18.4	16.6	15.0	67.9	17.0	17.5	15.8	14.2	64.5
증가율(% YoY)	-7.5	-22.9	4.0	5.0	5.0	-3.5	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
Others-Premium	143.9	35.8	28.1	26.2	25.1	115.1	34.0	26.7	24.9	23.8	109.3
증가율(% YoY)	-18.2	-26.4	-24.2	-15.0	-10.0	-20.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
Mass Brands	468.6	147.7	103.6	143.7	84.9	479.9	150.4	106.0	145.5	87.5	489.5
증가율(% YoY)	-6.3	-2.4	4.5	3.9	5.8	2.4	1.9	2.4	1.3	3.0	2.0
Ryo	117.2	40.5	27.2	32.4	23.0	123.1	43.3	29.1	34.7	24.6	131.7
증가율(% YoY)	-5.5	-6.1	16.5	8.0	6.0	5.1	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
Mise-en-scene	143.9	45.2	32.5	38.2	34.0	149.8	46.5	33.4	39.3	35.0	154.3
증가율(% YoY)	2.8	2.2	0.8	5.0	5.0	4.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Happy Bath	87.0	20.7	21.9	25.7	16.3	84.7	21.3	22.6	26.5	16.8	87.2
증가율(% YoY)	-1.1	-6.3	-9.2	5.0	5.0	-2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Others-Mass	120.5	41.4	21.9	47.4	11.7	122.4	39.3	20.8	45.0	11.1	116.3
증가율(% YoY)	-18.6	-1.4	13.5	0.0	0.0	1.6	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
OSULLOC	46.9	13.2	13.2	13.3	12.0	51.6	13.6	13.6	13.7	12.4	53.2
증가율(% YoY)	-9.9	8.4	9.0	5.0	3.0	10.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Others	177.4	49.9	70.2	44.3	36.7	201.1	50.9	71.6	45.2	37.4	205.1
증가율(% YoY)	-11.3	-9.7	45.3	10.0	5.0	13.4	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
해외 Total											
매출액	1,820.5	500.8	476.7	473.0	560.0	2,010.4	552.0	524.1	531.8	630.4	2,238.3
증가율(% YoY)	7.3	5.0	16.7	10.7	10.3	10.4	10.2	9.9	12.4	12.6	11.3
영업이익	194.3	81.5	45.4	52.2	47.2	226.3	93.7	49.9	60.6	56.6	260.8
증가율(% YoY)	-7.7	-7.5	129.3	15.0	15.0	16.4	15.0	10.0	16.0	20.0	15.3
영업이익률(%)	10.7	16.3	9.5	11.0	8.4	11.3	17.0	9.5	11.4	9.0	11.7
아시아	1,731.9	478.0	456.2	455.2	547.8	1,937.2	535.4	510.9	509.8	613.6	2,169.7
증가율(% YoY)	9.9	6.5	16.4	12.0	13.0	11.9	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
유럽	35.7	7.6	6.3	8.3	7.7	29.9	8.4	6.9	9.1	8.5	32.9
증가율(% YoY)	-47.6	-53.7	16.7	15.0	15.0	-16.3	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
미국	52.9	15.3	14.2	17.1	19.4	66.1	18.4	17.0	20.6	23.3	79.3
증가율(% YoY)	-0.8	30.8	25.7	25.0	20.0	24.9	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,645.4	5,123.8	5,351.9	5,850.9	6,377.5
매출액증가율 (%)	18.4	-9.2	4.5	9.3	9.0
매출원가	1,424.8	1,379.7	1,463.5	1,567.8	1,702.8
매출총이익	4,220.7	3,744.1	3,888.4	4,283.1	4,674.7
판매관리비	3,372.6	3,147.7	3,272.1	3,564.2	3,885.0
영업이익	848.1	596.4	616.3	718.9	789.7
영업이익률	15.0	11.6	11.5	12.3	12.4
금융손익	11.7	10.7	9.5	14.5	20.9
종속/관계기업손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.3	-39.9	3.0	3.0	3.0
세전계속사업이익	856.6	567.3	628.8	736.4	813.7
법인세비용	210.8	169.3	166.3	198.6	225.8
당기순이익	645.7	398.0	462.6	537.8	587.9
지배주주지분 순이익	639.3	394.0	457.9	533.5	583.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	677.0	512.6	710.5	774.2	829.6
당기순이익(손실)	645.7	398.0	462.6	537.8	587.9
유형자산상각비	181.2	223.7	245.6	249.9	253.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-163.3	-93.0	2.4	-13.5	-11.9
투자활동 현금흐름	-609.6	-400.8	-395.2	-301.0	-294.4
유형자산의증가(CAPEX)	-494.8	-768.6	-380.0	-280.0	-280.0
투자자산의감소(증가)	-4.7	-6.0	-2.8	-6.1	-6.4
재무활동 현금흐름	-133.0	-110.9	-98.3	-118.6	-139.3
차입금의 증감	-21.7	-18.2	-9.9	-14.9	-14.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-63.5	-19.5	217.0	354.6	395.9
기초현금	687.2	623.7	604.2	821.2	1,175.9
기말현금	623.7	604.2	821.2	1,175.9	1,571.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,116.4	1,677.5	1,954.5	2,422.7	2,930.8
현금및현금성자산	623.7	604.2	821.2	1,175.9	1,571.7
매출채권	294.5	324.7	323.3	353.5	385.3
재고자산	409.9	374.8	409.8	448.0	488.3
비유동자산	3,065.2	3,698.2	3,835.4	3,871.7	3,904.4
유형자산	2,358.6	2,613.2	2,747.6	2,777.8	2,804.1
무형자산	228.1	239.7	239.7	239.7	239.7
투자자산	56.4	62.4	65.1	71.2	77.6
자산총계	5,181.6	5,375.7	5,789.9	6,294.4	6,835.3
유동부채	1,171.2	1,046.5	1,101.9	1,187.2	1,277.7
매입채무	165.9	132.1	155.6	170.1	185.4
단기차입금	96.4	85.1	75.1	65.1	55.1
유동성장기부채	48.3	0.0	5.0	5.0	5.0
비유동부채	113.7	153.9	153.8	159.6	166.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	42.9	37.9	32.9	27.9
부채총계	1,285.0	1,200.3	1,255.7	1,346.8	1,443.7
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	-40.1	-40.1	-40.1	-40.1
이익잉여금	3,158.7	3,456.5	3,810.7	4,219.8	4,659.0
비지배주주지분	17.8	21.6	26.2	30.5	35.2
자본총계	3,896.6	4,175.4	4,534.2	4,947.6	5,391.5

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	96,572	87,649	91,550	100,086	109,094
EPS(지배주주)	10,649	6,508	7,594	8,840	9,632
CFPS	18,036	14,518	14,794	16,623	17,899
EBITDAPS	17,607	14,028	14,743	16,572	17,848
BPS	56,202	60,186	65,318	71,245	77,609
DPS	1,580	1,280	1,536	1,843	2,120
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.6	0.7	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	30.2	46.8	34.6	29.8	27.3
PCR	17.8	21.0	17.8	15.8	14.7
PSR	3.3	3.5	2.9	2.6	2.4
PBR	5.7	5.1	4.0	3.7	3.4
EBITDA	1,029.3	820.1	861.9	968.8	1,043.3
EV/EBITDA	19.5	23.2	18.7	16.3	14.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.7	9.8	10.6	11.3	11.4
EBITDA 이익률	18.2	16.0	16.1	16.6	16.4
부채비율	33.0	28.7	27.7	27.2	26.8
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(X)	217.5	193.6	222.7	288.5	365.2
매출채권회전율(X)	19.7	16.6	16.5	17.3	17.3
재고자산회전율(X)	15.4	13.1	13.6	13.6	13.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 9월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 9월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 9월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:양지혜)

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

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%
2018년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율	

LG 생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

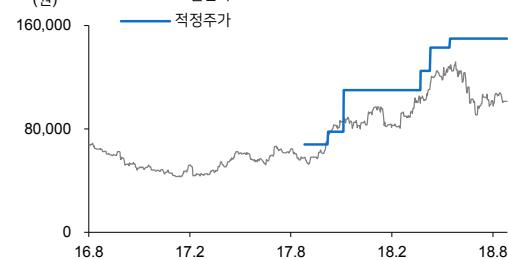
* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.10.13	산업분석	Buy	1,100,000	양지혜	-17.8	-16.0	
2016.10.26	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-22.3	-16.0	
2016.11.24	산업분석	Buy	1,100,000	양지혜	-23.4	-16.0	
2017.01.06	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-23.1	-16.0	
2017.01.25	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-23.4	-16.0	
2017.03.23	기업브리프	Trading Buy	960,000	양지혜	-14.6	-8.2	
2017.05.02	기업브리프	Trading Buy	960,000	양지혜	-8.9	4.2	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-14.8	-12.4	
2017.07.11	기업브리프	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-16.3	-12.4	
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-16.2	-1.7	
2017.10.25	기업브리프	Trading Buy	1,300,000	양지혜	-8.5	-3.8	
2017.11.13	산업분석	Buy	1,500,000	양지혜	-19.3	-17.5	
2017.11.27	산업분석	Buy	1,500,000	양지혜	-20.2	-17.5	
2018.01.08	기업브리프	Buy	1,500,000	양지혜	-19.9	-16.7	
2018.01.24	기업브리프	Buy	1,500,000	양지혜	-21.6	-16.7	
2018.02.27	기업브리프	Buy	1,500,000	양지혜	-19.6	-7.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	1,600,000	양지혜	-11.7	-7.5	
2018.07.06	기업브리프	Buy	1,600,000	양지혜	-13.7	-7.5	
2018.07.25	기업브리프	Buy	1,600,000	양지혜	-18.1	-7.5	
2018.09.10	산업분석	Buy	1,600,000	양지혜	-	-	

호텔신라 (008770) 투자등급변경 내용

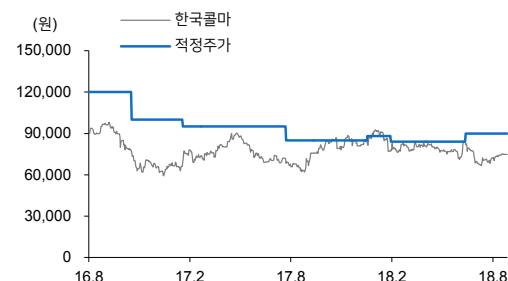
* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
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	산업분석	Buy	110,000	양지혜	-20.2	-11.8		
2018.01.26	기업브리프	Buy	110,000	양지혜	-20.3	-11.7		
2018.02.27	산업분석	Buy	110,000	양지혜	-18.8	-4.1		
2018.04.13	기업브리프	Buy	125,000	양지혜	-15.8	-11.6		
2018.04.30	기업브리프	Buy	143,000	양지혜	-14.4	-10.5		
2018.06.04	산업분석	Buy	150,000	양지혜	-18.0	-12.0		
2018.07.04	기업브리프	Buy	150,000	양지혜	-25.2	-12.0		
2018.07.30	기업브리프	Buy	150,000	양지혜	-27.8	-12.0		
2018.09.10	산업분석	Buy	150,000	양지혜	-	-		

**한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용**

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.09.20	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-22.0	-18.3		
2016.10.13	산업분석	Buy	120,000	양지혜	-25.3	-18.3		
2016.11.14	기업브리프	Buy	100,000	양지혜	-33.7	-23.5		
2017.02.13	기업브리프	Buy	95,000	양지혜	-21.8	-17.9		
2017.04.17	기업브리프	Buy	95,000	양지혜	-19.5	-5.1		
2017.08.16	기업브리프	Trading Buy	85,000	양지혜	-9.2	4.2		
2018.01.08	기업브리프	Trading Buy	88,000	양지혜	-0.2	5.3		
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	84,000	양지혜	-7.0	-7.0		
2018.02.20	기업브리프	Trading Buy	84,000	양지혜	-5.9	0.6		
2018.07.02	기업브리프	Trading Buy	90,000	양지혜	-10.5	-8.4		
2018.07.06	기업브리프	Buy	90,000	양지혜	-19.1	-8.4		
2018.08.16	기업브리프	Buy	90,000	양지혜	-18.9	-8.4		
2018.09.10	산업분석	Buy	90,000	양지혜	-	-		



아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.10.13	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	산업분석	Trading Buy	340,000	양지혜	-8.1	-0.9	
2018.02.01	기업브리프	Trading Buy	330,000	양지혜	-12.8	-8.5	
2018.02.27	기업브리프	Trading Buy	330,000	양지혜	-5.6	6.5	
2018.05.10	기업브리프	Trading Buy	370,000	양지혜	-10.4	-7.4	
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	370,000	양지혜	-12.9	-7.4	
2018.07.06	기업브리프	Trading Buy	340,000	양지혜	-16.2	-12.8	
2018.07.27	기업브리프	Trading Buy	320,000	양지혜	-17.3	-13.4	
2018.09.10	산업분석	Trading Buy	320,000	양지혜	-	-	

