

2019. 1. 21



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

LG생활건강(051900)	Buy	1,600,000원
호텔신라(008770)	Buy	105,000원

관심종목

아모레퍼시픽(090430)	Trading Buy	200,000원
신세계(004170)	Trading Buy	300,000원

화장품/면세점

History 에서 얻은 교훈

- ✓ 과거 중국 여유법, 중국 로컬 면세점 활성화, 중국 수입관세 인하 등 정책 시행
- ✓ 실질적인 중국 소비력 확대와 해외 브랜드에 대한 중국인들의 수요를 강화시킴
- ✓ 위안화 강세 전환과 함께 중국 단체관광 제재 해제 시 관련주 강한 반등 전망
- ✓ 중국의 소비 부양책으로 기대지수 반등, 결국 중국인들의 수요 증가에 수렴할 전망
- ✓ 면세점의 밸류에이션 매력 우위, 중국 현지 채널 성과에 따른 화장품 기회 모색

과거 중국 정책 이슈에 따른 면세점 산업 영향 사례에서 얻은 교훈

과거 중국 여유법 시행, 중국 로컬 면세점 활성화, 중국 수입관세 인하 등 정책 변화는 실질적으로 중국의 소비력을 확대하고 해외 브랜드에 대한 중국인들의 수요를 강화시키는 데에 기여했다. 최근 중국 소비경기 부진과 함께 중국 전자상거래법 시행에 따른 제도적 변화에 대한 우려감으로 면세점 및 화장품 업체들의 성장률은 일시적으로 둔화될 전망이다. 특히 중국의 2018년 1분기는 지난 5년간 가장 높은 화장품 소매판매액 증가율을 기록하여 기저가 높다. 한편 중국의 소비 부양책으로 기대지수가 반등한 가운데 궁극적으로 면세점과 화장품업체들의 실적은 실질적인 중국 소비력 확대에 따른 수요 증가에 수렴할 것으로 판단한다.

중국 인바운드 관련 꾸준한 회복 지속, 단체관광 해제 시 강한 반등 기대

2018년 하반기 각국의 중국인 입국자 수 추이를 살펴보면 한국과, 홍콩, 마카오를 제외한 태국, 일본 등 주요 아시아 국가에서 둔화되고 있다. 지난해 하반기부터 주요 아시아 국가들의 중국인 입국자 수 성장 둔화는 위안화 약세의 영향이 크다는 판단이다. 한국은 2017년 사드 보복 조치에 따른 낮은 기저 효과로 가장 높은 성장률을 보여주고 있지만 중국인 입국자 수의 절대 규모는 여전히 2016년 대비 크게 낮은 수준이다. 개별 관광객들을 중심으로 꾸준히 국내 중국 인바운드 소비가 회복되고 있는 가운데 향후 중국 단체관광 제재 해제 등이 가시화되면 한국의 인바운드 수혜주 또한 강하게 반등할 것으로 기대한다.

면세점의 밸류에이션 매력 우위, 중국 현지 채널 성과에 따른 화장품 기회 모색

중국 경기 둔화와 중국 정책 변화에 대한 불확실성으로 화장품 및 면세점 주가가 모두 부진한 가운데 단기적으로는 밸류에이션 매력이 높은 면세점 업체들의 반등 폭이 클 것으로 판단한다. 호텔신라와 신세계는 각각 2019년 예상 PER 이 19 배, 11.7 배로 글로벌 럭셔리 소비재 평균 27 배 대비 크게 낮은 수준이다. 이후 중국 현지 채널 성과에 따른 화장품 업체들의 주가 상승 기회를 모색할 전망이다.

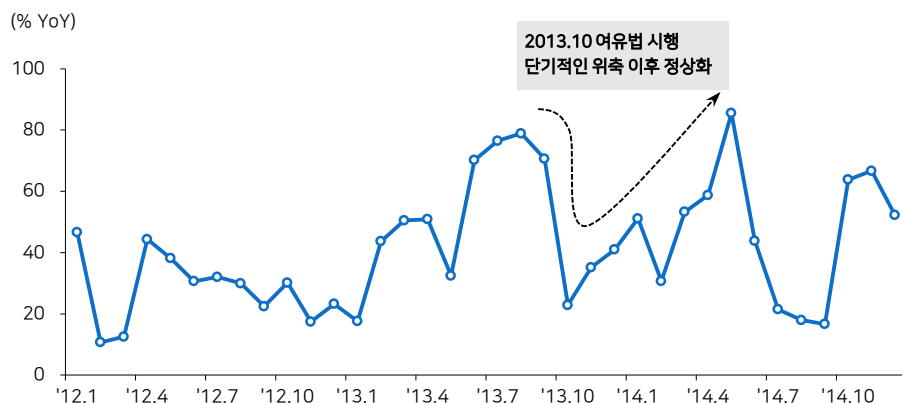
중국 정책 이슈 및 소비 변화 점검

과거 중국 소비 관련 정책 변화 사례 점검

1) 2013년 중국 여유법 시행

2013년 10월 중국 정부는 저가 여행 패키지 상품을 줄이고 해외 관광상품의 질적인 향상을 위해 여유법을 시행했다. 여유법은 저가 여행 패키지 상품을 구성할 수 없고 여행지에서 소비자에게 팁, 쇼핑, 물품 구매를 강요할 수 없게 했다. 당시 단기적으로 중국 입국자 수 증가율이 다소 둔화되기는 했지만 이후 프리미엄 쇼핑 채널 중심으로 시장이 재편되면서 면세점 시장은 한단계 레벨업 하게 된다.

그림1 2012년 ~2014년 중국인 입국자 수 증감률 추이



자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

2) 2015년 중국 면세점 활성화 계획 발표 / 2018년 중국 면세점 추가 확장 발표

한편 2015년부터 중국 정부는 관세 인하, 면세점 증설 등으로 중국 내수 소비를 촉진시키고자 하는 정책을 강화하였다. 중국 정부는 중국 소비자의 수요에 맞춰 면세 실시 지역 및 면세 범위, 관세율 등을 조절하고 있으며 앞으로 더욱 확대될 예정이다.

이러한 중국 정부의 적극적인 면세점 활성화 정책으로 자국 면세점의 고성장이 강화되었지만 국내 면세점 시장 또한 오히려 크게 확대되었다. 면세 품목 확대 및 가격 차 축소로 인해 중국 소비자들의 럭셔리 브랜드에 대한 수요가 증가했기 때문이다. 중장기적으로 중국 로컬 면세점의 성장을 염두해 둘 필요가 있겠지만 한국 면세점들은 중국 로컬 면세점 대비 다양한 브랜드 라인업과 가격 경쟁력을 강점으로 중국의 럭셔리 수요를 지속적으로 흡수할 전망이다.

표1 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 악용하지 않도록 하이 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 것이라고 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 Qionghai DFS의 건설을 촉진하고 하이난 만의 특별 해상 면세 정책을 시행할 수 있음

자료: CITS, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 CITS 기존 및 신규 입점수수료 현황: 중국 정부의 강력한 지원만큼 입점수수료를 상승

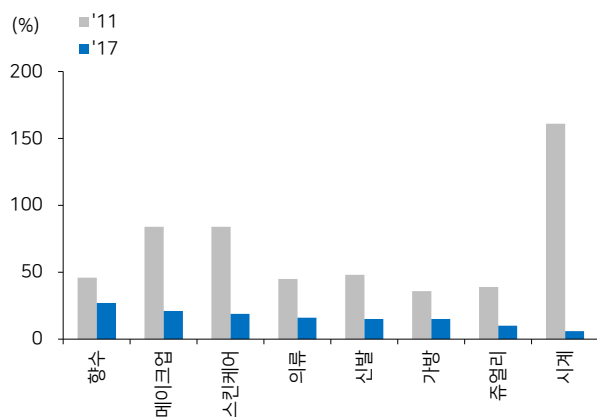
공항입점수수료	
CITS 수수료율	
CITS (산야제외, 2015~2016)	11%
베이징수도공항 T2 (2018년 이후)	48%
베이징수도공항 T3 (2018년 이후)	44%
광저우공항 (2018년 이후)	35~42%
상하이공항 (2018년이전)	20~25%
상하이공항 (2018년이후)	35~40%
평균 면세수수료율	
2016~2017년 기준	28%

자료: CITS, 메리츠증권증권 리서치센터

3) 2015년 6월, 2016년 12월, 2019년 1월 중국 수입관세 인하

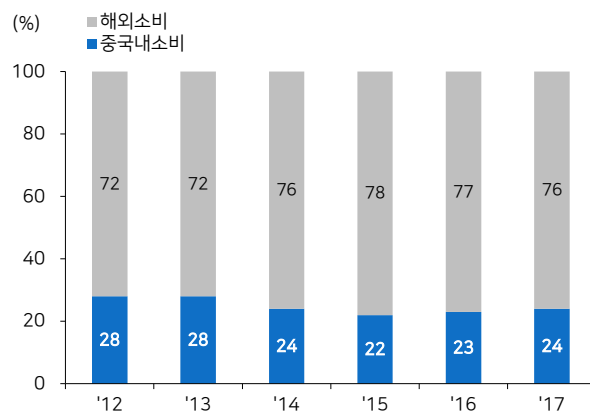
2015년 6월과 2016년 12월에 이어 2018년에도 중국 정부는 각종 상품의 수입 관세를 잠정관세 발표를 통해 꾸준히 낮추고 있다. 관세의 조정으로 중국 소비자 들은 의류, 신발, 화장품, 향수 등 고가의 제품들을 보다 저렴하게 구매할 수 있는 기회가 많아졌다. 지속적인 관세 인하로 중국과 해외간 사치품 평균 차이는 2011년 68%에서 16%까지 낮아졌으며 53%의 제품은 가격 차이가 15% 이내, 18%의 제품만이 가격 차이가 20% 이상인 것으로 나타났다. 이후 중국 럭셔리 시장은 더욱 확대되었으며 중국 수입관세 인하정책은 해외 브랜드에 대한 중국인들의 수요를 강화시키는데 기여했다.

그림2 중국 내외 사치품 가격차이 변화 추이



자료: 베인앤컴퍼니, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 사치품 국내/외 소비자 비중 변화 추이



자료: 베인앤컴퍼니, 메리츠증권 리서치센터

4) 2016년, 2019년 해외직구 시범도시 확대

중국 정부는 2016년 4월 해외직구 과세정책이 처음 마련된 이후 4번째 유예했던 정책을 사실상 폐지하고 해외직구 활성화에 나서기로 결정했다. 또한 2019년 해외직구 시범도시를 중국 전역 37개 도시로 확대한다. 해외 직구는 복잡한 검역 과정이 없으므로 통관 시간이 대폭 단축되고 비용이 크게 절감되는 효과가 있어 한국 화장품 등 브랜드 기업들은 해외 직구 채널을 중국 소비 시장 수출 테스트 기회로 활용할 가능성이 높다.

표3 중국 해외직구 허가 품목

구분	시행시기	품목수	주요품목	비고
1차	'16.4.8	1,142	식품, 의류, 가전, 일부 화장품, 기저귀, 조제분유, 완구 등	수입심사 및 등록절차 필요
2차	'16.4.16	151	의료기기, 과일, 우유 등	
2018년판	'19.1.1	1,321	1,2차 리스트에 주류, 헬스케어용품 추가	상기 절차 불요

자료: KOTRA 베이징 무역관, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 중국 해외직구 시범도시 확대

구분	시행시기	도시	개수
1차	'16.5	톈진시, 상하이시, 저장성 항저우시, 닝보시, 허난성 정저우시, 광둥성 광저우시, 선전시, 충칭시, 푸젠성 푸저우시, 평탄시	10곳
2차	'18.1.1	안후이성 허페이시, 쓰촨성 청두시, 랴오닝성 다롄시, 산둥성 칭다오시, 장쑤성 쑤저우시	5곳
3차	'19.1.1	베이징시, 네이멍구 후허하오터시, 랴오닝성 선양시, 지린성 창춘시, 헤이룽장성 하얼빈시, 장쑤성 난징시, 우시시, 장시성 난창시, 후베이성 우한시, 후난성 창사시, 광시 난닝시, 하이난성 하이커우시, 구이저우성 구이양시, 윈난성 쿤밍시, 산시성 시안시, 간쑤성 랴저우시, 푸젠성 샤먼시, 허베이성 탕산시, 산둥성 웨이하이시, 광둥성 주하이시, 둥판시, 저장성 이우시	22곳

자료: KOTRA 베이징 무역관, 메리츠증권증권 리서치센터

5) 2019년 중국 전자상거래법 시행

2018년 8월 31일 중국 제13회 전국인민대표대회 상무위원회 제5차 회의에서 <중화인민공화국 전자상거래법>이 통과되었고 2019년 1월 1일부터 시행한다. 근본적으로 전자상거래 산업이 빠르게 발전함과 동시에 다양한 문제점이 수반되면서 산업이 올바른 방향으로 발전하기 위한 제도적 장치로 판단된다. 특히 소비자 권익을 보호하기 위한 경향이 강하고 처벌 수준이 상당히 높아 일시적으로 수요가 위축될 가능성이 잠재하나 궁극적으로 중국 전자상거래 시장을 한단계 향상시키는 데에 기여할 것으로 판단한다. 2018년 중국의 전자상거래 시장 거래 규모는 전년 동기 대비 약 24.2%의 성장한 7조 5,000억 위안(약 1,218조 원)으로 예상되며, 2020년까지 20% 내외의 성장률을 보이며 지속 성장할 전망이다.

중국 전자상거래법 주요 내용 (출처: KOTRA)

웨이상, 방송판매 등도 전자상거래 경영자 범주에 포함

- 산업의 발전에 따라 소비자들의 제품 구입 수단에 큰 변화가 있었으며, 타오바오, 징둥, 샤오홍수 등 플랫폼 외 위챗 모멘트, 생방송 등 방식으로도 판매가 이루어지고 있음
- 법률상 전자상거래 경영자는 인터넷 등 정보네트워크에서 상품판매나 서비스 업종에 종사하는 자연인, 법인, 비법인조직을 일컫음
- 전자상거래 플랫폼 경영자, 플랫폼 내 경영자, 자체 홈페이지나 기타 네트워크 서비스를 통해 제품이나 서비스를 판매하는 경영자를 포함함

타오바오 자영업자도 시장주체 공상등기를 해야 함

- 현재 개인이 온라인샵을 개설하면 공상등기를 할 필요가 없어 웨이상(微商)의 진입장벽은 없는 것과 다름없었음
- 법률 제정으로 전자상거래 경영자는 법에 의거하여 시장주체 등기가 의무화됨
- 다만 개인이 자체생산한 농산물과 부업 생산물, 가내수공업제품, 법에 따라 자격을 취득하지 않아도 개인의 기술을 활용한 노무활동과 소액교역활동, 법과 행정법규상 등기가 필요없는 경우는 제외함

소비자 알권리를 보호하고, 평가내역 조작 금지

- 일부 판매자가 온라인 구매자 평가란에 좋은 후기를 남기도록 유인하는가 하면, 댓글 알바를 고용해 '좋아요'를 누르도록 하는 경우는 심심치 않게 볼 수 있음
- 법률상 전자상거래 경영자는 진실 정확하게 상품과 서비스 정보를 제공해야 하며, 소비자의 알 권리와 선택권을 보장하도록 규정함
- 허위교역과 소비자 후기 조작 등 방식으로 거짓되거나 소비자가 오해할 수 있는 상업적 선전, 사기 행위를 모두 금지함

단골 바가지, 끼워팔기 등 설정 금지

- 빅데이터를 활용, 예를 들어 항공권을 알아보는 중에 공항마중차량, 호텔 SPA 이용권 등을 번들링하는 등 소비자들이 관심을 가질만한 상품추천과 함께 끼워파는 경우가 종종 있는데, 플랫폼의 이러한 판매행위가 금지됨
- 법률상 전자상거래 경영자는 소비자 취미나 소비습관에 근거하여 특정상품이나 서비스 검색결과를 제공할 때 개인특징을 타겟팅하지 않은 검색결과도 제공하여 소비자 권리를 보장해야 한다고 규정함
- 전자상거래 경영자는 제품이나 서비스를 번들링할 경우 소비자가 명백히 알 수 있는 방법으로 고지해야 하고, 번들링을 기본설정으로 해서는 안된다고 규정함
- 상기 규정 위반시 시장감독관리부서는 기한내 수정을 지시하고, 위법으로 취득한 재산을 몰수하며, 5만 위안 이상 20만 위안 이하의 벌금을 선고할 수 있고, 사태가 엄중한 경우 20만 위안 이상 50만 위안 이하의 벌금을 선고할 수 있음

배송시간 엄수

- 매년 11월 11일 광군제가 되면 엄청난 양의 택배물량으로 배송이 지연되는 경우가 많아 소비자들은 평소보다 택배가 늦게 도착하는 불편함을 겪고 있음
- 이에 따라 618, 광군제 등 온라인 주문이 몰리는 대목에도 물량을 이유로 배송이 지연되지 않도록 법적근거를 마련함
- 법률은 전자상거래 경영자는 약속한 바에 따라 기한 내 소비자에게 제품이나 서비스를 교부해야 하고, 제품 운송 중 리스크나 책임을 질 필요가 있음을 밝히고 있으며, 다만 소비자가 다른 방법이나 조건으로 배송받기로 한 경우는 제외됨

보증금 반환에 불리한 조건 설정 금지

- 온라인에서 호텔을 예약하거나, 공유자전거 사용 시에는 보증금이 보통 요구되는데, 이와 함께 보증금 반환 문제가 드러나기 시작했으며 특히 공유자전거 보증금 반납 문제가 불거지면서 사회적 이슈가 되기도 했음
- 이에 따라 법률조항은 전자상거래 경영자는 약정에 따라 소비자로부터 보증금을 받을시, 환불방식과 프로세스를 반드시 명시해야 하며, 소비자에 불리한 조건을 설정해서는 안 된다고 밝힘
- 소비자가 보증금 반환을 요구할시, 환불조건에 부합하면 즉시 환불해야 하며, 상기 규정을 위반하는 경우 유관부서에서 정정을 요구하고 5만 위안 이상 20만 위안 이하의 벌금을 선고할 수 있으며, 사태가 엄중한 경우 20만 위안 이상 50만 위안 이하의 벌금을 선고할 수 있음

소비자의 권익을 침해하는 경우, 전자상거래 플랫폼이 책임부담

- 전자상거래 플랫폼 경영자는 플랫폼내 상품판매 혹은 서비스 제공자가 사람과 재산안전 요구에 부합하지 않음을 알고 있어야 하며, 여타 소비자 권익을 침해하는 행위가 있음에도 필요한 조치를 취하지 않은 경우 법에 의거, 연대책임을 져야 함
- 소비자 생명건강과 관련된 제품이나 서비스의 경우, 전자상거래 플랫폼 경영자가 플랫폼 내 경영자의 자격심사를 다하지 못했거나, 소비자 안전보장의무를 다하지 못해 소비자에 피해가 발생한 경우 법에 의거 상응하는 책임을 져야 함

악성댓글 임의 삭제 시 벌금형

- 전자상거래 플랫폼 경영자는 신용평가제도를 완비하고 평가규칙을 공시해야 하며, 소비자들이 플랫폼 내 제품이나 서비스에 대해 평가할 수 있도록 시스템을 구축해야 함
- 아울러 경영자는 소비자의 평가를 임의로 삭제해서는 안됨
- 상기 규정을 위반하는 경우 시장감독관리부서에서 정정을 요구하고, 2만 위안 이상 10만 위안 이하의 벌금을 선고할 수 있으며, 사태가 엄중한 경우 10만 위안 이상 50만 위안 이하의 벌금을 선고할 수 있음

지재권 보호 규칙 확립

- 지재권 권리인이 지재권을 침해당했다고 여길 경우 지재권 침해 관련 근거를 제출하며 전자상거래 플랫폼 경영자에게 삭제, 은폐, 링크 단절, 교역과 서비스 중지 등 필요한 조치를 요구할 수 있음
- 전자상거래 플랫폼 경영자가 플랫폼 내 경영자가 지재권을 침해하였음을 알거나 알게 된 경우 삭제, 은폐, 링크 단절, 교역과 서비스 중지 등 필요한 조치를 취해야 하며, 조치를 취하지 않은 경우 침해자와 함께 연대책임을 져야 함
- 조치를 취하지 않은 경우 유관 지재권 행정부서에서 정정을 요구하고, 기한 내 조치가 이뤄지지 않은 경우 5만 위안 이상 50만 위안 이하의 벌금을 선고할 수 있으며, 사태가 엄중한 경우 50만 위안 이상 200만 위안 이하의 벌금을 선고할 수 있음

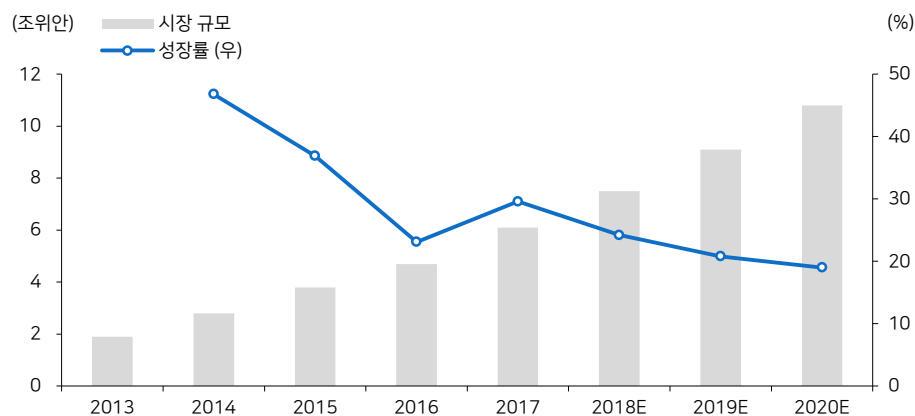
전자결제 관련 구체적 사항을 명시하고 안전을 보장해야 함

- 전자결제 서비스는 국가규정을 따라야 하며, 사용자에게 서비스의 기능, 사용방법, 주의사항, 관련 리스크와 요금표준 등 사항을 고지하고 불합리한 교역조건을 추가해서는 안됨
- 전자결제가 정부가 정한 안전관리요구에 부합하지 않아 소비자에게 손해가 발생할 경우 배상책임을 져야 함
- 수권을 받지 않은 결제로 인해 발생한 손실은 전자결제서비스 제공자가 책임을 져야 하며, 소비자의 과실로 인한 손실임을 증명할 수 있을 경우에는 책임을 지지 않음

4차 검토까지 하며 법적 조치를 보다 강화한 부분들이 있음.

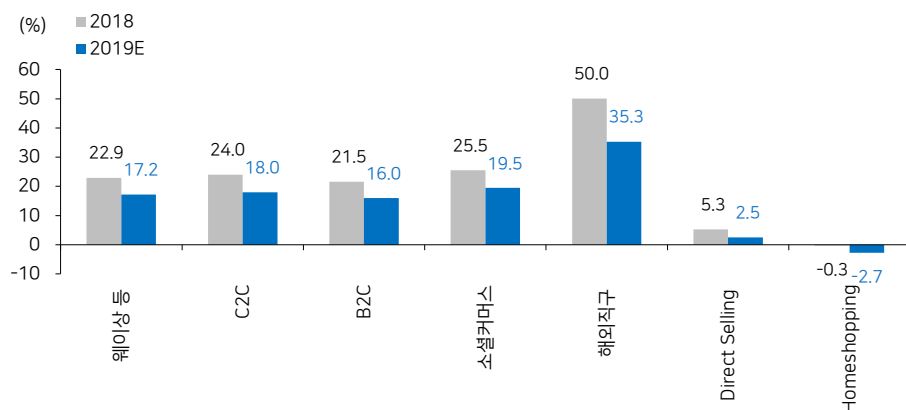
- 광군제 등 일자에 판촉행사를 할 때 일부 대형 플랫폼은 타플랫폼에서 판매하지 않을 것을 강요하는 경우가 있는데, 법률상 처벌이 가능하고 벌금금액을 대폭 인상하여 처벌강도를 강화함
- 또한 국경간 전자상거래에 종사하는 전자상거래 경영자는 수출입 감독관리 관련 법률과 행정법규를 준수할 의무를 부과하는 조항을 추가하기도 함
- 소비자 권리를 침해하거나 안전보장의무를 다하지 못한 경우(38조 2항, 37조 2항 등), 연대책임을 진다고 되어있었으나, 상응하는 책임을 질 것으로 변경되어 형평성을 기함

그림4 중국 전자 상거래 시장 규모 및 성장률



자료: iResearch, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 중국 무점포유통 채널별 성장률 비교



자료: Euromonitor, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 중국 무점포유통 채널별 시장 규모 추정

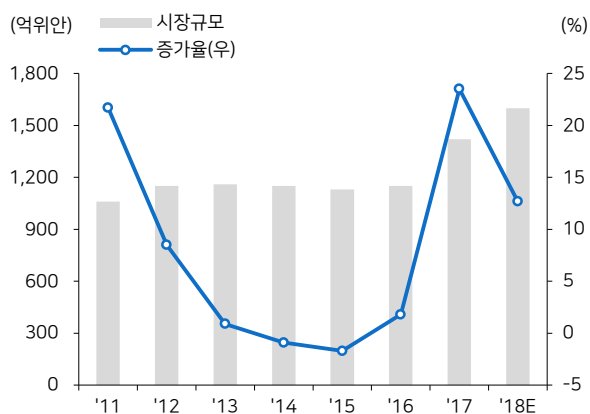
(단위: 십억위안)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
Non-Store Retailing (웨이상 등)	827.8	1,313.0	1,962.1	2,530.3	3,308.3	4,066.7	4,767.7	5,410.0
Internet Retailing (C2C)	699.4	1,171.5	1,797.0	2,354.1	3,123.9	3,873.6	4,570.9	5,210.8
Domestic Internet Retailing (B2C)	681.9	1,135.9	1,703.7	2,185.4	2,854.8	3,469.9	4,024.7	4,539.0
Mobile Internet Retailing (소셜커머스)	87.4	351.4	970.4	1,812.7	2,499.1	3,137.6	3,748.1	4,325.0
Foreign Internet Retailing (해외 직구)	17.5	35.6	93.3	168.7	269.1	403.7	546.2	671.9
Direct Selling	92.1	101.4	119.7	130.4	137.6	144.9	148.5	151.0
Homeshopping	30.1	33.1	37.4	36.6	36.5	36.4	35.4	34.3
Vending	6.3	7.1	8.0	9.1	10.4	11.7	12.8	13.8

자료: Euromonitor, 메리츠증권증권 리서치센터

결론: 실질적인 소비력 확대에 따른 중국 수요 증가에 수렴할 전망

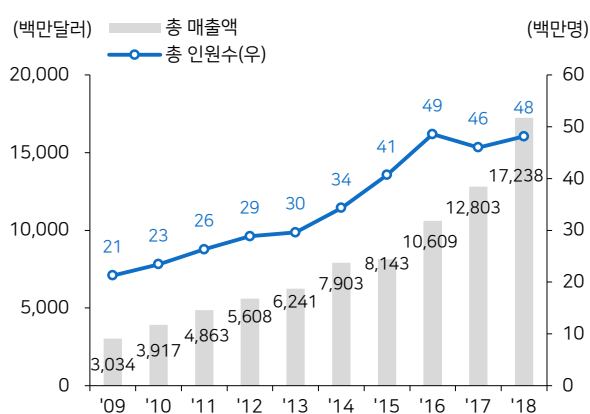
최근 중국 경기 부진과 함께 중국 전자상거래법 시행에 따른 제도적 변화에 대한 우려감으로 면세점 및 화장품 업체들의 성장률은 일시적으로 둔화될 전망이다. 특히 중국의 2018년 1분기는 지난 5년간 가장 높은 화장품 소매판매액 증가율을 기록하여 기저가 높다. 한편 중국의 소비 부양책으로 기대지수가 반등한 가운데 궁극적으로 면세점과 화장품업체들의 실적은 실질적인 중국 소비력 확대에 따른 수요 증가에 수렴할 것으로 판단한다.

그림6 중국 사치품 시장규모 변화 추이



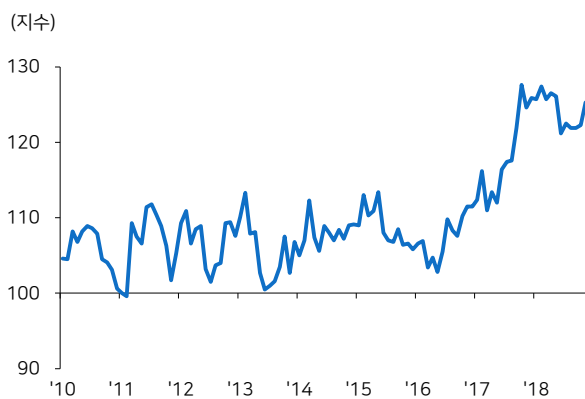
자료: 첸산산업연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 국내 면세점 시장 규모 추이



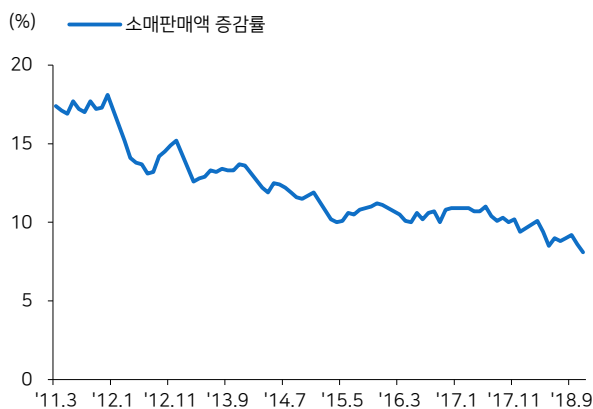
자료: 한국면세점협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 중국 소비자 기대지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 중국 소매판매액 증감률 추이



자료: CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 인바운드 관련 투자전략

한국 vs. 일본 중국인 인바운드 관련 주요 지표 비교

1) 중국인 관광객 입국자 수 추이

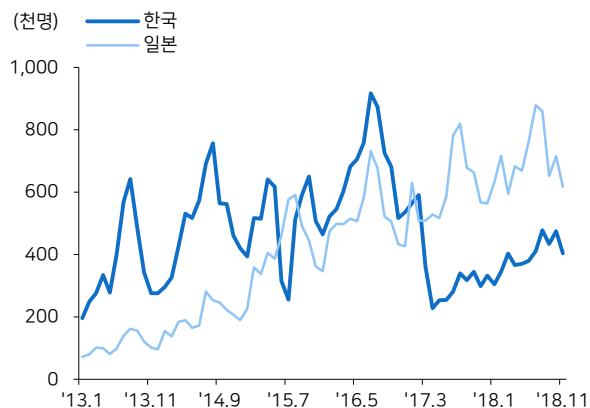
2018년 하반기 각국의 중국인 입국자 수 추이를 살펴보면 한국과, 홍콩, 마카오를 제외한 태국, 일본 등 주요 아시아 국가에서 둔화되고 있다. 특히 태국의 경우 위안화 약세, 자연재해 등으로 크게 감소했다. 한국은 2017년 사드 보복 조치에 따른 낮은 기저 효과로 가장 높은 성장률을 보여주고 있지만 중국인 입국자 수의 절대 규모는 여전히 2016년 대비 크게 낮은 수준이다. 일본의 경우 한국의 메르스 사태와 사드 보복 조치 당시 상대적인 반사 수혜로 성장률이 높아지기는 했지만 매년 꾸준히 중국인 입국자들의 절대 규모는 확대되었다.

표6 주요 아시아 국가 중국인 입국자 수 증감률 비교

	'18.7	'18.8	'18.9	'18.10	'18.11
한국	45.9	40.9	36.4	37.6	35.1
일본	12.6	4.9	-3.8	7.8	8.8
홍콩	8.0	22.0	3.9	15.4	
마카오	7.6	25.3	5.7	12.1	
대만	-5.1	2.8	-2.9	-8.3	
태국	-0.9	-11.8	-14.9	-19.8	-14.6
싱가포르	3.2	6.4	5.7	0.8	-12.4

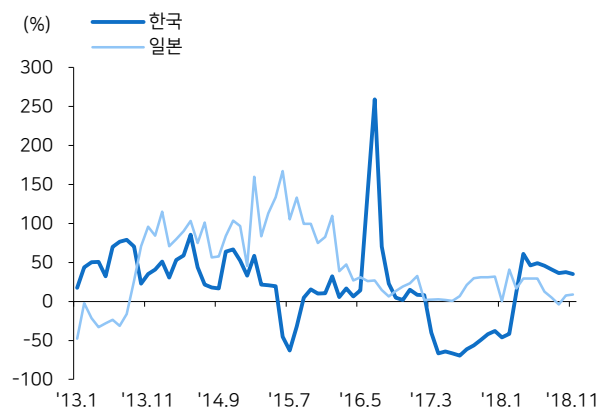
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 한국 vs. 일본 월별 중국인 입국자 수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 한국 vs. 일본 월별 중국인 입국자 수 증감률 비교



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

2) 위안화 대비 환율 추이 비교

지난해 하반기부터 주요 아시아 국가들의 중국인 입국자 수 성장 둔화는 위안화 약세의 영향이 크다는 판단이다. 원/위안화 환율 또한 2018년 하반기 하락 후 달러/위안화 반등과 함께 최근 소폭 상승했다. 한편 엔/위안화 환율은 동반 약세로 상대적인 환율 변동폭은 적은 편이었으나 향후 엔화 강세 전환시 중국인 관광객들의 구매력 둔화 가능성이 잠재한다.

그림12 원/위안화 환율 추이: 위안화 강세 전환 여부 관건



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 엔/위안화 환율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 달러/위안화 환율 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

중국 인바운드 회복시 한국의 인바운드 수혜주 강한 반등 기대

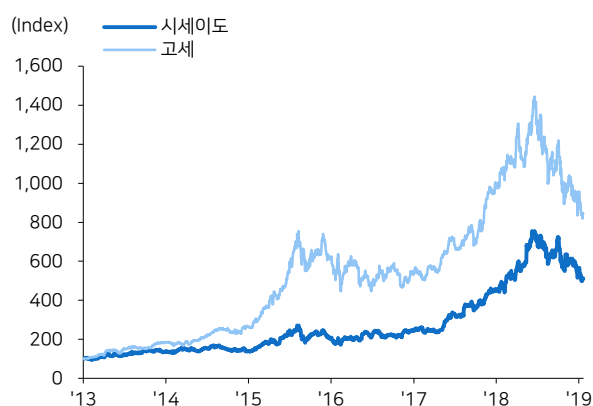
2018년 하반기부터 중국 경기둔화에 대한 우려감으로 중국 럭셔리 소비 관련 주요 화장품 및 면세점 기업들의 주가가 하락했다. 특히 호텔신라 등 한국의 중국 인바운드 소비주와 함께 하반기부터 중국인 관광객 소비가 둔화되기 시작한 일본 화장품기업들의 주가 하락폭이 컸다. 지난해 광군제에서 티몰 화장품 판매 1위를 기록한 랑콤 브랜드의 로레알이 가장 견조한 주가 흐름을 보이고 있고 중국 로컬 면세점인 중국국여여행사 (CITS) 또한 중국 소비자 심리지수 반등과 함께 주가가 상승 전환했다. 개별 관광객들을 중심으로 꾸준히 국내 중국 인바운드 소비가 회복되고 있는 가운데 향후 중국 단체관광 제재 해제 등이 가시화되면 한국의 인바운드 수혜주 또한 강하게 반등할 것으로 기대한다.

그림15 한국의 중국 인바운드 소비주 주가 추이



주: 2013.1.1 (100)를 기준으로 상대지수 산출
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 일본 화장품 기업 (시세이도, 고세) 주가 추이



주: 2013.1.1 (100)를 기준으로 상대지수 산출
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 글로벌 화장품 기업 (로레알, 에스티로더) 주가 추이



주: 2013.1.1 (100)를 기준으로 상대지수 산출
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 중국 로컬 면세점 (CITS) 주가 추이



주: 2013.1.1 (100)를 기준으로 상대지수 산출
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Brief
2019. 1. 21

LG 생활건강 051900

더 큰 도약을 꿈꾼다

▲ 유통/화장품

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

- ✓ 4Q 매출액 1,64 조원 (+10.1% YoY), 영업이익 2,015 억원 (+8.9% YoY) 전망
- ✓ 면세점 채널 둔화 우려감 vs. 중국 현지에서의 성장 강화 예상
- ✓ 중국 프리미엄 스킨케어 시장 내 '후' 점유율 2.4%에 불과, 확대의 여지 충분
- ✓ 2019 년 순현금 구조로 전환되어 신규 투자를 통한 꾸준한 성장 전망
- ✓ 투자 의견 Buy 와 적정주가 1,600,000 원 유지

Buy

적정주가 (12개월) **1,600,000 원**
현재주가 (1.18) **1,140,000 원**
상승여력 **40.4%**

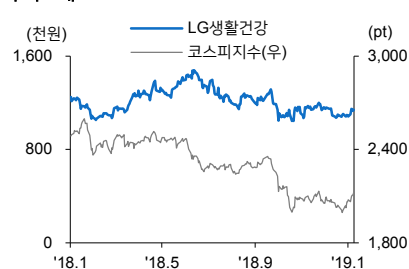
KOSPI	2,124.28pt
시가총액	178,047억원
발행주식수	1,562만주
유통주식비율	59.83%
외국인비중	45.41%
52주 최고/최저가	1,480,000원/1,044,000원
평균거래대금	450.8억원

주요주주(%)

LG 외 4 인	34.04
국민연금	6.76
T. Rowe Price Emerging Markets	5.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-0.9	-14.6	-6.7
상대주가	-3.8	-7.9	10.5

주가그래프



4Q 매출액 1,64조원(+10.1% YoY), 영업이익 2,015억원(+8.9% YoY) 전망

LG 생활건강의 4 분기 실적은 매출액 1,64 조원 (+10.1% YoY), 영업이익 2,015 억원 (+8.9% YoY)를 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1,63 조원, 영업이익 2,096 억원) 대비 성과급 지급 이슈 등으로 소폭 하회할 전망이다. 4 분기 화장품 매출액은 1 조 393 억원 (+17.0% YoY), 영업이익 1,871 억원 (+10.2% YoY)이 예상된다. 후 브랜드 (+22.0% YoY)와 숨 브랜드 (+20.0% YoY)의 고성장이 지속되고 면세 채널도 +28% YoY 성장할 전망이다. 일본 Avon 인수 효과로 기타 럭셔리 부문 또한 +40% YoY 증가할 것으로 예상된다. 음료와 생활용품은 부진이 지속될 전망이다

투자 의견 Buy, 적정주가 1,600,000원 유지

LG 생활건강에 대해 투자 의견 Buy 와 적정주가 1,600,000 원을 유지한다. 연초 중국의 소비 둔화와 전자상거래법 시행으로 면세점 매출 성장에 대한 우려감이 제기되고 있다. 1 월 중순까지 면세점 매출이 급격하게 감소하지는 않은 것으로 전해지고 있는 가운데 2 분기 이후 중국 경기 지표 개선과 함께 면세점 매출의 높은 성장 또한 재개될 것으로 판단한다. 한편 중국의 수입관세 인하와 해외직구 활성화 정책 등으로 중국 현지에서의 성장은 더욱 강화될 전망이다. 대표 브랜드인 '후'가 중국 프리미엄 스킨케어 시장 내 점유율이 2.4%에 불과하여 로레알 랑콤 (8%)와 에스테로더 (7.9%) 대비 크게 낮은 수준으로 글로벌 럭셔리 브랜드 대비 확대의 여지는 충분하다. 중장기적으로 화장품 시장이 IT 와 바이오 기술과의 결합으로 진화하고 있는 가운데 2019 년 순현금 구조로 전환되어 신규 투자를 통한 꾸준한 성장이 기대된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	6,686.9	1,029.8	731.6	45,382	19.9	200,225	24.3	5.5	15.7	22.4	44.1
2019E	7,204.7	1,163.2	844.5	52,396	15.5	236,136	21.8	4.8	14.1	21.8	37.0
2020E	7,709.0	1,275.5	929.0	57,553	9.8	275,051	19.8	4.1	12.5	20.5	31.3
2021E	8,210.1	1,374.8	1,015.3	63,081	9.6	318,838	18.1	3.6	11.1	19.3	26.6

표7 4Q18 Earnings Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,637.8	1,487.6	10.1	1,737.2	-5.7	1,631.7	0.4
영업이익	201.5	185.1	8.9	277.5	-27.4	209.6	-3.9
지배주주순이익	183.0	81.0	125.9	203.8	-10.2	153.3	19.4

자료: LG생활건강, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	6,700.5	7,243.5	6,686.9	7,204.7	-0.2	-0.5
영업이익	1,054.7	1,188.7	1,029.9	1,163.2	-2.4	-2.1
지배주주순이익	764.8	870.9	731.6	844.5	-4.3	-3.0

자료: LG생활건강, 메리츠증권증권 리서치센터

표9 LG생활건강 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	6,105.1	1,659.2	1,652.6	1,737.2	1,637.8	6,686.9	1,797.6	1,790.1	1,860.8	1,756.1	7,204.7
증가율 (% YoY)	0.2	6.5	11.1	10.6	10.1	9.5	8.3	8.3	7.1	7.2	7.7
생활용품	1,517.7	394.7	337.2	389.5	318.1	1,439.5	397.5	339.5	391.9	320.1	1,449.0
화장품	3,279.9	947.7	953.4	954.2	1,039.3	3,894.6	1,074.8	1,078.6	1,060.0	1,145.5	4,358.9
음료	1,307.7	316.8	362.0	393.5	280.4	1,352.7	325.3	372.0	408.8	290.5	1,396.8
증가율 (% YoY)											
생활용품	-4.8	-4.5	-6.0	-7.6	-1.8	-5.2	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
화장품	3.9	12.1	23.2	23.5	17.0	18.7	13.4	13.1	11.1	10.2	11.9
음료	-2.7	5.7	1.8	4.5	1.8	3.4	2.7	2.8	3.9	3.6	3.3
% of Sales											
생활용품	24.9	23.8	20.4	22.4	19.4	21.5	22.1	19.0	21.1	18.2	20.1
화장품	53.7	57.1	57.7	54.9	63.5	58.2	59.8	60.3	57.0	65.2	60.5
음료	21.4	19.1	21.9	22.7	17.1	20.2	18.1	20.8	22.0	16.5	19.4
매출원가	2,609.6	670.0	662.8	708.2	606.0	2,647.0	715.5	708.9	744.3	634.0	2,802.6
증가율 (% YoY)	7.2	1.6	1.9	1.9	0.2	1.4	6.8	7.0	5.1	4.6	5.9
% of Sales	42.7	40.4	40.1	40.8	37.0	39.6	39.8	39.6	40.0	36.1	38.9
판매비	2,565.5	705.5	722.6	751.5	830.4	3,010.0	762.2	778.7	807.6	890.4	3,238.8
증가율 (% YoY)	-7.7	10.3	19.4	20.7	19.0	17.3	8.0	7.8	7.5	7.2	7.6
% of Sales	42.0	42.5	43.7	43.3	50.7	45.0	42.4	43.5	43.4	50.7	45.0
영업이익	930.0	283.7	267.3	277.5	201.5	1,029.9	320.0	302.5	308.9	231.8	1,163.2
증가율 (% YoY)	5.6	9.2	15.1	9.7	8.8	10.7	12.8	13.2	11.3	15.1	12.9
생활용품	167.0	41.9	27.2	42.8	8.6	120.5	42.5	27.8	43.1	9.0	122.4
화장품	636.1	212.0	194.3	184.2	187.1	777.5	247.2	226.5	206.7	217.6	898.1
음료	127.2	29.8	45.7	50.8	8.4	134.7	31.2	46.9	53.1	9.3	140.6
% of Sales											
생활용품	11.0	10.6	8.1	11.0	2.7	8.4	10.7	8.2	11.0	2.8	8.5
화장품	19.4	22.4	20.4	19.3	18.0	20.0	23.0	21.0	19.5	19.0	20.6
음료	9.7	9.4	12.6	12.9	3.0	10.0	9.6	12.6	13.0	3.2	10.1

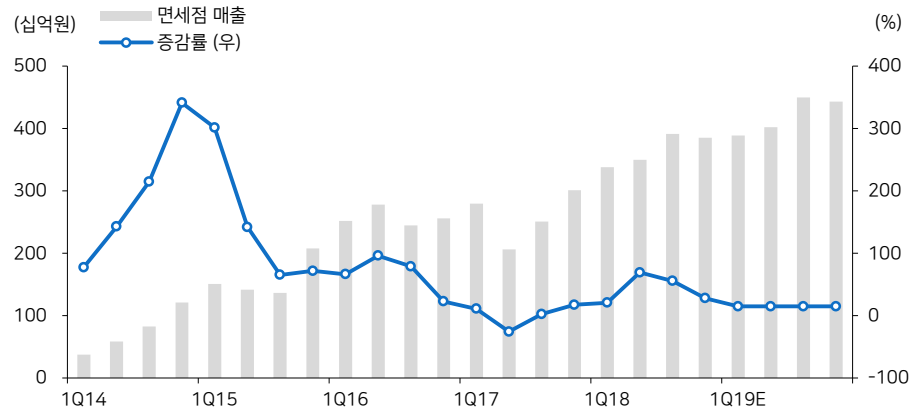
자료: LG생활건강, 메리츠증권증권 리서치센터

표10 LG생활건강 세부 매출액 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
생활용품사업부	1,517.7	394.7	337.2	389.5	318.1	1,439.5	397.5	339.5	391.9	320.1	1,449.0
증가율 (% YoY)	-4.8	-4.5	-6.0	-7.6	-1.8	-5.2	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
Oral Health	193.7	49.3	43.5	49.9	44.1	186.8	48.8	43.1	49.4	43.7	185.0
증가율 (% YoY)	2.1	1.2	-10.2	-3.1	-2.0	-3.5	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
Hair Care	211.1	50.5	42.5	45.6	42.8	181.4	51.5	43.3	47.9	44.9	187.6
증가율 (% YoY)	-17.1	-21.1	-16.0	-11.4	-5.0	-14.1	2.0	2.0	5.0	5.0	3.5
Skin Care	131.4	29.2	30.7	34.3	34.3	128.5	29.2	30.7	34.6	34.3	128.8
증가율 (% YoY)	6.5	1.0	-3.9	-4.4	-1.0	-2.2	0.0	0.0	1.0	0.0	0.3
Laundry Detergent	138.2	32.4	28.0	31.5	29.4	121.3	32.7	28.3	31.9	29.7	122.5
증가율 (% YoY)	-4.4	-14.9	-22.0	-10.9	2.0	-12.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Fabric Softener	102.2	22.1	20.9	22.2	22.0	87.2	22.1	20.9	22.2	22.0	87.2
증가율 (% YoY)	-0.1	-16.4	-21.2	-20.2	3.0	-14.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dishwashing Detergent	66.5	16.2	15.5	16.7	15.0	63.5	16.2	15.5	16.7	15.0	63.5
증가율 (% YoY)	-0.1	-4.5	-8.0	-7.6	3.0	-4.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Others	674.7	195.0	156.1	189.3	130.4	670.8	196.9	157.7	189.3	130.4	674.3
증가율 (% YoY)	-5.5	2.6	5.1	-6.1	-3.0	-0.6	1.0	1.0	0.0	0.0	0.5
화장품사업부	3,279.9	947.7	953.4	954.2	1,039.3	3,894.6	1,074.8	1,078.6	1,060.0	1,145.5	4,358.9
증가율 (% YoY)	3.9	12.1	23.2	23.5	17.0	18.7	13.4	13.1	11.1	10.2	11.9
Whoo (S/O3)	1,416.5	469.1	482.4	482.8	523.3	1,957.7	548.9	559.6	564.9	601.8	2,275.2
증가율 (% YoY)	17.9	35.3	66.3	37.7	22.0	38.2	17.0	16.0	17.0	15.0	16.2
O HUI (F/97)	145.7	37.9	39.1	33.4	35.8	146.2	39.8	41.0	35.1	37.6	153.5
증가율 (% YoY)	-14.3	-12.1	5.2	5.5	6.0	0.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
SU:M (Oct/07)	379.0	104.2	115.4	105.0	117.2	441.8	115.7	126.9	115.5	130.1	488.2
증가율 (% YoY)	10.5	6.3	18.3	22.4	20.0	16.6	11.0	10.0	10.0	11.0	10.5
Belif (Aug/10)	104.8	25.6	24.8	22.9	27.8	101.1	26.4	25.5	23.6	28.6	104.1
증가율 (% YoY)	6.3	-5.4	-8.5	-1.2	1.0	-3.6	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Luxury Others	285.9	71.1	79.1	86.8	98.2	335.3	99.5	110.8	95.5	108.0	413.9
증가율 (% YoY)	-19.5	-2.3	-1.7	38.8	40.0	17.3	40.0	40.0	10.0	10.0	23.4
Luxury	2,332.0	707.9	740.8	730.9	802.4	2,982.0	830.2	863.9	834.5	906.2	3,434.8
증가율 (% YoY)	7.6	20.5	39.1	32.0	21.9	27.9	17.3	16.6	14.2	12.9	15.2
Premium	947.9	239.8	212.6	223.3	236.9	912.6	244.6	214.7	225.5	239.3	924.1
증가율 (% YoY)	-4.0	-7.0	-11.9	2.1	3.0	-3.7	2.0	1.0	1.0	1.0	1.3
음료사업부	1,307.7	316.8	362.0	393.5	280.4	1,352.7	325.3	372.0	408.8	290.5	1,396.8
증가율 (% YoY)	-2.7	5.7	1.8	4.5	1.8	3.4	2.7	2.8	3.9	3.6	3.3
Coca-Cola TM	542.9	144.1	147.7	155.8	124.0	571.6	148.5	152.1	162.1	128.9	591.6
증가율 (% YoY)	-0.7	8.8	4.6	5.5	2.0	5.3	3.0	3.0	4.0	4.0	3.5
Cider (Kin/ DK/ Sprite)	100.0	25.0	27.9	29.5	22.1	104.6	26.0	29.0	31.6	23.2	109.8
증가율 (% YoY)	1.4	4.3	3.1	7.3	3.0	4.5	4.0	4.0	7.0	5.0	5.1
CSD Others	139.9	31.4	38.4	42.5	26.2	138.4	31.4	38.4	42.9	26.4	139.1
증가율 (% YoY)	-7.1	-0.4	-2.8	2.6	-5.0	-1.1	0.0	0.0	1.0	1.0	0.5
CSD Total	782.8	200.5	213.9	227.8	172.3	814.6	205.9	219.5	236.6	178.6	840.5
증가율 (% YoY)	-1.6	6.7	3.0	5.2	1.0	4.1	2.7	2.6	3.8	3.7	3.2
Juice	211.5	49.7	56.5	58.2	41.3	205.8	50.2	57.0	59.4	42.1	208.8
증가율 (% YoY)	-5.6	-0.1	-4.3	-6.3	2.0	-2.7	1.0	1.0	2.0	2.0	1.5
Coffee	97.2	20.0	26.8	29.1	23.7	99.6	21.0	28.1	31.2	25.4	105.6
증가율 (% YoY)	-3.7	4.0	6.1	-3.4	5.0	2.5	5.0	5.0	7.0	7.0	6.1
Hydration (Sports)	93.3	17.4	29.3	40.1	16.2	103.1	18.3	30.8	42.1	17.0	108.2
증가율 (% YoY)	23.9	11.8	-3.0	25.4	5.0	10.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Water	76.8	18.1	17.0	24.0	16.2	75.3	19.0	17.9	25.2	16.7	78.7
증가율 (% YoY)	-6.4	9.5	-22.8	6.2	3.0	-2.1	5.0	5.0	5.0	3.0	4.6
NCSD Others	23.6	5.1	11.9	9.1	5.2	31.3	5.3	12.5	9.5	5.5	32.8
증가율 (% YoY)	-11.8	-0.5	86.6	26.5	5.0	32.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
NON-CSD Total	502.4	110.2	141.5	160.5	102.6	515.0	113.8	146.4	167.4	106.7	534.2
증가율 (% YoY)	-1.3	3.9	-1.0	4.2	3.5	2.5	3.2	3.4	4.3	3.9	3.7
Others	22.5	6.0	6.5	5.1	5.5	23.1	5.7	6.2	4.9	5.2	22.0
증가율 (% YoY)	-42.4	5.7	30.9	-15.1	-5.0	2.9	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0

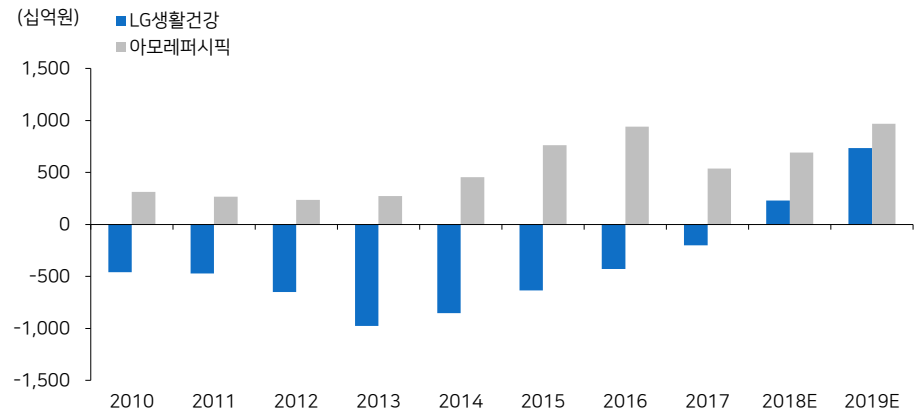
자료: LG생활건강, 메리츠충금증권 리서치센터

그림19 LG생활건강 분기별 면세점 매출액 및 증감률 추이: 2Q19부터 QoQ 성장 재개 전망



자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

그림20 LG생활건강 vs. 아모레퍼시픽 순현금 추이: LG생활건강 2019년 순현금구조로 전환 전망



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표11 중국 프리미엄 스킨케어 시장 내 브랜드별 점유율 추이: '후', 글로벌 럭셔리 브랜드 대비 확대의 여지 충분

		2014	2015	2016	2017
1	Lancôme (L'Oréal Group)	7.9	7.6	7.5	8
2	Estée Lauder (Estée Lauder)	7.3	7.6	7.2	7.9
3	Beautrio (Infinitus)	5.5	6.1	7.4	6.7
4	Artistry (Amway Corp)	9.2	8	6.4	4.8
5	Avène (Eau Thermale Avène)	3.4	3.7	3.6	3.2
6	SK-II (Procter & Gamble)	2.2	2.2	2.4	3.2
7	Dior (LVMH)	2.9	3.1	3.1	3.1
8	Laneige (AmorePacific)	3.3	3.2	3.1	2.6
9	The History of Whoo (LG H&H)	0.9	1.5	2.3	2.4
10	Kiehl's (L'Oréal Group)	1.9	2	2.1	2.2
11	Shiseido (Shiseido Co.)	1.2	1.4	1.7	2
12	La Mer (Estée Lauder)	1.3	1.3	1.6	1.9

자료: Euromonitor, 메리츠증권 리서치센터

LG 생활건강 (051900)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	6,270.5	6,686.9	7,204.7	7,709.0	8,210.1
매출액증가율 (%)	2.9	6.6	7.7	7.0	6.5
매출원가	2,460.9	2,647.0	2,802.6	2,968.0	3,144.5
매출총이익	3,809.5	4,039.8	4,402.1	4,741.0	5,065.6
판매관리비	2,879.2	3,010.0	3,238.9	3,465.6	3,690.8
영업이익	930.4	1,029.8	1,163.2	1,275.5	1,374.8
영업이익률	14.8	15.4	16.1	16.5	16.7
금융손익	-11.1	-5.6	0.1	6.2	13.1
종속/관계기업손익	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-59.1	-35.0	-15.0	-5.0	-5.0
세전계속사업이익	861.4	989.3	1,148.4	1,276.7	1,382.9
법인세비용	242.9	247.3	291.8	334.5	353.2
당기순이익	618.6	741.9	856.5	942.2	1,029.7
지배주주지분 순이익	606.7	731.6	844.5	929.0	1,015.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,513.4	1,823.2	2,306.5	2,858.8	3,512.8
현금및현금성자산	386.2	655.4	1,048.3	1,512.5	2,079.0
매출채권	522.8	529.2	570.2	610.1	649.7
재고자산	546.9	577.4	622.1	665.6	708.9
비유동자산	3,264.6	3,426.6	3,571.5	3,699.6	3,812.9
유형자산	1,616.6	1,788.8	1,941.9	2,078.0	2,199.0
무형자산	1,392.8	1,375.8	1,359.1	1,342.9	1,327.1
투자자산	102.2	108.9	117.4	125.6	133.8
자산총계	4,778.0	5,249.8	5,878.0	6,558.4	7,325.7
유동부채	1,244.1	1,243.8	1,259.7	1,273.6	1,287.0
매입채무	231.5	245.3	264.3	282.8	301.2
단기차입금	71.0	61.0	51.0	41.0	31.0
유동성장기부채	265.0	216.0	167.0	118.0	69.0
비유동부채	451.3	362.5	326.6	290.3	254.0
사채	249.7	149.7	99.7	49.7	-0.3
장기차입금	18.3	17.3	16.3	15.3	14.3
부채총계	1,695.4	1,606.3	1,586.3	1,563.9	1,541.0
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-132.8	-132.8	-132.8	-132.8	-132.8
이익잉여금	3,045.0	3,595.5	4,231.7	4,921.2	5,697.1
비지배주주지분	85.6	95.9	107.9	121.1	135.5
자본총계	3,082.6	3,643.5	4,291.8	4,994.4	5,784.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	735.5	888.0	993.8	1,092.0	1,225.5
당기순이익(손실)	618.6	741.9	856.5	942.2	1,029.7
유형자산상각비	127.1	127.8	146.9	163.9	179.0
무형자산상각비	19.3	17.0	16.6	16.2	15.8
운전자본의 증감	-108.3	1.3	-26.2	-30.3	0.9
투자활동 현금흐름	-333.8	-307.9	-309.8	-309.6	-309.5
유형자산의증가(CAPEX)	-284.2	-300.0	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-37.1	-6.8	-8.4	-8.2	-8.2
재무활동 현금흐름	-351.1	-310.9	-291.1	-318.3	-349.5
차입금의 증감	-190.2	-160.0	-110.0	-110.0	-110.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	47.3	269.2	392.9	464.2	566.5
기초현금	338.9	386.2	655.4	1,048.3	1,512.5
기말현금	386.2	655.4	1,048.3	1,512.5	2,079.0

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	401,485	428,145	461,301	493,592	525,675
EPS(지배주주)	37,628	45,382	52,396	57,553	63,081
CFPS	69,504	72,968	83,988	92,879	100,181
EBITDAPS	68,943	75,209	84,948	93,199	100,501
BPS	169,155	200,225	236,136	275,051	318,838
DPS	9,000	10,800	12,420	14,283	14,283
배당수익률(%)	0.8	1.0	1.1	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	31.6	24.3	21.8	19.8	18.1
PCR	17.1	15.1	13.6	12.3	11.4
PSR	3.0	2.6	2.5	2.3	2.2
PBR	7.0	5.5	4.8	4.1	3.6
EBITDA	1,076.8	1,174.6	1,326.7	1,455.6	1,569.6
EV/EBITDA	18.9	15.7	14.1	12.5	11.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.9	22.4	21.8	20.5	19.3
EBITDA 이익률	17.2	17.6	18.4	18.9	19.1
부채비율	55.0	44.1	37.0	31.3	26.6
금융비용부담률	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0
이자보상배율(x)	66.7	98.5	149.8	229.0	407.4
매출채권회전율(x)	12.6	12.7	13.1	13.1	13.0
재고자산회전율(x)	11.6	11.9	12.0	12.0	11.9

Industry Brief
2019. 1. 21

▲ 유통/화장품

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

아모레퍼시픽 090430

브랜드 리빌딩의 시작

- ✓ 4Q 매출액 1,24 조원 (+8.8% YoY)와 영업이익 531 억원 (-30.9% YoY) 전망
- ✓ 면세점 채널 +45% YoY 기대되나 국내 부진, 브랜드 투자 및 인건비 증가 예상
- ✓ 2018 년 하반기부터 채널 변화에 따른 조직 개편을 통해 브랜드 리빌딩 진행
- ✓ 2019 년 상반기 이후 중국 현지법인을 중심으로 실적 턴어라운드 전망
- ✓ 투자 의견 Trading Buy 유지, 적정주가 200,000 원으로 상향

Trading Buy

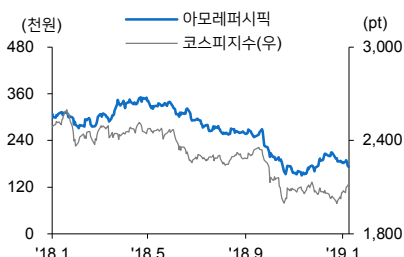
적정주가 (12개월) **200,000 원**
현재주가 (1.18) **172,500 원**
상승여력 **15.9%**

KOSPI	2,124.28pt
시가총액	100,841억원
발행주식수	5,846만주
유동주식비율	52.38%
외국인비중	33.21%
52주 최고/최저가	351,500원/150,000원
평균거래대금	705.5억원

주요주주(%)	
아모레퍼시픽그룹 외 3 인	47.56
국민연금	6.05
GIC Private Limited	6.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-14.0	-38.5	-43.9
상대주가	-16.5	-33.7	-33.6

주가그래프



4Q 매출액 1조 2,402억원(+8.8% YoY)와 영업이익 531억원(-30.9% YoY) 전망

아모레퍼시픽의 4 분기 실적은 매출액 1 조 2,402 억원 (+8.8% YoY)와 영업이익 531 억원 (-30.9% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1 조 2,588 억원, 영업이익 665 억원) 대비 크게 하회할 전망이다. 면세점 성장률은 +45% YoY 를 달성할 것으로 기대되나 국내 방판 및 아리따움 채널 부진이 예상되며 브랜드 투자가 지속되고 있는 가운데 임금체계 변경에 따른 비용 증가로 영업이익이 전년동기대비 크게 감소할 것으로 추정한다.

투자 의견 Trading Buy 유지, 적정주가 200,000원으로 상향

아모레퍼시픽은 2013 년 R&D 조직 개편을 통해 디자인 역량과 브랜드 가치를 끌어올리는 데 중점을 두고 2014 년 설화수 브랜드 리뉴얼과 혁신 제품 (쿠션 파운데이션 등) 창출을 성공적으로 이끈 경험이 있다. 아모레퍼시픽은 2018 년 하반기부터 온라인 중심의 화장품 채널 환경 변화에 따라 다시 한 번 조직 개편을 통해 브랜드 리빌딩 작업을 진행하고 있다. 최근 헤라 브랜드와 라네즈 브랜드의 모델로 젊은 밀레니얼 소비층을 겨냥한 블랙핑크 제니와 김유정으로 추가 보완했다. 또한 중국 현지법인의 가장 큰 매출 비중 (45~50% 수준)을 차지하고 있는 이니스프리의 브랜드 리뉴얼이 2 분기 중에 예정되어 있다. 설화수와 라네즈 또한 1분기 프리미엄 고가격대의 신제품들이 출시된다.

아모레퍼시픽에 대한 투자 의견 Trading Buy 를 유지하고 2019 년 상반기 이후 중국 현지법인을 중심으로 실적 턴어라운드 가능성을 감안하여 적정주가를 180,000 원에서 200,000 원으로 상향한다. 적정주가는 2020 년 예상 EPS 에 목표 PER 27 배 (글로벌 화장품 평균)를 적용, 유지했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	5,293.8	511.4	368.6	6,074	-9.2	64,247	34.5	3.3	16.7	8.6	27.9
2019E	5,857.3	548.0	400.9	6,604	11.5	68,648	26.1	2.5	12.7	8.7	28.3
2020E	6,372.7	611.2	452.5	7,461	13.0	73,656	23.1	2.3	11.4	9.2	28.3
2021E	6,863.4	679.5	510.8	8,428	13.0	79,353	20.5	2.2	10.1	9.7	27.8

표12 4Q18 Earnings Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,240.2	1,140.0	8.8	1,278.4	-3.0	1,258.8	-1.5
영업이익	53.1	76.9	-30.9	76.5	-30.5	66.5	-20.1
지배주주순이익	37.9	16.9	124.8	48.9	-22.4	56.3	-32.6

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권리서치센터

표13 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	5270.2	5767.4	5,293.8	5,857.3	0.4	1.6
영업이익	509.8	547.5	511.4	548.0	0.3	0.1
지배주주순이익	374.9	400.5	368.6	400.9	-1.7	0.1

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권리서치센터

표14 아모레퍼시픽 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	5,123.9	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,240.2	5,293.8	1,547.1	1,472.9	1,428.3	1,409.1	5,857.3
증가율 (% YoY)	-9.2	-8.8	11.5	5.7	8.8	3.3	8.1	9.6	11.7	13.6	10.6
매출원가	1,379.7	382.4	358.9	347.3	328.6	1,417.2	417.7	396.2	385.6	366.4	1,565.9
증가율 (% YoY)	-3.2	-0.9	11.2	-2.0	3.8	2.7	9.2	10.4	11.0	11.5	10.5
매출원가율 (%)	26.9	26.7	26.7	27.2	26.5	26.8	27.0	26.9	27.0	26.0	26.7
매출총이익	3,744.0	1,049.2	984.8	931.1	911.5	3,876.6	1,129.4	1,076.7	1,042.6	1,042.7	4,291.4
증가율 (% YoY)	-11.3	-11.3	11.6	8.8	10.7	3.5	7.6	9.3	12.0	14.4	10.7
매출총이익률 (%)	73.1	73.3	73.3	72.8	73.5	73.2	73.0	73.1	73.0	74.0	73.3
판매비	3,147.7	813.3	839.0	854.6	858.4	3,365.3	901.3	929.9	945.5	966.7	3,743.4
증가율 (% YoY)	-6.7	-6.1	7.5	13.3	15.0	6.9	10.8	10.8	10.6	12.6	11.2
판매비중 (%)	61.4	56.8	62.4	66.8	69.2	63.6	58.3	63.1	66.2	68.6	63.9
Personnel (인건비)	454.8	115.5	134.1	146.0	128.5	524.1	127.1	147.5	160.6	147.8	583.0
증가율 (% YoY)	4.2	-6.0	19.7	14.0	40.0	15.2	10.0	10.0	10.0	15.0	11.2
매출대비 (%)	8.9	8.1	10.0	11.4	10.4	9.9	8.2	10.0	11.2	10.5	10.0
A&P (광고판촉비)	540.4	134.6	139.6	150.9	166.6	591.7	154.8	160.5	166.0	183.3	664.6
증가율 (% YoY)	-3.1	6.5	-4.0	22.0	15.0	9.5	15.0	15.0	10.0	10.0	12.3
매출대비 (%)	10.5	9.4	10.4	11.8	13.4	11.2	10.0	10.9	11.6	13.0	11.3
Commission (수수료)	1,269.0	336.3	334.3	332.9	321.3	1,324.8	369.9	367.7	382.8	369.5	1,490.0
증가율 (% YoY)	-13.6	-15.2	9.7	15.5	15.0	4.4	10.0	10.0	15.0	15.0	12.5
매출대비 (%)	24.8	23.5	24.9	26.0	25.9	25.0	23.9	25.0	26.8	26.2	25.4
기타	883.5	226.9	231.0	224.8	241.9	924.6	249.6	254.1	236.0	266.1	1005.8
증가율 (% YoY)	-2.9	3.0	5.8	4.9	5.0	4.7	10.0	10.0	5.0	10.0	8.8
영업이익	596.3	235.9	145.8	76.5	53.1	511.4	228.0	146.8	97.2	76.0	548.0
증가율 (% YoY)	-29.7	-25.5	43.6	-24.3	-30.9	-14.2	-3.4	0.7	27.0	43.0	7.2
영업이익률 (%)	11.6	16.5	10.9	6.0	4.3	9.7	14.7	10.0	6.8	5.4	9.4

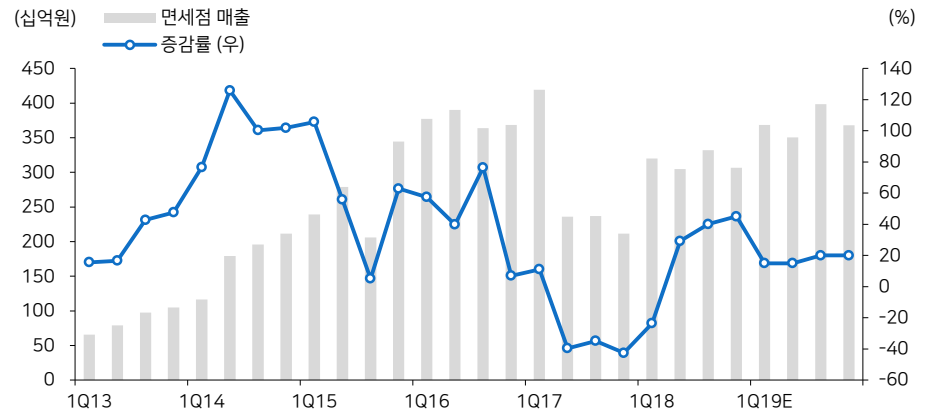
자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권리서치센터

표15 아모레퍼시픽 브랜드별 분기 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	5,123.9	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,240.2	5,293.8	1,547.1	1,472.9	1,428.3	1,409.1	5,857.3
증가율 (% YoY)	-9.2	-8.8	11.5	5.7	8.8	3.3	8.1	9.6	11.7	13.6	10.6
국내 Total											
매출액	3,347.4	940.8	877.7	839.7	718.7	3,376.9	1,018.6	957.5	933.8	805.7	3,715.7
증가율(% YoY)	-16.3	-14.8	9.0	6.3	11.0	0.9	8.3	9.1	11.2	12.1	10.0
영업이익	402.0	157.5	92.6	49.1	23.1	402.0	140.0	96.9	67.0	40.0	343.9
증가율(% YoY)	-40.7	-32.7	12.1	-26.6	-32.4	-40.7	-11.1	4.6	36.5	72.9	4.8
영업이익률(%)	12.0	16.7	10.6	5.8	3.2	12.0	13.7	10.1	7.2	6.5	9.3
Luxury Brands	1,767.4	505.2	485.4	455.1	411.4	1,857.1	564.6	545.3	530.9	481.6	2,122.3
증가율(% YoY)	-16.5	-13.0	12.0	11.8	19.7	5.1	11.8	12.4	16.6	17.1	14.3
Sulwhasoo	1,151.5	328.3	318.6	302.3	290.3	1,239.6	377.6	366.4	362.8	348.4	1,455.1
증가율(% YoY)	-17.5	-18.3	17.4	18.1	30.0	7.6	15.0	15.0	20.0	20.0	17.4
Hera	378.3	108.2	90.4	77.3	73.8	349.6	111.4	94.9	85.0	81.2	372.5
증가율(% YoY)	-19.9	-8.4	-8.8	-6.0	-5.0	-7.6	3.0	5.0	10.0	10.0	6.5
Vitabeautie	123.9	36.7	42.1	45.3	19.0	143.2	40.4	46.3	49.9	20.9	157.5
증가율(% YoY)	6.8	23.0	37.6	4.3	5.0	15.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Others-Luxury	113.8	32.0	34.2	30.2	28.3	124.7	35.2	37.7	33.3	31.1	137.2
증가율(% YoY)	-13.8	3.4	3.6	19.5	15.0	9.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Premium Brands	887.1	227.7	205.4	189.8	171.8	794.6	232.9	210.5	194.9	176.2	814.5
증가율(% YoY)	-21.6	-25.3	-3.4	-0.8	-2.8	-10.4	2.3	2.5	2.7	2.6	2.5
Laneige	445.2	123.2	114.1	115.0	101.3	453.7	129.4	119.8	120.8	106.3	476.3
증가율(% YoY)	-19.9	-19.1	20.0	14.6	5.0	1.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
lope	224.3	50.8	44.8	35.3	31.9	162.7	51.3	45.2	35.6	32.2	164.4
증가율(% YoY)	-31.6	-37.0	-29.7	-20.3	-15.0	-27.4	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Mamonde	70.3	17.9	18.4	14.3	13.5	64.1	18.2	18.8	14.6	13.8	65.4
증가율(% YoY)	-7.5	-22.9	4.0	-9.7	-5.0	-8.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Others-Premium	143.9	35.8	28.1	25.2	25.1	114.1	34.0	26.7	23.9	23.8	108.4
증가율(% YoY)	-18.2	-26.4	-24.2	-18.3	-10.0	-20.7	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
Mass Brands	468.6	147.7	103.6	128.5	81.3	461.1	147.5	103.6	127.8	82.6	461.6
증가율(% YoY)	-6.3	-2.4	4.5	-7.1	1.3	-1.6	-0.2	0.1	-0.5	1.6	0.1
Ryo	117.2	40.5	27.2	35.3	23.9	126.8	44.5	29.9	38.8	26.2	139.5
증가율(% YoY)	-5.5	-6.1	16.5	17.4	10.0	8.2	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Mise-en-scene	143.9	45.2	32.5	34.4	33.0	145.1	46.1	33.1	35.1	33.7	148.0
증가율(% YoY)	2.8	2.2	0.8	-5.3	2.0	0.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Happy Bath	87.0	20.7	21.9	20.2	14.0	76.8	19.7	20.8	19.1	13.3	72.9
증가율(% YoY)	-1.1	-6.3	-9.2	-17.7	-10.0	-11.8	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
Others-Mass	120.5	41.4	21.9	38.6	10.5	112.5	37.3	19.7	34.8	9.4	101.2
증가율(% YoY)	-18.6	-1.4	13.5	-18.5	-10.0	-6.7	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
OSULLOC	46.9	13.2	13.2	13.4	12.2	52.0	13.8	13.8	14.1	12.8	54.6
증가율(% YoY)	-9.9	8.4	9.0	6.3	5.0	11.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Others	177.4	49.9	70.2	52.9	41.9	214.9	59.8	84.3	66.1	52.4	262.7
증가율(% YoY)	-11.3	-9.7	45.3	31.3	20.0	21.1	20.0	20.0	25.0	25.0	22.2
해외 Total											
매출액	1,820.5	500.8	476.7	447.2	521.5	1,946.2	528.5	515.4	494.4	603.4	2,141.7
증가율(% YoY)	7.3	5.0	16.7	4.7	2.7	6.9	5.5	8.1	10.6	15.7	10.0
영업이익	194.3	81.5	45.4	26.2	30.0	183.1	88.0	49.9	30.1	36.0	204.1
증가율(% YoY)	-7.7	-7.5	129.3	-42.3	-26.8	-5.8	8.0	10.0	15.0	20.0	11.5
영업이익률(%)	10.7	16.3	9.5	5.9	5.8	9.4	16.7	9.7	6.1	6.0	9.5
아시아	1,731.9	478.0	456.2	422.3	509.0	1,865.5	511.5	501.8	473.0	585.4	2,071.7
증가율(% YoY)	9.9	6.5	16.4	3.9	5.0	7.7	7.0	10.0	12.0	15.0	11.0
유럽	35.7	7.6	6.3	6.4	6.4	26.7	8.0	6.6	6.7	6.7	28.0
증가율(% YoY)	-47.6	-53.7	16.7	-11.1	-5.0	-25.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
미국	52.9	15.3	14.2	18.6	21.1	69.2	19.1	17.8	23.3	26.3	86.5
증가율(% YoY)	-0.8	30.8	25.7	35.8	30.0	30.7	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0

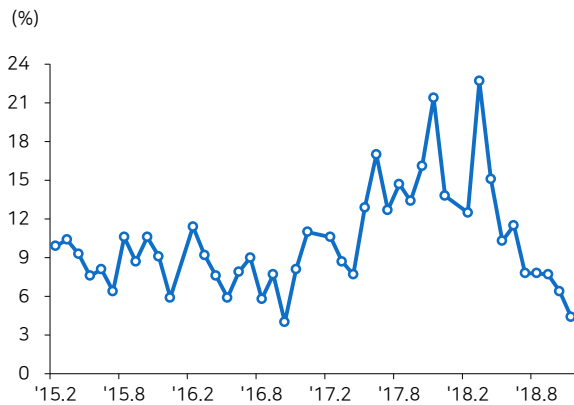
자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 아모레퍼시픽 분기별 면세점 매출액 및 증감률 추이: 2019년 기저효과로 성장 전망



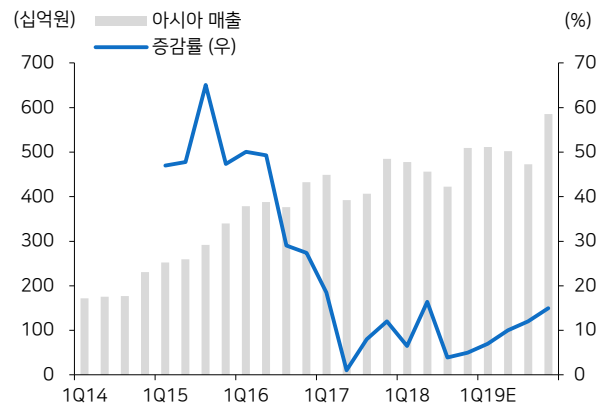
자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

그림22 중국 화장품 소매판매액 증감률 추이



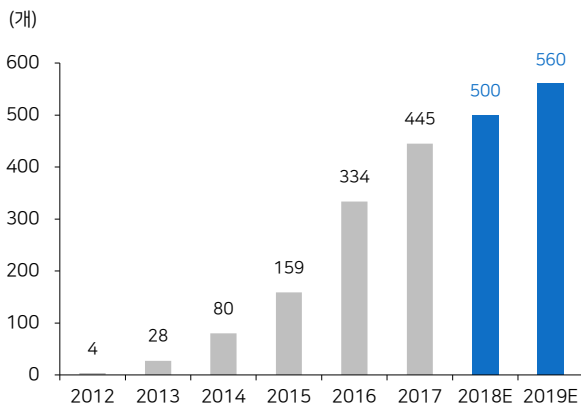
자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림23 아모레퍼시픽 아시아법인 매출액 및 증감률 전망



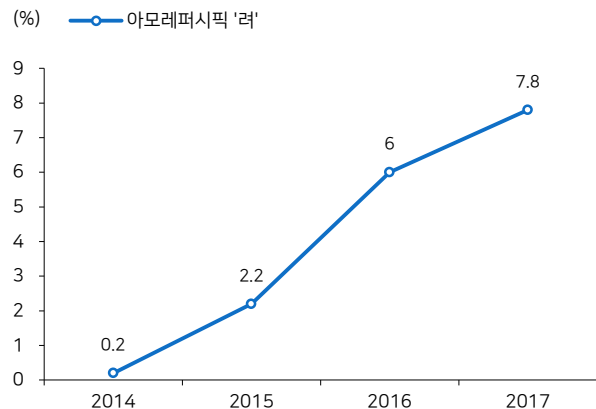
자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

그림24 중국 이니스프리 매장수 추이



자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

그림25 중국 프리미엄 헤어케어 내 '려' 점유율 추이



자료: Euromonitor, 메리츠증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	5,123.8	5,293.8	5,857.3	6,372.7	6,863.4
매출액증가율 (%)	-9.2	3.3	10.6	8.8	7.7
매출원가	1,379.7	1,417.2	1,565.9	1,688.8	1,805.1
매출총이익	3,744.1	3,876.6	4,291.4	4,683.9	5,058.3
판매관리비	3,147.7	3,365.2	3,743.4	4,072.8	4,378.9
영업이익	596.4	511.4	548.0	611.2	679.5
영업이익률	11.6	9.7	9.4	9.6	9.9
금융손익	10.7	8.9	12.4	17.2	23.4
종속/관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-39.9	-27.0	-7.0	3.0	3.0
세전계속사업이익	567.3	493.2	553.4	631.4	705.8
법인세비용	169.3	130.4	149.2	175.2	191.0
당기순이익	398.0	362.8	404.1	456.2	514.9
지배주주지분 순이익	394.0	368.6	400.9	452.5	510.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	512.6	625.3	653.3	707.5	758.1
당기순이익(손실)	398.0	362.8	404.1	456.2	514.9
유형자산상각비	223.7	245.6	249.9	253.6	246.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-93.0	16.9	-0.7	-2.3	-3.7
투자활동 현금흐름	-400.8	-394.5	-301.7	-294.1	-213.5
유형자산의증가(CAPEX)	-768.6	-380.0	-280.0	-280.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-6.0	-2.1	-6.9	-6.3	-6.0
재무활동 현금흐름	-110.9	-98.3	-103.2	-112.0	-121.7
차입금의 증감	-18.2	-10.0	-14.8	-14.8	-14.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.5	132.5	248.4	301.4	423.0
기초현금	623.7	604.2	736.7	985.1	1,286.5
기말현금	604.2	736.7	985.1	1,286.5	1,709.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,677.5	1,858.5	2,233.3	2,644.5	3,172.0
현금및현금성자산	604.2	736.7	985.1	1,286.5	1,709.5
매출채권	324.7	319.8	353.9	385.0	414.7
재고자산	374.8	405.3	448.5	487.9	525.5
비유동자산	3,698.2	3,834.7	3,871.7	3,904.4	3,863.4
유형자산	2,613.2	2,747.6	2,777.8	2,804.1	2,757.2
무형자산	239.7	239.7	239.7	239.7	239.7
투자자산	62.4	64.4	71.3	77.5	83.5
자산총계	5,375.7	5,693.2	6,105.0	6,548.9	7,035.5
유동부채	1,046.5	1,090.8	1,188.4	1,276.8	1,360.5
매입채무	132.1	153.9	170.3	185.3	199.6
단기차입금	85.1	75.1	65.1	55.1	45.1
유동성장기부채	0.0	5.0	5.0	5.0	5.0
비유동부채	153.9	152.5	159.7	165.9	171.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	42.9	37.9	32.9	27.9	22.9
부채총계	1,200.3	1,243.3	1,348.1	1,442.7	1,532.0
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	720.5	720.5	720.5	720.5
기타포괄이익누계액	-40.1	-40.1	-40.1	-40.1	-40.1
이익잉여금	3,456.5	3,736.8	4,040.6	4,386.2	4,779.4
비지배주주지분	21.6	15.8	19.0	22.7	26.8
자본총계	4,175.4	4,449.9	4,756.9	5,106.2	5,503.4

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	87,649	90,556	100,195	109,012	117,406
EPS(지배주주)	6,508	6,074	6,604	7,461	8,428
CFPS	14,518	12,486	13,529	14,845	15,898
EBITDAPS	14,028	12,948	13,649	14,793	15,847
BPS	60,186	64,247	68,648	73,656	79,353
DPS	1,280	1,280	1,408	1,549	1,704
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.8	0.9	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	46.8	34.5	26.1	23.1	20.5
PCR	21.0	16.8	12.8	11.6	10.9
PSR	3.5	2.3	1.7	1.6	1.5
PBR	5.1	3.3	2.5	2.3	2.2
EBITDA	820.1	756.9	797.9	864.8	926.4
EV/EBITDA	23.2	16.7	12.7	11.4	10.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.8	8.6	8.7	9.2	9.7
EBITDA 이익률	16.0	14.3	13.6	13.6	13.5
부채비율	28.7	27.9	28.3	28.3	27.8
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	193.6	184.8	219.9	282.6	370.8
매출채권회전율(x)	16.6	16.4	17.4	17.2	17.2
재고자산회전율(x)	13.1	13.6	13.7	13.6	13.5

Industry Brief
2019. 1. 21

▲ 유통/화장품

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

호텔신라 008770

중국 불확실성으로 과도한 주가 하락

- ✓ 4Q 매출액 1.06 조원 (+19.0% YoY), 영업이익 343 억원 (+120.8% YoY) 전망
- ✓ 연말 중국 수요 둔화 및 임차료 등 고정비성 비용 증가 영향으로 부진 예상
- ✓ 1Q 까지 타이공 및 웨이상 매출 불확실성 및 판촉비 증가 가능성 잠재
- ✓ 2Q 이후 중국 경제지표 개선 및 중국인 관광객 회복과 함께 성장률 회복 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 105,000 원으로 하향

Buy

적정주가 (12개월) **105,000 원**
현재주가 (1.18) **73,200 원**
상승여력 **43.4%**

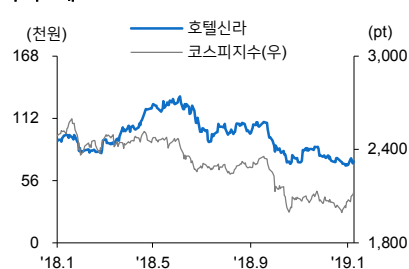
KOSPI	2,124.28pt
시가총액	28,730억원
발행주식수	3,925만주
유통주식비율	77.22%
외국인비중	24.34%
52주 최고/최저가	132,000원/69,500원
평균거래대금	579.7억원

주요주주(%)

삼성생명보험 외 5 인	17.34
국민연금	12.18
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.6	-27.9	-22.9
상대주가	-6.4	-22.3	-8.7

주가그래프



4Q 매출액 1.06조원(+19.0% YoY), 영업이익 343억원(+120.8% YoY) 전망

호텔신라의 연결 기준 4 분기 실적은 매출액 1.06 조원 (+19.0% YoY), 영업이익 343 억원 (+120.8% YoY)를 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1.17 조원, 영업이익 470 억원) 대비 하회할 전망이다. 매출액이 시장 컨센서스 대비 소폭 하회할 것으로 예상하는 이유는 지난해 대비 중국 소비 경기 둔화와 중국 전자상거래법 시행 등으로 연말 수요가 약했던 것으로 판단되기 때문이다. 영업이익이 예상치 대비 크게 하회할 것으로 예상하는 이유는 인건비, 임차료 등 고정비성 비용 증가와 함께 면세점 판촉 및 마케팅 비용이 크게 증가했기 때문이다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 105,000원으로 하향

호텔신라에 대해 투자의견 Buy 를 유지하고 중국 경기 둔화를 반영하여 적정주가를 120,000 원에서 105,000 원으로 하향한다. 2019 년 EPS 추정치를 -13.1%로 조정하고 목표 PER 는 27 배 (중국 소비재 평균 수준)를 유지했다. 2019 년 매출액은 +10.1% YoY (시내 +5.5%, 공항 +17.5%, 호텔레저 6.3%), 영업이익 +6.1% YoY 증가할 전망이다. 1분기까지 타이공 및 웨이상 매출 불확실성 및 판촉비 증가 가능성 잠재하나 2 분기 이후부터 중국 소비 부양책에 따른 경제지표 개선 및 중국인 관광객 회복과 함께 높은 두 자릿 수의 성장률을 회복할 것으로 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	4,011.5	73.1	25.3	637	-9.2	16,687	133.3	5.1	26.0	3.8	236.7
2018E	4,582.3	215.9	139.5	3,547	457.1	19,843	21.6	3.9	11.9	19.1	189.7
2019E	5,045.4	229.1	151.1	3,843	8.3	23,289	19.0	3.1	10.7	17.5	156.6
2020E	5,549.9	266.4	181.0	4,604	19.8	27,482	15.9	2.7	9.3	17.8	128.7
2021E	6,077.2	297.8	206.9	5,263	14.3	32,321	13.9	2.3	8.2	17.3	106.3

표16 4Q18 Earnings Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,061.4	892.1	19.0	1,220.4	-13.0	1,168.2	-9.1
영업이익	34.3	15.5	120.8	68.0	-49.6	47.0	-27.1
지배주주순이익	8.0	7.0	14.2	47.2	-83.0	32.8	-75.6

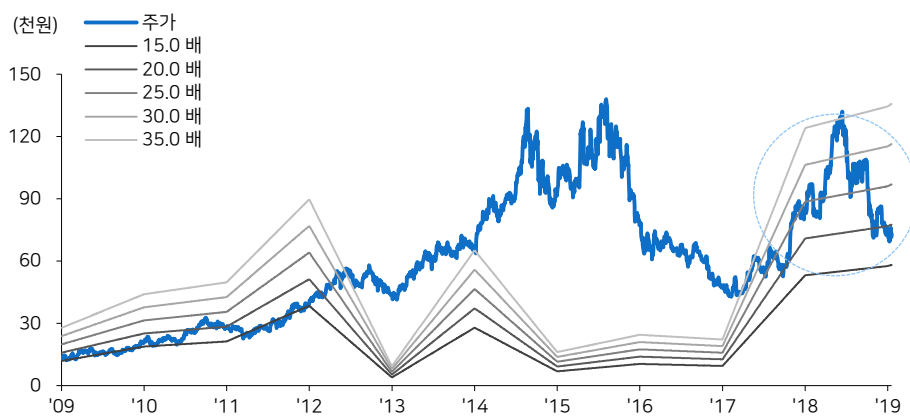
자료: 호텔신라, 메리츠증권증권 리서치센터

표17 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	4,627.4	5,155.5	4,582.3	5,045.4	-1.0	-2.1
영업이익	229.3	260.1	215.9	229.1	-5.8	-11.9
지배주주순이익	149.3	173.9	139.5	151.1	-6.6	-13.1

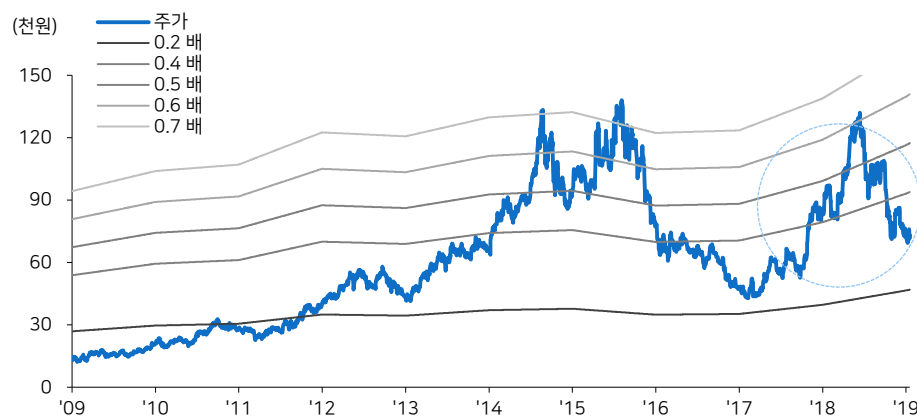
자료: 호텔신라, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 호텔신라 12개월 Forward 기준 PER band



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 호텔신라 12개월 Forward 기준 PBR band



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

표18 호텔신라 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	3,514.8	1,125.5	1,174.9	1,220.4	1,061.4	4,582.3	1,219.0	1,280.6	1,358.1	1,187.6	5,045.4
증가율 (% YoY)	8.0	28.1	46.7	29.4	19.0	30.4	8.3	9.0	11.3	11.9	10.1
TR	3,075.3	1,013.7	1,054.9	1,093.5	937.7	4,099.8	1,101.8	1,151.8	1,224.6	1,054.1	4,532.4
시내점	1,859.8	581.4	613.2	625.5	546.5	2,366.6	604.7	643.9	663.0	584.7	2,496.3
공항점	1,215.4	432.3	441.7	468.0	391.2	1,733.2	497.1	508.0	561.6	469.4	2,036.1
호텔&레저	439.5	111.8	120.0	126.9	123.8	482.5	117.2	128.8	133.4	133.5	513.0
서울	145.2	34.0	39.6	39.5	41.3	154.4	34.7	40.0	40.3	41.7	156.7
제주	76.4	16.4	19.4	23.7	17.4	76.9	17.2	20.6	25.4	18.3	81.4
기타	122.7	28.7	31.8	33.5	38.5	132.5	33.0	36.6	38.5	44.3	152.4
레저	95.2	29.4	28.8	26.6	26.6	111.4	32.3	31.7	29.3	29.2	122.5
증가율 (% YoY)											
TR	7.4	29.5	52.6	32.5	20.8	33.3	8.7	9.2	12.0	12.4	10.6
시내점	10.8	22.0	54.0	22.7	15.0	27.2	4.0	5.0	6.0	7.0	5.5
공항점	1.7	41.2	50.7	48.5	30.0	42.6	15.0	15.0	20.0	20.0	17.5
호텔&레저	12.8	16.6	9.4	7.5	6.8	9.8	4.9	7.3	5.1	7.8	6.3
서울	1.1	13.0	6.2	7.0	1.0	6.3	2.0	1.0	2.0	1.0	1.5
제주	-0.3	1.9	-2.5	0.9	3.0	0.7	5.0	6.0	7.0	5.0	5.9
기타	27.5	17.6	10.4	-2.9	10.0	8.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
레저	30.1	16.2	21.5	15.2	15.0	17.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
비중 (%)											
TR	89.0	90.1	89.8	89.6	88.3	89.5	90.4	89.9	90.2	88.8	89.8
시내점	57.2	51.7	52.2	51.3	51.5	51.6	49.6	50.3	48.8	49.2	49.5
공항점	31.9	38.4	37.6	38.3	36.9	37.8	40.8	39.7	41.4	39.5	40.4
호텔&레저	11.0	9.9	10.2	10.4	11.7	10.5	9.6	10.1	9.8	11.2	10.2
서울	3.6	3.0	3.4	3.2	3.9	3.4	2.8	3.1	3.0	3.5	3.1
제주	1.9	1.5	1.7	1.9	1.6	1.7	1.4	1.6	1.9	1.5	1.6
기타	3.1	2.5	2.7	2.7	3.6	2.9	2.7	2.9	2.8	3.7	3.0
레저	2.4	2.6	2.5	2.2	2.5	2.4	2.7	2.5	2.2	2.5	2.4
매출원가	2,363.0	594.1	600.2	631.0	574.2	2,399.6	642.4	653.1	700.8	641.3	2,637.6
증가율 (% YoY)	15.9	0.6	16.9	27.1	13.2	1.5	8.1	8.8	11.0	11.7	9.9
매출원가율 (%)	58.9	52.8	51.1	51.7	54.1	52.4	52.7	51.0	51.6	54.0	52.3
매출총이익	1,648.5	531.4	574.7	589.3	487.2	2,182.7	576.6	627.5	657.3	546.3	2,407.7
증가율 (% YoY)	-1.6	84.4	100.0	32.0	26.5	32.4	8.5	9.2	11.5	12.1	10.3
매출총이익률 (%)	41.1	47.2	48.9	48.3	45.9	47.6	47.3	49.0	48.4	46.0	47.7
판관비	1,575.4	487.2	505.3	521.4	452.9	1,966.8	537.8	557.9	578.7	504.2	2,178.6
증가율 (% YoY)	-1.3	15.8	37.0	25.2	22.6	24.8	10.4	10.4	11.0	11.3	10.8
판관비율 (%)	39.3	43.3	43.0	42.7	42.7	42.9	44.1	43.6	42.6	42.5	43.2
영업이익	73.0	44.2	69.5	68.0	34.3	215.9	38.8	69.6	78.6	42.1	229.1
증가율 (% YoY)	-7.5	341.7	301.7	124.3	120.8	195.6	-12.2	0.2	15.7	22.8	6.1
영업이익률 (%)	1.8	3.9	5.9	5.6	3.2	4.7	3.2	5.4	5.8	3.5	4.5
TR	58.5	47.6	64.0	59.4	28.1	199.1	44.1	63.3	68.6	36.9	212.9
증가율 (% YoY)	-25.9	181.7	680.5	152.8	184.1	240.4	-7.4	-1.0	15.5	31.2	6.9
영업이익률 (%)	1.6	4.7	6.1	5.4	3.0	4.9	4.0	5.5	5.6	3.5	4.7
호텔&레저	14.6	-3.4	5.5	8.6	6.1	16.8	-5.3	6.3	10.0	5.2	16.2
증가율 (% YoY)	흑전	적지	-39.6	26.0	9.2	14.7	적지	14.0	17.2	-15.4	-3.2
영업이익률 (%)	3.3	-3.1	4.6	6.8	5.0	3.5	-4.5	4.9	7.5	3.9	3.2

자료: 호텔신라, 메리츠증권증권 리서치센터

호텔신라 (008770)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	4,011.5	4,582.3	5,045.4	5,549.9	6,077.2
매출액증가율 (%)	8.0	14.2	10.1	10.0	9.5
매출원가	2,362.9	2,399.6	2,637.6	2,897.1	3,166.2
매출총이익	1,648.7	2,182.7	2,407.7	2,652.9	2,911.0
판매관리비	1,575.6	1,966.8	2,178.6	2,386.5	2,613.2
영업이익	73.1	215.9	229.1	266.4	297.8
영업이익률	1.8	4.7	4.5	4.8	4.9
금융손익	-14.8	-14.8	-13.1	-10.5	-7.4
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.5	-10.0	-9.0	-8.0	-7.0
세전계속사업이익	44.8	191.1	207.0	247.9	283.4
법인세비용	19.5	51.6	55.9	66.9	76.5
당기순이익	25.3	139.5	151.1	181.0	206.9
지배주주지분 순이익	25.3	139.5	151.1	181.0	206.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	207.2	150.5	210.2	232.5	252.8
당기순이익(손실)	25.3	139.5	151.1	181.0	206.9
유형자산상각비	58.1	60.5	61.7	62.9	63.3
무형자산상각비	13.3	12.1	8.8	6.3	4.6
운전자본의 증감	66.4	-84.4	-31.3	-35.0	-36.4
투자활동 현금흐름	-162.1	-111.3	-98.5	-96.5	-98.1
유형자산의증가(CAPEX)	-64.9	-70.0	-65.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-82.9	-40.8	-33.1	-36.0	-37.6
재무활동 현금흐름	85.3	-136.0	-133.2	-130.5	-127.7
차입금의 증감	118.6	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	127.8	-96.8	-21.5	5.5	27.0
기초현금	346.7	474.4	377.6	356.1	361.7
기말현금	474.4	377.6	356.1	361.7	388.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,198.4	1,211.7	1,274.5	1,371.8	1,494.7
현금및현금성자산	474.4	377.6	356.1	361.7	388.6
매출채권	77.1	111.4	122.7	134.9	147.8
재고자산	499.8	554.6	610.7	671.8	735.6
비유동자산	1,051.5	1,089.6	1,117.2	1,144.0	1,173.7
유형자산	693.1	702.6	705.9	702.9	699.6
무형자산	43.8	31.7	22.9	16.6	12.0
투자자산	286.4	327.1	360.2	396.2	433.9
자산총계	2,249.9	2,301.3	2,391.7	2,515.8	2,668.5
유동부채	910.1	881.9	881.8	885.3	891.3
매입채무	272.9	273.3	301.0	331.0	362.5
단기차입금	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6
유동성장기부채	200.0	150.0	100.0	50.0	0.0
비유동부채	671.7	625.0	577.6	530.6	483.6
사채	648.6	598.6	548.6	498.6	448.6
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,581.8	1,506.9	1,459.5	1,415.9	1,374.9
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타포괄이익누계액	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2
이익잉여금	381.6	507.8	645.6	813.3	1,006.9
비지배주주지분	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
자본총계	668.1	794.4	932.2	1,099.9	1,293.5

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	102,209	116,751	128,551	141,406	154,839
EPS(지배주주)	637	3,547	3,843	4,604	5,263
CFPS	3,964	7,097	7,404	8,348	9,139
EBITDAPS	3,682	7,351	7,633	8,552	9,317
BPS	16,687	19,843	23,289	27,482	32,321
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	133.3	21.6	19.0	15.9	13.9
PCR	21.4	10.8	9.9	8.8	8.0
PSR	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
PBR	5.1	3.9	3.1	2.7	2.3
EBITDA	144.5	288.5	299.6	335.7	365.7
EV/EBITDA	26.0	11.9	10.7	9.3	8.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.8	19.1	17.5	17.8	17.3
EBITDA 이익률	3.6	6.3	5.9	6.0	6.0
부채비율	236.7	189.7	156.6	128.7	106.3
금융비용부담률	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2
이자보상배율(x)	3.3	9.5	11.5	15.5	20.7
매출채권회전율(x)	41.1	48.6	43.1	43.1	43.0
재고자산회전율(x)	8.3	8.7	8.7	8.7	8.6

Industry Brief
2019. 1. 21

▲ 유통/화장품

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

신세계 004170

백화점 호실적 vs. 면세점 손실

- ✓ 4Q 매출액 1,44 조원 (+32.0% YoY), 영업이익 1,328 억원 (-12.4% YoY) 전망
- ✓ 백화점 호실적 vs. 면세점 매출 고성장에도 마케팅 비용 증가로 손실폭 확대
- ✓ 2019 년 상반기까지 외형 고성장 대비 수익성 개선 제한적일 것으로 판단됨
- ✓ 하반기부터 지난해 낮은 기저를 바탕으로 점진적인 실적 턴어라운드 전망
- ✓ 투자 의견 Trading Buy 유지, 적정주가 300,000 원으로 하향

Trading Buy

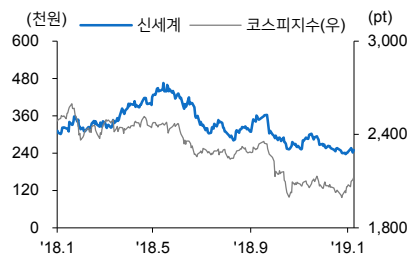
적정주가 (12개월) **300,000 원**
현재주가 (1.18) **250,500 원**
상승여력 **19.8%**

KOSPI	2,124.28pt
시가총액	24,662억원
발행주식수	985만주
유통주식비율	71.85%
외국인비중	27.98%
52주 최고/최저가	465,500원/236,500원
평균거래대금	214.0억원

주요주주(%)	
이명희 외 2 인	28.06
국민연금	13.49

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.8	-21.8	-22.0
상대주가	-7.5	-15.7	-7.6

주가그래프



4Q 매출액 1,44조원(+32.0% YoY), 영업이익 1,328억원(-12.4% YoY) 전망

신세계의 연결기준 4 분기 실적은 매출액 1,44 조원 (+32% YoY), 영업이익 1,328 억원 (-12.4% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1.52 조원, 영업이익 1,467 억원) 대비 소폭 하회할 전망이다. 별도기준 4 분기 실적은 백화점의 호실적 (기준점성장률 5% 수준)으로 매출액 1 조 2,273 원 (-4.7% YoY), 영업이익 1,069 억원 (+16.4% YoY)을 달성할 것으로 예상된다. 연결 자회사 신세계 DF 면세점 매출 또한 인천공항 제 1 터미널 DF1 과 DF5 의 공항 면세점, 그리고 강남 시내 면세점이 추가되면서 +110.7% YoY 성장하겠지만 중국 경기 둔화 및 전자상거래법 시행 영향 등으로 명동 시내 면세점의 매출액이 전분기대비 -5% 소폭 감소할 것으로 추정한다. 또한 시내 면세점의 마케팅 비용 증가와 공항 신규 면세점의 초기 낮은 영업 효율성으로 신세계 DF 의 영업손익은 -117 억원으로 손실폭이 확대될 전망이다.

투자 의견 Trading Buy 유지, 적정주가 350,000원으로 하향

2019 년 상반기 기존 면세점 성장률 둔화 및 신규 면세점 투자 확대를 반영하여 신세계에 대해 투자 의견 Trading Buy 를 유지하고 적정주가를 350,000 원에서 300,000 원으로 하향한다. 적정주가는 백화점과 면세점의 영업가치와 관계사 및 센트럴시티의 자산가치 합으로 산출했으며 2019 년 기준 면세점의 영업이익 추정치를 하향 조정하였다. 2019 년 상반기까지 외형 고성장 대비 수익성 개선은 제한적이겠지만 하반기부터 지난해 낮은 기저를 바탕으로 점진적인 실적 턴어라운드가 기대된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	3,871.4	345.7	182.3	18,513	-33.9	347,557	16.2	0.9	11.0	5.5	106.4
2018E	5,083.0	397.0	198.5	20,158	23.9	366,467	12.7	0.7	9.7	5.6	110.7
2019E	5,753.2	389.7	211.0	21,431	-0.3	386,649	11.7	0.6	9.4	5.7	110.9
2020E	6,155.9	430.9	254.8	25,878	13.6	411,278	9.7	0.6	8.5	6.5	106.3
2021E	6,556.1	472.0	291.5	29,613	14.4	439,641	8.5	0.6	7.6	7.0	101.4

표19 4Q18 Earnings Preview

(십억원)	4Q18E	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,443.1	1,093.0	32.0	1,359.3	6.2	1,515.3	-4.8
영업이익	132.8	151.6	-12.4	70.2	89.1	146.7	-9.5
지배주주순이익	44.1	70.1	-37.1	28.5	54.4	94.2	-53.2

자료: 신세계, 메리츠증권증권 리서치센터

표20 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	5,127.4	5,811.9	5,083.0	5,753.2	-0.9	-1.0
영업이익	417.5	393.8	397.0	389.7	-5.1	-1.1
지배주주순이익	210.0	213.5	198.5	211.0	-5.5	-1.2

자료: 신세계, 메리츠증권증권 리서치센터

표21 신세계 SOTP Valuation

(십억원)		비고
백화점 별도 NOPLAT	168	2019년 별도기준
멀티플 (X)	11	유통업종 평균 PER
신세계DF (면세점) NOPLAT	22	2019년 개별기준
멀티플 (X)	30	아시아 소비재 평균 PER
영업가치	2,438	
삼성생명 (지분율 2.2%)	264	시가 대비 30% 할인
신세계인터내셔널 (지분율 45.8%)	394	시가 대비 30% 할인
센트럴시티	1,602	장부가액
신세계동대구복합환승센터	421	장부가액
관계기업 합 (신세계사이먼 등)	297	장부가액
순차입금	2,406	연결기준
자산가치	570	
기업가치	3,009	
주식수 (천주)	9,845	
적정주가 (원)	305,615	
메리츠증권증권 적정주가 (원)	300,000	

자료: 신세계, 메리츠증권증권 리서치센터

표22 신세계 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	3,871.4	1,097.9	1,182.7	1,359.3	1,443.1	5,083.0	1,435.1	1,382.9	1,409.3	1,525.9	5,753.2
증가율 (% YoY)	31.3	19.8	34.9	38.0	32.0	31.3	30.7	16.9	3.7	5.7	13.2
신세계 (별도기준)	1,665.5	425.7	413.7	432.0	424.6	1,696.0	372.5	343.1	342.3	377.0	1,435.0
신세계인터내셔널	1,102.0	304.4	283.4	311.8	368.3	1,267.9	333.0	296.2	329.2	392.0	1,350.4
신세계동대구	163.0	41.6	40.4	43.0	51.8	176.8	43.7	42.4	45.2	55.0	186.2
센트럴시티	257.0	44.8	46.6	57.0	60.3	208.7	56.0	58.3	59.9	63.3	237.4
신세계DF	920.0	339.5	444.6	579.3	579.3	1,942.7	660.0	665.0	670.0	675.0	2,670.0
까사미아			31.1	24.4	25.0	80.5	25.0	30.0	25.0	30.0	110.0
비중(%)											
신세계 (별도기준)	43.0	38.8	35.0	31.8	29.4	33.4	26.0	24.8	24.3	24.7	24.9
신세계인터내셔널	28.5	27.7	24.0	22.9	25.5	24.9	23.2	21.4	23.4	25.7	23.5
신세계동대구	4.2	3.8	3.4	3.2	3.6	3.5	3.0	3.1	3.2	3.6	3.2
센트럴시티	6.6	4.1	3.9	4.2	4.2	4.1	3.9	4.2	4.2	4.1	4.1
신세계DF	23.8	30.9	37.6	42.6	40.1	38.2	46.0	48.1	47.5	44.2	46.4
까사미아			2.6	1.8	1.7	1.6	1.7	2.2	1.8	2.0	1.9
증가율(% YoY)											
신세계 (별도기준)	1.3	2.7	3.4	7.0	-5.1	1.8	-12.5	-17.1	-20.8	-11.2	-15.4
신세계인터내셔널	7.8	11.9	18.6	15.9	14.4	15.1	5.0	5.0	5.0	7.0	6.5
신세계동대구	1,258.3	4.0	12.2	10.3	8.0	8.5	5.0	5.0	5.0	6.0	5.3
센트럴시티	13.2	-28.9	-26.0	-10.9	-10.0	-18.8	25.0	25.0	5.0	5.0	13.8
신세계DF	198.7	85.5	132.8	113.8	110.7	111.2	94.4	49.6	15.7	16.5	37.4
까사미아								-3.5	2.5	20.0	36.6
매출원가	1,558.7	463.9	525.7	613.3	606.1	2,209.0	602.7	580.8	620.1	640.9	2,444.5
증가율(% YoY)	47.4	30.9	55.4	44.3	37.4	41.7	29.9	10.5	1.1	5.7	10.7
매출원가율(%)	40.3	42.3	44.5	45.1	42.0	43.5	42.0	42.0	44.0	42.0	42.5
매출총이익	2,312.7	634.0	657.0	746.0	837.0	2,874.0	832.3	802.1	789.2	885.0	3,308.7
증가율(% YoY)	22.4	12.8	22.0	33.2	28.4	24.3	31.3	22.1	5.8	5.7	15.1
매출총이익률(%)	59.7	57.7	55.5	54.9	58.0	56.5	58.0	58.0	56.0	58.0	57.5
판관비	1,967.8	520.7	577.0	675.0	704.2	2,477.0	741.9	733.0	711.7	732.4	2,919.0
증가율(% YoY)	20.1	7.5	16.1	38.9	40.7	25.9	42.5	27.0	5.4	4.0	17.8
판관비율(%)	50.8	47.4	48.8	49.7	48.8	48.7	51.7	53.0	50.5	48.0	50.7
영업이익	344.9	113.3	80.0	70.2	132.8	397.0	90.4	69.1	77.5	152.6	389.7
증가율(% YoY)	37.2	45.9	93.7	-5.5	-12.4	14.9	-20.2	-13.6	10.4	14.9	-1.7
영업이익률(%)	8.9	10.3	6.8	5.2	9.2	7.8	6.3	5.0	5.5	10.0	6.8
신세계 (별도기준)	219.8	59.2	42.0	47.0	106.9	255.1	50.3	35.6	40.4	88.9	215.2
신세계인터내셔널	25.0	11.8	14.3	11.5	23.9	61.5	19.0	18.7	15.1	29.4	82.2
신세계동대구	-8.0	1.9	-0.5	2.3	6.2	9.9	2.2	0.0	2.3	6.0	10.5
센트럴시티	93.0	16.1	4.8	17.2	12.1	50.2	16.8	17.5	18.0	19.0	71.2
신세계DF	15.0	23.6	22.6	-3.2	-11.7	31.3	0.7	7.6	14.6	5.3	28.2
까사미아			2.7	-1.0	1.0	2.7	1.0	1.0	1.0	1.0	4.0
이익률(%)											
신세계 (별도기준)	13.2	13.9	10.2	10.9	25.2	15.0	13.5	10.4	11.8	23.6	15.0
신세계인터내셔널	2.3	3.9	5.0	3.7	6.5	4.9	2.5	2.9	1.6	6.5	6.1
신세계동대구	-4.9	4.6	-1.2	5.3	12.0	5.6	5.0	0.0	5.0	11.0	5.6
센트럴시티	36.2	35.9	10.3	30.2	20.0	24.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
신세계DF	1.6	7.0	5.1	-0.6	3.5	1.6	6.0	4.0	4.0	5.0	1.1
증가율(% YoY)											
신세계 (별도기준)	11.1	13.7	16.0	18.5	16.4	16.1	-15.0	-15.3	-14.0	-16.8	-15.6
신세계인터내셔널	-5.4	195.0	257.5	1,050.0	49.6	146.2	60.8	30.5	31.7	22.8	33.5
신세계동대구	적지	흑전	적지	흑전	3.7	흑전	14.9	n/a	-1.8	-2.8	5.7
센트럴시티	3.5	-35.6	-65.7	-33.8	-56.9	-46.1	4.3	264.1	4.4	57.5	42.0
신세계DF	흑전	흑전	흑전	적전	적전	108.7	-97.0	-66.4	흑전	흑전	-10.1

자료: 신세계, 메리츠증권 리서치센터

표23 신세계 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
총매출액	4,634.2	1,180.7	1,088.7	1,060.8	1,227.3	4,557.5	1,023.5	961.1	940.4	1,089.7	4,014.6
증가율 (% YoY)	4.6	4.2	-2.0	-3.8	-4.7	-1.7	-13.3	-11.7	-11.3	-11.2	-11.9
매출액 (회계기준, 순매출)	1,665.5	425.7	413.7	432.0	424.6	1,696.0	372.5	343.1	342.3	377.0	1,435.0
증가율 (% YoY)	1.3	2.7	3.4	7.0	-5.1	1.8	-12.5	-17.1	-20.8	-11.2	-15.4
순매출액/총매출액 %	35.9	36.4	35.7	36.4	34.6	34.7	36.4	35.7	36.4	34.6	34.7
백화점 총매출액	3,625.0	920.0	902.2	916.0	1,080.1	3,818.3	828.0	812.0	824.4	972.1	3,436.5
증가율 (% YoY)	1.4	3.4	5.0	6.9	6.0	5.3	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
비중 (% , 총매출액 기준)	78.2	77.9	82.9	86.3	88.0	83.8	80.9	84.5	87.7	89.2	85.6
동일점포성장률 (% YoY)	2.4	4.2	5.0	6.5	1.7	4.4	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
온라인 총매출액	1,010.0	261.0	186.5	145.0	148.0	740.5	195.8	149.2	116.0	118.4	579.3
증가율 (% YoY)	18.0	7.4	-26.0	-41.1	-45.0	-26.7	-25.0	-20.0	-20.0	-20.0	-21.8
비중 (% , 총매출액 기준)	21.8	22.1	17.1	13.7	12.1	16.2	19.1	15.5	12.3	10.9	14.4
매출원가	351.0	87.6	80.7	93.0	63.0	324.3	76.4	60.5	65.7	65.7	268.2
증가율 (% YoY)	-8.5	-2.2	0.8	1.8	-30.0	-7.6	-12.8	-25.0	-29.4	4.3	-17.3
매출원가율 (%)	21.1	20.6	19.5	21.5	14.8	19.1	20.5	17.6	19.2	17.4	18.7
매출총이익	1,314.5	338.1	333.0	339.0	361.7	1,371.8	296.2	282.6	276.6	311.3	1,166.7
증가율 (% YoY)	4.3	4.0	4.1	8.6	1.2	4.4	-12.4	-15.1	-18.4	-13.9	-14.9
매출총이익률 (%)	78.9	79.4	80.5	78.5	85.2	80.9	79.5	82.4	80.8	82.6	81.3
백화점 매출총이익	1,187.0	305.0	298.9	319.0	342.4	1,265.3	271.6	257.4	261.3	296.5	1,086.8
증가율 (% YoY)	2.4	3.4	3.8	13.1	6.3	6.6	-11.0	-13.9	-18.1	-13.4	-14.1
이익률 (%) (총매출액 대비)	32.7	33.2	33.1	34.8	31.7	33.1	32.8	31.7	31.7	30.5	31.6
온라인 매출총이익	128.0	32.0	34.1	20.0	19.8	105.9	23.5	25.4	15.1	15.4	79.3
증가율 (% YoY)	26.7	6.7	6.6	-33.3	-44.9	-17.2	-26.6	-25.6	-24.6	-22.4	-25.1
이익률 (%) (총매출액 대비)	12.7	12.3	18.3	13.8	13.4	14.3	12.0	17.0	13.0	13.0	13.7
판매비	1,094.7	278.9	291.1	292.0	254.8	1,116.8	245.9	247.0	236.2	222.5	951.6
증가율 (% YoY)	3.1	2.2	2.6	7.1	-4.1	2.0	-11.8	-15.1	-19.1	-12.7	-14.8
판매비중 (%)	65.7	65.5	70.4	67.6	60.0	65.8	66.0	72.0	69.0	59.0	66.3
영업이익	219.8	59.2	42.0	47.0	106.9	255.1	50.3	35.6	40.4	88.9	215.2
증가율 (% YoY)	11.1	13.7	16.0	18.5	16.4	16.1	-15.0	-15.3	-14.0	-16.8	-15.6
영업이익률 (%)	13.2	13.9	10.2	10.9	25.2	15.0	13.5	10.4	11.8	23.6	15.0
백화점 영업이익	220.0	57.0	40.0	47.0	104.8	248.8	49.7	34.1	39.6	87.5	210.8
증가율 (% YoY)	6.8	11.8	8.1	14.6	15.1	13.1	-12.8	-14.7	-15.8	-16.5	-15.2
이익률 (%) (총매출액 대비)	6.1	6.2	4.4	5.1	9.7	6.5	6.0	4.2	4.8	9.0	6.1
온라인 영업이익	0.0	2.0	2.0	0.0	2.1	6.1	0.6	1.5	0.9	1.4	4.3
증가율 (% YoY)	n/a	100.0	n/a	n/a	n/a	n/a	-69.0	-26.9	n/a	-34.1	-29.0
이익률 (%) (총매출액 대비)	0.0	0.8	1.1	0.0	1.4	0.8	0.3	1.0	0.7	1.2	0.8

자료: 신세계, 메리츠증권 리서치센터

표24 면세점 (신세계DF) 실적 추정

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
신세계DF 매출	920.0	339.5	444.6	579.3	579.3	1,942.7	660.0	665.0	670.0	675.0	2,670.0
명동		314.5	346.0	369.3	350.8	1,380.6	380.0	385.0	390.0	395.0	1,550.0
센텀			30.0	40.0	30.0	100.0	40.0	40.0	40.0	40.0	160.0
강남				40.0	40.0	80.0	50.0	50.0	50.0	50.0	200.0
인천 T1			40.0	100.0	130.0	270.0	150.0	150.0	150.0	150.0	600.0
인천 T2		25.0	25.0	30.0	28.5	108.5	40.0	40.0	40.0	40.0	160.0
신세계DF 영업이익	15.0	23.6	22.6	-3.2	-11.7	31.3	0.7	7.6	14.6	5.3	28.2
이익률 (%) (매출액 대비)	1.6	7.0	5.1	-0.6	-2.0	1.6	0.1	1.1	2.2	0.8	1.1
시내면세점 영업이익률 (%)		7.5	8.1	5.1	4.0	6.0	5.0	6.0	7.0	5.0	5.8
공항면세점 영업이익률 (%)			-12.0	-20.0	-18.0	-16.5	-12.0	-11.0	-10.0	-10.0	-10.8
시내 영업이익		23.6	30.5	22.9	16.8	93.8	23.5	28.5	33.6	24.3	109.9
공항 영업이익		0.0	-7.8	-26.0	-28.5	-62.3	-22.8	-20.9	-19.0	-19.0	-81.7

자료: 신세계, 메리츠증권 리서치센터

신세계 (004170)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	3,871.4	5,083.0	5,753.2	6,155.9	6,556.1
매출액증가율 (%)	31.3	31.3	13.2	7.0	6.5
매출원가	1,559.4	2,209.0	2,444.5	2,585.5	2,740.4
매출총이익	2,312.1	2,874.0	3,308.7	3,570.4	3,815.6
판매관리비	1,966.4	2,477.0	2,919.0	3,139.5	3,343.6
영업이익	345.7	397.0	389.7	430.9	472.0
영업이익률	8.9	7.8	6.8	7.0	7.2
금융손익	-92.5	-59.8	-62.0	-54.3	-40.1
중속/관계기업손익	21.1	15.0	17.0	20.0	20.0
기타영업외손익	17.1	0.0	5.0	5.0	5.0
세전계속사업이익	291.4	352.2	349.6	401.6	456.9
법인세비용	77.7	87.6	85.9	101.9	113.9
당기순이익	213.6	264.6	263.7	299.7	343.0
지배주주지분 순이익	182.3	198.5	211.0	254.8	291.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	357.4	753.1	808.3	744.6	778.6
당기순이익(손실)	213.6	264.6	263.7	299.7	343.0
유형자산상각비	252.0	269.3	285.7	286.8	280.6
무형자산상각비	17.1	16.6	13.3	10.6	8.5
운전자본의 증감	-142.5	202.6	245.5	147.5	146.6
투자활동 현금흐름	-264.6	-981.9	-677.8	-416.1	-315.3
유형자산의증가(CAPEX)	-395.6	-700.0	-500.0	-300.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	45.4	-271.8	-167.1	-100.4	-99.8
재무활동 현금흐름	4.4	72.5	-109.6	-190.7	-190.7
차입금의 증감	25.6	84.8	-97.3	-178.4	-178.4
자본의 증가	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	97.2	-156.3	20.9	137.9	272.6
기초현금	78.3	175.5	19.2	40.1	177.9
기말현금	175.5	19.2	40.1	177.9	450.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,269.1	1,326.4	1,502.2	1,742.5	2,116.8
현금및현금성자산	175.5	19.2	40.1	177.9	450.5
매출채권	249.1	298.5	337.8	361.5	385.0
재고자산	463.9	562.2	636.4	680.9	725.2
비유동자산	8,882.6	9,568.5	9,936.6	10,039.7	10,050.4
유형자산	6,632.2	7,062.9	7,277.2	7,290.4	7,209.9
무형자산	296.5	279.9	266.6	256.0	247.4
투자자산	995.8	1,267.6	1,434.7	1,535.2	1,635.0
자산총계	10,151.7	10,894.9	11,438.9	11,782.1	12,167.2
유동부채	2,892.1	3,163.7	3,396.2	3,455.9	3,514.7
매입채무	86.6	125.7	142.3	152.3	162.2
단기차입금	245.2	345.2	395.2	365.2	335.2
유동성장기부채	1,005.6	1,055.6	1,005.6	955.6	905.6
비유동부채	2,340.1	2,559.4	2,619.4	2,615.5	2,611.1
사채	1,099.9	1,049.9	999.9	949.9	899.9
장기차입금	197.7	177.7	127.7	77.7	27.7
부채총계	5,232.2	5,723.1	6,015.6	6,071.4	6,125.7
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	399.5	399.5	399.5	399.5	399.5
기타포괄이익누계액	413.3	413.3	413.3	413.3	413.3
이익잉여금	2,246.0	2,432.1	2,630.8	2,873.3	3,152.6
비지배주주지분	1,497.8	1,563.9	1,616.7	1,661.6	1,713.1
자본총계	4,919.5	5,171.9	5,423.3	5,710.7	6,041.4

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	393,230	516,289	584,366	625,272	665,915
EPS(지배주주)	18,513	20,158	21,431	25,878	29,613
CFPS	66,004	70,886	72,186	76,515	79,846
EBITDAPS	62,448	69,362	69,951	73,975	77,307
BPS	347,557	366,467	386,649	411,278	439,641
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	16.2	12.7	11.7	9.7	8.5
PCR	4.5	3.6	3.5	3.3	3.1
PSR	0.8	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR	0.9	0.7	0.6	0.6	0.6
EBITDA	614.8	682.9	688.7	728.3	761.1
EV/EBITDA	11.0	9.7	9.4	8.5	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	5.6	5.7	6.5	7.0
EBITDA 이익률	15.9	13.4	12.0	11.8	11.6
부채비율	106.4	110.7	110.9	106.3	101.4
금융비용부담률	2.0	1.5	1.3	1.2	1.0
이자보상배율(x)	4.5	5.1	5.0	5.9	6.9
매출채권회전율(x)	17.0	18.6	18.1	17.6	17.6
재고자산회전율(x)	9.0	9.9	9.6	9.3	9.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019 년 1 월 21 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019 년 1 월 21 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019 년 1 월 21 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜)

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 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018 년 12 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

LG 생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-19.6	-7.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	1,600,000	양지혜	-11.7	-7.5	
2018.07.06	산업브리프	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	-22.1	-7.5	
2018.11.19	산업분석	Buy	1,600,000	양지혜	-24.0	-7.5	
2019.01.21	산업브리프	Buy	1,600,000	양지혜	-	-	

아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-12.8	-8.5	
2018.02.27	산업브리프	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	산업브리프	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	-20.3	-13.4	
2018.10.17	기업브리프	Trading Buy	275,000	양지혜	-31.7	-28.0	
2018.10.30	기업브리프	Trading Buy	180,000	양지혜	-9.9	-2.8	
2018.11.19	산업분석	Trading Buy	180,000	양지혜	-2.1	16.4	
2019.01.21	산업브리프	Trading Buy	200,000	양지혜	-	-	

호텔신라 (008770) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-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	-30.8	-12.0	
2018.10.29	기업브리프	Buy	130,000	양지혜	-42.0	-35.6	
2018.11.19	산업분석	Buy	120,000	양지혜	-35.3	-28.1	
2019.01.21	산업브리프	Buy	105,000	양지혜	-	-	

신세계 (004170) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-12.7	-0.1	
2018.04.13	기업브리프	Trading Buy	450,000	양지혜	-11.1	-6.4	
2018.05.11	기업브리프	Trading Buy	500,000	양지혜	-15.5	-6.9	
2018.07.04	기업브리프	Trading Buy	430,000	양지혜	-27.5	-15.5	
2018.11.09	기업브리프	Trading Buy	350,000	양지혜	-24.4	-13.4	
2019.01.21	산업브리프	Trading Buy	300,000	양지혜	-	-	