

글로벌 면세 강국, 중국에 웃고 울다

Initiation

Overweight

종목명	투자 의견	목표주가	Upside
호텔신라	HOLD(신규)	85,000원	2.9%
신세계	BUY(신규)	300,000원	25.8%
현대백화점	BUY(신규)	94,000원	30.6%
LG생활건강	BUY(신규)	2,000,000원	24.1%
아모레퍼시픽	HOLD(신규)	205,000원	1.0%

주: 2021년 1월 4일 종가 기준

최악의 시기 지나며 인바운드 관련 업종 주가 차별화 양상

중국 인바운드 관련 업종 모두 최악의 시기는 지났다. 여행업종 주가는 코로나 백신 상용화 기대감을 강하게 반영, 면세업종 주가는 여전히 부진하다. 시장은 국내 면세산업의 글로벌 경쟁 심화와 중장기 시장 협상력 약화에 대한 우려를 더 크게 반영하고 있다. 한국 면세업은 중국 인바운드에 힘입어 성장해 왔고, 현재 타이공의 시장 주도권은 그 어느 때보다 높아져 있다. 중국 정부까지 외화 유출을 막기 위해 자국 면세산업 활성화에 적극적으로 나서고 있다. 향후 국내 면세에서 발생하던 중국 수요가 현지 이전된다면 국내 면세 3사의 글로벌 바이킹파워는 약화될 공산이 크다.

21년 면세 업종 불확실성 지속 예상 트레이딩 전략 권고,

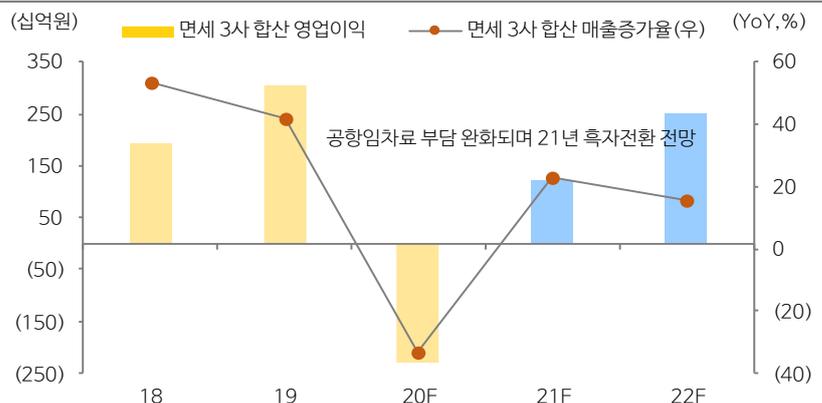
글로벌 화장품 시장 침투 가능성 높이는 프리미엄 비중 높은 업체 주목

중국 소비경기 환경 우호적, 화장품 시장 성장 속도 또한 빨라지고 있다. 프리미엄 소비 트렌드 확대되며 럭셔리 브랜드 시장 확대 가능성을 엿볼 수 있겠다. 2021년 인바운드 회복시 실적개선 강도는 면세업종이 화장품 대비 크겠으나 글로벌 여행시장의 단기 회복을 단언하기 어려운 상황이다. 중국의 자국 면세산업 활성화 정책으로 중장기 산업 경쟁력 약화 리스크도 상존한다. 불확실성이 해소되지 않은 상황 속 면세 업종은 짧은 호흡의 트레이딩 전략을 권고한다. 화장품 업종은 글로벌 시장 침투 가능성을 높이는 프리미엄 매출 비중 높은 업체 중심으로 관심이 유효하다.

Top Pick: 현대백화점(BUY, TP 9.4만원)

2021년 면세 및 화장품 업종 최선호주로 현대백화점을 제시한다. 현대백화점은 면세채널 의존도가 낮고 실적 모멘텀이 뚜렷하다. 상반기 여의도 파크원 백화점이 신규 출점 예정이며 전년도 완료한 기존점 리뉴얼 효과가 나타나고 있다. 면세사업은 시장 진출 초기 국면으로 기업형 타이공 거래선 증가 영향 바이킹파워 확대되고 있다. 하반기 글로벌 화장품 브랜드 다수 입점 예정되어 있어 매출 확대에 따른 수익성 개선을 전망한다. 현 주가 12개월 예상 PER 9배로 밸류에이션 매력도 높다. 중장기 성장 관점 매수 전략을 권고한다.

2021년 국내 면세 3개사 합산 영업이익 및 매출증가율 전망

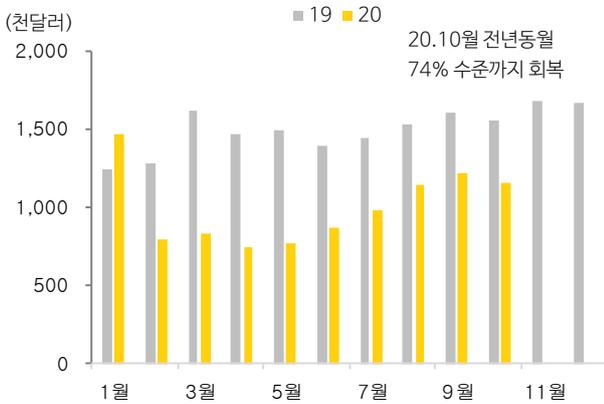


Contents

Key Charts	4
1. 면세산업, 국가 경제 헤게모니 전쟁	6
1) 면세/화장품산업 현황 분석: 천천히 바닥을 지난다	6
2) 코로나19 전후 시장 환경 변화 비교: 수급 양호, ‘연결고리’가 문제	8
3) 인바운드 회복 기대감 낮출 필요, 불확실성 해소 후 단기 추가 탄력성 ‘면세 > 화장품’ 전망	10
4) Top Pick: 현대백화점	13
2. 2021년 중국 시장 긍정적 변화: 경기 회복 기대감과 화장품 시장 성장 모멘텀	14
1) 중국 소비 경기 및 동향 분석: ① 환율, ② 소매판매, ③ 럭셔리 소비	14
2) 중국 화장품시장 성장률이 소비 증가율을 앞서는 이유: P, Q의 동반 성장 지속	16
3) ‘따이공-면세-브랜드’의 역할 관계: 2020년, 타이공이 주도한 수요 우위 시장	17
부록1) 중국 온라인 구매대행업 발전 단계	18
3. 면세 산업 전망 및 투자 전략: 아슬아슬한 균형, 위태로운 방향성	20
1) 투자 전략: 불확실성 시기, 짧은 호흡으로 트레이딩 전략 유효	20
2) 2021년 국내 면세시장 규모 20.1조 원(YoY 9.8%) 전망: 회복을 낙관하기 어려운 세 가지 이유	21
3) 면세산업 경쟁력 분석: ① 바잉파워, ② 사업 레퍼런스 및 네트워크, ③ 콘텐츠/MD능력	23
4) 면세산업 이해관계 구조 분석: 중장기 국가 경제 헤게모니 싸움	25
5) 일본 면세산업 특성 비교: 사후면세점(Duty-free)의 발달	27
6) ‘제3자반송’과 ‘내수통관’ 효용 분석: 임시방편책이 일으키는 매출 착시 효과	28
부록1) 국내 면세산업 역사와 시기별 시장 구도 재편 흐름	29
부록2) 인천공항 면세 사이트 및 임차료 감면 정책 정리	31
4. 화장품 산업 전망 및 투자 전략: 해외 프리미엄 시장 침투율 확대 관건	33
1) 투자 전략: 럭셔리 포트폴리오 중심 글로벌 점유율 확대 업체 주목	33
2) 2021년 브랜드 2개사 매출증가율 9% 전망, 시장 성장률 상회 여부 관건	34
3) 브랜드 산업 전략 방향성: ① 프리미엄화(편더멘탈), ② 온라인/직접판매(수익성)	37
4) 중저가 브랜드 및 OEM/ODM 전략 키워드: ① 적중률 제고, ② 인수합병, ③ 고객 다변화	38
5) 아모레퍼시픽의 대대적 구조변화, 중장기 사업 경쟁력 회복 가능성 판단할 기회	40
5. 산업 이슈 및 리스크 분석	42
1) 국내 면세 사업권 신규 발급에 따른 경쟁 심화 가능성	42
2) 중국 면세산업 진흥 정책과 국내 면세산업 파급 효과	43
3) 글로벌 브랜드 선호 측정 지표로 활용되는 광군제 성과	44
Top Pick 및 관심종목	45
호텔신라(008770)	46
신세계(004170)	50
현대백화점(069960) - Top Pick ★	56
LG생활건강(051900)	60
아모레퍼시픽(090430)	64

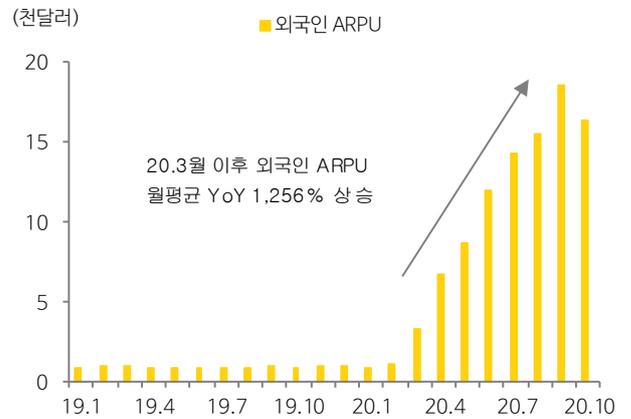
Key Charts

Exhibit 1. 시내면세점 월 매출 비교 (19년 vs. 20년)



출처: 한국면세점협회, Kakaopay Securities Research

Exhibit 2. 면세점 외국인 ARPU 추이



출처: 한국면세점협회, Kakaopay Securities Research

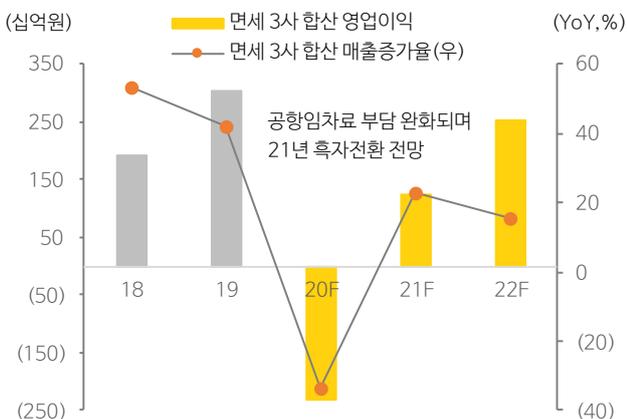
Exhibit 3. 2021년 중국인 입국자 수 공격적 가정에도 인바운드 회복률 높지 않음

20년 중국인 입국자 수:
1H20: 616,472명 (YoY -78%)
2H20: 72,959명 (YoY -99%)

(단위: 명, %)	가정 1(보수적)	2	3	가정 1(공격적)	2	3
1H21 객수(A)	109,439	109,439	109,439	182,398	182,398	182,398
HoH 증감률	50%	50%	50%	150%	150%	150%
2H21 객수(B)	328,316	437,755	547,193	547,193	729,591	911,989
HoH 증감률	200%	300%	400%	200%	300%	400%
21년 객수(A+B)	437,755	547,193	656,632	729,591	911,989	1,094,386
YoY 증감률	-36.5%	-20.6%	-4.8%	5.8%	32.3%	58.7%
1H21 월평균객수	18,240	18,240	18,240	30,400	30,400	30,400
2H21 월평균객수	54,719	72,959	91,199	91,199	121,598	51,998

주: 카카오페이증권 면세시장 전망치에 보수적 2 가정 반영
출처: 한국면세점협회, Kakaopay Securities Research

Exhibit 4. 국내 면세 3개사 합산 실적 추이 및 전망



주1: 호텔신라 면세, 신세계DF, 현대백화점 면세 실적 합산
주2: 2020~2022년 실적 카카오페이증권 추정치
출처: Kakaopay Securities Research

Exhibit 5. 국내 화장품 브랜드 2개사 합산 실적 추이 및 전망



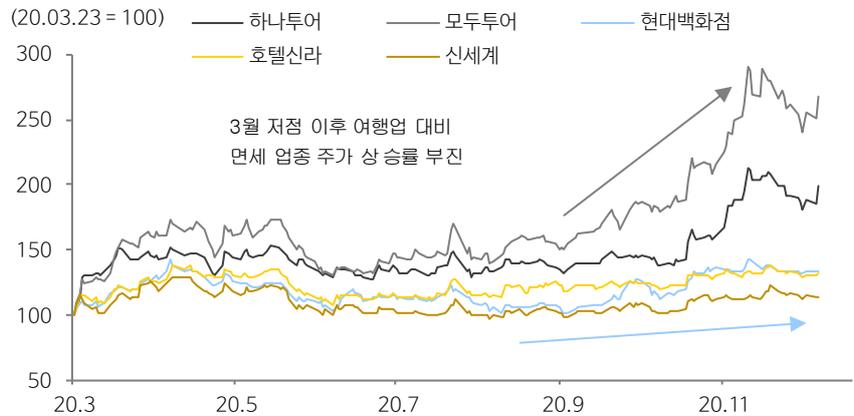
주: 2020~2022년 실적 카카오페이증권 추정치
출처: Kakaopay Securities Research

Exhibit 6. 20.3월 이후 여행 및 면세업종 상대주가 추이

20.3월 코로나19 최저점 이후

여행 업종 주가 큰 폭 반등,
면세업종 주가 여전히 부진

→ 결국, 시장(주가)은
중장기 글로벌 면세시장
헤게모니 이동에 대한 우려 반영



출처: Kakaopay Securities Research

Exhibit 7. 글로벌 면세시장 매출 순위 변동

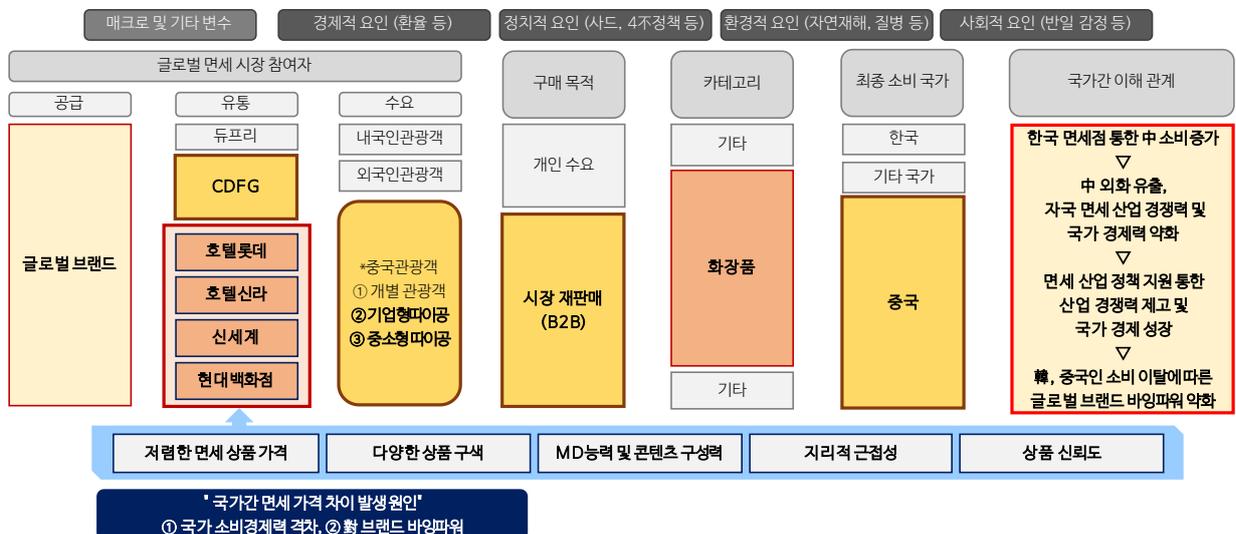
업체별 1H20 매출감소율(YoY):

- CDFG(중) -22%,
- 듀프리(미) -62%,
- 호텔롯데(한) -50%,
- 라가르데르(프) -55%
- 호텔신라(한) -47%,

	14	16	18	1H20
1	듀프리	듀프리	듀프리	CDFG
2	DFS	호텔롯데	호텔롯데	듀프리
3	호텔롯데	DFS	호텔신라	호텔롯데
4	LS트래블리테일	라가르데르	CDFG	라가르데르
5	WDF	호텔신라	라가르데르	호텔신라
6	하이네만	하이네만	하이네만	-
7	호텔신라	킹파워	DFS	-
8	두바이	두바이	킹파워	-
9	에버리치	에버리치	신세계	-
10	킹파워	선라이즈	두바이	-

출처: Kakaopay Securities Research

Exhibit 8. 글로벌 면세산업 이해 관계 구조도



출처: Kakaopay Securities Research

1. 면세산업, 국가 경제 헤게모니 전쟁

1) 면세/화장품산업 현황 분석: 천천히 바닥을 지난다

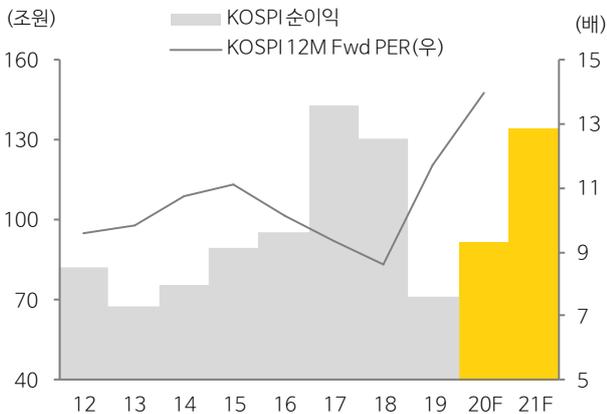
증시 역대 호황기,
KOSPI 12MF PER 14배 수준

혼돈의 시기다. 2020년 코로나19가 창궐하며 모든 생산과 소비 활동이 멈추었다. 각 국에 위치한 글로벌 기업 공장들은 가동을 중단, 도심을 오가던 수많은 항공기들은 이륙하지 않고 있다. 등교길, 출퇴근길까지 이동 제한되며 매장 재고가 적체, 고정비 부담을 견디지 못한 폐점 점포들이 속출하고 있다. 장기화되는 코로나19 사태의 충격은 이제 얼마큼이 아니라 '언제까지' 지속되느냐의 문제다.

증시는 역대 호황기다. 수급, 모멘텀, 경기회복 기대감까지 삼박자가 맞아 떨어졌다. 부동산 정책 규제 여파로 유례 없던 자금이 증시로 쏠렸고 수출업황 회복 기대감도 높아졌다. 백신 상용화 시기가 임박해지며 코스피는 사상 최고치를 경신 중이다. 12개월 예상 KOSPI PER은 14배까지 상승했다. 높아진 시장 밸류에이션만큼 2021년 기업들의 실적 뒷받침이 가능할 것인지가 관건이다.

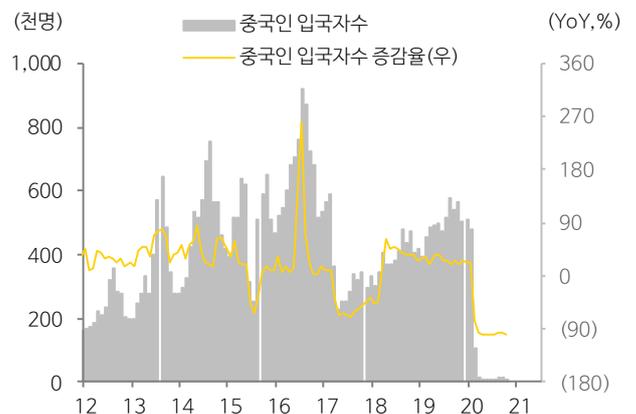
면세와 화장품업종 최근 주가 상승은 수급적 요인이 크다. 2020년 증시는 상반기 NAVER, 카카오 등 IT소프트웨어, 하반기 IT하드웨어 업종이 견인했다. 순환매 장세로 돌아서며 상대적으로 소외 받던 내수 업종 저점 매수세가 나타났다. 하지만, 실적개선 가능성과 가시성이 높지 않아 추세로 볼 순 없다.

Exhibit 9. KOSPI 12MF PER 및 순이익 추이 및 전망



출처: Bloomberg, Kakao pay securities

Exhibit 10. 방한 중국인 입국자 수 추이



출처: 한국관광공사, Kakao pay securities

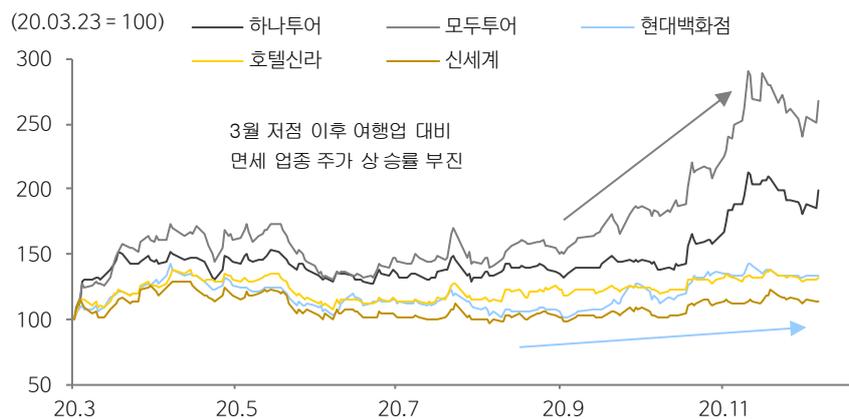
면세업 주가 부진은
글로벌 경쟁 심화 우려를
더 크게 반영 중

중국 인바운드 관련 업종 모두 최악의 시기는 지났다. 회복 속도가 관건일 뿐이다. 여행 업종 주가는 이를 먼저 반영, 강하게 반등했다. 반면 면세업종 주가는 부진하다. **본질적 문제는 단순 인바운드 객수 감소가 아니라 따로 있다.** 시장은 **면세산업 글로벌 경쟁 심화, 국내 업체 중장기 협상력 약화를 더 크게 우려**하고 있다. 한국 면세는 중국 관광객에 의해 주도되는 시장이고 중국 정부는 내수 면세산업 활성화에 적극 나서고 있다. 국내 면세에서 일어나던 중국 수요가 현지로 이전되고 중국으로의 여행 수요까지 더해진다면 자연스럽게 중국 면세업체의 바잉파워가 확대, 글로벌 면세채널항 상품 공급량을 조절해오던 글로벌 브랜드는 국내 물량을 중국으로 선회, 국내 면세산업 입지가 악화될 공산이 크다.

어찌되었든, 2021년 방한 중국인 인바운드 회복이 면세 및 화장품업체들의 주가 반등, 실적 개선 트리거가 될 것임은 분명하다. 첫 주가 반등은 입국자에 대한 2주 자가격리 해제 조치가 될 것으로 보인다. 2019년 방한 외국인관광객 1,750만 명 중 중국인 매출 비중 35%, 국내 화장품 브랜드 상위 2개사 평균 면세채널 매출 의존도는 40%를 상회했다.

20.3월 코로나 최악 상황 이후
여행 업종 주가 큰 폭 반등

Exhibit 11. 여행 및 면세업종 상대주가 추이



출처: Kakaopay Securities Research

2020년 면세업종 주가 부진은
펀더멘털 이슈 X

현 시점에서 2021년을 대비한 최선의 투자 전략은 다음과 같다. 충분치 않은 근거로 업황 회복을 낙관하는 것이 아닌 과거 사례 점검과 산업 동향을 분석하고 시장 환경 변화를 예측하며 기업별 실적 회복 강도를 점검해보는 것이다. 다시말해 2020년은 기업 펀더멘털 이슈로 나타났던 업황 부진이 아니었다. 매크로 환경과 글로벌 산업 환경 변화, 기업들의 차별화 전략을 분석하며 2021년 시장 환경이 개선되었을 때 가장 가파른 실적 개선세를 시현할 수 있는 업체를 선별해 놓아야 할 것이다.

2) 코로나19 전후 시장 환경 변화 비교: 수급 양호, ‘연결고리’가 문제

코로나19 사태 전후
면세산업 수요/공급/유통
밸류체인 각기 다른 영향

2020년 코로나19 사태를 전후로 면세산업의 수요, 공급, 유통 밸류체인은 각기 다른 영향을 받았던 것으로 분석한다. 세부 내용은 다음과 같다.

(1) **수요**: 코로나19 영향으로 객수가 줄어들었을 뿐 여전히 외국인이 전체 면세산업 매출 성장을 견인하고 있다. 2010~2018년 내국인 평균 매출증가율은 5%였던 반면 외국인 매출증가율은 29%를 시현했다. 이에 따라 2010년 45% 수준이었던 외국인 매출비중이 2019년 84%까지 확대, 평균단가는 214달러에서 891달러로 연평균 17% 증가했다. 특히 중국인의 해외여행 수요가 확대되기 시작한 2011년(YoY 15.8%)과 메르스 사태 직후(YoY 9.7%), 사드 사태 직후(YoY 68.8%) 가파른 평균 구매단가 상승이 나타났다.

- 면세 사이트별: 2019년초 외국인 면세매출의 90%를 차지하던 시내점 매출비중은 2020년 10월 100% 가까이 확대되었다. 시내면세점 평균 ARPU(P)가 크게 증가한 영향이 컸다. 시내면세점과 공항면세점 이용 외국인 객수(Q)는 비슷하기 때문이다. 시내점 매출이 전년도의 98%까지 빠르게 회복될 수 있었던 것은 기업형 타이공 객수 회복(Q)이 주효했다. 타이공 매출은 중국 현지 글로벌 화장품 수요로 해석 가능하다.

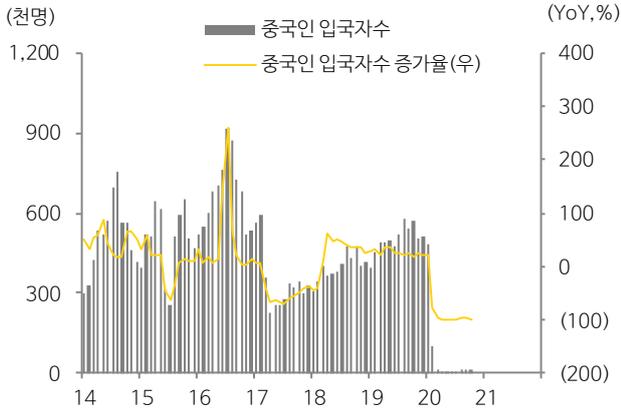
(2) **공급**: 화장품브랜드사로부터 상품을 소싱해오는 면세사업자들의 사업환경은 큰 변화가 없었다. 상품 수급엔 문제가 없다. 2019년 면세매출의 60% 비중을 차지하던 화장품 매출은 코로나 이후 80%까지 비중이 확대되었다. 전체 면세매출이 감소한 영향일 뿐 절대 매출액은 빠지지 않았다.

브랜드 바이파워 유지를 위해 면세사업자들이 매입량을 조절하지 않은 영향도 있다. 다양한 브랜드, 상품 MD, 카테고리 구색은 글로벌 면세사업자의 핵심 경쟁력이다. 코로나 사태가 진정된 이후 중소형 타이공 및 개별관광객수 회복에 대응하기 위해선 바이파워를 유지해야 한다. 소진률 높은 수입브랜드 카테고리 혹은 인기 품목은 매입량을 줄일 필요성도 없었을 것이다.

정부가 제3자반송을 허가해준 영향도 크다. 체화재고를 해소할 수 있도록 거래 경로를 열어주었다. 코로나 이전에는 중국 현지 수요를 타이공이 90% 이상 대응해주었다면, 이중 일부는 타이공이 내한하지 않아도 택배를 통해 면세점이 직접 대응 가능하다. 기한은 2020년말까지로 연장되었고 추가 연장여부는 미지수다.

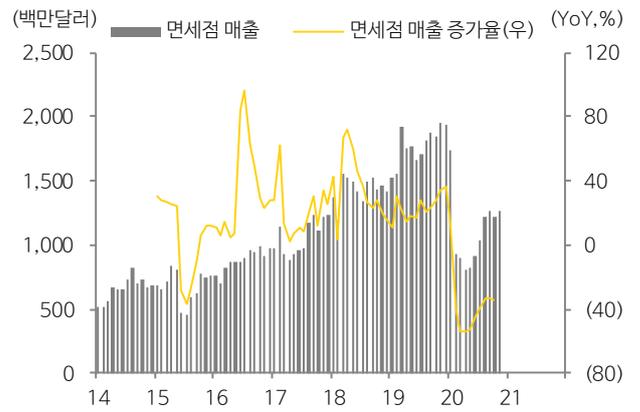
(3) **유통(면세)**: 방한객수 급감으로 영향이 가장 컸다. 8/31일부로 호텔롯데(DF3), 호텔신라(DF2/DF4/DF6)가 인천공항 제1여객터미널 사업을 철수했다(9월부터 6개월간 추가 연장 운영 결정). 중소면세사업자인 그랜드면세점도 사업을 종료했다. 호텔신라는 일본 면세사업 중단, 호텔롯데는 인도네시아 자카르타 면세점과 태국 방콕, 대만 면세점을 철수했다.

Exhibit 12. 중국인 입국자수 추이



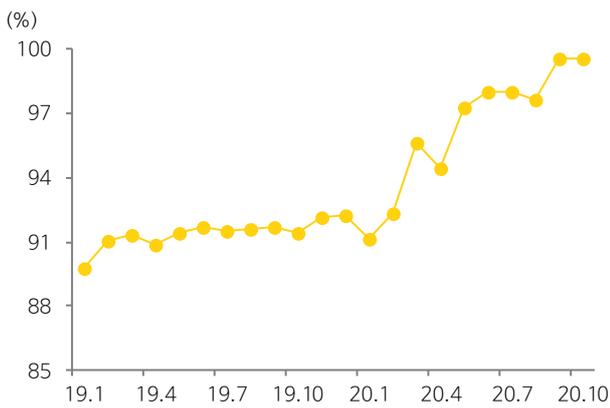
출처: 한국관광공사, Kakaopay Securities Research

Exhibit 13. 월별 면세점 매출 추이



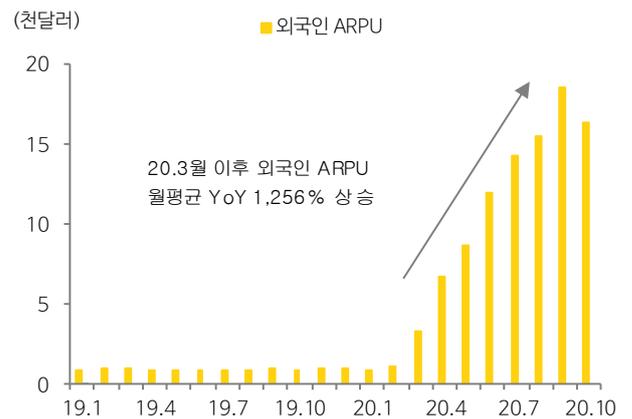
출처: 한국면세점협회, Kakaopay Securities Research

Exhibit 14. 시내면세점 외국인 매출 비중 추이



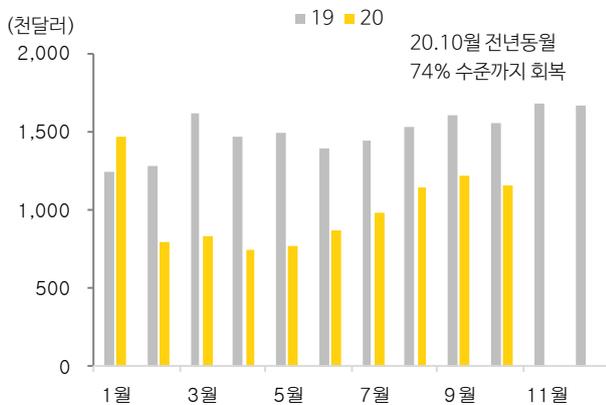
출처: 한국면세점협회, Kakaopay Securities Research

Exhibit 15. 면세점 외국인 ARPU 추이



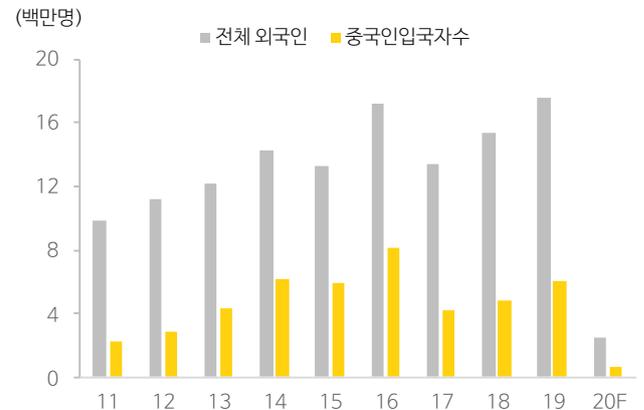
출처: 한국면세점협회, Kakaopay Securities Research

Exhibit 16. 시내면세점 월 매출 비교 (19년 vs. 20년)



출처: 한국면세점협회, Kakaopay Securities Research

Exhibit 17. 방한 외국인 추이



주: 2020년은 카카오페이증권 추정치
출처: 한국관광공사, Kakaopay Securities Research

3) 인바운드 회복 기대감 낮출 필요, 불확실성 해소 후 주가 탄력성 '면세 > 화장품' 전망

면세와 화장품업종의
강한 주가 반등은
입국자 2주 격리 조치 완화 시점

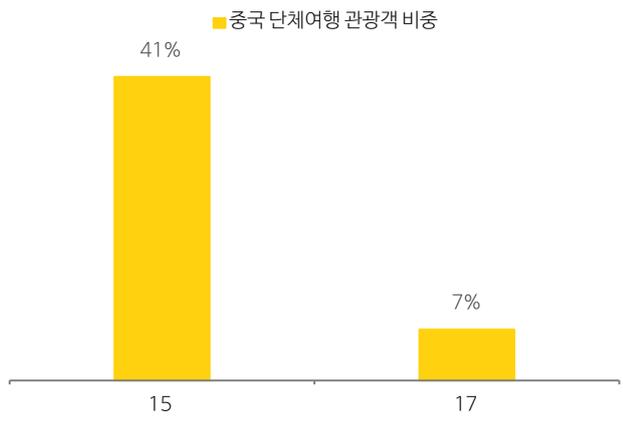
코로나가 잠잠해진 이후 예전만큼 중국 인바운드 관광객이 돌아올 것인가의 문제를 생각해보아야 한다. 단기 회복 가능할 것으로 예상하지 않는다.

따이공이 개별관광객 쇼핑 수요를 뒷받침해줄 수 있는 핵심 유통채널로 자리잡았다. 중국 소비자는 온라인상거래를 통해서 내한하지 않고도 타이공, 웨이상을 통한 저렴한 가격에 상품 구매가 가능해졌다. 또한, 본래 한국은 관광수입 비중이 큰 국가가 아니다. 중국과 지리적으로 가깝다는 이점이 있지만 의료관광 혹은 가벼운 쇼핑 목적이 대부분이다.

관광수요도 있을 수 있다. 면세와 화장품업의 강한 주가반등 시발점은 코로나 종식이 전제된 입국자 대상 2주 격리조치 완화 시점이 될 것이다. 본격적인 여행수요 확대 전까진 인바운드 관광객수 회복 속도는 더딜 수 있다. 중국 전역에서 한국행 단체관광 상품 판매가 가능해질 때 증가 폭은 가파라질 것으로 본다. 단체관광 상품 판매 재개는 정치적 이슈와 결부되어 시점을 예측하기 어려운 부분이다. 여행상품 구성에 필수적인 전세기, 크루즈 등을 갖출 수 있도록 중국 정부의 지침 재정비가 전제되어야 한다.

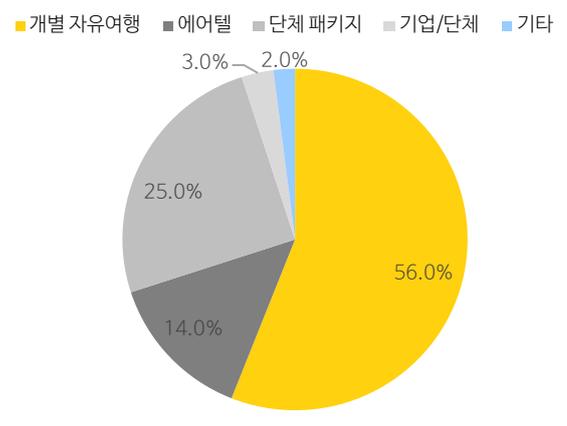
한국관광공사의 2017년 외래관광객 실태조사에 따르면 중국 단체여행 관광객 비중은 2015년 40.9%에서 2017년 6.9%까지 하락했다. 사드, 북핵 이슈로 중국 정부가 자국 여행사의 한국행 단체관광 상품 판매에 제한을 가했다. 관광상품 구성시 크루즈 및 전세기 이용, 온라인 모객을 불허한 '3주 및 지역제한' 조치를 의미한다. 베이징, 산둥, 우한, 충칭 등에서 한국행 단체관광을 허용, 중국 전역으로 확대되고 있지 않다.

Exhibit 18. 중국 단체여행 관광객 비중 변화



출처: 한국관광공사, Kakaopay Securities Research

Exhibit 19. 중국 개별 여행객 지출 비중



출처: 한국관광공사, Kakaopay Securities Research

실적 가시성 낮은 면세산업, 글로벌 관광 수요 정상화까지 최소 2~3년 소요 예상

메르스/사드 당시
중국 인바운드 객수
전년비 각각 2.3%, 48.3% 감소

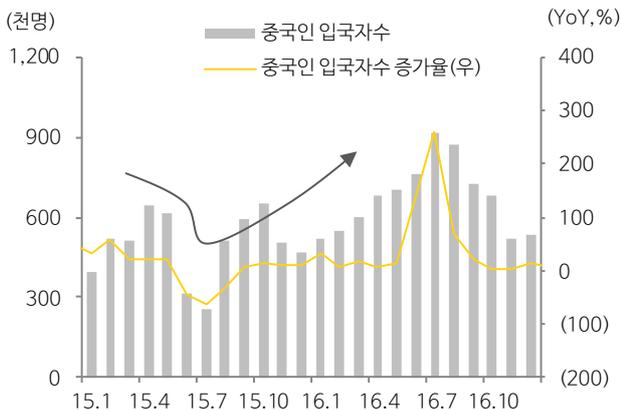
현 시점에서 면세와 화장품업종의 2021년 실적 가시성이 매우 낮다는 점은 분명해보인다. 두 업종 모두 중국 인바운드 관광객 의존도가 높는데 사드 사태 후폭풍으로 개선세가 완만했던 와중에 코로나 사태로 관광수요 회복 시기가 재차 늦춰졌다.

코로나19는 시장에서 예측 불가능했던 변수였다. 유사 전례를 살펴보면 2015년 메르스 사태와 2017년 사드배치 보복 시기를 비교해볼 수 있겠다.

2015년 메르스와 2017년 사드 배치 이후 금한령 당시 중국 인바운드 객수는 전년대비 각각 2.3%, 48.3% 감소했다. 메르스는 2015년 5월 국내 첫 환자 발생 이후 종식까지 약 8개월 소요, 중국인 입국자수는 6월부터 3개월간 감소 후 (+)반등에 성공했다(2016년 인바운드 객수 YoY 34.8%). 전 세계에서 가장 많은 확진자가 발생했던 나라가 중국이었고, 국내는 상대적 영향이 적었던 만큼 공식 질병 종식 발표 전 방한 중국인 수가 먼저 회복되기 시작한 것으로 판단한다.

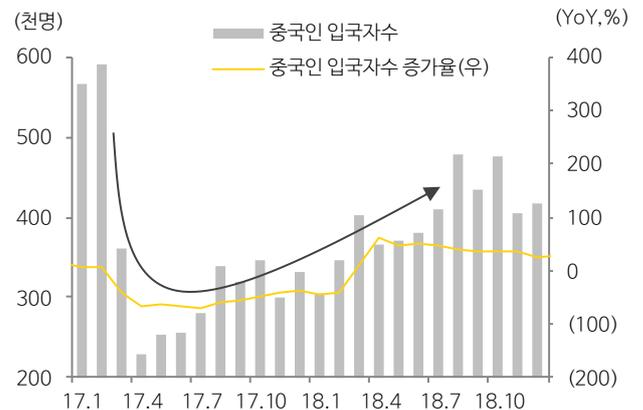
사드는 정치적 상황과 결부되어 있었던 만큼 장기화되는 모습이였다. 2016년 방한 중국인 관광객 수는 807만 명으로 최고치 경신했으나 한한령 영향 2017년 3월부터는 전년동월비 감소, 12개월간 지속되었다. 2018, 2019년 중국 인바운드 객수는 낮은 베이스로 전년비 14.9%, 25.8% 증가, 2015년 수준으로 천천히 회복되었다(598만 명).

Exhibit 20. 2015년 중국 인바운드 객수 추이 (메르스)



출처: 한국관광공사, Kakaopay Securities Research

Exhibit 21. 2017년 중국 인바운드 객수 추이 (사드 사태)



출처: 한국관광공사, Kakaopay Securities Research

불확실성 해소 후 단기 주가 탄력성 전망: '면세 > 화장품'

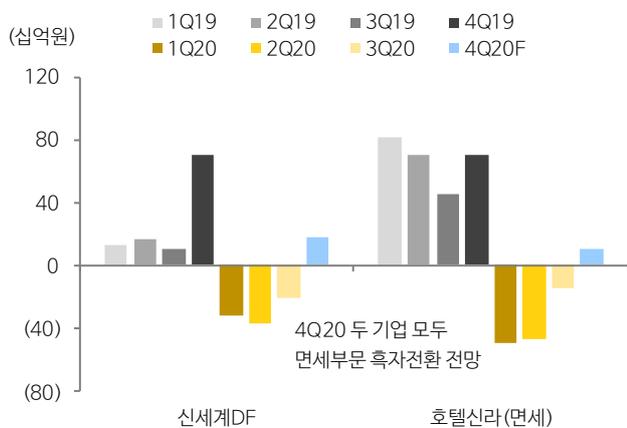
관광객수 회복 가정하
실적 개선 강도는
면세업종이 화장품업종 대비
클 것으로 전망

2021년 면세와 화장품업종을 비교해보았을 때 주가 하락에 대한 불안감은 면세업종이 덜 할 것으로 판단한다. 2021년 2분기 이후 베이스가 확연히 낮아진다. 방한 중국인 입국자 수는 2020년 4월 최저점(0.4만명) 이후 완만히 회복되고 있다. 인바운드 객수가 현재 월수준(20.10월 1.1만명)을 유지한다고 가정하면 2021년 2분기부터는 중국인 관광객수 증가율은 189%에 달할 것으로 예상된다.

방한 관광객수 회복을 가정했을 때 업종별 실적개선 강도 또한 면세업종이 화장품 대비 더 클 것으로 전망한다. 호텔신라, 신세계의 2019년 면세업 매출비중은 각각 약 90%, 49%에 달했다. 전체 외국인 입국자 중 중국인 비중이 35%에 이르렀던 만큼 객수 급감 타격이 가장 컸다. LG생활건강 역시 2019년 전체 매출의 40% 이상이 면세채널에서 발생했지만 시내면세점 다이공 매출이 빠르게 회복, 면세업종 대비 매출감소폭이 적었다.

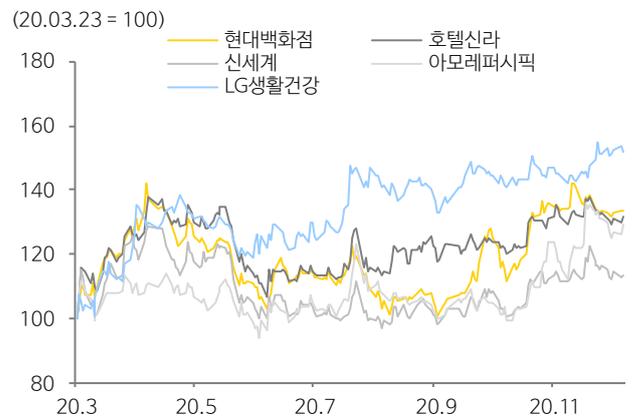
하지만 안심하기엔 이른다. 중장기 면세업종은 글로벌 여행시장이 얼마나 빠르게 회복할 지가 관건으로 실적과 주가 불확실성 모두 화장품업종 대비 높아 보인다.

Exhibit 22. 면세 2개사 2020년 상반기 전년 대비 이익 급감



출처:각 사, Kakaopay Securities Research

Exhibit 23. 20.3월 저점 대비 면세/화장품업종 주가 추이



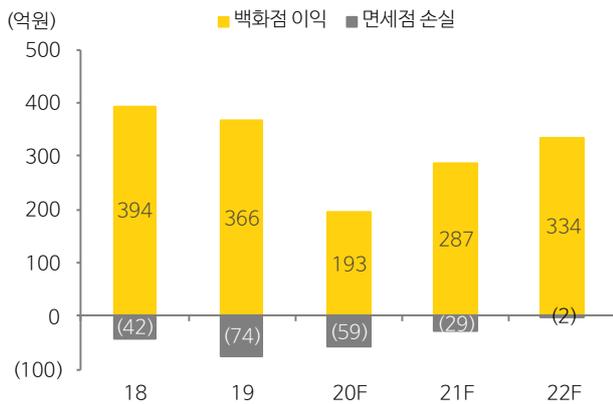
출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

4) Top Pick: 현대백화점

현대백화점은 국내 3사 중 가장 면세 매출 의존도가 낮음

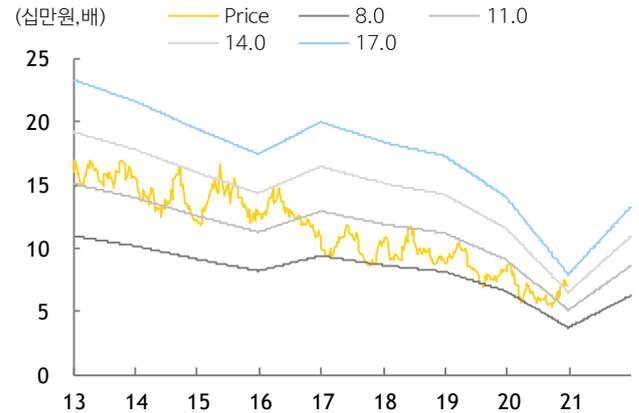
2021년 면세 및 화장품업종 최선호주로 현대백화점을 제시한다. 코로나19 영향 인바운드 관광객수 급감하며 면세업체들의 중장기 불확실성이 확대되었다. 글로벌 시장에서 바이오파워를 발휘하던 빅 플레이어들은 중국의 자국 면세산업 강화 정책 기조까지 심화되며 불안한 투자 심리가 가중되고 있다. 현대백화점은 국내 3사 중 가장 면세 매출의존도가 낮으며 상대적으로 안정적인 2021년 백화점 실적 모멘텀 또한 갖추었다. 2020년 본점/중동점의 리뉴얼 효과, 2021년 여의도 파크원 백화점 신규출점이 예정되어 있다. 면세 사업은 시장 진출 초기 국면으로 기업형 타이공 대상 거래선이 점진적으로 증가하며 바이오파워 확대, 분기 적자 축소되고 있어 긍정적이다. 동대문점의 경우 2021년 하반기까지 글로벌 화장품 브랜드 입점이 다수 예정, 매출 규모 확대에 따른 소싱력 제고를 전망한다. 현재 주가는 12개월 예상 순이익 기준 9배 수준으로 밸류에이션 매력과 중장기 성장 여력을 함께 갖추었다. 2021년 Top Pick 종목으로 제시한다.

Exhibit 24. 현대백화점 부문별 영업손익 추이



주: 2020~2022년 실적 카카오페이증권 추정치
출처: 현대백화점, Kakaopay Securities Research

Exhibit 25. 현대백화점 12MF PER 추이



출처: Kakaopay Securities Research

2. 2021년 중국 시장 긍정적 변화:

경기 회복 기대감과 화장품 시장 성장 모멘텀

1) 중국 소비 경기 및 동향 분석: ① 환율, ② 소매판매, ③ 럭셔리 소비

우호적 매크로 환경과 중국 소비 환경

중국의 경기 상황과 소비 트렌드는 국내 면세 및 화장품산업과 밀접한 관련성을 띠고 있어 정확한 분석과 현황 파악이 필요하다. 각 산업별 미치는 영향을 정리해 보았다.

첫째, 위안화 환율이다. 위안화 강세 추세가 지속되고 있다. 외국 자본이 중국으로 유입되며 위안화 가치가 절상되는 것을 의미한다. 달러 대비 위안화 가치 상승하며 타이공들의 구매력 우위 효과가 예상된다. 같은 돈으로 상품 1.5개를 살 수 있게 된 것으로 소비 확대에 긍정적인 환경이다.

둘째, 중국 소매판매액 증가 지속, 소비심리 또한 우호적이다. 중국 소매판매액은 2020년 2월을 저점으로 가파른 회복세를 나타내고 있다. 지난 9월 전년동기대비 2.3% 증가하며 (+)전환, 내구재 중심 3개월 연속 증가세 시현 중이다. 코로나19 확산세가 진정되며 위축되어 있던 소비심리가 개선되고 있다.

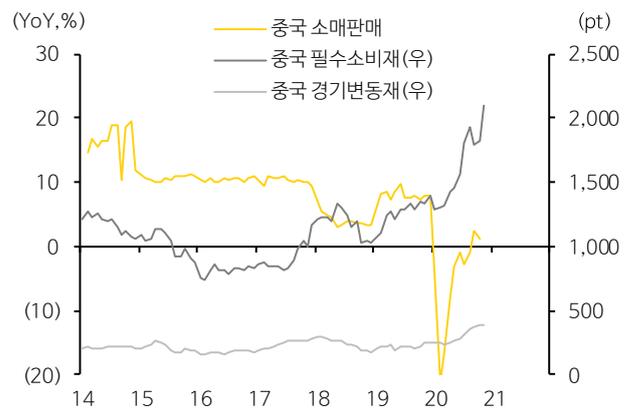
셋째, 럭셔리 소비 트렌드 심화다. 소비 눈높이의 상향 평준화와 일맥상통한다. 최근 중국에서는 라이트 럭셔리(Light Luxury)라는 의미의 브랜드인 ‘칭셔’가 탄생, 새로운 소비 트렌드로 부상했다. 특히 화장품, 약세서리 분야에서 95허우 세대가 해당 소비 트렌드를 주도한다(1995년 이후에 태어나 온라인 쇼핑, 소셜 미디어, 모바일 소비에 익숙함). 좋은 가정 환경에서 성장해 가처분소득이 높고 대형 온라인 플랫폼에서 이들이 차지하는 결제 비중이 높아지고 있다. 화장품, 가방 등 사치품 소비 규모가 크며 건강식품, 뷰티상품 등 소비에 과감하다.

Exhibit 26. 위안화 환율 추이



출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 27. 중국 소매판매 지표



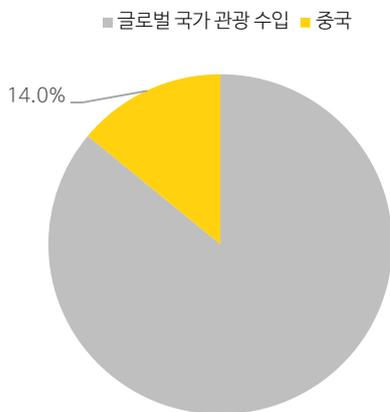
출처: Datastream, Kakaopay Securities Research

중국, 글로벌 관광 소비 기여도 높음

2018년 기준 글로벌 국가 전체 관광 수입은 약 1조 7천억 달러로 전년동기대비 4.4% 증가, 연간 세계경제성장률(3.6%)을 상회했다. 1일 관광수입은 약 50억 달러(한화 6조 원), 관광객이 관광지에서 지출한 금액은 이 중 약 20%를 차지한다.

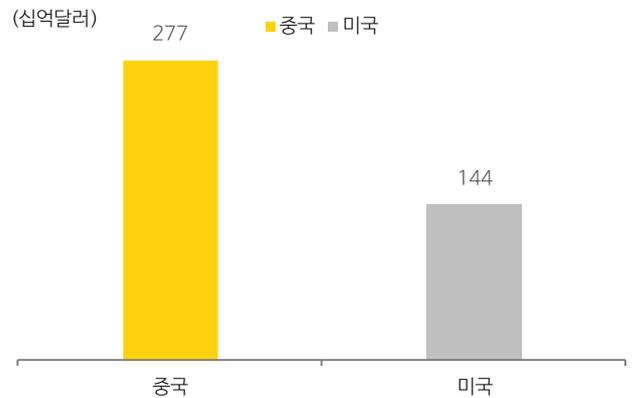
고무적인 점은 위 수치에서 중국인 관광객들이 쓴 돈이 전체 글로벌 소비액의 14%를 차지한다는 것이다(약 2,770억 달러). 세계관광기구 보고서에 따르면 2018년 14억 명 중국인 중 약 10%가 해외관광을 했다. 신흥 부유층 증가, 여행 제한 조치 완화, 비자 절차 간소화 및 글로벌 항공편 증가가 주효했다. 관광소비 2위 지출국 미국(1,440억 달러)과 약 두 배에 가까운 소비액 차이를 나타냈다. 한국 면세산업이 지리적 근접성을 기반으로 거대한 소비력을 지닌 중국 경제성장세에 힘입어 함께 성장할 수 있었던 이유다.

Exhibit 28. 글로벌 국가 관광 수입 중 중국 기여도



주: 2018년 기준
출처: 세계관광기구, Kakaopay Securities Research

Exhibit 29. 미중 관광 지출액 비교



주: 2018년 기준
출처: 세계관광기구, Kakaopay Securities Research

2) 중국 화장품 시장 성장률이 소비 증가율을 앞서는 이유

중국 럭셔리 화장품시장 성장 여력 높음

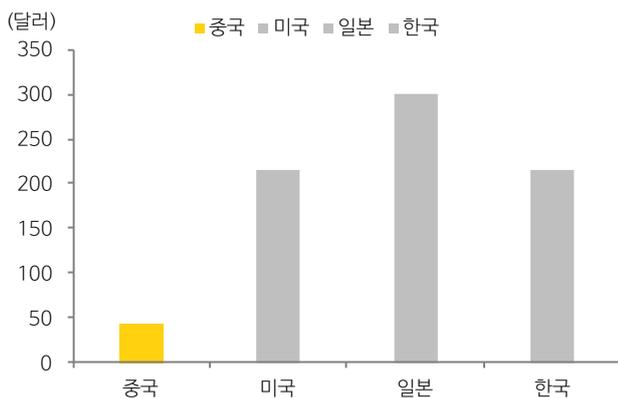
첫째, 전체 화장품 시장 내 **럭셔리 브랜드 시장 침투율(P) 26% 수준에 불과**, 프리미엄 제품 수요 증가에 따른 성장 잠재력이 높다(선진국 평균 40%). 특히 색조화장품 시장 성장세가 가파르다. 2019년 중국 파운데이션 카테고리 프리미엄 브랜드 매출증가율이 78.5%에 달했던 것과 대조적으로 일반 제품은 15.5% 성장에 그쳤다. 글로벌 화장품 기업들이 중국 프리미엄 시장 점유율 확대에 주력하는 이유다.

둘째, **인당 화장품 소비액(Q) 규모가 작다**. 2018년 중국 1인당 화장품 소비액은 약 43 달러로 선진국 평균의 15% 수준이다. 중국의 화장품 소비액 확대 여력이 충분해 보인다.

종합해보자면 중국 프리미엄 화장품시장 침투율은 아직 낮은 수준인데 반해 고가 브랜드 소비 욕구는 커지고 있다. 중국 소비자 의식 수준이 높아지며 상품 퀄리티에 대한 눈높이도 높아졌다. 원료, 신뢰도가 중요한 구매판단 기준이다. 높은 인지도와 신뢰도를 구축한 글로벌 프레스티지 브랜드들은 세컨 라인 론칭에 적극적이다. 경쟁이 포화된 시장에서 신규브랜드 육성 보다 기존브랜드 리뉴얼, 리포지셔닝이 효율적 전략으로 대두되고 있다.

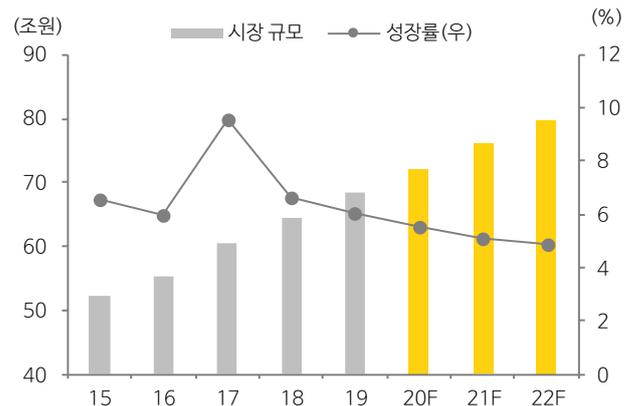
참고로 중국은 가파른 경제성장과 함께 높아진 소득 수준과 제고된 소비의식 대비 로컬 제품들의 품질이 이를 따라가고 있지 못하는 상황이다. 중국인의 럭셔리 화장품에 대한 수요는 수입브랜드에서 충당, 로컬브랜드의 성장세가 눈에 띄지 않는 이유다.

Exhibit 30. 국가별 1인당 화장품 소비 금액



출처: 중국 국가통계국, KOTRA, Kakaopay Securities Research

Exhibit 31. 중국 화장품/생활용품 시장 성장 전망



출처: 유로모니터, Kakaopay Securities Research

3) ‘다이공-면세-브랜드’ 역학 관계:

2020년, 다이공이 주도한 수요 우위 시장

인바운드 객수 급감에도
대 브랜드 바이파워 유지 관건

2020년 면세산업 협상력은 면세업체에서 기업형 다이공쪽으로 완전히 기울어졌으며 인바운드 관광객이 돌아오기 전까지 이러한 구조는 지속될 듯하다. 면세업체들은 향후 수요 회복 시기를 대비한 對 브랜드 바이파워 유지가 관건이다. 하지만 방한 관광객수 급감으로 수요가 부진하기 때문에 마진 축소를 감수하고서라도 적체 재고를 소진, 매출을 확보하는 것이 급선무다. 실행하고 있는 전략은 다음과 같다.

(1) **프로모션, 마케팅 강화**: 수익성 훼손을 감수하고서라도 매출을 확보하기 위한 단기 방편이다. 고정비 커버조차 쉽지 않은 환경하 매출 확보를 위해 다이공 대상 공격적 출혈 경쟁은 불가피하다. 인바운드 관광객수 회복 전까지 지속될 문제인 것으로 예상된다.

(2) **한시적 면세 구매 한도 상황**: 면세점 외국인 트래픽이 90% 이상 감소세를 지속하고 있음에도 불구하고, 면세 시장성장률 -30%대로 방어 가능한 이유다. 외국인 평균 구매단가가 전년동기대비 약 19배 상승했다. 주 원인은 두 가지로 분석한다.

첫째, 화장품브랜드들의 한시적 1인 구매 한도 상황이다. 아모레퍼시픽은 과거 면세점 물량에 대해 SKU당 5개 혹은 브랜드당 5개 등 판매량 제한을 두었으나 최근 제한을 일시 완화하는 등 적극적 면세채널 대응안을 구사 중이다.

둘째, 기업형 다이공의 면세점 방문 회당 구매량 확대다. 코로나19로 항공편수 급감, 입국 후 2주 격리 등 물리적 한계로 방문 횟수가 크게 감소했다. 현지 수요 대응을 위해 회당 구매액을 늘릴 수 밖에 없는 환경이다.

- **글로벌 화장품브랜드 관점**: 브랜드사들도 코로나19로 인한 어려운 업황을 인지하고 있다. 자체 재고량을 조절하고는 있지만 매출 규모도 일정 수준 유지해야 한다. 어려운 면세업 사정을 위해 공급 단가를 낮출 유인이 없다. 중국 현지 리테일가 대비 40% 이상 저렴한 면세향 물량을 늘리면 브랜드이미지 훼손 우려도 있다. 엄격히 말해 다이공도 불법 유통 채널로 중국 정부 정책 개입에 따라 매출이 흔들릴 수 있다. 중국 현지 채널(온라인 등)을 강화하며 수요 직대응 전략이 낫다고 판단하는 것이다.

▶ 참고1: 면세업체가 소규모 다이공 유치를 위해 여행사에 수수료를 지급하게 되는데 이를 ‘알선수수료(송객수수료)’라고 칭하며 판매관리비에 반영된다. 이와 달리 대형 다이공을 대상으로 진행하는 할인, 포인트적립 등은 매출차감되는 형식이다.

▶ 참고2: 과거 기업형 다이공은 구매 회당 2~2.5만 달러 이상 물량을 매입해가는 법인 형태 보따리상을 의미했다. 최근 그 의미가 퇴색되고 있는데 보따리상들이 비정기적으로 방문하는 경우가 늘어나며 회당 구매객단가 편차가 커졌기 때문이다.

부록1) 중국 온라인 구매대행업 발전 단계

3세대 다이공은 기업형 구조로 대형화에 따른 혜택 확대

중국의 구매대행업은 크게 세 단계를 거치며 발전해왔다. 1세대는 면세점으로부터 상품을 공급받고 국내외 가격차, 리베이트, 포인트 적립 혜택, 증치세, 관세, 소비세 절감 등에서 이윤을 남겼다. 2세대는 대리상 가격으로 소싱, 공급가격, 리베이트, 관세, 소비세 감면에서, 3세대는 제조사로부터 총 대리상 가격으로 소싱한다. 보따리상의 대형화로 브랜드사와 직대면할 수 있는 협상력이 생긴 것이다. 상품 공급단가 낮아지며 추가 마진을 획득, 기업형 대리상으로 형태가 변화했다.

Exhibit 32. 세대별 중국 구매대행업 특징 변화

구분	1세대	2세대	3세대
국내외 가격차	20~30%	40~50%	50~70% 할인
상품 공급처	면세점, 현지 점포, 현지 인터넷 판매상	제조사로부터 대리상 가격에 소싱	제조사로부터 총 대리상 가격에 소싱
수입 방법	핸드캐리+개인우편	핸드캐리+개인우편+보세창고+홍콩택배	보세창고+홍콩택배+일반무역 수입
이윤 구성	국내외 가격차+포인트 적립+신용카드 포인트 적립+현지 이벤트 할인+소비세/관세 감면	대리상 공급가격+리베이트+소비세/관세 감면	총 대리상 공급가격+리베이트

출처 : 중국 투자데이터넷, Kakaopay Securities Research

다이공에게 매력적인 한국 면세상품 가격

중국 소비자 가격 대비 약 35% 이상 저렴한 한국 면세가격

중국 정부는 화장품을 정식 수입해 판매할 경우 부과하는 세금이 크다. 수입관세는 색조화장품 5%, 향수/치약 3%, 기초화장품/마스크팩 1%다. 여기에 증치세(부가가치세) 13%, 소비세(특별소비세) 15%가 더해진다. 이 모든 것을 합산하면 국내 면세가격이 소비자가격 대비 약 35% 저렴하다고 볼 수 있다.

하지만 유의해야 할 것은 중국의 점진적 관세율 인하가 진행되고 있다는 점이다. 이는 양날의 검이 될 수 있는데 웨이상, 법인 형태 다이공에겐 감세 혜택이나 중국 로컬 브랜드의 상품 가격 하향화 요인으로 작용할 수 있다. 한국산화장품과 경쟁이 심화될 수 있는 환경이다.

수입 관세를 낮추며
외화 소비를 자국내 수요로
돌리려는 中 정부

Exhibit 33. 2018년 중국 수입관세율 인하 품목

구분	품목	조정 전 세율(%)	조정 후 세율(%)
화장품	향수	10	3
	색조화장품	10	3
	기초화장품/마스크팩	6.5	1
	모발 염색제	15	3
생활용품	치약	10	3
	주방용품/식기	8~24.5	7
	위생용품	10	4
	칫솔	25	8
	티슈	7.5	5
	실내탈취제	10	3

출처 : Kakaopay Securities Research

면세점의 입지 중요도

한정된 시간 대량 매입해야
하는 타이공 특성상
강북 Big3 상권 최적화 입지

타이공과 웨이상들은 한국에서 구입한 면세품을 자국에서 온라인 상거래를 통해 재판매하며 수익을 취한다. 인기 많은 특정 브랜드를 대량으로 구매해가는 특성을 보이는데 한 군데 면세점에서 특정 브랜드 상품을 원하는 만큼 구매할 수 없다. 따라서 한정된 시간에 여러 사업장을 방문한다. 통상 2박 3일간 매일 서너군데 시내면세점을 순회하는 것으로 알려져 있다. 강북 Big 3(호텔롯데 소공, 호텔신라 장충, 신세계디에프 명동)가 최적 코스다. 면세점들이 근거리에 밀집, 다양한 글로벌 브랜드, 상품 구색을 갖추고 있다. 시장 점유율 상위 업체들로 매출 쏠림 현상이 심화되는 이유이자 유리한 입지를 선점하지 못한 중소 면세업체들의 매출 부진이 지속되는 원인이다. 현대백화점이 시내면세 사이트 확보를 위해 두산의 동대문 면세 사업권을 획득한 이유이다.

3. 면세 산업 전망 및 투자 전략:

아슬아슬한 균형점, 위태로운 방향성

1) 투자 전략: 불확실성 시기, 짧은 호흡으로 트레이딩 전략 유효

면세업 주가 단기 바닥,
트레이딩 관점 접근 유효

면세산업에 대한 투자 호흡은 짧게 가져가야 할 것으로 판단한다. 중국 현지의 글로벌 화장품 품에 대한 수요와 이를 충족시켜주고 있는 한국 면세기업들간의 바잉파워가 언제까지 유지될 수 있느냐의 문제인데, 이를 책임지고 있는 것은 지금은 타이공이다.

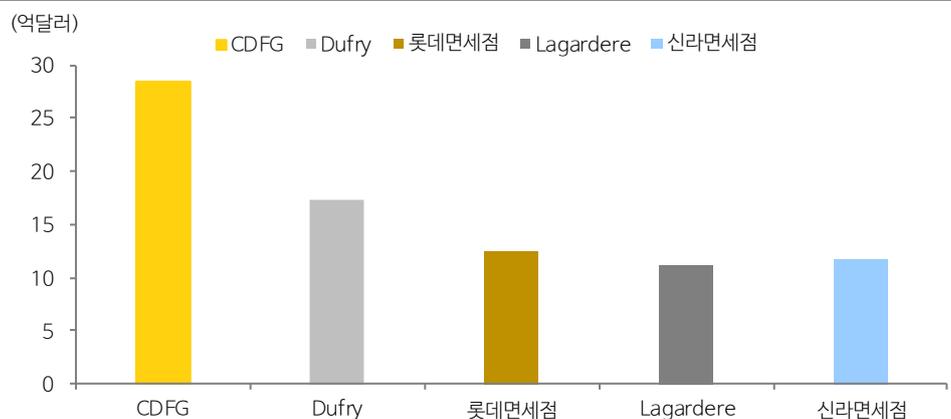
단기 주가 바닥은 잡은 것으로 본다. 2020년 면세기업들의 이익 급감 주 요인은 코로나19였고, 주지하다시피 최악의 상황은 지나갔다. 오히려 2021년 백신 상용화에 따른 실적 회복 기대감이 주가에 반영되었다. 중요한 것은 이후의 문제다. 면세산업 경쟁력은 결국 바잉파워 기반 가격경쟁력이다. 바잉파워를 갖기 위해선 수요가 뒷받침되어야 하는데 우리나라는 기업형 타이공, 화장품 카테고리 의존도가 매우 80% 이상으로 높다. 즉 타이공 수요에 따라 산업의 매출이 흔들릴 가능성이 높다. 변동성 완화와 추가적인 면세산업 성장을 위해선 개별관광객이 돌아와주어야 하는데 이 또한 쉽지 않아 보인다.

중장기 글로벌 면세시장 경쟁도 심화될 전망이다. 중국의 성장세가 무섭다. 중국 면세기업이 경쟁력을 가지고 있다가 보다 중국 정부의 산업 육성을 위한 지원책이 위협적이다. 중국 아웃바운드 성장률은 (코로나 사태만 회복된다면) 다시 높아질 것으로 예상된다. 이 수요가 단기적으로는 한국 면세상품 가격 경쟁력으로 국내에서 해소될 수 있겠지만, 중국 면세기업들의 바잉파워가 확대되고 짝퉁 문제가 해소되기 시작한다면 글로벌 브랜드 업체들은 중국 면세업항 물량 비중을 확대할 가능성 또한 배제할 수 없다.

결론적으로 현 시점에서 중장기 국내 면세산업의 회복, 글로벌 시장 내 국내 면세업체 입지 강화를 확신한 투자 접근법은 유효하지 않다. 주가 저점 매수 후 목표 수익률 도달 시 비중을 축소하는 트레이딩 관점 접근을 권고한다. 국내 3사의 면세업 실적 노출도는 호텔신라가 가장 높고, 신세계, 현대백화점 순이다.

중국 정부의
면세산업 육성 효과

Exhibit 34. 1H20, CDFG가 글로벌 면세 매출 1위 등극



출처: 무디산업리포트, Kakaopay Securities Research

2) 2021년 면세시장 규모 20조 5,560억 원(YoY 9.8%) 전망: 회복을 낙관하기 어려운 세 가지 이유

국내 면세시장 규모
20년 18.7조 원(YoY -24.7%),
21년 20.6조 원(YoY 9.8%) 전망

2020년 국내 면세시장 규모 약 18.7조 원(YoY -24.7%), 2021년 20.6조 원(YoY 9.8%)으로 전망한다. 세부 가정은 다음과 같다.

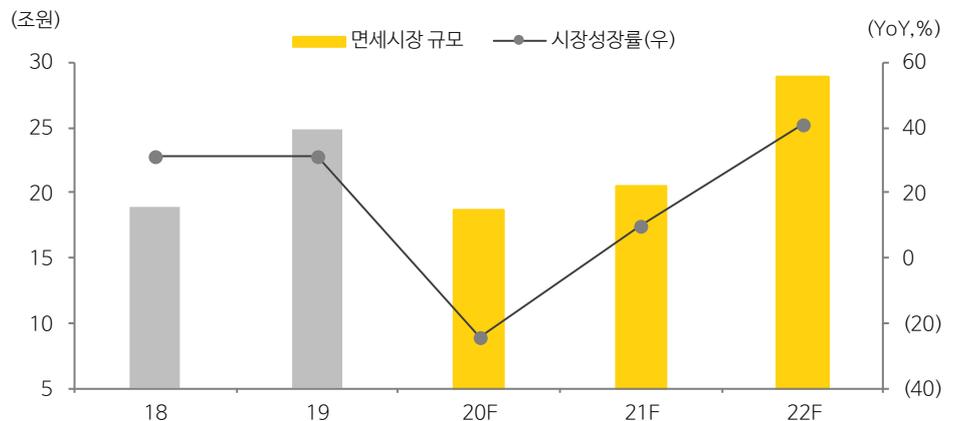
- (1) **내국인**: 2021년 면세 내국인 객수 전년대비 5%, 인당 구매액 3% 증가를 가정했다.
- (2) **외국인**: 2021년 면세 외국인 객수 15%, 인당 구매액 4% 증가를 반영했다. 중소형 타이공 및 개별관광객수 소폭 회복 예상하나 타이공 매출비중 유지, 평균 구매단가는 소폭 상승할 것으로 전망한다. 내국인대비 외국인객수 증가율을 더 높게 예상하는 이유는 다음과 같다.

첫째, 중국 글로벌 화장품 수요를 충족시키기 위한 중소형 타이공 객수 확대, 매입량 증가를 예상한다. 중국 내수경기는 회복세고, 글로벌 럭셔리 화장품 수요는 견조하다. 한국 면세상품 가격은 중국 리테일가대비 40% 이상 저렴해 타이공 차익거래 목적에 부합한다.

둘째, 개별관광객수 증가가 예상된다. 코로나19로 억눌려있던 해외여행 수요가 반등할 수 있다. 소득 향상 및 여가 중심 소비패턴 변화, 비자 발급요건 완화 등으로 중국 아웃바운드 관광객수는 재차 증가할 가능성 높다.

셋째, 환율도 우호적이다. 2020년 12월초 저점으로 위안화 가치가 반등세다. 중국 경기 회복 기대감이 살아나며 우호적 소비환경이 조성되고 있다. 중국 경제성장률은 2020년 2, 3분기 각각 3.2%, 3.9%으로 2020년 전세계 유일 (+)성장률을 기록했다. 소매판매지수 또한 1년전 대비 5pt 상승했다.

Exhibit 35. 국내 면세시장 규모 추이 및 전망



출처 : Kakaopay Securities Research

Exhibit 36. 국내 면세시장 규모 추이 및 전망 표

		16	17	18	19	20F	21F	22F
인원수 (천명)	내국인	27,726	30,876	29,930	28,427	27,575	28,953	31,270
	외국인	20,609	15,111	18,192	20,016	2,863	3,292	4,280
	합계	48,335	45,987	48,122	48,443	30,437	32,245	35,549
	YoY 증감율	18.9%	-4.9%	4.6%	0.7%	-37.2%	5.9%	10.2%
ARPU (달러)	내국인	108	110	120	122	122	126	132
	외국인	369	624	750	891	4,378	4,569	4,920
	합계	219	279	358	440	523	580	709
	YoY 증감율	9.6%	26.9%	28.6%	22.8%	18.8%	10.9%	22.3%
매출 (십만달러)	내국인	29,901	33,815	36,022	34,760	33,717	36,465	41,352
	외국인	76,144	94,267	136,355	178,418	125,341	150,409	210,573
	합계	106,044	128,082	172,376	213,178	159,058	186,875	251,925
	YoY 증감율	30.2%	20.8%	34.6%	23.7%	-25.4%	17.5%	34.8%
원/달러 환율		1,158	1,129	1,100	1,166	1,177	1,100	1,150
YoY 증감율		2.5%	-2.4%	-2.6%	6.0%	0.9%	-6.5%	4.5%
면세시장 규모(십억원)		12,276	14,466	18,960	24,859	18,721	20,556	28,971
YoY 증감율		33.5%	17.8%	31.1%	31.1%	-24.7%	9.8%	40.9%

출처: 한국면세협회, Kakaopay Securities Research

Exhibit 37. 2021년 중국인 입국자 수 공격적 가정하더라도 단기 회복률 높지 않음

20년 중국인 입국자 수:
1H20: 616,472명 (YoY -78%)
2H20: 72,959명 (YoY -99%)

(단위: 명, %)	가정 1(보수적)	2	3	가정 1(공격적)	2	3
1H21 객수	109,439	109,439	109,439	182,398	182,398	182,398
HoH 증감률	50%	50%	50%	150%	150%	150%
2H21 객수	328,316	437,755	547,193	547,193	729,591	911,989
HoH 증감률	200%	300%	400%	200%	300%	400%
21F 객수	437,755	547,193	656,632	729,591	911,989	1,094,386
YoY 증감률	-36.5%	-20.6%	-4.8%	5.8%	32.3%	58.7%
1H21 월평균	18,240	18,240	18,240	30,400	30,400	30,400
2H21 월평균	54,719	72,959	91,199	91,199	121,598	51,998

주: 김정생 박스는 카카오페이증권 선택 가정(21년 예상 중국인 입국자수 증감률을 시장 추정치에 반영)

출처: Kakaopay Securities Research

3) 면세산업 경쟁력 분석:

① 바이킹파워, ② 사업 레퍼런스 및 브랜드 네트워크, ③ 콘텐츠/MD능력

면세산업 경쟁력은 바이킹파워 가장 중요

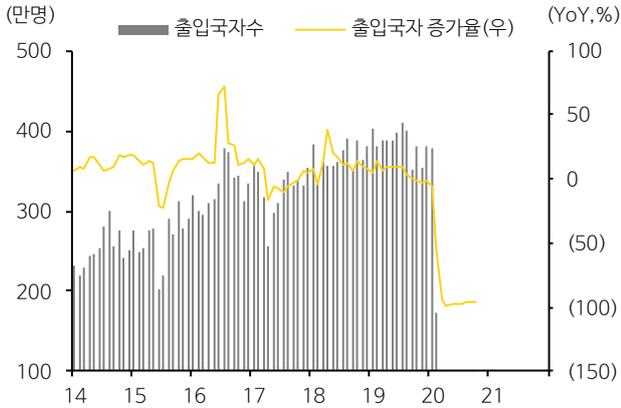
(1) 바이킹파워: 면세산업 핵심 경쟁력이다. 글로벌 브랜드사가 면세채널항 공급량 제한을 풀지 않는한 글로벌 면세업체들이 풀어나가야 할 난관이자 숙제다. 글로벌 메인 플레이어들이 규모의 경제를 통한 시장 지배력 확대가 지속되는 이유다. 면세업체의 바이킹파워가 확대될 수록 타이공을 포함한 방한 관광객들의 상품, 브랜드, 카테고리 선택의 폭이 넓어진다. 또한 바이킹파워가 부족한 경우 브랜드사로부터 인기상품 재고 매입시 비인기품목까지 함께 구매해야 하는 암묵적 관행이 있지만 협상력이 커질수록 수요가 많은 핵심 아이템 매입을 중점적으로 확대할 수 있다는 이점이 있다.

▶ 참고1: 면세업체의 바이킹파워가 커질수록 상품재고 부담도 낮아질 수 있다. 화장품브랜드로부터 상품을 매입해올 때 면세업체는 중국 소비자에게 인기 있는 품목 중심 대량 공급 받길 원한다. 하지만 브랜드사가 공급 가능한 수량 규모는 한정되어 있을 뿐만 아니라, 제품을 매입시 상대적으로 인기가 낮은 품목들을 함께 묶음 판매한다. 바이킹파워가 약한 면세업체는 브랜드사와의 협상 열위에 놓일 수 밖에 없다.

(2) 사업 운영 레퍼런스와 브랜드 네트워크: 면세업체들 또한 유통업의 일종으로 매출뿐 아니라 집객력 측면에서도 글로벌 인지도가 높은 럭셔리 브랜드를 입점시키는 것이 중요하다. 글로벌 명품 브랜드는 브랜드 가치의 희소성을 중시하기 때문에 국가별 입점 점포 수를 적정 수준 유지한다. 3대 명품 브랜드를 포함해 글로벌 럭셔리 브랜드 유치를 위해 면세업체들은 과거 자사가 유통했던 글로벌 브랜드들의 레퍼런스, 사업 운영 역량을 내세워 소구력이 높은 빅 브랜드들을 유치하기 위해 노력한다.

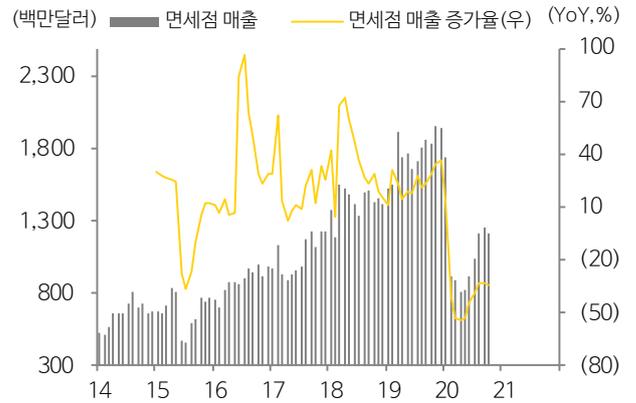
(3) 콘텐츠/MD능력: 오랜 유통 업력을 바탕으로 성장해온 한국 면세기업들이 발휘할 수 있는 능력이다. 신세계, 현대백화점이 대표적이다. 백화점 업태를 영위하며 글로벌 패션, 뷰티 트렌드를 파악, 유행에 민감하며 뛰어난 MD능력을 보유하고 있다. 한국은 아시아 시장에서 가장 트렌드에 민감한 특성을 나타내며 2000년대 한류 열풍과 함께 K-뷰티가 가파르게 성장한 원동력이다. 시기와 유행에 걸맞는 상품과 콘텐츠 구성 능력을 밑바탕으로 새로운 브랜드, 트렌드를 선보이는 상품 구색은 해외 관광객의 관심과 소비를 이끌어 내고 있다.

Exhibit 38. 월별 출입국자수 추이



출처: 한국관광공사, Kakaopay Securities Research

Exhibit 39. 월별 면세점 매출 추이



출처: 한국면세점협회, Kakaopay Securities Research

면세업체의 국산브랜드와 수입브랜드의 매출인식 방식 차이

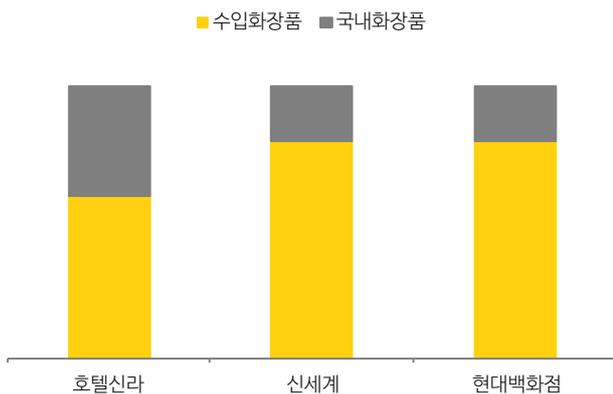
국산화장품과 수입화장품

매출 인식 방식 차이:

국산은 특정매입,
수입은 직매입 방식

면세업체는 국산화장품과 수입화장품에 대한 매출인식 방식이 다르다. 국산화장품은 브랜드사로부터 '판매수수료'를 수취하는 구조이며 수입화장품에 대해선 '직매입' 방식을 취한다. 국산화장품 재고에 대해선 부담이 없고 수입화장품에 대한 재고부담은 면세업체에게 있다.

Exhibit 40. 면세 3사 국내/수입화장품 매출 비중 (3Q20 기준)



출처: 각사, Kakaopay Securities Research

Exhibit 41. 직매입과 특정매입 방식 비교

구분	직매입	특정매입
거래 형태	유통업체가 직접 재고 매입 후 상품 판매	매출의 일정부분 수수료로 수취
장점	매출 규모 확대시 협상력 강화되며 수익성 제고	재고부담 X, 상품구성 잦은 변경 가능, 안정적 수익
단점	재고 부담	낮은 수익성, 동일 판매량에도 인식되는 매출 규모 작음

출처: KIS, Kakaopay Securities Research

4) 면세산업 이해관계 분석: 중장기 국가 경제 헤게모니 싸움

중국-한국 면세품 가격차 원인:

- 1) 바잉파워,
- 2) 국가 소비 경제력

면세산업은 미래 시장상황을 예측하기가 쉽지 않다. 시장 이해관계자들이 다양하고 국가 경계를 넘나들며 예상치 못한 대내외 변수에 노출되어 있기 때문이다.

(1) 소비자: 한국 면세시장은 중국인에 의해 움직인다고 보아도 될만큼 기업형 다이공 매출 비중이 크다. 그 이유와 향후에도 이러한 현상이 유지될 것인가에 대한 고민이 필요하다.

- 중국 면세와 한국 면세상품 가격차 발생 원인: 바잉파워와 국가 소비경제력 차이

모든 것은 중국과 한국 면세상품의 '가격차이'에서부터 시작된다. 한국 상품이 중국보다 저렴한 이유는, 두 가지다. 첫째, **바잉파워**가 커졌다. 중국인 개별관광객 수요가 폭발적으로 증가하던 2000년대초 매출 볼륨이 빠르게 확대, 매입경쟁력이 극대화되었다. 둘째, **국가 소비경제력** 차이에 기인한다. 중국 1인당 GDP는 이제 막 1만불을 넘었다. 한국의 1/3 수준이다. 급격한 경제성장으로 소비양극화 심화, 상위 10%가 국가 가계 자산총액의 47.5%를 차지한다. 중국 시장 평균 소비력(Q)이 상대적으로 약하기 때문에 글로벌 기업은 그만큼의 마진(P)을 덧붙여 상품을 팔아야만 마진이 남는다. 결국 소비여력 갖춘 중국 구매자에게 한국 면세상품가격이 매력적일 수 밖에 없고 그 니즈를 간파한 다이공들이 한국에서 상품을 대량 매입, 재판매하며 이윤을 취하는 시장 구조가 형성되었다.

만약 중국 경제성장 속도가 가파라지며 한국을 따라잡게 된다면 상황은 달라질 수 있다. IMF는 2024년 중국 1인당 GDP 100% 성장, 2025년 세계 70위권으로 상승을 예상했다. 중국 평균 소비력이 한국 보다 높아지거나, 경제성장 속도가 빠른 타 국가의 바잉파워가 한국보다 커진다면 국가간 상품가격 차이가 또다시 발생할 것이다.

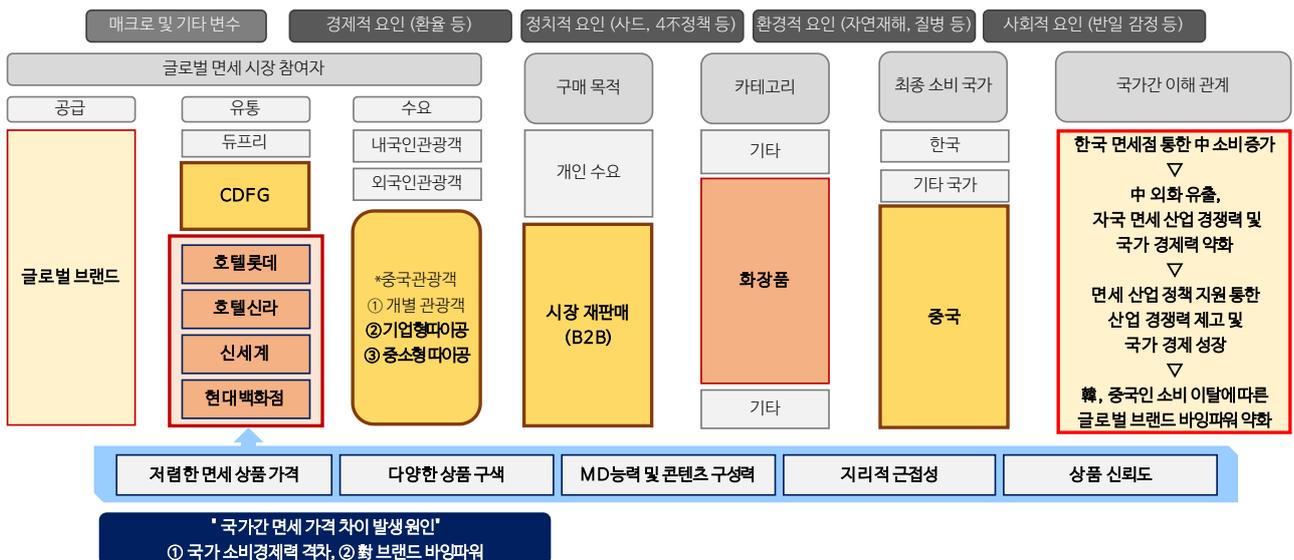
- 중국 관광객수 회복 가능성, '한국 면세품 가격 경쟁력 우위 가정 하' 높게 평가:

'한국 면세상품이 아직까진 더 저렴하다는 가정 아래' 코로나19 사태 완화 후 방한 개별관광객수는 증가할 가능성이 높아 보인다(중국인에게 한국은 문화관광 대국이라기 보단, 쇼핑 관광국 이미지가 강하다). 우선 아웃바운드 여행수요 기반이 탄탄하다. 중국 인구 13억 명 중 여권을 소지한 사람의 비율은 약 10%, 1년에 한번씩 해외에 나가 인당 1천 달러 지출을 가정하더라도 그 규모는 어마어마다(2017년 중국인 관광객 한국 소비 평균 지출경비 3,007 달러). 소득수준 향상되며 문화 소비욕구가 높아졌고 국가간 이동제한 조치 완화시 한중 노선이 가장 먼저 재개될 가능성이 높다. 아시아시장에서 중국을 중심으로 2~3시간내 여행할 수 있는 국가는 태국, 한국, 일본 등으로 일본은 소비세 및 관세율이 높지않아 면세상품 가격 메리트가 크지 않다.

- (2) **공급자**: 한국 면세 매출 50% 이상은 화장품에서 발생, 수입브랜드 비중이 압도적으로 높다. 하지만 글로벌 화장품 회사들이 전세계 면세업체들에게 공급하는 물량을 한정해 놓는다는 것이다. 아모레퍼시픽, LG생활건강 모두 면세채널 관리부서가 별도로 있고, 신세계도 동일브랜드 소싱에 있어 백화점과 면세점 구매담당자가 따로 존재한다. 소매가격 대비 30~40% 이상 저렴한 면세채널향 상품이 과도하게 풀렸을 경우 고가 브랜드이미지 훼손 우려와 함께 불법경로 유통 가능성이 커지기 때문이다. 물론 신뢰도가 구축되지 않은 면세점과는 거래하지 않는 모습을 보인다.
- (3) **외적 변수**: 중장기 국가 면세산업을 좌우할 만한 중요 변수 중 하나는 국가 주도 산업 진흥 정책이다. 외화 유출을 막기 위해 소비를 국내로 돌려 내수를 진작하고자 한다. 최근 몇 년간 중국 정부는 소비재 관세 인하, 입국장 면세 및 시내 면세점 증설, 면세 구매금액 및 구매횟수 제한 완화, 타이공 규제 등을 시행하며 소비를 자국 환류시키기 위한 방안을 시행해오고 있다. 국가 산업 경쟁력, 경제력 향상 등 방향성이 뚜렷하기 때문에 한국 면세산업에서 대응하기 쉽지 않은 주요한 위협 요인일 것이다.

결국, 중장기 중국 정부 주도 면세산업 진작 정책은 중국 기업의 바이파워 확대 계기가 될 것이다. 2020년 상반기 글로벌 면세사업자 매출 1위로 올라선 중국국제여행그룹(CDFG)은 중국정부가 대주주로 2018년 선라이즈 면세그룹 지분 51%를 취득하며 시장 과점사업자(MS 90%)로 올라섰다. 내국인수요를 중심으로 급성장 중인 중국 면세시장은 향후 제고된 바이파워를 활용해 해외시장 확대를 꾀할 수 있으며 주변 국가들의 면세산업 지위를 위태롭게 만들 가능성이 높아지고 있다.

Exhibit 42. 글로벌 면세산업 이해 관계 구조도 정리



출처 : Kakaopay Securities Research

5) 일본 면세산업 특이성 비교: 사후면세점의 발달

일본은 소비세율과 관세율 낮아
면세 가격과 소매 가격의
차이 크지 않음

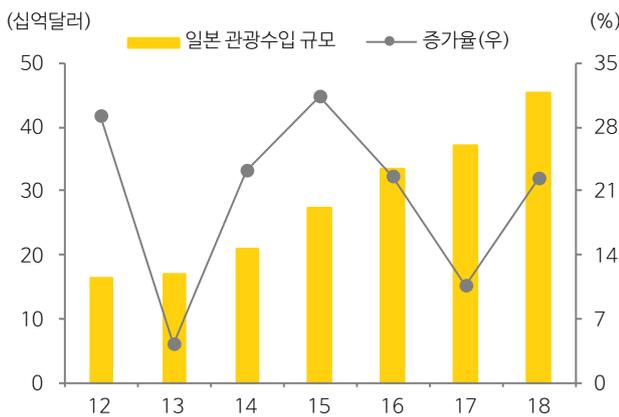
일본은 아시아 시장을 대표하는 관광 선진국이다. 글로벌 국제관광객 일본의 방문 순위는 11위로 관광수입액 기준 9위(411억 달러)다. 2019년 방일 외국인 관광객수는 3,188만 명, 중국관광객 비중 약 30%다. 소비금액 기준 중국이 36.8%, 대만이 11.5%를 차지했다.

일본의 관광산업 성장 또한 개별관광객이 이끌고 있다. 한국과 다른 점은, 일본은 해외 관광객수 증가로 사전면세점이 아닌 사후면세가 가능한 일반 소매판매점이 수혜를 보고 있다는 점이다.

이유는 다음과 같다. 첫째, 세율이 상대적으로 낮다. 면세 가격에 대한 소비자 메리트가 크지 않다. 일례로 일본으로 상품 수입 시 과세금액은 물품가격의 60%, 과세운임을 포함하지 않으며 일정 물품가격 이하 상품에 대해 대부분 면세된다. 소비세율도 약 10%로 높은 축에 속하지 않는다. 둘째, 병행 수입이 발달되어 있다. 낮은 수입세율로 인해 발달된 부분이다. 자연스레 바잉파워를 갖고 있는 사후면세점의 상품 구색이 풍부해질 수 밖에 없었다. 셋째, 국가 차원의 면세산업 부흥 전략이 타 국가대비 상대적으로 미진했다. 중국의 경우 국영기업 중심으로 적극적인 면세점 확대 정책이 추진되고 있다.

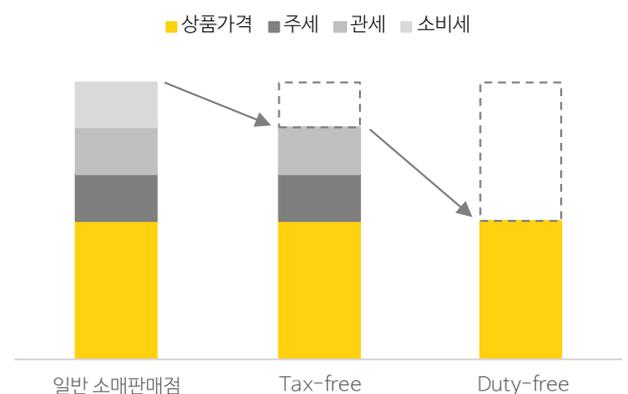
일본 대표 할인업체 돈키호테의 면세 매출 비중은 2014년 1%에서 2018년 10%까지 상승, 면세고객의 평균 객단가는 약 1.8만 엔으로 내국인 평균의 6배 이상이다. 일본 다카시마야 백화점 면세 매출 비중도 2015년 2%수준에서 2018년 7%까지 확대되었다.

Exhibit 43. 일본 관광 수입 증가율 추이



출처: CEIC, Kakaopay Securities Research

Exhibit 44. 일반 면세와 사후 면세 가격 비교 (예: 주류)



출처: Kakaopay Securities Research

6) '제3자반송'과 '내수통관' 효용 분석: 임시방편책의 매출 착시 효과

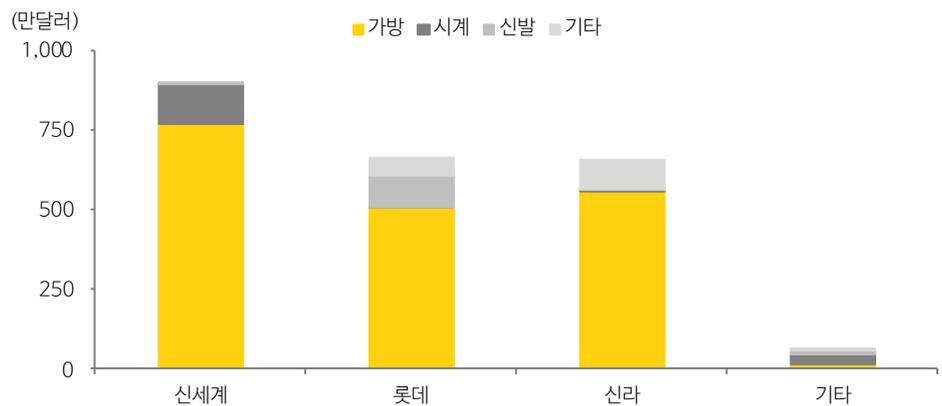
체화재고 해소 가능하나
수익성 제고 큰 기여 X

관세청은 면세점 위기 극복 방안으로 면세품의 '제3자반송'을 연말까지 허용했다. 본래 재고 면세품은 명품업체나 해외 유통사 등 상품 공급자에게만 반출이 가능했지만 이번 조치로 상품 공급자가 아닌 법인, 개인에게도 면세품 반출이 허용된 것이다. 사실상 중국 현지 타이공이 한국에 직접 들어오지 않고 국내 면세점을 통한 수입이 공식적으로 가능해진 모양새다. 제3자반송을 통해 구입한 상품은 중국 세관 신고 과정을 거쳐야 한다는 차이점이 있다.

손실을 보고 판매하는 구조는 아니나 수익성 기여가 큰 것도 아닌 상황이다. 인바운드 객수 감소로 매출이 급감한 면세업체 측면 임시방편책 매출 확보이나, 이 또한 대량 판매에 따른 단가 조정이 불가피하다. 향후 국가간 이동 제한이 완화된다면 국내 면세 수요로 대체될 수는 있겠다.

내수통관 274건,
2,272만 불 규모
(가방류 81%, 시계류 7%,
신발류 5%, 기타 7% 등)

Exhibit 45. 면세 3사 내수통관 실적 비교



주: 2020년 7월 10일 기준
출처: 관세청, 언론보도 취합, Kakaopay Securities Research

면세업 적체 재고 소진 방법과 환율 영향 분석

화장품은 상품 매입과 매출
같은 분기에 발생,
환율 영향 크지 않음

판매 부진으로 쌓인 면세 적체 재고(명품)는 내수통관 방식을 통해 국내 소진을 시도하고 있다. 럭셔리 중에서도 패션은 시즌이 있어 통상 3개월 단위 소싱해오는 반면 시계/명품 등 럭셔리 카테고리에는 연단위 소싱이 잦다. 매입주기가 가장 짧은 품목은 화장품이다. 월 단위 소싱이 주를 이룬다. 최근 면세업체 매출의 80% 이상이 화장품에서 일어나는 만큼 재고 적체 부담은 크지 않은 것으로 파악한다.

환율 영향도 과거만큼 크지 않다. 전술했듯 면세 매출은 화장품 비중이 절대적이다. 화장품은 회전율이 빠르기 때문에 상품 매입과 매출이 통상 같은 분기에 발생, 회계 반영되기 때문에 적용 환율 차이가 크지 않다. 과거엔 명품 포함 기타 카테고리 비중이 상대적으로 높았고 분기 환율 변동에 따른 실적 편차가 컸다.

부록1) 국내 면세산업 역사와 시기별 시장 구조 재편 흐름

국내 최초 면세점은
1962년 김포공항
출국장 면세점에서 시작

국내 최초 면세점은 1962년 김포공항 출국장 면세점이었다. 1974년 남문면세점, 12월 동화면세점, 롯데면세점이 개장했다. 1986년 아시안게임, 1988년 올림픽 등 국제 행사 유치, 1985년 11개 불과했던 면세점은 4년간 34개까지 증가했다.

1989년 해외여행 전면 자율화와 동시에 출국장 면세점이 내국인에게 개방되며 성장 속도가 가파라졌다. 항공료가 저렴해졌으며 아웃바운드 여행객이 성장을 주도, 1990년대 아시아 4개국(대만/홍콩/싱가폴/한국) 중심 면세시장이 확대되었다.

경쟁 과포화된 국내 면세업은 롯데와 신라 양강구도로 재편되었다. 국내 면세점은 한류 열풍, 가격 경쟁력으로 2009년 글로벌 면세시장의 10.3%를 점유, 1위로 올라섰다. 하지만 제품을 선매입해 파는 구조로 재고 적체, 높은 공항 면세점 임차료 부담은 규모의 경제가 강조되는 시장 구조를 양산해냈다.

2002년 사스, 2009년 메르스 사태로 규모의 경제를 갖추지 못한 기업들이 도산(한진, AK면세점), 2012년 12개 중견기업 중 4곳이 특허권을 반납했으며 면세쇼핑 강국 홍콩은 한국 롯데, 신라에게 점유율을 내주었다. 하지만 2013년 관세법 개정으로 롯데와 신라의 양강체제는 변곡점을 맞이했다(점유율 30% 제한 정책. 당시 롯데 51% : 신라 30%).

관세법 재편으로 10년 단위 갱신되던 면세점 특허권은 5년마다 입찰하는 방식으로 변경되었다. 이후 면세 사업권은 2016년 신규 사업자들의 진출 러시를 초래했으며 2015년 6개였던 시내면세점 수는 2017년 2배 이상 증가했다.

2014년 롯데면세점은 글로벌매출 4.2조원, 면세시장 3위 사업자로 올라섰다. 호텔신라는 2013년 창이공항에 첫 해외 매장 오픈, 2014년 마카오공항 면세점 운영을 시작했다.

한국 면세시장 규모는 2019년 20조원을 돌파했으나 출혈경쟁이 심화되며 한화와 두산이 면세특허권을 반납했다. 코로나 사태 확산으로 SM면세점 또한 2020년 4월 영업을 중단, 그랜드면세점과 시티면세점 또한 공항 면세 사업권을 포기했다.

한국 면세산업 허가 정책

면세업은 정부로부터
사업권 허가 받아야만 영위 가능

면세업은 정부로부터 특허권 혹은 사업권을 허가 받아야만 영위 가능한 사업이다(기재부 산하 '면세점 제도운영위원회'가 최종 허가를 결정). 현재 적용되고 있는 면세점 특허제도는 '2018년 관세법 개정안'에 근거한다. 시내면세점 특허 유지 기간 5년, 대기업 1회, 중소중견기업은 2회까지 갱신 가능하다. 대기업 실질 운영기간이 10년, 중소중견기업은 15년으로 연장되었다. 신규 허가 조건은 '전국 시내면세점 외국인 매출액과 이용자수가 50% 이상 증가, 지자체별 외국인 관광객이 전년대비 30만명 이상 증가하거나 지자체별 외국인 관광객수가 전년비 20만 명 이상 증가했을 경우'다. 2014년말 6개였던 서울 시내면세점은 2018년말 13개까지 증가, 현재 9개점을 유지하고 있다.

Exhibit 46. 면세 사업장 분류 및 특성

구분	보세판매장	외국인관광객 면세판매장	외국인전용 관광기념품 판매업소	지정보세판매장
근거법	관세법	조세특례제한법	관광진흥법, 부가가치세법	제주특별자치도설치 및 국제자유도시 조성을 위한 특별법
지정	세관장	세무서장	시/도지사	세관장
이용 자격	출국자, 외교관	출국외국인, 외교관	출국자	19 세 이상 제주여행객
구매 한도	내국인 5 천달러 제한	제한 X	제한 X	품목당 6 백달러 제한
판매 조건	국외반출	국외반출	국외반출	제주도외 지역반출
면세 대상	관세, 내국소비세, 지방소비세, 담배소비세	부가가치세, 개별소비세	부가가치세	관세, 내국소비세, 지방소비세, 담배소비세
면세 시기	판매시점 (사전면세)	국외반출시점 (사후면세)	국외반출시점 (사후면세)	판매시점
환급	X	국외반출 확인시	국외반출 확인시	X

출처: 20.10.7일 개정 관세법, Kakaopay Securities Research

부록2) 인천공항 면세 사이트 및 임차료 감면 정책 정리

20.9월부터 공함임차료
매출요율제로 변경되며
면세업체 고정비 부담 큰 폭 완화

인천공항이 2020년 8월까지 임대료 감면(대기업 50%, 중소면세점 75%) 정책 발표 후 추가적으로 9월부터 매출연동 요율제를 적용하기로 결정했다. 면세업체의 중장기 고정비 부담 완화 요인으로 수익성 방어에 유효하다. 그동안 한국 주요 면세업체들은 시내면세점의 흑자가 공항면세점의 적자를 상쇄하는 구조였다.

2021년 공항 이용객수가 전년 80% 이상으로 회복되면 해당 방식 지원이 중단되나, 최소 1년 이상 현 방식이 유지될 가능성이 높아 보인다. 2020년 2월까지 전체 외국인 방문객수 69만 명에 이르렀던 것을 감안시 2021년 상반기 공항객수 전년대비 80% 이상 회복은 쉽지 않아 보이기 때문이다.

인천공항 임차료는 가파르게 증가한 여객수와 항공편수에 힘입어 함께 상승해왔다. 국내 인천공항 면세 대형 3사의 월 임대료가 9백억 원 수준으로 알려져 있다. 높은 임차료 부담으로 인천공항 면세점 흑자를 시현하는 면세업체는 없는 상황이다. 2018년 인천공항은 국제여객 규모 글로벌 5위, 물동량은 홍콩 첵랍콕, 상하이 푸둥공항에 이은 3위다. 2001년 3월 개항 이후 연평균 7.7% 이상 여객수가 증가, 2018년 제2여객터미널까지 개장하며 여객수용능력은 연 5,400만 명에서 7,200만 명까지 증가했다(수용능력 비중: T1 72% : T2 28%). 2023년 4단계 건설사업 시행시 제2여객터미널 수용능력은 현재 1,800만 명에서 4,600만 명까지 증가할 것으로 예정되어 있다(총 1억명).

중장기적으로 인천공항이 쥐고 있던 임차 주도권 약화 가능성이 높아졌다. 그동안 면세업체들은 글로벌 공항 입점 레퍼런스와 매출 확대를 위해 인천공항에 입점, 적자를 감수해왔다. 하지만 이제 시내면세점이 이를 상쇄할 수준으로 매출 규모가 커졌다.

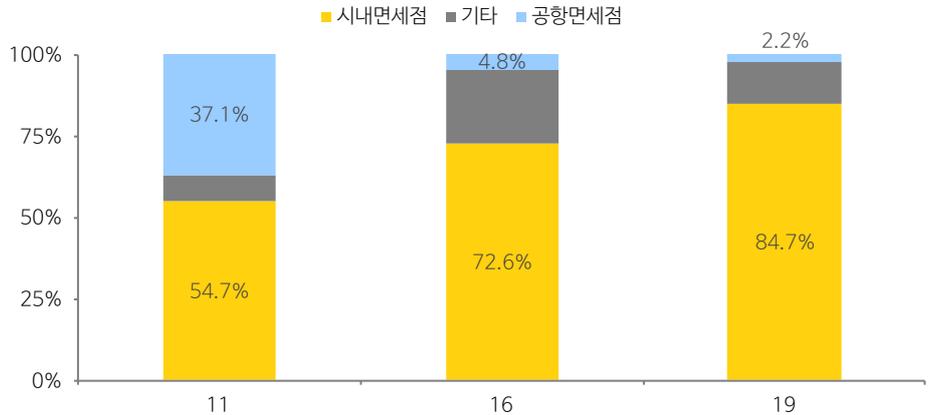
Exhibit 47. 공항 입점 면세점 임대료 감면안

사이트/기간별	20.3~8월	20.9월~21.12월
인천국제공항	대기업: 기존 임대료의 50% 감면 중소/중견기업: 기존 임대료의 70% 감면	매출 연동(품목별 영업요율) 임대료 적용 *T1(3/4기 사업자), T2 모두 적용 **전년 여객수의 80% 이하일 경우
김포/김해국제공항 (국제선 운항중단공항)	중소/중견기업만 임대료 전액 면제	기업 규모 관계 없이 임대료 전액 면제

출처: 언론보도, Kakaopay Securities Research

인천공항 면세 사이트 매력도
점차 약화

Exhibit 48. 사이트별 면세시장 점유율 추이 변화 (매출 기준)



출처: 한국면세점협회, Kakaopay Securities Research

출국장 면세점 편의성 더 높아
입국장 면세 개점 영향 X

입국장 면세점 개점에 따른 출국장 면세점 영향 분석

2019년 5월 31일 인천국제공항 제1, 2터미널에 입국장 면세 3개점이 개점되었다. 여행기간 면세품을 휴대해야 했던 불편함 해소, 해외소비의 국내 전환 목적이다(과일, 육가공류 및 담배 제외). 6백 달러 면세 한도가 출국장 면세 구매액과 합산되어 출국장 면세점을 운영하는 업체들에 대한 매출 감소 우려 있었으나 실 영향은 크지 않았다. 입국장 면세점 할인율은 상대적으로 낮을 뿐더러 선택가능 품목 수도 적다. 다이공, 외국인 관광객은 입국장 면세점 이용빈도 수가 적고 출국장 면세점의 대부분 매출을 차지하는 화장품은 휴대가 용이해 입국장 면세점 이용에 대한 큰 유인을 느끼지 못했을 것이다.

가격 측면
출국장 면세점 우위

Exhibit 49. 입국장 면세점과 출국장 면세점 상품 가격 비교

품목	제1터미널			제2터미널		
	입국장	출국장	차이	입국장	출국장	차이
1 발렌타인 12Y	117	110	-5.9%	136	120	-11.8%
2 조니워커블루	158	149	-5.7%	175	153	-12.6%
3 발렌타인 30Y	391	329	-15.9%	400	384	-4%
4 로얄샬루트 21Y	119	115	-3.4%	139	153	10.1%
5 홍삼정로얄플러스	197	194	-1.5%	213	196	-8%

주: 매출 상위 10개 품목 기준
출처: 인천국제공항공사, 언론보도, Kakaopay Securities Research

4. 화장품 산업 전망 및 투자 전략: 해외 프리미엄 시장 점유율 확대 관련

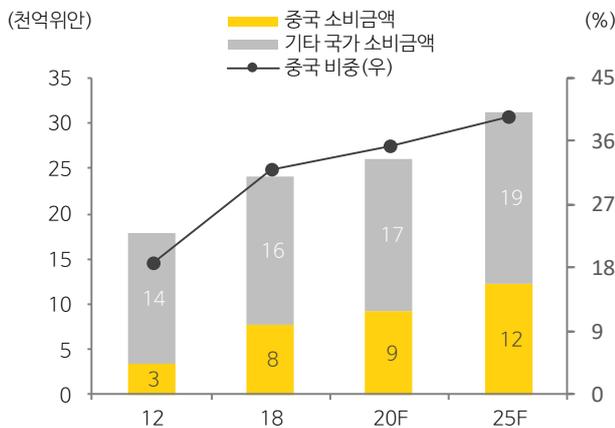
1) 투자 전략: 럭셔리 포트폴리오 중심 글로벌 점유율 확대 업체 주목

럭셔리 브랜드 전략은
브랜드이미지를 훼손시키지
않으며 고객 접점 확대 중요

화장품시장 내 럭셔리 브랜드 전략은 정교함이 요구된다. 브랜드 가격(이미지)을 훼손시키지 않으면서 고객 접점을 확대, 매출이 증가해야 한다. 온라인/D2C채널 중요도가 부각되는 시장 트렌드이지만 럭셔리 세그먼트는 브랜드이미지를 잘 전달하기 위한 오프라인 채널 전략 또한 중요, 소득수준 높은 구매자들이 주 방문하는 백화점 채널을 통해서 발생하는 매출 비중이 높다. 적절한 온오프라인 가격 전략과 브랜드 포트폴리오 전략을 동시 구사하며 글로벌 시장 지배력을 확대하는 업체들에 대한 선별적 투자가 유효하다.

브랜드 포트폴리오 다각화, 라인 확장 전략 또한 중요하다. 럭셔리 세그먼트의 상징적 한 두 개 브랜드로 실적 지속을 낙관할 수 없다. 지난 3년간 중국에 진출한 글로벌 화장품 브랜드 중 75%가 프리미엄 화장품군에 속할 만큼 경쟁이 치열하다. 갖추어진 자본력을 활용해 성장성 높은 중소형 신규브랜드들을 인수합병, 빠르게 변화하는 시장트렌드에 걸맞는 새로운 제품을 공격적으로 출시해야 한다. 연속적인 상품적중률 제고가 중장기 성장동력으로 발휘될 수 있다. 글로벌 럭셔리 화장품시장은 2019년 전년대비 약 6% 성장, 전체 럭셔리 카테고리 평균 성장을 4%를 상회하며 수요 추세는 지속 강해지고 있다.

Exhibit 50. 중국 명품 소비액 증가 추이



출처: Kakaopay Securities Research

Exhibit 51. LG생활건강 슴의 세컨브랜드 '로시크숨마'



출처: LG생활건강, Kakaopay Securities Research

2) 2021년 브랜드 2개사 매출증가율 9% 전망, 시장 성장률 상회 여부 관건

화장품 브랜드 기업에 대한 투자 바탕업 접근법 유효

화장품 브랜드 기업에 대한 투자는 바탕업 접근법이 유효하다. 기업 개별 경쟁력이 더 중요하기 때문이다. 각 사가 보유한 브랜드 포지셔닝과 유통 전략별 편차가 크고 이는 곧 중장기 실적 전망에 영향을 미친다. 다만 중국 화장품시장은 공통된 전방 시장이고, 국내 면세채널을 통해 발생하는 다이공 매출은 곧 중국 현지의 글로벌화장품에 대한 수요를 대변하기 때문에 이에 적절한 전략을 구사하고 있는지가 중요하다.

화장품 브랜드는 시장이 성숙, 글로벌 경쟁이 치열하다. 하지만 글로벌 상위 브랜드일수록 기술적 성능 외 마케팅, 브랜드이미지 등 타사와 차별화되는 상징적 브랜드, 럭셔리 시장 포지셔닝 전략을 취하고 있다. 오랜 기간 쌓아온 브랜드 인지도와 제조 기술력, 성능을 바탕으로 경쟁력을 형성, 프리미엄 가격대를 고수하면서 점유율을 유지해 나간다.

화장품 브랜드업체들의 평균 원가율은 약 25% 수준에 불과하다. 매출이 고성장할수록 레버지리 효과를 크게 누릴 수 있다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강 모두 중국 화장품시장 고성장이던 시기 매출증가율 보다 가파른 이익증가율을 시현했다. 판매가배수가 높을수록 그 효과는 더욱 커지는데, 수익성 극대화를 위해 강력한 브랜드파워를 가져야만 한다. 추가 프리미엄 라인 론칭, 카테고리 확장시 가격에 대한 저항선이 낮아지기 때문이다. 규모의 경제를 통해 매출총이익률이 제고되며 유통 채널 수수료 협상력 또한 높아질 수 있어 전체 수익성은 빠르게 상승할 수 있다.

2021년 브랜드 2개사
합산 매출증가율 9%,
영업이익증가율 18.5% 전망

Exhibit 52. LG생활건강과 아모레퍼시픽 합산 실적 추이 및 전망



주: 향후 실적은 카카오페이증권 추정치
출처: LG생활건강, 아모레퍼시픽, Kakaopay Securities Research

중국 화장품 시장 규모 2020년 127조 원(YoY 18%) 전망:

2019년 중국 화장품 시장 규모
 약 108조 원 추정,
 한국 면세 통한 거래 금액
 비중 22% 추산

국내 화장품브랜드들의 매출은 중국 전방시장의 수요 증가세와 맞물려 증가한다. 업체별 차이가 있겠으나 LG생활건강 후는 매분기 중국 화장품시장 성장률과 국내 면세시장 성장률을 상회하는 매출증가율을 보이고 있다. 프리미엄 브랜드 시장 내에서 견고한 브랜드력을 기반으로 입지를 확대해가고 있음을 예상할 수 있다.

국내 면세시장 규모를 활용해 역산한 **다이공항 화장품 매출 규모는 약 8.5조 원**으로 추산한다. 2019년 국내 면세시장 213억 달러(한화 약 25조 원)에 중국인 매출 비중 77.9%, 이 중 다이공 비중 70%, 화장품 매출 비중 62%을 곱해 산출했다. 중국으로 상품을 매입해간 다이공이 최대 40% 마진을 붙여 재판매한다는 가정 하 소매가격 기준 약 12.7조 원 어치 상품이 한국 면세를 통해 중국으로 유통, 재판매되고 있다.

2019년 중국 화장품 소매판매액은 2,992억 위안(한화 약 50.2조 원)으로 전년대비 약 12.6% 증가했다. 이 중 프리미엄 화장품 판매액은 1,518억 위안으로 전체 시장의 51% 비중을 차지했다. 해당 데이터는 웨이상, 다이공을 통해 유통되는 상품들, 즉 온라인 C2C 형태 거래액을 포함하지 않고 있다.

마지막으로 웨이상과 다이공을 통해 거래되는 온라인 시장 규모는 2019년 약 9,804억 위안(YoY 43.5%, 164조 원)에 달한 것으로 알려졌다. 이 중 35%가 화장품 카테고리에서 매출이 발생, 이를 역산하면 **약 57.4조 원 규모 거래가 온라인을 통해 발생**하고 있다.

결론적으로, **중국 화장품 전체 시장은 약 108조 원 규모**로 추정된다(중국 화장품 소매판매액+온라인 시장거래액). 웨이상 시장 거래액에서 **한국 면세점을 통해 유입되는 상품 거래액 비중은 22%**에 달하는 것으로 추산한다.

중국 화장품 시장 규모(A)	50.2조 원	웨이상 시장 화장품 매출액(B)	57.4조 원	국내 면세 채널 통한 중국 화장품 판매액(C)	12.7조원
프리미엄 화장품 비중	51%	화장품 매출 비중	35%	국내 면세시장 규모	25조 원
프리미엄 화장품 판매액	25.6조 원	웨이상 시장 규모	164조 원	중국인 매출 비중	78%
1) 중국 화장품 시장규모(A)+(B): 107.6조 원				다이공 매출 비중	70%
2) 중국 웨이상 시장 내 한국 면세점 통한 상품 거래액 비중(C)/(B): 22.1%				화장품 매출 비중	62%
3) 2020년 중국 화장품 시장 규모 127조 원(YoY 18%) 추산				다이공 매출액	8.5조 원
** 2020년 가정 두 가지: 웨이상 시장 성장률 25%, 국내 면세 화장품 매출 증가율 10%				다이공 마진율	40%

주: 2019년 면세시장 규모 및 웨이상 시장규모 기준 역산한 값
 출처 : Kakaopay Securities Research

대 중국 화장품 수출 지표가 증명하는 한국 화장품 글로벌 경쟁력

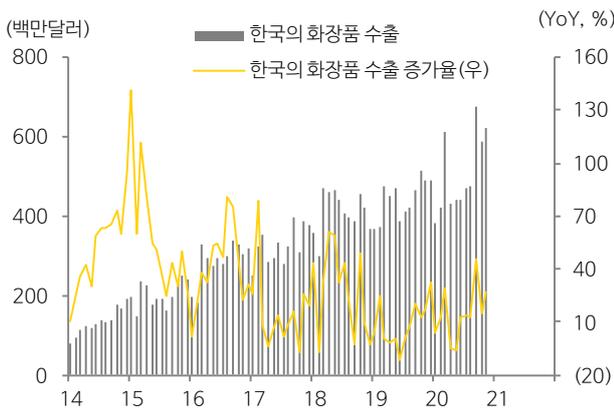
견조한 중국향 화장품
수출 증가세는 한국 화장품의
대 글로벌 경쟁력을 증명

한국 화장품의 해외 수출증가율이 2020년 4월을 저점(YoY -5.2%)으로 회복세에 접어들었다. 6월부터 두자리수 증가율을 회복, 11월 전년동월대비 26.6% 수출 증가했다.

특히 중국향 수출증가세가 고무적이다. 중국 현지 한국 화장품 수요가 견조함을 방증한다. 4월 -2.5% 저점 기록 후 빠르게 반등, 11월 수출증가율 +36.2%, 중국향 비중 51.2%를 나타냈다. 홍콩향 수출증가율 또한 10월 +11%를 기록, 정부의 제3차반송 일시 허가로 면세업체들의 해외향 재고 판매량이 증가하고 있는 것으로 보인다.

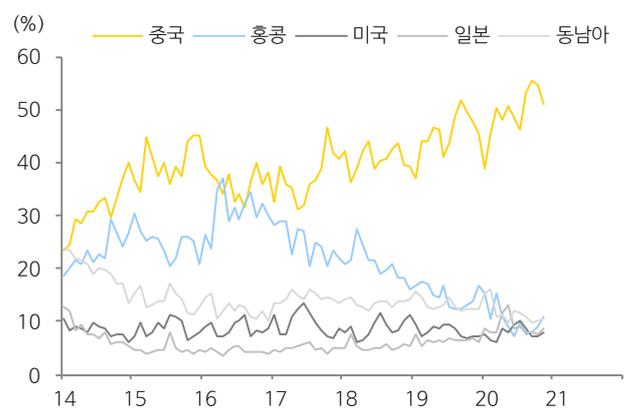
2020년 6월 이후 중국 화장품 소매판매액증가율은 전년대비 최소 15%에서 최대 23%를 상회하고 있다. 견조한 수요 기반 시장 성장이 지속되고 있다. 중국 화장품 수입 시장 점유율에서 한국은 여전히 1위이며 LG생활건강의 후는 여전히 국내 면세점 매출 상위권에 랭크되고 있다. 가파른 수요 확대 기반 성장하는 시장 속, 한국 럭셔리 화장품은 입지를 확대해 나가고 있음을 알 수 있다.

Exhibit 54. 한국 화장품 수출 추이



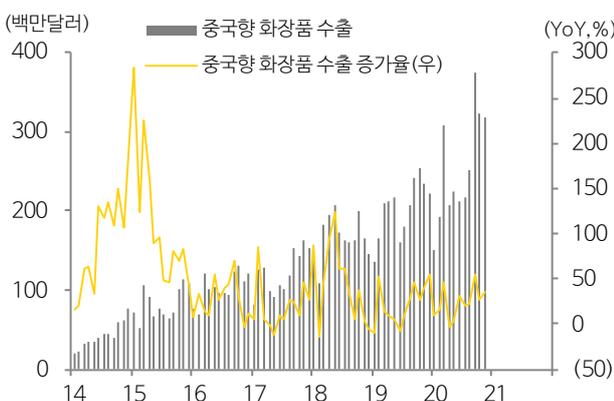
출처: 관세청, Kakaopay Securities Research

Exhibit 55. 한국 화장품 수출 국가별 비중



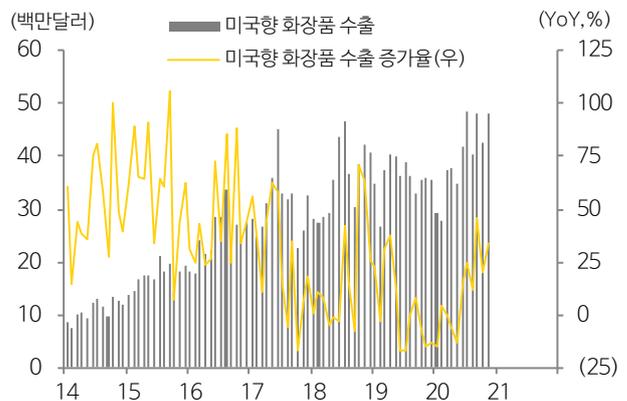
출처: 관세청, Kakaopay Securities Research

Exhibit 56. 대 중국 화장품 수출 추이



출처: 관세청, Kakaopay Securities Research

Exhibit 57. 대 미국 화장품 수출 추이



출처: 관세청, Kakaopay Securities Research

3) 브랜드 산업 전략 방향성:

① 프리미엄화(편더멘탈), ② 온라인/직접판매(수익성)

브랜드 프리미엄화는 편더멘탈 강화 요인,

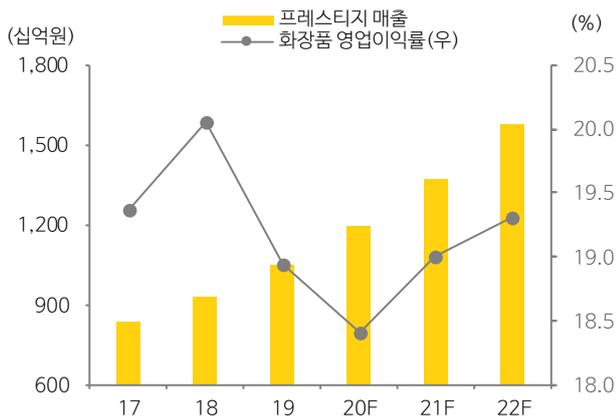
브랜드사가 1)중장기 편더멘탈 경쟁력을 강화하고 실적 측면 2)수익성을 제고하는 방안은 밸류체인 단계별 두 가지 방식으로 정리 가능하다.

온라인/직접판매 채널은 수익성 제고 요인으로 작용

첫째, 브랜드의 프리미엄화 및 제품 생산 내재화. 편더멘탈 강화 요인이다. 중장기적 브랜드(특히 럭셔리)의 실적 영속성과도 연관된다. 브랜드력이 높일수록 원가 대비 높은 배수로 제품을 판매해도 소비자에게 소구될 수 있다. 프리미엄 제품이 지닌 고유한 이미지를 의미한다. 특히 기초화장품은 피부에 직접 맞닿아 소비자들의 생산단계 성분 민감도가 높다. 프리미엄 라인일수록 자체생산 비중이 높으며 제조 레시피를 특허로 걸어놓는 이유다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강 모두 자사 럭셔리 브랜드 제품은 80% 이상 자체공장에서 생산하고 있다.

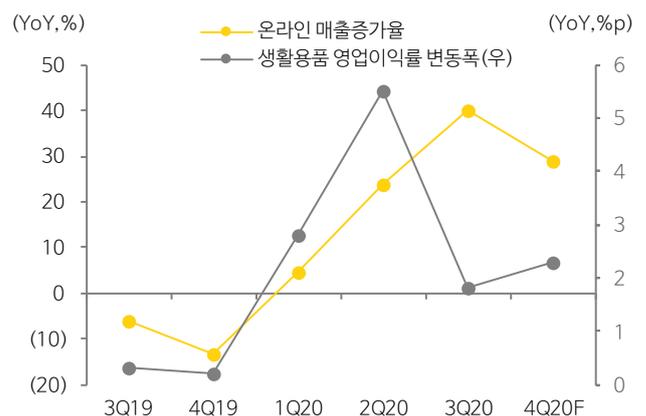
둘째, 유통 단계 온라인/직접판매 채널 강화다. 실적과 연관되는 수익성 제고 방안이다. 제품 소매 가격을 100이라고 가정시 유통 단계에서 붙는 마진이 약 30~40%다. 면세점, 백화점만 보더라도 공급가의 30% 이상 이윤을 붙여 유통한다. 만약 오프라인으로 유통되는 물량이 수수료가 들지 않는 자사 온라인몰을 통해 판매되었을 때 브랜드사의 수익성은 크게 제고될 수 있다(유통 마진 내재화). 제조 단계에서는 더 이상 추가적으로 취할 마진 여력이 크지 않다. 아웃소싱을 취하는 경우 생산 단가는 낮아질 대로 낮아져 있으며 대다수 브랜드사들의 대표 라인은 이미 자체생산 되어 충분한 원가 절감을 이루어놓았다.

Exhibit 58. LG생활건강 프레스티지 매출 및 영업이익률 추이



주: 프레스티지 세그먼트에 오휘, 후, 숨, 빌리프 포함
출처: LG생활건강, Kakaopay Securities Research

Exhibit 59. LG생활건강 생활용품 온라인 비중 및 영업이익증감률 추이



출처: LG생활건강, Kakaopay Securities Research

4) 중저가 브랜드 및 OEM/ODM 시장 전략 키워드:

- ① 적중률 제고, ② 인수합병, ③ 고객 다변화

중저가 브랜드 시장 현황: 온라인과 멀티브랜드샵이 가져온 시장 성장의 기회

온라인 채널 성장,
멀티브랜드샵 증가로
소비자는 다양한 브랜드를
접할 수 있는 환경 마련

최근 새롭게 떠오르고 있는 코스메틱 브랜드 혹은 인기 아이템이 무엇인지 생각해보면 딱 한 가지로 정리되지 않는다. 그만큼 중저가 화장품 트렌드는 빠르게 바뀌고, 생겨나고, 사라지고 있다. 이러한 시장 흐름의 변화는 온라인 채널과 H&B스토어, 멀티브랜드샵이 성장을 시작한 시기와 맞물린다.

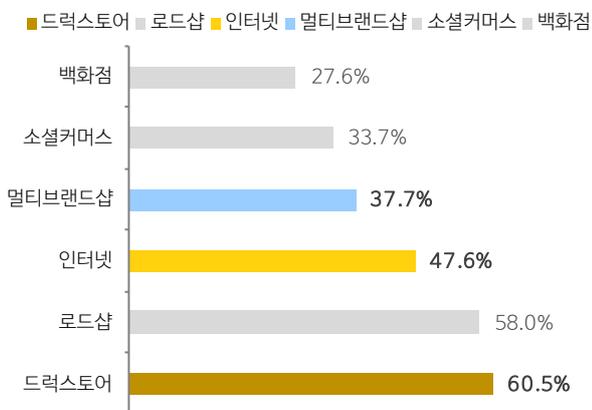
→ 브랜드간 경쟁 심화 초래

온라인 채널과 멀티브랜드샵이 생겨나며 소비자는 더욱 다양한 브랜드를 쉽게 접할 수 있는 환경이 마련되었다. 중저가 브랜드 또한 유통채널 확대를 위한 큰 초기 투자비용을 들이지 않고 자사 상품을 시장에 선보일 수 있는 기회가 확대되었다. 하지만 반대로 말하면, 중저가 브랜드 시장의 경쟁이 한층 더 치열해졌다.

중소기업 혹은 개인이 론칭한 중저가 브랜드는 오프라인 유통망을 확보하기 어렵다. 백화점은 유통수수료가 30% 이상으로 너무 높아 낮은 단가 상품을 판매하기 부적합하다. 자체 오프라인 매장을 오픈하기에도 임대료, 인건비, 재고부담 등 리스크가 크다. 반면 온라인 채널은 자사 상품에 대한 시장 반응 테스트가 용이하고 바이럴 마케팅을 통해 인지도가 높아질 경우 올리브영, 룩스 등 H&B스토어에 입점하며 판매량을 증가시킬 수 있다. 또한 멀티브랜드샵은 전국에 분포된 점포를 통해 브랜드 노출도를 제고시킬 수 있다는 장점이 있다.

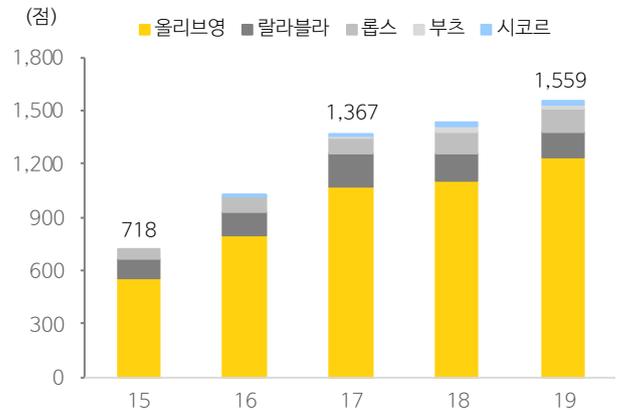
소문 없이 사라지기도 쉬운 시장이다. 중저가 브랜드는 시장 진입장벽이 낮은 만큼 경쟁이 치열하다. 단가가 낮기 때문에 규모의 경제를 통한 마진 확보가 중요하데, 온라인상 대대적 마케팅을 진행하거나 바이럴 효과를 누리지 않는한 몇 가지 되지 않는 상품군으로 매출을 확대시키기 쉽지 않다.

Exhibit 60. 화장품 개별 구매 채널 조사 (중복 응답)



출처: 트렌드모니터, Kakaopay Securities Research

Exhibit 61. 국내 H&B 매장 수 추이



출처: 각사, 언론보도, Kakaopay Securities Research

중저가 화장품시장에서 브랜드가 살아남기 위한 전략은 크게 두 가지로 판단한다.

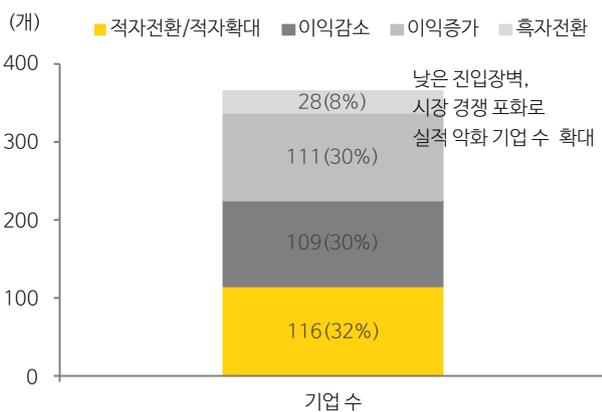
중저가 브랜드의 성장 전략:
 상품 적중률 제고 및
 인수합병(M&A)

첫째, **상품 적중률 제고**다. 시장 트렌드에 부합하는 상품을 지속 개발, 판매 적중률을 높이는 것이 가장 중요하다. 히트 상품 레코드가 쌓이다 보면 브랜드이미지가 생겨나고, 상품력을 인정받기 시작하면 브랜드력이 형성되기 시작한다. 럭셔리 브랜드를 주력으로 내세우는 대기업과 중저가 브랜드 중심 중소기업의 가장 큰 차이는 실적을 지속시킬 수 있는 '상징적 브랜드'의 보유 여부다. 중저가 화장품과 색조 카테고리는 충성 고객군을 형성하기 어려운 시장이다. 소모성이 강하고 유행 주기가 짧다.

둘째, **인수합병(M&A)** 전략이다. 2015~2019년까지 글로벌 화장품시장에서 이루어진 인수합병 거래 규모는 1,271억 달러(약 140조 원)에 이르는 것으로 알려졌다. 다양한 요인에 의해 시장 트렌드 변화 속도가 빨라지고 있다. 이에 민감하게 반응, 빠른 상품 개발로 대응하는 중저가 브랜드들은 조직 규모가 크고 변화 대응 속도가 느린 대기업에게 매력적인 매물이다. 동시에 다양한 브랜드 포트폴리오를 확장할 수 있는 기회다. 2019년 미국 유니레버는 프랑스 더마코스메틱 브랜드 가란시아를, 에스티로더는 해브앤비(닥터자르트) 지분 100%를 인수한 사례가 대표적이다.

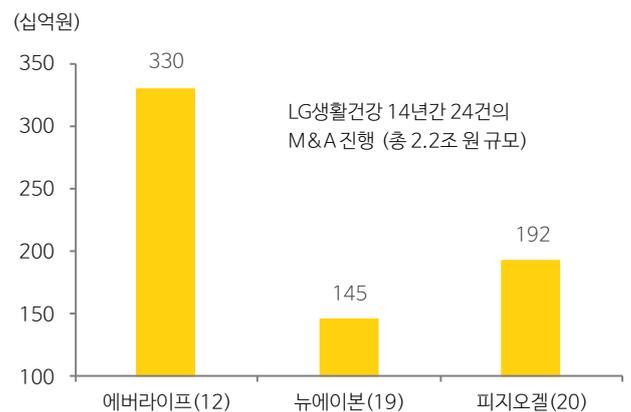
OEM/ODM 산업의 주된 전략은 **고객 다변화**다. 생산 기술력 또한 중요한 시장이지만 마진을 크게 남길 수 있는 대형 브랜드사의 고가 럭셔리 라인은 브랜드사의 자체 공장을 통해 생산되고 있다(아모레퍼시픽의 설화수, LG생활건강의 후/숨 대표적). 결국 아웃소싱 맡겨지는 제품들은 대부분 중저가 브랜드 상품들로 이익 성장의 한계가 있다. 이익 확대를 위한 가장 효율적인 전략은 성장 여력이 큰 해외 시장에 진출, 고객사 저변을 넓히는 것이다.

Exhibit 62. 2019년 국내 화장품 기업 실적 변화 분류



출처: 삼정KPMG 경제연구원, Kakaopay Securities Research

Exhibit 63. LG생활건강의 대규모 인수합병 딜 (Top 3)



출처: Kakaopay Securities Research

5) 아모레퍼시픽의 대대적 구조 변화, 사업 경쟁력 회복 가능성 판단할 기회

2021년 아모레퍼시픽
핵심 전략 세 가지:

- 1) 브랜드력 강화,
- 2) 디지털,
- 3) 사업체질 개선

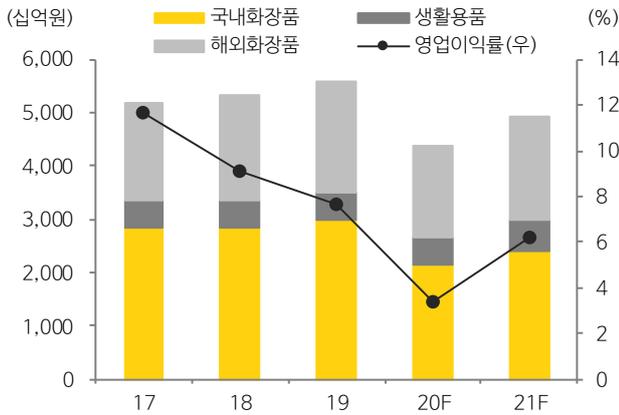
2021년 아모레퍼시픽 전략 방향성에 주목할 필요가 있다. 전략 공유회를 통해 1) **브랜드력 강화**, 2) **디지털**, 3) **사업체질 개선**을 핵심 내용으로 강조했다. 설화수 고가라인 강화 및 신규 카테고리(건기식/더마코스메틱 등) 육성, 유통전략 재편(부진점포 폐점 및 온라인/면세채널 강화)과 핵심 사업부 조직개편이 주된 내용이다. 브랜드력 강화가 중장기 글로벌 시장환경에 대응하기 위한 펀더멘털의 기반이며 국내 및 중국 비용 효율화를 적극적으로 진행 중인 만큼 2021년 외형 회복 가시화에 따른 레버리지 효과를 기대해볼 수 있겠다.

2020년은 중국 화장품시장 성장만큼 아모레퍼시픽이 함께 성장하지 못한 부분이 큰 아쉬움이었다(아모레퍼시픽 해외 매출내 중국 비중 약 70%). 아모레퍼시픽은 2021년 중국 시장 내 설화수 인지도 강화 전략과 중저가 브랜드의 수익성개선 전략을 동시에 취할 전망이다. 구체적인 중국 사업 실적 관전 포인트는, 1)럭셔리 시장침투율 확대, 2)매스티지 브랜드 오프라인 채널 구조조정에 따른 비용 효율화, 3)적극적 온라인 채널 대응에 따른 매출 비중 확대가 될 것이다. 덧붙여, 국내 면세채널 대응 강화도 지켜보아야 한다. 그간 가격 훼손 우려와 상품 국내 불법 유통 우려로 보수적으로 대응했으나 중국 수요 대응을 위해 2020년 10월부터 타이공과 거래를 시작했다. 수익성개선을 위한 점포 폐점은 공격적으로 진행되고 있다(2Q20 손익분기점 도달, 3Q 턴어라운드).

중국 브랜드별 매출 비중은 이니스프리 38%, 설화수 23%, 라네즈 20%, 마몽드 10%, 러 10% 수준으로 파악한다. 매스티지 브랜드인 라네즈가 안정적 캐시카우 브랜드로 자리잡았고, 단가가 높은 설화수의 온라인 비중 확대, 고정비 부담 적은 세포라에 입점시키며 이익기여도 확대에 집중할 계획이다. 이니스프리는 적자는 아니었으나 2019년 6백 개 이상 달하던 점포를 2021년말 300개까지 축소, 비용 효율화를 지속하고 있다. 마몽드 또한 2020년 턴어라운드 성공, 2021년 이익기여 가능할 것으로 본다.

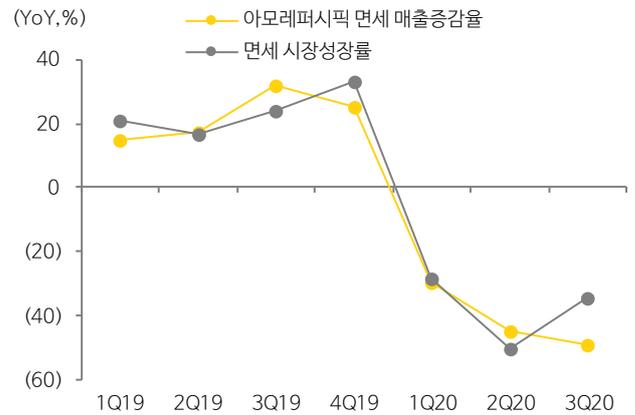
중국 온라인 채널 비중이 이상향 추세를 나타내는 점은 긍정적이다(3Q20 45%). 아이오페, 헤라, 에뛰드 등 중저가 브랜드 중심 매출 증가하고 있는 것으로 파악한다. 2021년 목표 온라인 매출성장률 30% 대비 수익성개선 속도는 다소 더딜 수 있는데, 럭셔리 시장경쟁 심화로 공격적 마케팅비용 투입이 예상되는 것에 기인한다(중국 마케팅비 비중 20%대 중반 vs. 국내 온라인 높은 한 자릿 수).

Exhibit 64. 아모레퍼시픽 실적 추이 및 전망



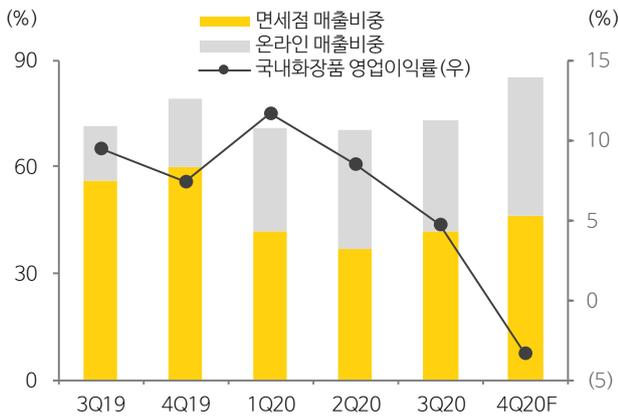
출처: 아모레퍼시픽, Kakaopay Securities Research

Exhibit 65. 아모레퍼시픽 면세 매출증감률과 시장성장률 비교



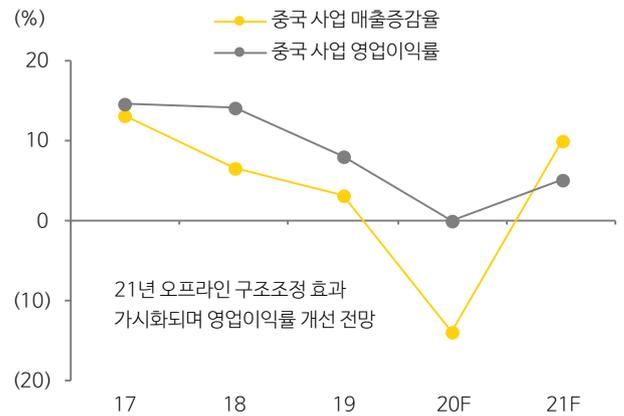
출처: 아모레퍼시픽, Kakaopay Securities Research

Exhibit 66. 아모레퍼시픽 국내화장품 면세/온라인 비중 및 수익성 추이



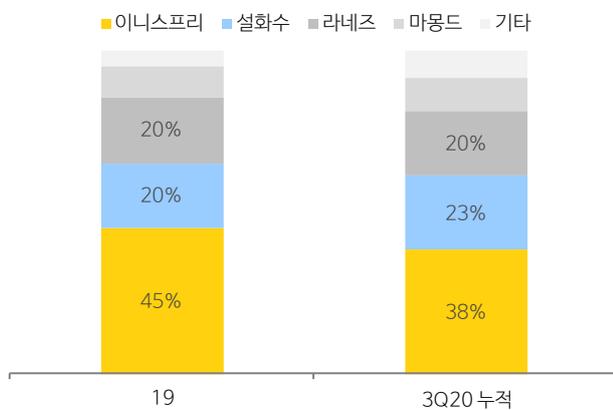
출처: 아모레퍼시픽, Kakaopay Securities Research

Exhibit 67. 아모레퍼시픽 중국 사업 실적 추이 및 전망



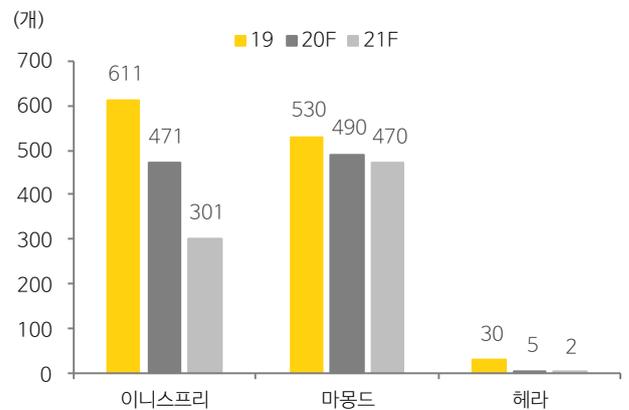
주: 연도별 중국 세무 실적 카카오페이증권 추정치
출처: 아모레퍼시픽, Kakaopay Securities Research

Exhibit 68. 아모레퍼시픽 중국 브랜드별 매출 비중 변화



출처: 아모레퍼시픽, Kakaopay Securities Research

Exhibit 69. 아모레퍼시픽 중국 오프라인 매장 철수 계획



출처: 아모레퍼시픽, Kakaopay Securities Research

5. 산업 이슈 및 리스크 분석

1) 국내 면세 사업권 신규 발급에 따른 경쟁 심화 가능성

향후 인바운드 객수 정상화시
과점화 이룬 업체 중심
반사 수혜 가능

추가 면세 사업권 발급에 따른 시장 경쟁 심화는 가능성이 전무한 시나리오는 아니지만, 단기 크게 우려할 필요는 없다고 판단한다. 근거는 다음과 같다.

첫째, 한국 면세업은 정부 허가를 받아야만 영업을 가능한 산업이다. 2020년 코로나 사태로 외국인 관광객수가 전년대비 절반 이하로 급감한 상황 속 신규 사업권을 신청하는 업체는 거의 없을 것으로 본다. 오히려 후발 주자들이 사업권을 반납하는 형국이다. 신규 입찰 공고가 뜨더라도 재유찰 가능성이 높다. 반대로, 현 상황이 지속된다면 향후 외국인 인바운드 객수가 정상화될 경우 과점화를 이룬 상위 업체 중심 반사 수혜가 예상된다.

둘째, 영업권을 획득하더라도 글로벌 브랜드 입점, 다양한 상품 구색 구비를 위한 네트워크 역량 확보를 발휘할 업체가 많지 않다. 빅브랜드 유치를 위한 레퍼런스 구축까지 오랜시일이 걸릴 것이다. 국내 유통 업력을 보유한 업체 중심으로 면세 사업에 진출하는 이유이며 규모의 경제에 기반한 대형 면세 사업자들 중심 매출 규모가 확대되는 이유다.

셋째, 중국 개별관광객과 기업형 다이공을 유치할 수 있는 핵심 사이트를 선점, 프로모션과 마케팅 출혈경쟁을 감당할 수 있어야 하며, 기존 사업자들이 오랜 유통 업력 바탕 상품 구성력과 콘텐츠 기획력을 지닌 만큼 이에 대응할 만한 능력이 필요할 것으로 보인다.

Exhibit 70. 인천국제공항 제1여객터미널 면세점 사업권 약도



출처: 인천국제공항공사, Kakaopay Securities Research

2) 중국의 면세산업 진흥 정책과 국내 면세산업 파급 효과

중국 면세업체 바이파워 확대는 단기 가시화될 문제 아니나,

정부 주도 산업 성장 가속화시 글로벌 면세 업계 구도 재편 가능할 전망

중국 정부가 자국의 면세산업을 진흥시키기 위한 전략들이 가시화되며 한국 면세산업 시장경쟁 심화 우려가 확대되고 있다. 중국 면세업체의 바이파워 강화 여부가 관건인데, 단기 제고될 수 있는 역량이 아닐 것으로 판단한다. 이유는 다음과 같다.

첫째, 중국 하이난성 면세점은 중국 자국민의 국내 여행수요를 근간으로 시작되었다. 인바운드 관광객의 수요를 소화할 규모는 아직까진 아니다. 브랜드 바이파워 발휘를 위해 매출 규모가 선행적으로 확대, 이를 활용한 면세업체의 브랜드 협상력 확보가 필수적이다.

둘째, 다양한 상품 구색을 갖추고 있지 못하다. 바이파워가 약하다 보니 인기 브랜드, 상품 물량도 부족하다. 타이공을 통해 글로벌 화장품에 대한 중국인의 전체 수요를 감당하기엔 미비한 환경이다.

셋째, 상품 신뢰도 문제다. 한국 면세상품에 바코드를 붙여 정품 인증까지 할 만큼 중국 소비자는 한국 면세상품 신뢰도가 높다. 품질에 대한 눈높이, 인식이 고도화된 중국 소비자들은 믿을 수 있는 유통 경로를 통해 정품을 구매하고자 하는 니즈가 커졌다.

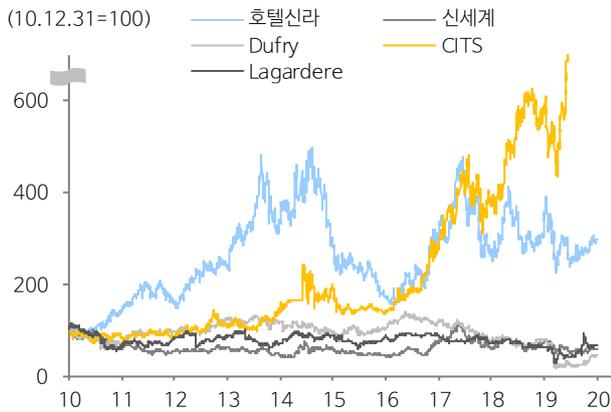
넷째, 브랜드사 입장에서도 중국 물량을 확대할 유인이 높지 않다. 면세업체의 레퍼런스가 부족할 뿐더러 글로벌 면세채널 공급 물량을 늘리기엔 브랜드이미지 훼손 우려가 크다.

2019년초 중국 정부의 타이공 규제과 같은 조치가 발생하는 것도 리스크 요인이다. 타이공들은 국내 브랜드사에게 더 낮은 공급 가격을 요구하거나 추가 리베이트, 마케팅 혜택을 요구할 수 있다. 면세업체들의 타이공 매출 의존도가 높게 유지되는 한 보따리상의 협상력 우위는 지속될 전망이다.

한국		중국 하이난
미화 기준 총 6백 달러(약 70만원), 담배, 주류, 향후 별도 면세 기준 적용	면세 한도	내국인 포함 3만 위안(약 5백만원)에서 10만 위안(약 1,700만 원)으로 상향
출국 전 사전 예약 후 이용 가능	온라인 구매	내국인 관광객 대상 하이난 방문 후 180일간 온라인 면세품 구매 허가
술, 향수, 화장품, 기념품 등	면세 품목	기존 38 → 45개로 확대. 주류, 시계, 핸드폰, 컴퓨터 등 추가

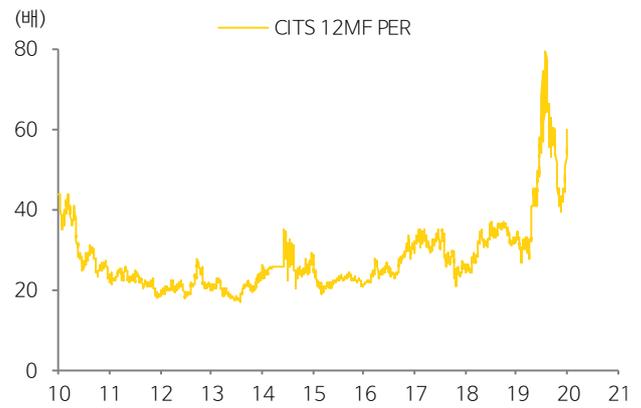
출처: 언론취합, Kakaopay Securities Research

Exhibit 72. 글로벌 면세업체 상대주가 추이



출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

Exhibit 73. CITS 12개월 예상 PER 추이



출처: Bloomberg, Kakaopay Securities Research

3) 글로벌 브랜드 선호 측정 지표로 활용되는 광군제 성과

글로벌 소비자 브랜드 선호도 지표로 광군제 성과 활용

중국 광군제는 전세계 18만 개 이상 브랜드, 50만 개 이상 아이템이 판매되는 글로벌 쇼핑데이이다. 최근 중국 전자상거래 플랫폼들은 광군제 매출 규모 확대를 위해 10월 중순경부터 예약판매에 돌입한다.

매년 11월 화장품산업 매출은 평월 대비 20% 이상 증가하는 모습을 보이는데 이는 광군제 효과에 기인한다. 2018년 광군제 매출액 약 52.8조 원(YoY 22.1%), 구매자 수 약 1억 명 이상으로 파악된다. 소비자의 40% 이상이 해외브랜드를 구매, 일본, 미국, 한국, 호주순이다. 플랫폼별 티몰 67.9%, 징동 17.3%, 쉐닝이거우 4.7%순으로 대형가구, 핸드폰, 개인위생용품, 유아용품, 생활 전자제품, 화장품류 순으로 매출규모가 컸다.

광군제는 화장품 업계에서 글로벌 소비자 브랜드 선호도를 파악하는 지표로 활용하고 있다. 유로모니터를 포함해 글로벌 브랜드 매출을 집계하는 몇 기관이 있지만 매출의 상당한 비중을 차지하는 면세 등 일부 채널의 매출이 포함되어 있지 않아 객관성이 다소 떨어진다.

2020년 광군제 기간 LG생활건강은 역대 최고 매출 15.5억 위안을 기록한 것으로 언론 보도되었다(한화 2,526억 원). 온라인쇼핑 구매 특성상 반품률이 높아 회계상 실적에 반영되는 수치에는 일부 차이가 있을 수 있으나 기대 이상의 매출증가율을 매년 시현하고 있다. 특히 후는 전년대비 매출이 181% 증가하며 에스티로더와 랑콤에 이은 럭셔리 화장품 매출 3위에 등극했다. 글로벌 브랜드력이 단연 돋보이는 성과다.

Top Pick 및 관심종목

호텔신라 (008770) 중장기 방향성에 대한 고민	46
신세계 (004170) 저점 매수 유효 구간	50
현대백화점 (069960) 2021년, 성장 모멘텀 풍년 - Top Pick ★	56
LG생활건강 (051900) 글로벌 브랜드의 품격	60
아모레퍼시픽 (090430) 훈풍 맞이할 준비 중	64

호텔신라(008770.KS)

중장기 방향성에 대한 고민

HOLD(신규)

Upside

목표주가(12M)	85,000원(신규)
현재주가(1/4)	82,600원
목표수익률	2.9%

Key Data	2021년 1월 4일
산업분류	유통/무역
F_MNM	2944.45

Trading Data

시가총액 (십억원)	3,241.9
발행주식수 (백만주)	39.2
외국인 지분율 (%)	20.4
52주 고가 (원)	111,000
52주 저가 (원)	60,700
60일 거래대금(억원)	466.6

주요주주 지분율(%)

삼성생명보험(외 6인)	17.3
국민연금공단(외 1인)	10.3

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.1	16.5	(13.3)
상대주가	(6.7)	(20.3)	(48.6)

인터넷/유통/화장품

Analyst 허제나

jena.h@kakaopaysec.com

02-6099-8504

단기 바닥 확인, 중장기 방향성은 고민

호텔신라는 국내 면세산업의 역사다. 해외여행 자율화, 중국 해외관광 수요 증가 시기 산업 성장의 수혜를 함께 누렸고 메르스/사드 당시 인바운드 급감에 따른 고난의 시기도 경험했다. 그 과정 속 글로벌 바이파워, 위기 대응력을 갖추게 되었으나, 산업 구조적 한계와 중국 인바운드 여행객에 대한 의존도 확대되며 중국 화장품 수요와 글로벌 브랜드 사이 판매상으로 역할 정리되는 모습이다. 중장기 중국 정부의 자국 면세산업 강화 추세가 지속되고 내한 관광객수 증가가 뒷받침되지 않는다면 성장 한계에 봉착, 새로운 생존화로를 모색해야 할 시기가 찾아올 수 있을 것이다.

4QPre.: 공항점 비용 부담 완화, 면세 부문 흑자 예상

4Q20 연결매출 8,679억 원(YoY -43.8%), 영업이익 65억 원(YoY -91.7%)으로 전망한다. 인천공항 사이트 계약 종료되며 고정비 부담 해소, 시내점/온라인 중심 면세 부문 턴어라운드 예상한다. 대형 타이공 거래선 관리 중요도가 어느 때보다 높아졌다. 호텔레저 부문 코로나 재확산으로 전분기대비 투숙률 하락, 적자지속 전망한다. 아쉬운 부분은 인천공항점이다. 면세업에서 상징성을 띠던 사이트였기 때문이다. 높은 임차료 부담으로 적자구조 불가피했으나 연 2조 원 가까운 매출로 국내 들어오는 면세 상품 소싱력 제고에 기여했다. 물론 현재 시내면세점 매출 규모가 월등히 커졌으며 동사의 사업 레퍼런스 기반 향후 시장 환경 회복시 사이트 재입찰 참여 가능성도 상존한다.

투자의견 HOLD, 목표주가 8.5만원으로 커버리지 개시

2021년 연결매출 3조 8,683억 원(YoY 20.4%), 영업이익 862억 원(흑자전환)으로 전망한다. 목표주가는 2022년 예상 주당순이익에 타겟 멀티플 40배, 할인율 5% 적용, 현재가치 환산했다. 높은 타이공 의존도, 글로벌 관광수요 회복 불확실성 등 중장기 성장 가능성에 대한 고민 상존하나 코로나로 인한 단기 최악의 국면은 지났다. 2021년 예상 영업이익 90% 이상이 면세에서 발생하는 만큼 월별 인바운드 객수 증감에 따라 주가 변동 폭 확대, 단기 투자 심리 좌우할 가능성 높다. 보수적 관점 접근 유효하다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	4,713.7	5,717.3	3,214.0	3,868.3	4,531.7
증감률 YoY	34.1	21.3	(43.8)	20.4	17.2
영업이익	209.1	295.9	(143.6)	86.2	172.0
영업이익률	4.4	5.2	(4.5)	2.2	3.8
지배주주순이익	110.3	169.7	(163.3)	19.6	87.7
EPS(원)	2,811	4,325	(4,162)	492	2,226
EPS 증감률 YoY	336.3	53.9	적전	흑전	352.6
P/E	27.2	21.0	(19.8)	167.9	37.1
EV/EBITDA	12.0	9.0	40.2	14.3	12.7
ROE	15.4	20.2	(19.6)	2.6	11.0
P/B	4.0	4.0	4.4	4.4	4.0

출처: Dataguide, Kakao pay securities

중국 인바운드 여행객 의존도
확대로 중국 화장품 수요와
글로벌 브랜드 사이
판매상 역할 한계에 봉착

호텔신라는 국내 면세업의 성장 시기를 함께 누렸다. 해외여행 자율화, 중국 해외관광 수요 증가 시기 산업 성장의 수혜를 함께 누렸고 메르스/사드 당시 인바운드 급감에 따른 고난의 시기도 경험했다. 그 과정 속 글로벌 바이파워, 위기 대응력을 갖추게 되었으나, 산업 구조적 한계와 중국 인바운드 여행객에 대한 의존도 확대되며 중국 화장품 수요와 글로벌 브랜드 사이 판매상으로 역할 정리되는 모습이다. 중장기 중국 정부의 자국 면세산업 강화 추세가 지속되고 내한 관광객수 증가가 뒷받침되지 않는다면 성장 한계에 봉착, 새로운 생존할로를 모색해야 할 시기가 찾아올 수 있을 것이다.

Exhibit 74. 호텔신라 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2020F
매출	1,343	1,355	1,475	1,544	5,717	944	523	880	868	3,214
면세	1,225	1,227	1,339	1,411	5,201	849	439	771	764	2,823
호텔/생활레저	118	128	137	133	516	95	84	109	104	391
영업이익	82	79	57	78	296	-67	-63	-20	7	-144
면세	82	70	45	70	267	-49	-47	-14	10	-100
호텔/생활레저	-1	9	12	8	29	-18	-16	-6	-4	-43
세전이익	67	68	38	54	226	-93	-82	-37	2	-209
지배주주순이익	52	52	27	38	169	-74	-68	-28	7	-163
영업이익률(%)	6.1	5.8	3.9	5.0	5.2	-7.1	-12.1	-2.3	0.7	-4.5
면세	5.0	5.0	2.5	3.5	3.9	-9.8	-15.7	-4.2	0.2	-6.5
호텔/생활레저	3.9	3.8	1.9	2.5	3.0	-7.8	-13.0	-3.2	0.8	-5.1
세전이익률(%)	19.3	15.3	20.9	29.5	21.3	-29.7	-61.4	-40.4	-43.8	-43.8
지배주주순이익률(%)	20.9	16.3	22.4	31.7	22.9	-30.7	-64.2	-42.4	-45.9	-45.7
YoY, %										
매출	19.3	15.3	20.9	29.5	21.3	-29.7	-61.4	-40.4	-43.8	-43.8
면세	20.9	16.3	22.4	31.7	22.9	-30.7	-64.2	-42.4	-45.9	-45.7
호텔/생활레저	5.5	7.0	7.7	9.7	7.5	-19.9	-34.8	-20.6	-21.9	-24.3
영업이익	84.9	14.0	-15.6	182.5	41.5	적건	적건	적건	-91.7	적건
면세	72.7	9.1	-24.1	179.3	36.3	적건	적건	적건	적건	적건
호텔/생활레저	적지	70.9	44.7	212.5	120.8	적지	적건	적건	-151.2	적건
세전이익	60.2	4.5	-42.8	흑건	53.5	적건	적건	적건	-96.0	적건
지배주주순이익	63.7	-0.9	-42.0	흑건	53.6	적건	적건	적건	적건	적건

출처 : Kakaopay Securities Research

실적 전망 및 Valuation

투자의견 HOLD,
 목표주가 8.5만원으로
 커버리지 개시

투자의견 HOLD, 목표주가 8.5만원으로 커버리지 개시

2021년 연결매출 3조 8,683억 원(YoY 20.4%), 영업이익 862억 원(흑자전환)으로 전망한다. 목표주가는 2022년 예상 순이익에 타겟 멀티플 40배, 할인율 5% 적용해 현재가치 환산했다. 높은 다이공 의존도, 글로벌 관광수요 회복 불확실성 등 중장기 성장 가능성에 대한 고민 상존하나 코로나로 인한 단기 최악의 국면은 지났다. 2021년 예상 영업이익 90% 이상이 면세에서 발생하는 만큼 월별 인바운드 객수 증감에 따라 주가 변동 폭 확대, 단기 투자 심리 좌우할 가능성 높다. 보수적 관점 접근 유효하다.

4Q20 Preview: 공항점 비용 부담 낮아져 면세 부문 흑자 예상

4Q20 연결매출 8,679억 원(YoY -43.8%), 영업이익 65억 원(YoY -91.7%)으로 전망한다. 인천공항 사이트 계약 종료되며 고정비 부담 해소, 시내점/온라인 중심 면세 부문 턴어라운드 예상한다. 대형 다이공 거래선 관리 중요도가 어느 때보다 높아졌다. 호텔레저 부문 코로나 재확산으로 전분기대비 투숙률 하락, 적자지속 전망한다. 아쉬운 부분은 인천공항점이다. 면세업에서 상징성을 띠던 사이트였기 때문이다. 높은 임차료 부담으로 적자구조 불가피했으나 연 2조 원 가까운 매출로 국내 들어오는 면세 상품 소싱력 제고에 기여했다. 물론 현재 시내면세점 매출 규모가 월등히 커졌으며 동사의 사업 레퍼런스 기반 향후 시장 환경 회복시 사이트 재입찰 참여 가능성도 상존한다.

Exhibit 75. 호텔신라 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출	4,714	5,717	3,214	3,868	4,532
면세	4,234	5,196	2,823	3,404	4,054
호텔/생활레저	480	516	391	464	478
영업이익	209	296	-144	86	172
면세	196	267	-100	84	157
호텔/생활레저	13	29	-43	2	15
세전이익	147	226	-209	26	117
지배주주순익	110	169	-163	20	88
적정시가총액	2,886	3,030	3,181	3,340	3,507
주식수(천주)	39,248	39,248	39,248	39,248	39,248
적정주가(천원)	73,521	77,197	81,057	85,109	89,365
적정 PER(배)	26.2	17.9	N/A	170.4	40.0
EPS(원)	2,811	4,325	-4,159.5	500	2,234
영업이익률(%)	4.4	5.2	-4.5	2.2	3.8
면세	4.6	5.1	-3.6	2.5	3.9
호텔/생활레저	2.7	5.6	-11.1	0.5	3.2
YoY,%					
매출	34.1	21.3	-43.8	20.4	17.2
영업이익	186.1	41.5	적전	흑전	99.6
지배주주순익	336.3	53.9	적전	흑전	347.2

출처 : Kakaopay Securities Research

호텔신라(008770) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,272.2	1,716.1	2,304.2	2,160.7	2,114.4
현금성자산	294.9	537.8	1,515.2	1,166.4	922.9
매출채권	202.7	266.2	131.8	158.6	185.8
채고자산	703.6	849.4	594.6	772.9	943.0
비유동자산	1,031.6	1,811.2	1,148.1	1,143.3	1,183.5
투자자산	286.7	1,080.6	607.5	731.1	856.5
유형자산	696.9	674.5	499.1	381.3	304.0
무형자산	48.0	56.1	41.6	30.9	23.0
자산총계	2,303.7	3,527.3	3,452.3	3,303.9	3,297.9
유동부채	1,002.7	1,438.1	1,539.5	1,375.2	1,295.3
매입채무	350.1	506.9	608.3	444.1	364.1
유동성이자부채	159.8	418.8	418.8	418.8	418.8
비유동부채	535.9	1,169.7	1,169.9	1,170.2	1,170.5
비유동이자부채	499.1	1,142.7	1,142.7	1,142.7	1,142.7
부채총계	1,538.7	2,607.7	2,709.4	2,545.4	2,465.8
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
이익잉여금	475.4	627.0	450.5	466.1	539.7
자본조정	(107.5)	(104.4)	(104.5)	(104.5)	(104.5)
자기주식	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)
자본총계	765.1	919.5	742.9	758.5	832.2
투하자본	1,093.8	1,895.0	762.1	1,120.9	1,432.5
순차입금	364.0	1,023.7	46.3	395.1	638.6
ROA	4.9	5.8	(4.7)	0.6	2.7
ROE	15.4	20.2	(19.6)	2.6	11.0
ROIC	14.8	14.9	(7.8)	6.9	10.1

현금흐름표

결산기(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금	153.9	403.7	1,006.5	(294.6)	(171.6)
당기순이익	110.3	169.4	(163.0)	19.6	87.5
자산상각비	74.6	219.3	227.0	173.1	137.4
운전자본증감	(117.3)	(43.5)	490.6	(369.5)	(277.2)
매출채권감소(증가)	(16.4)	(28.0)	134.4	(26.8)	(27.2)
채고자산감소(증가)	(230.4)	(139.0)	254.8	(178.4)	(170.0)
매입채무증가(감소)	43.2	150.3	101.4	(164.2)	(79.9)
투자현금	(102.8)	(92.6)	(15.9)	(50.1)	(57.9)
단기투자자산감소	(0.8)	0.7	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	21.1	(5.5)	(5.6)
설비투자	(77.8)	(65.8)	(37.0)	(44.5)	(52.2)
유무형자산감소	6.5	0.3	(0.0)	(0.1)	(0.1)
재무현금	(244.7)	(87.2)	(13.3)	(4.0)	(14.0)
차입금증가	(214.0)	(58.1)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(13.3)	(13.3)	(13.3)	(4.0)	(14.0)
배당금지급	13.3	13.3	13.3	4.0	14.0
현금 증감	(192.5)	226.4	977.4	(348.8)	(243.5)
총현금흐름(Gross CF)	288.0	510.5	515.9	74.8	105.6
(-) 운전자본증가(감소)	101.8	24.7	(490.6)	369.5	277.2
(-) 설비투자	77.8	65.8	37.0	44.5	52.2
(+) 자산매각	6.5	0.3	(0.0)	(0.1)	(0.1)
Free Cash Flow	114.9	420.4	969.5	(339.2)	(223.9)
(-) 기타투자	0.0	0.0	(21.1)	5.5	5.6
잉여현금	114.9	420.4	990.7	(344.7)	(229.5)

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research
 Note: EPS는 완전회석 EPS

손익계산서

결산기(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	4,713.7	5,717.3	3,214.0	3,868.3	4,531.7
증가율 (Y-Y,%)	34.1	21.3	(43.8)	20.4	17.2
영업이익	209.1	295.9	(143.6)	86.2	172.0
증가율 (Y-Y,%)	186.1	41.5	적전	흑전	99.6
EBITDA	283.7	515.1	83.4	259.3	309.4
영업외손익	(2,524.3)	(3,370.9)	(65.3)	(60.1)	(55.3)
순이자수익	(7.7)	(27.4)	(34.3)	(32.1)	(30.1)
외화관련손익	(5.2)	(5.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.8)	(4.2)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	147.0	225.6	(208.9)	26.1	116.7
당기순이익	110.3	169.4	(163.0)	19.6	87.5
지배기업당기순이익	110.3	169.7	(163.3)	19.6	87.7
증가율 (Y-Y,%)	336.2	53.6	적전	흑전	347.2
NOPLAT	156.9	222.2	(104.1)	64.6	129.0
(+) Dep	74.6	219.3	227.0	173.1	137.4
(-) 운전자본투자	101.8	24.7	(490.6)	369.5	277.2
(-) Capex	77.8	65.8	37.0	44.5	52.2
OpFCF	52.0	351.0	576.5	(176.2)	(62.9)
3Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	13.2	15.5	(2.9)	(6.4)	(7.5)
영업이익증가율(3Yr)	39.4	55.3	n/a	(25.6)	(16.5)
EBITDA증가율(3Yr)	23.3	49.7	(16.8)	(3.0)	(15.6)
순이익증가율(3Yr)	81.4	82.6	n/a	(43.8)	(19.8)
영업이익률(%)	4.4	5.2	(4.5)	2.2	3.8
EBITDA마진(%)	6.0	9.0	2.6	6.7	6.8
순이익률(%)	2.3	3.0	(5.1)	0.5	1.9

주요투자지표

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Per share Data					
EPS	2,811	4,325	(4,162)	492	2,226
BPS	19,110	22,979	18,564	18,954	20,795
DPS	350	350	100	350	350
Multiples(x,%)					
PER	27.2	21.0	(19.8)	167.9	37.1
PBR	4.0	4.0	4.4	4.4	4.0
EV/ EBITDA	12.0	9.0	40.2	14.3	12.7
배당수익률	0.5	0.4	0.1	0.4	0.4
PCR	10.6	7.1	6.4	44.2	31.3
PSR	0.6	0.6	1.0	0.9	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	201.1	283.6	364.7	335.6	296.3
Net debt/Equity	47.6	111.3	6.2	52.1	76.7
Net debt/EBITDA	128.3	198.7	55.6	152.4	206.4
유동비율	126.9	119.3	149.7	157.1	163.2
이자보상배율	27.1	10.8	n/a	2.7	5.7
이자비용/매출액	0.4	0.7	1.3	1.0	0.8
자산구조					
투하자본(%)	65.3	53.9	26.4	37.1	44.6
현금+투자자산(%)	34.7	46.1	73.6	62.9	55.4
자본구조					
차입금(%)	46.3	62.9	67.8	67.3	65.2
자기자본(%)	53.7	37.1	32.2	32.7	34.8

신세계(004170.KS)

저점 매수 유효 구간

BUY(신규)

Upside

목표주가(12M)	300,000원(신규)
현재주가(1/4)	238,500원
목표수익률	25.8%

Key Data	2021년 1월 4일
산업분류	유통/무역
KOSPI	2944.45

Trading Data

시가총액(십억원)	2,348.1
발행주식수(백만주)	9.8
외국인 지분율(%)	24.9
52주 고가(원)	333,500
52주 저가(원)	199,000
60일 거래대금(억원)	252.9

주요주주 지분율(%)

정유경(외 3인)	28.6
국민연금공단(외 1인)	13.3

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	1.3	7.7	(18.5)
상대주가	(6.5)	(29.1)	(53.7)

인터넷/유통/화장품

Analyst 허제나

jena.h@kakaopaysec.com

02-6099-8504

면세가 좌우하는 실적과 주가 방향성

오랜 유통업력 기반 글로벌 명품브랜드 네트워크, 소싱 및 MD구성력에 강점을 지닌 신세계의 성장성은 면세 사업부가 핵심이다. 2020년 코로나 영향 고정비부담 확대되며 백화점이 벌어들인 이익의 65%를 훼손하는 상황에 이르렀다. 다행스러운 점은, 글로벌 화장품 브랜드에 대한 바이파워가 갖추어지며 기업형 타이공 수요에 유연히 대응하고 있다는 것이다. 2021년 중국 인바운드 객수의 완만한 회복을 가정, 공항면세 임차료 절감을 감안시 신세계DF 연간 이익은 21% 비증까지 재차 회복 가능할 것으로 예상된다.

4QPre.: 급한 불은 꺾다

4Q20 연결매출 1조 3,839억 원(YoY -21.8%), 영업이익 894억 원(YoY -53.9%)으로 전망한다. **1)백화점:** 11월 중순까지 기존점신장을 두 자리 수 기록, 12월 거리두기 단계 격상되며 신장을 낮아졌을 것이다. 11월까지 고마진 의류매출 다소 회복, 수익성 하락 폭 전분기비 완만해졌을 것으로 본다. **2)면세점:** 매출 전분기비 22% 증가, 공항임차료 매출요율제로 변경, 영업손실 64억원 예상한다. 10월 초중순 타이공 휴가기간, 국경절 선수요 영향 매출흐름 부진했으나 11월 전월비 회복, 12월 재차 낮아졌던 흐름으로 파악한다. **3)기타:** 센트럴시티 메리어트 투숙률 하락으로 전분기비 매출감소, 동대구점 명품브랜드 오픈 및 까사미아 신규 출점 영향 외형성장 지속될 것으로 전망한다.

투자의견 BUY, 목표주가 30만원으로 커버리지 개시

투자의견 BUY, 목표주가 30만원으로 커버리지를 개시한다. 2021년 연결매출 5조 5,572억 원(YoY 15.8%), 영업이익 3,386억 원(YoY 387.4%)으로 전망한다. 목표주가는 SoTP 방식을 활용했다. **1)영업가치:** 부문별 2021년 예상 주당순이익에 타겟 PER 적용 후 합산했다(백화점/센트럴시티 10배, 신세계DF 25배(사업규모차 고려 경쟁사 멀티플 35% 할인)). **2)투자자산가치:** 신세계인터/광주신세계/삼성생명 지분가치, 신세계사이먼/SSG닷컴 순자산가치 모두 30% 할인 반영했다. 현 주가 12MF PER 11배로 비우호적 면세업 리스크 충분히 반영, 추가 하락 가능성 제한적이다. 저점 매수 유효하다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	5,185.7	6,394.2	4,809.6	5,571.5	6,060.7
증감률 YoY	33.9	23.3	(24.8)	15.8	8.8
영업이익	397.4	467.8	69.4	338.6	411.7
영업이익률	7.7	7.3	1.4	6.1	6.8
지배주주순이익	239.0	526.4	(12.0)	165.9	208.7
EPS(원)	24,274	53,472	(1,221)	16,851	21,203
EPS 증감률 YoY	31.1	120.3	적전	흑전	25.8
P/E	10.5	5.4	(195.3)	14.2	11.2
EV/EBITDA	7.7	6.3	10.2	5.7	5.8
ROE	6.9	14.2	(0.3)	4.5	5.4
P/B	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6

출처: Dataguide, Kakao pay securities

글로벌 명품브랜드 네트워크,
소싱 및 MD구성력에
강점을 지닌 신세계

오랜 유통업력 기반 글로벌 명품브랜드 네트워크, 소싱 및 MD구성력에 강점을 지닌 신세계의 성장성은 면세 사업부가 핵심이다. 2020년 코로나 영향 고정비부담 확대되며 백화점이 벌어들인 이익의 65%를 훼손하는 상황에 이르렀다. 다행스러운 점은, 글로벌 화장품 브랜드에 대한 바이킹파워가 갖추어지며 기업형 다이공 수요에 유연히 대응하고 있다는 것이다. 2021년 중국 인바운드 객수의 완만한 회복을 가정, 공항면세 임차료 절감 을 감안시 신세계DF 연간 이익은 21% 비중까지 재차 회복 가능할 것으로 예상된다.

Exhibit 76. 신세계 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2020F
순매출	1,517	1,506	1,603	1,769	6,394	1,197	1,014	1,214	1,384	4,810
신세계	375	367	385	430	1,558	331	354	364	421	1,469
신세계인터	366	302	360	397	1,425	323	287	334	356	1,300
센트럴시티	66	67	71	68	272	56	53	58	55	222
신세계 DF	703	770	787	868	3,128	489	311	437	531	1,768
영업이익	110	68	96	194	468	3	-49	25	89	69
신세계	53	33	51	85	222	23	14	28	49	114
신세계인터	29	15	19	22	84	12	-3	7	11	27
센트럴시티	21	10	24	19	74	12	-3	14	10	33
신세계 DF	13	17	11	71	112	-32	-37	-21	-6	-96
세전이익	893	33	82	-211	798	4	-136	-6	116	-22
순이익	686	24	52	-169	593	2	-108	1	88	-17
지배주주순이익	667	17	34	-191	526	-2	-113	-6	109	-12
영업이익률(%)	7.2	4.5	6.0	11.0	7.3	0.3	-4.8	2.1	6.5	1.4
세전이익률(%)	58.9	2.2	5.1	-11.9	12.5	0.3	-13.5	-0.5	8.4	-0.5
순이익률(%)	43.9	1.1	2.1	-10.8	8.2	-0.1	-11.2	-0.5	7.8	-0.2
YoY,%										
순매출	38.5	27.3	17.3	14.8	23.3	-21.1	-32.6	-24.2	-21.8	-24.8
신세계	-11.9	-11.2	-10.8	-8.1	-10.4	-11.7	-3.7	-5.5	-2.1	-5.7
신세계인터	20.2	6.5	15.4	9.2	12.8	-11.6	-4.9	-7.2	-10.5	-8.8
센트럴시티	46.7	44.4	23.9	-0.6	25.3	-15.8	-21.5	-17.7	-19.0	-18.5
신세계 DF	106.9	73.1	35.8	34.6	55.7	-30.5	-59.6	-44.4	-38.8	-43.5
영업이익	-3.2	-14.7	36.6	44.8	17.7	-97.0	적전	-73.8	-53.9	-85.1
신세계	-9.8	-22.1	7.8	-9.3	-8.3	-57.7	-56.2	-44.3	-42.7	-48.7
신세계인터	143.2	2.1	65.2	21.2	51.7	-58.9	적전	-63.3	-51.0	-68.0
센트럴시티	33.8	106.3	37.2	-27.0	15.5	-45.3	적전	-40.7	-46.9	-55.0
신세계 DF	-47.5	-23.5	흑전	흑전	192.9	적전	적전	적전	적전	적전
세전이익	740.4	-49.3	50.2	적전	125.0	-99.6	적전	적전	흑전	-102.8
지배주주순이익	779.4	-66.0	17.8	적전	120.3	적전	적전	적전	흑전	-102.3

출처 : Kakaopay Securities Research

실적 전망 및 Valuation

투자의견 BUY,
 목표주가 30만원으로
 커버리지 개시

투자의견 BUY, 목표주가 30만원으로 커버리지 개시

2021년 연결매출 5조 5,572억 원(YoY 15.8%), 영업이익 3,386억 원(YoY 387.4%)으로 전망한다. 목표주가는 SoTP 방식을 활용했다. 1)영업가치: 부문별 2021년 예상 순이익에 타겟 PER 각각 적용, 합산했다(백화점/센트럴시티 10배, 신세계DF 25배(사업 규모 차 고려 경쟁사 멀티플 35% 할인)). 2)투자자산가치: 신세계인터/광주신세계/삼성생명 지분가치와 신세계사이먼/SSG닷컴 순자산가치 모두 30% 할인 반영했다. 현 주가 12MF PER 11배로 비우호적 면세업 리스크 충분히 반영, 추가 하락 가능성 제한적이다. 저점 매수 유효하다.

4Q20 Preview: 급한 불은 꺾다

1)백화점: 11월 중순까지 기존점신장률 두 자리 수 기록, 12월 거리두기 단계 격상되며 신장을 낮아졌을 것이다. 11월까지 고마진 의류매출 다소 회복, 수익성 하락 폭 전분기비 완만해졌을 것으로 본다. 2)면세점: 매출 전분기비 22% 증가, 공항임차료 매출요율제로 변경, 영업손실 64억원 예상한다. 10월 초중순 타이공 휴가기간, 국경절 선수요 영향 매출흐름 부진했으나 11월 전월비 회복, 12월 재차 낮아졌던 흐름으로 파악한다. 3)기타: 센트럴시티 메리어트 투숙률 하락으로 전분기비 매출감소, 동대구점 명품브랜드 오픈 및 까사미아 신규 출점 영향 외형성장 지속될 것으로 전망한다.

Exhibit 77. 신세계 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
순매출	5,186	6,394	4,810	5,572	6,061
신세계	1,739	1,558	1,469	1,560	1,646
신세계인터	1,263	1,425	1,300	1,430	1,530
센트럴시티	217	272	222	255	268
신세계 DF	2,009	3,128	1,768	2,288	2,593
영업이익	397	468	69	339	412
신세계	242	222	114	199	233
신세계인터	56	84	27	38	43
센트럴시티	64	74	33	56	62
신세계 DF	38	112	-96	69	97
세전이익	355	798	-22	257	323
순이익	285	593	-17	195	246
지배주주순이익	239	526	-12	166	209
적정시가총액	2,459	2,656	2,761	2,982	3,131
주식수(천주)	9,845	9,845	9,845	9,845	9,845
적정주가(천원)	250	270	280	303	318
적정 PER(배)	10.3	5.0	N/A	18.0	15.0
EPS(원)	24,274	53,473	-1,221	16,851	21,203
영업이익률(%)	7.7	7.3	1.4	6.1	6.8
YoY, %					
매출	33.9	23.3	-24.8	15.8	8.8
영업이익	14.9	17.7	-85.1	387.4	21.6
지배주주순이익	31.1	120.3	-102.3	-1,479.9	25.8

출처 : Kakaopay Securities Research

Exhibit 78. 신세계 SoTP Valuation

사업부문	항목	2021F	2022F	비고
영업가치(A)		2,061	2,870	
백화점	적정시가총액	599	901	영업이익+금융손익-법인세 백화점 업종 적정 PER 10 배 적용
	순이익	60	90	
	적정 PER	10.0	10.0	
센트럴시티	적정시가총액	254	279	지분율 60% 백화점과 동일한 PER 적용
	순이익	25	28	
	적정 PER	10.0	10.0	
신세계 DF	적정시가총액	1,208	1,690	호텔신라 대비 35% 할인
	순이익	48	68	
	적정 PER	25	25	
투자자산가치(B)		763	2,870	
신세계인터(45.8)		369	901	상장사: 시가총액*지분율*0.7
광주신세계(10.4)		18	90	
삼성생명(2.2)		244	10.0	
신세계사이먼(25)		43	279	비상장사: 순자산가액*지분율*0.7
SSG닷컴(26.9)		90	28	
총기업가치(A+B)		2,824	3,642	
주식수(천주)		9,845	9,845	
적정주가(원)		296,854	369,960	

출처 : Kakaopay Securities Research

신세계(004170) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,836.9	1,831.2	2,659.9	2,168.1	1,839.0
현금성자산	389.2	218.1	1,466.2	951.7	478.4
매출채권	427.2	436.1	501.5	376.1	409.1
채고자산	916.5	1,077.4	592.6	740.7	851.8
비유동자산	9,264.4	11,187.3	10,056.8	10,532.3	10,938.2
투자자산	2,038.8	4,354.0	3,557.0	4,120.6	4,482.3
유형자산	6,800.5	6,481.0	6,138.7	6,026.3	6,023.6
무형자산	425.1	352.0	361.1	385.5	432.2
자산총계	11,101.3	13,018.5	12,716.7	12,700.4	12,777.1
유동부채	3,244.8	3,173.0	3,137.4	2,959.1	2,831.0
매입채무	548.8	584.6	613.8	497.2	427.6
유동성이자부채	1,318.1	1,291.2	1,291.2	1,291.2	1,291.2
비유동부채	2,854.3	4,330.4	4,341.1	4,351.9	4,362.8
비유동이자부채	1,963.7	3,261.6	3,261.6	3,261.6	3,261.6
부채총계	6,099.1	7,503.4	7,478.4	7,311.0	7,193.7
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	397.5	397.5	397.5	397.5	397.5
이익잉여금	2,439.2	2,920.9	2,889.2	3,040.4	3,234.3
자본조정	265.9	241.6	313.7	313.7	313.7
자기주식	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
자본총계	5,002.2	5,515.1	5,238.3	5,389.4	5,583.4
투하자본	7,213.7	8,423.7	6,970.3	7,421.5	7,950.9
순차입금	2,892.6	4,334.7	3,086.6	3,601.2	4,074.4
ROA	2.2	4.4	(0.1)	1.3	1.6
ROE	6.9	14.2	(0.3)	4.5	5.4
ROIC	4.6	4.4	0.7	3.6	4.1

현금흐름표

결산기(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금	331.3	789.9	1,316.1	309.4	422.5
당기순이익	284.9	593.1	(17.2)	195.2	245.6
자산상각비	301.9	668.7	463.4	696.2	699.1
운전자본증감	(281.0)	(195.4)	383.8	(201.0)	(272.3)
매출채권감소(증가)	(9.5)	(28.9)	(65.4)	125.4	(33.0)
채고자산감소(증가)	(376.0)	(161.5)	484.8	(148.1)	(111.1)
매입채무증가(감소)	58.2	6.9	29.2	(116.6)	(69.6)
투자현금	(592.6)	(71.5)	(54.3)	(814.3)	(888.7)
단기투자자산감소	6.4	(4.3)	(6.1)	(5.1)	(7.7)
장기투자증권감소	0.0	0.0	81.9	(201.0)	(137.8)
설비투자	(388.7)	(321.2)	(96.2)	(557.2)	(666.7)
유무형자산감소	18.0	24.8	(34.0)	(51.0)	(76.5)
재무현금	438.3	(893.5)	(19.7)	(14.8)	(14.8)
차입금증가	506.4	(856.1)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(33.6)	(37.3)	(19.7)	(14.8)	(14.8)
배당금지급	33.6	37.3	19.7	14.8	14.8
현금 증감	177.0	(174.8)	1,242.1	(519.7)	(481.0)
총현금흐름(Gross CF)	736.7	1,164.6	932.3	510.4	694.8
(-) 운전자본증가(감소)	83.8	210.3	(383.8)	201.0	272.3
(-) 설비투자	388.7	321.2	96.2	557.2	666.7
(+) 자산매각	18.0	24.8	(34.0)	(51.0)	(76.5)
Free Cash Flow	282.3	657.9	1,185.9	(298.8)	(320.7)
(-) 기타투자	0.0	0.0	(81.9)	201.0	137.8
잉여현금	282.3	657.9	1,267.8	(499.8)	(458.5)

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research
 Note: EPS는 완전회석 EPS

손익계산서

결산기(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,185.7	6,394.2	4,809.6	5,571.5	6,060.7
증가율 (Y-Y,%)	33.9	23.3	(24.8)	15.8	8.8
영업이익	397.4	467.8	69.5	338.6	411.7
증가율 (Y-Y,%)	14.9	17.7	(85.1)	387.4	21.6
EBITDA	699.3	1,136.5	532.9	1,034.8	1,110.8
영업외손익	(42.5)	330.4	(91.8)	(81.8)	(88.5)
순이자수익	(64.1)	(115.5)	(135.2)	(129.9)	(124.7)
외화관련손익	(6.3)	(6.7)	9.9	10.4	10.9
지분법손익	20.1	794.4	10.6	13.6	0.0
세전계속사업손익	354.8	798.2	(22.3)	256.8	323.1
당기순이익	284.9	593.1	(17.2)	195.2	245.6
지배기업당기순이익	239.0	526.4	(12.0)	165.9	208.7
증가율 (Y-Y,%)	33.4	108.2	적전	흑전	25.8
NOPLAT	319.0	347.6	50.4	257.3	312.9
(+) Dep	301.9	668.7	463.4	696.2	699.1
(-) 운전자본투자	83.8	210.3	(383.8)	201.0	272.3
(-) Capex	388.7	321.2	96.2	557.2	666.7
OpFCF	148.5	484.8	801.4	195.4	73.1
3Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	26.5	29.5	7.5	2.4	(1.8)
영업이익증가율(3Yr)	14.9	23.0	(41.4)	(5.2)	(4.2)
EBITDA증가율(3Yr)	16.9	35.2	(4.7)	14.0	(0.8)
순이익증가율(3Yr)	(13.0)	22.4	n/a	(11.8)	(25.5)
영업이익률(%)	7.7	7.3	1.4	6.1	6.8
EBITDA마진(%)	13.5	17.8	11.1	18.6	18.3
순이익률(%)	5.5	9.3	(0.4)	3.5	4.1

주요투자지표

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Per share Data					
EPS	24,274	53,472	(1,221)	16,851	21,203
BPS	352,367	398,826	370,706	386,057	405,760
DPS	2,000	2,000	1,500	1,500	1,500
Multiples(x,%)					
PER	10.5	5.4	(195.3)	14.2	11.2
PBR	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/ EBITDA	7.7	6.3	10.2	5.7	5.8
배당수익률	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
PCR	3.4	2.4	2.5	4.6	3.4
PSR	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
재무건전성 (%)					
부채비율	121.9	136.1	142.8	135.7	128.8
Net debt/Equity	57.8	78.6	58.9	66.8	73.0
Net debt/EBITDA	413.6	381.4	579.2	348.0	366.8
유동비율	56.6	57.7	84.8	73.3	65.0
이자보상배율	6.2	4.1	0.5	2.6	3.3
이자비용/매출액	1.6	2.1	3.2	2.7	2.4
자산구조					
투하자본(%)	74.8	64.8	58.1	59.4	61.6
현금+투자자산(%)	25.2	35.2	41.9	40.6	38.4
자본구조					
차입금(%)	39.6	45.2	46.5	45.8	44.9
자기자본(%)	60.4	54.8	53.5	54.2	55.1

빈 페이지입니다

현대백화점(069960.KS)

2021년, 성장 모멘텀 풍년

BUY(신규)

Upside

목표주가(12M)	94,000원(신규)
현재주가(1/4)	72,000원
목표수익률	30.6%

Key Data	2021년 1월 4일
산업분류	유통/무역
KOSPI	2944.45

Trading Data

시가총액 (십억원)	1,685.0
발행주식수 (백만주)	23.4
외국인 지분율 (%)	13.7
52주 고가 (원)	91,300
52주 저가 (원)	52,600
60일 거래대금(억원)	169.1

주요주주 지분율(%)

정지선(외 4인)	36.1
국민연금공단(외 1인)	13.4

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	(3.5)	17.8	(15.9)
상대주가	(11.3)	(19.0)	(51.2)

인터넷/유통/화장품

Analyst 허제나

jena.h@kakaopaysec.com

02-6099-8504

매출과 이익 모두 성장 돋보일 것

2020년 코로나19 영향 해외여행 소비가 명품으로, 패션 소비가 리빙/가구로 대체되며 수익성 측면 아쉬운 한 해였다. 하지만 그만큼 2021년 현대백화점의 실적 개선 폭은 커질 것으로 예상하는데 이유는 다음과 같다. 2020년 리뉴얼 완료한 본점과 중동점이 견조한 매출성장 시현, 2021년 백신 상용화 시기와 맞물린 여의도 파크원 개점이 예정되어 있다. 면세 사업 또한 동대문점 오픈 이후 바잉파워 확대, 프로모션 비용 효율화되며 적자 폭 줄어들고 있다. 2021년 하반기 글로벌 화장품 브랜드 추가 입점 시 매출 확대에 따른 수익성개선 흐름은 더욱 명확해질 수 있을 전망이다.

4Q Pre.: 면세, 차별한 성장 지속

4Q20 총매출 1조 9,307억 원(YoY 6.2%), 영업이익 666억 원(YoY -37%)으로 전망한다(OPM YoY -2.4%p). 1)백화점: 높은 한 자릿 수 기존점역신장을 예상한다. 11월까지 우호적 매출신장세 나타냈으나 12월 사회적 거리두기 단계 격상되며 큰 폭 매출감소했을 것이다. 카테고리별 명품/리빙 고신장, 패션/식품 역신장폭 확대되며 수익성에 부정적인 환경이 지속되고 있다. 2)면세점: 9월 최고일매출 달성 후 월평균매출 소폭 둔화 추세다. 인기 수입화장품의 물량 소싱이 일부 지연된 영향이다. 기업형 타이공 거래선 확대와 규모의 경제 효과 강화되며 적자폭은 전분기비 축소될 것으로 전망한다.

투자의견 BUY, 목표주가 9.4만원으로 커버리지 개시

투자의견 BUY, 목표주가 9.4만원으로 커버리지를 개시한다. 2021년 총매출 7조 4,748억 원(YoY 12%), 영업이익 2,577억 원(YoY 91.9%)으로 전망한다. 목표주가는 2021년 예상 주당순이익에 타겟 멀티플 12배를 적용했다. 2021년 여의도 파크원 백화점 신규출점, 면세점 글로벌화장품 브랜드 다수 입점 예정되어 있다. 코로나19 영향 어려운 업황에도 불구하고 바잉파워 확대되며 면세 적자 축소되고 있어 긍정적이다. 동대문점 비롯한 타이공 거래선 확대되며 글로벌 화장품 소싱력은 점차 커질 것이다. 현 주가는 12개월 예상 순이익 기준 9배에 불과, 저평가 구간이다. 매수 추천한다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,862.2	2,198.9	2,366.3	2,651.0	2,782.0
증감률 YoY	0.8	18.1	7.6	12.0	4.9
영업이익	356.7	292.2	134.3	257.7	331.6
영업이익률	19.2	13.3	5.7	9.7	11.9
지배주주순이익	239.0	194.1	110.1	183.2	203.1
EPS(원)	10,211	8,296	4,703	7,829	8,679
EPS 증감률 YoY	(5.8)	(18.8)	(43.3)	66.5	10.9
P/E	8.9	10.0	15.3	9.2	8.3
EV/EBITDA	4.2	4.7	6.2	4.9	4.2
ROE	5.9	4.6	2.6	4.2	4.5
P/B	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4

출처: Dataguide, Kakao pay securities

현대백화점 2021년
신규출점 모멘텀(백화점),
매출볼륨 확대(면세점)로
실적 모멘텀 뚜렷

2020년 코로나19 영향 해외여행 소비가 명품으로, 패션 소비가 리빙/가구로 대체되며 수익성 측면 아쉬운 한 해였다. 하지만 그만큼 2021년 현대백화점의 실적 개선 폭은 커질 것으로 예상하는데 이유는 다음과 같다. 2020년 리뉴얼 완료한 본점과 중동점이 견조한 매출성장 시현, 2021년 백신 상용화 시기와 맞물린 여의도 파크원 개점이 예정되어 있다. 면세 사업 또한 동대문점 오픈 이후 바잉파워 확대, 프로모션 비용 효율화되며 적자 폭 줄어들고 있다. 2021년 하반기 글로벌 화장품 브랜드 추가 입점 시 매출 확대에 따른 수익성개선 흐름은 더욱 명확해질 수 있을 전망이다.

Exhibit 79. 현대백화점 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2020F
총매출	1,583	1,586	1,554	1,818	6,541	1,384	1,555	1,802	1,931	6,672
백화점	1,396	1,361	1,313	1,557	5,626	1,170	1,277	1,268	1,390	5,105
면세점	157	194	211	231	793	183	247	504	509	1,443
영업이익	75	51	61	106	292	15	8	45	67	134
백화점	98	70	78	120	366	34	26	56	77	193
면세점	-24	-19	-17	-14	-74	-19	-18	-12	-10	-59
세전이익	93	68	74	104	339	34	20	55	80	188
지배주주순이익	54	38	41	61	194	16	8	28	57	110
영업이익률(%)	4.7	3.2	3.9	5.8	4.5	1.1	0.5	2.5	3.4	2.0
백화점	7.1	5.1	5.9	7.7	6.5	2.9	2.1	4.4	5.5	3.8
면세점	-15.0	-10.0	-8.1	-6.1	-9.4	-10.6	-7.3	-2.3	-2.0	-4.1
세전이익률(%)	5.8	4.3	4.7	5.7	5.2	2.4	1.3	3.0	4.1	2.8
지배주주순이익률(%)	3.4	2.4	2.6	3.4	3.0	1.2	0.5	1.6	2.9	1.6
YoY, %										
총매출	10.5	14.0	13.1	8.2	11.3	-12.6	-1.9	16.0	6.2	2.0
백화점	-0.6	-0.2	-2.5	-1.7	-1.2	-16.2	-6.2	-3.4	-10.7	-9.3
면세점	-	-	-	230.6	1,033.0	16.7	27.5	138.9	120.0	82.0
영업이익	-26.9	-32.7	-23.8	7.0	-18.1	-80.2	-84.0	-26.5	-37.0	-54.0
백화점	-5.3	-11.2	-12.7	-1.7	-7.0	-65.2	-62.5	-27.4	-36.2	-47.2
면세점	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	-26.2	3.4	-20.3	-9.0	-15.0	-63.4	-70.9	-25.8	-23.3	-44.4
지배주주순이익	-30.9	-4.5	-25.3	-7.5	-18.8	-70.2	-77.6	-30.2	-6.9	-43.3

출처 : Kakaopay Securities Research

실적 전망 및 Valuation

투자의견 BUY,
목표주가 9.4만원으로
커버리지 개시

투자의견 BUY, 목표주가 9.4만원으로 커버리지 개시

2021년 총매출 7조 4,748억 원(YoY 12%), 영업이익 2,577억 원(YoY 91.9%)으로 전망한다. 목표주가는 2021년 예상 순이익에 타겟 멀티플 12배를 적용했다. 2021년 여의도 파크원 백화점 신규출점, 면세내 글로벌화장품 브랜드 다수 입점 예정되어 있다. 코로나19 영향 어려운 업황에도 불구하고 바이파워 확대되며 면세 적자 축소되고 있어 긍정적이다. 동대문점 비롯한 타이공 거래선 확대되며 글로벌 화장품 소싱력은 점차 커질 것이다. 현재 주가는 12개월 예상 순이익 기준 9배에 불과, 저평가되어 있다. 매수 추천한다.

4Q20 Preview: 백화점, 11월까지 좋았는데 12월이 아쉽다

4Q20 총매출 1조 9,307억 원(YoY 6.2%), 영업이익 666억 원(YoY -37%)으로 전망한다(OPM YoY -2.4%p). 1)백화점: 높은 한 자릿 수 기존점역신장률 예상한다. 11월까지 우호적 매출신장세 나타냈으나 12월 사회적 거리두기 단계 격상되며 큰 폭 매출감소했을 것이다. 카테고리별 명품/리빙 고신장, 패션/식품 역신장폭 확대되며 수익성에 부정적인 환경이 지속되고 있다. 2)면세점: 9월 최고일매출 달성 후 월평균매출 소폭 둔화 추세다. 인기 수입화장품의 물량 소싱이 일부 지연된 영향이다. 기업형 타이공 거래선 확대와 규모의 경제 효과 강화되며 적자폭은 전분기비 축소될 것으로 전망한다.

Exhibit 80. 현대백화점 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
총매출	5,879	6,541	6,672	7,475	7,844
백화점	5,697	5,626	5,105	5,616	5,723
면세점	70	793	1,443	1,732	1,991
영업이익	357	292	134	258	332
백화점	394	366	193	287	334
면세점	-42	-74	-59	-29	-2
세전이익	398	339	188	312	345
지배주주순익	239	194	110	183	203
적정시가총액	2,390	1,941	1,100	2,200	2,437
주식수(천주)	23,404	23,404	23,404	23,404	23,404
적정주가(천원)	102	83	47	94	104
적정 PER(배)	10.0	10.0	10.0	12.0	12.0
EPS(원)	10,210	8,295	4,701	7,833	8,679
영업이익률(%)	6.1	4.5	2.0	3.4	4.2
백화점	6.9	6.5	3.8	5.1	5.8
면세점	-59.9	-9.4	-4.1	-1.7	-0.1
YoY,%					
총매출	2.2	11.3	2.0	12.0	4.9
영업이익	-9.4	-18.1	-54.0	91.9	28.7
지배주주순익	-5.8	-18.8	-43.3	66.6	10.8

출처 : Kakaopay Securities Research

현대백화점(069960) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,258.8	1,365.3	1,328.5	1,326.1	1,388.1
현금성자산	470.5	517.8	396.0	276.6	276.8
매출채권	643.5	617.0	678.2	759.9	797.4
재고자산	114.6	183.7	207.6	242.8	267.1
비유동자산	5,729.8	6,257.8	6,335.7	6,449.6	6,519.5
투자자산	793.8	1,157.6	1,245.7	1,395.6	1,464.5
유형자산	4,893.7	5,059.3	5,049.3	5,013.4	5,014.5
무형자산	42.3	40.9	40.7	40.6	40.5
자산총계	6,988.6	7,623.1	7,664.2	7,775.7	7,907.6
유동부채	1,293.2	1,443.4	1,402.2	1,350.5	1,314.9
매입채무	672.6	687.2	645.9	594.3	558.6
유동성이자부채	0.0	61.2	61.2	61.2	61.2
비유동부채	866.3	1,200.4	1,203.7	1,207.0	1,210.3
비유동이자부채	499.1	871.4	871.4	871.4	871.4
부채총계	2,159.5	2,643.8	2,605.9	2,557.5	2,525.2
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
이익잉여금	3,500.9	3,648.4	3,736.1	3,896.0	4,060.2
자본조정	(97.5)	(135.5)	(144.2)	(144.2)	(144.2)
자기주식	(110.0)	(127.0)	(127.0)	(127.0)	(127.0)
자본총계	4,829.1	4,979.3	5,058.3	5,218.1	5,382.4
투자자본	4,265.8	4,812.3	4,968.9	5,172.8	5,302.2
순차입금	28.7	414.7	536.6	656.0	655.7
ROA	3.5	2.7	1.4	2.4	2.6
ROE	5.9	4.6	2.6	4.2	4.5
ROIC	6.1	4.6	2.0	3.7	4.7

현금흐름표

결산기(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금	435.3	377.5	122.9	129.8	284.5
당기순이익	287.4	243.0	137.8	229.3	254.2
자산상각비	155.0	212.1	224.7	223.1	223.1
운전자본증감	(25.3)	(45.4)	(126.3)	(168.6)	(97.5)
매출채권감소(증가)	(9.3)	26.1	(61.2)	(81.6)	(37.5)
재고자산감소(증가)	(54.1)	(71.0)	(23.9)	(35.3)	(24.3)
매입채무증가(감소)	27.0	9.0	(41.2)	(51.7)	(35.7)
투자현금	(134.1)	(502.0)	(152.9)	(107.4)	(209.5)
단기투자자산감소	(34.3)	(224.3)	69.6	118.4	35.9
장기투자증권감소	0.0	0.0	(8.0)	(38.6)	(21.3)
설비투자	(221.3)	(273.5)	(213.0)	(185.6)	(222.6)
유무형자산감소	0.1	0.8	(1.5)	(1.5)	(1.5)
재무현금	(146.5)	(62.9)	(22.3)	(23.4)	(38.8)
차입금증가	(121.1)	(19.9)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(18.0)	(20.3)	(22.3)	(23.4)	(38.8)
배당금지급	18.0	20.3	22.3	23.4	38.8
현금 증감	154.6	(187.4)	(52.3)	(1.0)	36.1
총현금흐름(Gross CF)	555.1	553.5	249.2	298.4	382.0
(-) 운전자본증가(감소)	(101.0)	(29.9)	126.3	168.6	97.5
(-) 설비투자	221.3	273.5	213.0	185.6	222.6
(+) 자산매각	0.1	0.8	(1.5)	(1.5)	(1.5)
Free Cash Flow	434.8	310.8	(91.6)	(57.3)	60.4
(-) 기타투자	0.0	0.0	8.0	38.6	21.3
잉여현금	434.8	310.8	(99.6)	(95.9)	39.1

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research

Note: EPS는 완전회석 EPS

손익계산서

결산기(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,862.2	2,198.9	2,366.3	2,651.0	2,782.0
증가율 (Y-Y,%)	0.8	18.1	7.6	12.0	4.9
영업이익	356.7	292.2	134.3	257.7	331.6
증가율 (Y-Y,%)	(9.4)	(18.1)	(54.0)	91.9	28.7
EBITDA	511.6	504.3	359.0	480.8	554.7
영업외손익	41.6	46.4	53.9	54.7	13.3
순이자수익	2.2	(2.8)	(8.0)	(6.9)	(6.6)
외화관련손익	0.1	0.5	6.5	5.8	4.6
지분법손익	19.3	27.0	36.3	36.7	13.3
세전계속사업손익	398.3	338.6	188.2	312.4	344.9
당기순이익	287.4	243.0	137.8	229.3	254.2
지배기업당기순이익	239.0	194.1	110.1	183.2	203.1
증가율 (Y-Y,%)	(4.9)	(15.5)	(43.3)	66.5	10.9
NOPLAT	257.4	209.7	98.3	189.2	244.4
(+) Dep	155.0	212.1	224.7	223.1	223.1
(-) 운전자본투자	(101.0)	(29.9)	126.3	162.1	97.9
(-) Capex	221.3	273.5	213.0	185.6	222.6
OpFCF	292.0	178.3	(16.3)	64.6	147.1
3Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	4.0	6.3	8.6	12.5	8.2
영업이익증가율(3Yr)	(0.6)	(8.6)	(30.1)	(10.3)	4.3
EBITDA증가율(3Yr)	1.5	(1.4)	(12.5)	(2.1)	3.2
순이익증가율(3Yr)	0.8	(8.9)	(23.0)	(7.3)	1.5
영업이익률(%)	19.2	13.3	5.7	9.7	11.9
EBITDA마진(%)	27.5	22.9	15.2	18.1	19.9
순이익률(%)	15.4	11.1	5.8	8.6	9.1

주요투자지표

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Per share Data					
EPS	10,211	8,296	4,703	7,829	8,679
BPS	176,584	181,263	184,641	191,470	198,489
DPS	900	1,000	1,000	1,660	1,850
Multiples(x,%)					
PER	8.9	10.0	15.3	9.2	8.3
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/ EBITDA	4.2	4.7	6.2	4.9	4.2
배당수익률	1.0	1.2	1.4	2.3	2.6
PCR	3.8	3.5	6.8	5.6	4.4
PSR	1.1	0.9	0.7	0.6	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	44.7	53.1	51.5	49.0	46.9
Net debt/Equity	0.6	8.3	10.6	12.6	12.2
Net debt/EBITDA	5.6	82.2	149.5	136.4	118.2
유동비율	97.3	94.6	94.7	98.2	105.6
이자보상배율	n/a	103.1	16.7	37.1	50.0
이자비용/매출액	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
자산구조					
투자자본(%)	77.1	74.2	75.2	75.6	75.3
현금+투자자산(%)	22.9	25.8	24.8	24.4	24.7
자본구조					
차입금(%)	9.4	15.8	15.6	15.2	14.8
자기자본(%)	90.6	84.2	84.4	84.8	85.2

LG생활건강(051900.KS)

글로벌 브랜드의 품격

BUY(신규)

Upside

목표주가(12M)	2,000,000원(신규)
현재주가(1/4)	1,612,000원
목표수익률	24.1%

Key Data	2021년 1월 4일
산업분류	생활용품/제약
KOSPI	2944.45

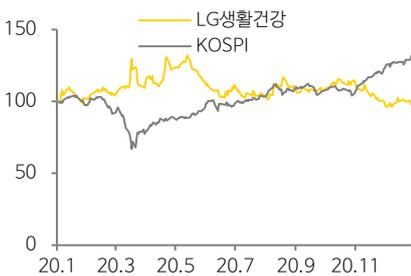
Trading Data

시가총액(십억원)	25,176.5
발행주식수(백만주)	15.6
외국인 지분율(%)	45.5
52주 고가(원)	1,649,000
52주 저가(원)	1,045,000
60일 거래대금(억원)	458.7

주요주주 지분율(%)

LG(외 1인)	34.0
국민연금공단(외 1인)	7.9

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	5.9	16.8	27.6
상대주가	(1.9)	(20.0)	(7.7)

중국 럭셔리 시장 성장 수혜를 오롯이 누리다

2020년 코로나19로 어려웠던 시기를 잘 극복해낸 힘은 독보적인 브랜드파워였다. 중국 인바운드 객수가 90% 이상 감소하고 40%에 가까운 역신장세를 나타내고 있는 면세시장환경에서 중국 현지 수요를 온전히 흡수, 견조한 외형성장세를 나타냈다. 글로벌 럭셔리 브랜드 시장에 안착한 '후' 뿐만 아니라 숨과 오회의 성과도 돋보인 해였다. 새로운 시장 트렌드로 주목되고 있는 고기능 코스메슈티컬 컨셉에 부합한 오회는 중국시장 높은 재구매율 기반 성장세가 나타나고 있다. 신규 인수브랜드인 피지오겔 또한 높은 브랜드인지도 기반 상품 수를 확대, 수익성 개선에 기여하고 있다.

4Q Pre.: 강한 브랜드력, 사업부별 고른 성장세 지속 전망

4Q20 연결매출 2조 561억 원(YoY 2.1%), 영업이익 2,562억 원(YoY 6.3%)으로 전망한다(OPM YoY 0.5%p). 1)화장품: 면세채널 매출은 프레스티지 브랜드에 대한 견조한 중국 수요 기반 면세산업성장률을 상회, 전년동기비 낮은 한 자리 매출 둔화될 것으로 추정한다. 2)생활용품: 프리미엄 제품 매출 비중 및 온라인채널 기여도 확대되며 매출과 영업이익 각각 전년동기대비 27.8%, 135.6% 증가를 예상한다(OPM YoY 2.2%p). 3)음료: 고마진 브랜드의 안정적 성장, 타이트한 비용관리 효과 지속되며 매출과 영업이익 각각 전년동기비 2.6%, 19.8% 증가를 전망한다(OPM YoY 0.9%p).

투자의견 BUY, 목표주가 200만원으로 커버리지 개시

2021년 연결매출 8조 3,571억 원(YoY 7.1%), 영업이익 1조 3,168억 원(YoY 7.9%)으로 전망한다. 목표주가는 2021년 예상 주당순이익에 타겟 멀티플 35배를 적용했다. 2020년 중국 인바운드 급감, 경쟁 심화 환경 속 시장성장률을 상회하는 후의 매출증가는 압도적 글로벌 브랜드력을 증명한다. 유연한 온라인 채널 대응력도 고무적이다. 2021년 인수브랜드의 해외실적 기여도 확대 예상되며 현 주가는 2021년 예상 실적 기준 PER28배로 글로벌 경쟁업체 대비 여유있다. 매수 전략 유효하다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	6,747.5	7,685.4	7,806.3	8,357.1	8,717.0
증감률 YoY	10.5	13.9	1.6	7.1	4.3
영업이익	1,039.3	1,176.4	1,220.8	1,316.8	1,401.8
영업이익률	15.4	15.3	15.6	15.8	16.1
지배주주순이익	682.7	778.1	816.3	886.5	949.2
EPS(원)	43,715	49,820	52,263	56,763	60,774
EPS 증감률 YoY	12.6	14.0	4.9	8.6	7.1
P/E	25.2	25.3	31.0	28.4	26.7
EV/EBITDA	15.6	14.9	17.2	15.9	14.8
ROE	21.0	20.3	18.1	17.0	16.0
P/B	5.6	5.4	5.9	5.1	4.5

출처: Dataguide, Kakao pay securities

인터넷/유통/화장품

Analyst 허제나

jena.h@kakaopaysec.com

02-6099-8504

숨과 오회의 성과도 돋보였던
2020년

2020년 코로나19로 어려웠던 시기를 잘 극복해낸 힘은 독보적인 브랜드파워였다. 중국 인바운드 객수가 90% 이상 감소하고 40%에 가까운 역신장세를 나타내고 있는 면세시장환경에서 중국 현지 수요를 온전히 흡수, 견조한 외형성장세를 나타냈다. 글로벌 럭셔리 브랜드 시장에 안착한 '후' 뿐만 아니라 숨과 오회의 성과도 돋보인 해였다. 새로운 시장 트렌드로 주목되고 있는 고기능 코스메슈티컬 컨셉에 부합한 오회는 중국시장 높은 재구매율 기반 성장세가 나타나고 있다. 신규 인수브랜드인 피지오겔 또한 높은 브랜드인지도 기반 상품 수를 확대, 수익성 개선에 기여하고 있다.

Exhibit 81. LG생활건강 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2020F
매출	1,875	1,833	1,965	2,013	7,686	1,896	1,783	2,071	2,056	7,806
화장품	1,140	1,109	1,161	1,337	4,746	1,067	923	1,144	1,276	4,409
생활용품	401	343	401	342	1,488	479	462	509	437	1,888
음료	334	380	403	335	1,452	351	398	418	343	1,510
영업이익	322	301	312	241	1,176	334	303	328	256	1,221
화장품	246	226	212	214	899	222	178	198	213	811
생활용품	43	28	45	9	126	65	63	67	22	217
음료	32	48	55	18	152	47	62	63	21	193
세전이익	307	287	304	194	1,092	320	277	318	209	1,124
지배주주순이익	224	208	213	133	778	231	200	227	159	816
영업이익률(%)	17.2	16.5	15.9	12.0	15.3	17.6	17.0	15.8	12.5	15.6
화장품	21.6	20.4	18.3	16.0	18.9	20.8	19.3	17.3	16.7	18.4
생활용품	10.8	8.2	11.3	2.7	8.5	13.6	13.7	13.1	5.0	11.5
음료	9.7	12.5	13.6	5.3	10.5	13.4	15.6	15.1	6.2	12.8
세전이익률(%)	16.3	15.7	15.5	9.7	14.2	16.9	15.5	15.4	10.2	14.4
지배주주순이익률(%)	11.9	11.4	10.9	6.6	10.1	12.2	11.2	11.0	7.7	10.5
YoY, %										
매출	13.0	10.9	13.1	18.5	13.9	1.2	-2.7	5.4	2.1	1.6
화장품	20.2	16.3	21.7	27.3	21.5	-6.4	-16.7	-1.5	-4.6	-7.1
생활용품	1.7	1.8	3.0	0.7	1.8	19.4	34.6	26.9	27.8	26.8
음료	5.3	5.1	2.4	8.4	5.1	5.0	4.6	3.7	2.6	4.0
영업이익	13.5	12.8	12.4	14.3	13.2	3.6	0.6	5.1	6.3	3.8
화장품	16.0	16.3	15.3	11.3	14.8	-9.9	-21.2	-6.8	-0.2	-9.7
생활용품	3.6	3.1	5.8	8.8	4.6	50.7	124.9	47.1	135.6	72.2
음료	8.7	4.2	7.9	79.6	12.1	44.7	30.5	15.2	19.8	26.8
세전이익	14.8	12.9	12.0	19.0	14.2	4.5	-3.8	4.8	7.4	2.9
지배주주순이익	15.4	12.7	4.6	32.4	14.0	3.2	-4.0	6.5	19.1	4.9

출처 : Kakaopay Securities Research

실적 전망 및 Valuation

투자의견 BUY,
 목표주가 200만원으로
 커버리지 개시

투자의견 BUY, 목표주가 200만원으로 커버리지 개시

2021년 연결매출 8조 3,571억 원(YoY 7.1%), 영업이익 1조 3,168억 원(YoY 7.9%)으로 전망한다. 목표주가는 2021년 예상 주당순이익에 타겟 멀티플 35배를 적용한 값이다. 2020년 중국 인바운드 급감, 글로벌 경쟁 심화 환경 속 시장성장률을 상회한 후의 매출증가는 압도적 브랜드력을 증명한다. 신규 인수브랜드의 2021년 점진적 해외실적 기여 확대 또한 예상되어 긍정적이다. 현재 주가는 2021년 예상 실적 기준 PER 28배다. 중장기 관점 매수 전략 유효해 보인다.

4Q20 Preview: 사업부별 고른 실적 성장 지속 전망

4Q20 연결매출 2조 561억 원(YoY 2.1%), 영업이익 2,562억 원(YoY 6.3%)으로 전망한다(OPM YoY 0.5%p). 1)화장품: 면세채널 매출은 프레스티지 브랜드에 대한 견조한 중국 수요 기반 면세산업성장률을 상회, 전년동기비 낮은 한 자리 매출 둔화로 인바운드 객수 감소를 방어 가능할 것이다. 2)생활용품: 프리미엄 제품 매출 비중 및 온라인채널 기여도 확대되며 매출과 영업이익 각각 전년동기비 27.8%, 135.6% 증가를 예상한다(OPM YoY 2.2%p). 3)음료: 고마진 브랜드의 안정적 성장, 타이트한 비용관리로 매출과 영업이익 각각 전년동기비 2.6%, 19.8% 증가를 전망한다(OPM YoY 0.9%p).

Exhibit 82. LG생활건강 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출	6,748	7,686	7,806	8,357	8,717
화장품	3,905	4,746	4,409	4,756	4,999
생활용품	1,461	1,488	1,888	2,046	2,121
음료	1,381	1,452	1,510	1,555	1,597
영업이익	1,039	1,176	1,221	1,317	1,402
화장품	783	899	811	904	965
생활용품	120	126	217	215	233
음료	136	152	193	199	204
세전이익	956	1,092	1,124	1,220	1,306
지배주주순익	683	778	816	887	949
적정시가총액	25	27	29	32	33
주식수(천주)	15,618	15,618	15,618	15,618	15,618
적정주가(천원)	1,608	1,737	1,876	2,026	2,127
적정 PER(배)	36.8	34.9	35.9	35.7	35.0
EPS(원)	43,715	49,821	52,264	56,764	60,775
영업이익률(%)	15.4	15.3	15.6	15.8	16.1
화장품	20.1	18.9	18.4	19.0	19.3
생활용품	8.2	8.5	11.5	10.5	11.0
음료	9.9	10.5	12.8	12.8	12.8
YoY, %					
매출	10.5	13.9	1.6	7.1	4.3
영업이익	11.8	13.2	3.8	7.9	6.5
지배주주순익	12.6	14.0	4.9	8.6	7.1

출처 : Kakaopay Securities Research

LG생활건강(051900) 재무제표

대차대조표

결산기(B)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,691.2	2,163.1	2,720.7	3,221.6	3,830.3
현금성자산	413.5	719.8	1,262.4	1,601.7	2,109.5
매출채권	581.9	645.7	623.4	667.4	696.1
채고자산	614.7	746.3	783.6	901.2	973.3
비유동자산	3,584.7	4,330.6	4,375.6	4,466.5	4,552.1
투자자산	226.4	505.5	513.4	549.7	573.3
유형자산	1,813.3	2,036.0	2,091.8	2,161.8	2,237.1
무형자산	1,545.0	1,787.3	1,770.3	1,755.1	1,741.7
자산총계	5,275.9	6,493.7	7,096.3	7,688.1	8,382.4
유동부채	1,358.9	1,771.2	1,643.4	1,552.3	1,516.1
매입채무	470.4	639.7	607.7	516.5	480.4
유동성이자부채	376.7	469.9	469.9	469.9	469.9
비유동부채	323.0	485.4	487.3	489.6	491.9
비유동이자부채	131.0	254.0	254.0	254.0	254.0
부채총계	1,681.9	2,256.6	2,130.8	2,041.9	2,008.0
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
이익잉여금	3,563.4	4,174.9	4,806.7	5,487.4	6,215.6
자본조정	(237.2)	(214.1)	(117.4)	(117.4)	(117.4)
자기주식	(70.9)	(70.9)	(70.9)	(70.9)	(70.9)
자본총계	3,594.0	4,237.1	4,965.6	5,646.3	6,374.4
투하자본	3,629.4	4,179.3	4,366.0	4,703.1	4,920.6
순차입금	94.1	4.2	(538.4)	(877.8)	(1,385.6)
ROA	13.6	13.2	12.0	12.0	11.8
ROE	21.0	20.3	18.1	17.0	16.0
ROIC	22.0	21.7	21.0	21.4	21.4

현금흐름표

결산기(B)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금	817.1	1,139.6	1,062.4	908.6	1,107.6
당기순이익	692.3	788.2	826.8	898.0	961.5
자산상각비	157.4	251.0	302.7	311.6	321.4
운전자본증감	(154.4)	15.7	(47.1)	(252.7)	(137.0)
매출채권감소(증가)	3.7	(22.6)	22.2	(44.0)	(28.7)
채고자산감소(증가)	(43.5)	(31.0)	(37.3)	(117.5)	(72.1)
매입채무증가(감소)	(42.7)	2.4	(32.0)	(91.2)	(36.2)
투자현금	(430.3)	(461.4)	(335.4)	(363.5)	(378.8)
단기투자자산감소	2.0	(54.6)	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	6.1	2.9	4.5
설비투자	(356.3)	(326.1)	(331.2)	(354.6)	(369.9)
유무형자산감소	(4.5)	4.1	(10.3)	(11.7)	(13.4)
재무현금	(378.0)	(429.4)	(184.4)	(205.8)	(221.0)
차입금증가	(174.4)	(235.3)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(161.7)	(158.6)	(184.4)	(205.8)	(221.0)
배당금지급	161.7	158.6	184.4	205.8	221.0
현금 증감	10.4	250.5	542.6	339.3	507.8
총현금흐름(Gross CF)	1,212.9	1,440.1	1,109.4	1,161.3	1,244.6
(-) 운전자본증가(감소)	82.3	(153.4)	142.8	252.7	137.0
(-) 설비투자	356.3	326.1	331.2	354.6	369.9
(+) 자산매각	(4.5)	4.1	(10.3)	(11.7)	(13.4)
Free Cash Flow	769.8	1,271.6	625.1	542.3	724.3
(-) 기타투자	0.0	0.0	(6.1)	(2.9)	(4.5)
잉여현금	769.8	1,271.6	631.2	545.2	728.8

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research
 Note: EPS는 완전회석 EPS

손익계산서

결산기(B)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	6,747.5	7,685.4	7,806.3	8,357.1	8,717.0
증가율 (Y-Y,%)	10.5	13.9	1.6	7.1	4.3
영업이익	1,039.3	1,176.4	1,220.8	1,316.8	1,401.8
증가율 (Y-Y,%)	11.7	13.2	3.8	7.9	6.5
EBITDA	1,196.7	1,427.4	1,523.5	1,628.5	1,723.2
영업외손익	(83.2)	(84.3)	(96.9)	(96.5)	(95.8)
순이자수익	(6.3)	(5.1)	(4.2)	(3.1)	(1.9)
외화관련손익	(1.5)	3.0	2.8	1.5	0.4
지분법손익	(1.3)	6.9	7.1	7.2	7.3
세전계속사업손익	956.0	1,092.1	1,124.0	1,220.3	1,306.1
당기순이익	692.3	788.2	826.8	898.0	961.5
지배기업당기순이익	682.7	778.1	816.3	886.5	949.2
증가율 (Y-Y,%)	12.0	13.9	4.9	8.6	7.1
NOPLAT	752.6	849.0	898.1	969.0	1,032.0
(+) Dep	157.4	251.0	302.7	311.6	321.4
(-) 운전자본투자	82.3	(153.4)	142.8	252.7	137.0
(-) Capex	356.3	326.1	331.2	354.6	369.9
OpFCF	471.4	927.4	726.7	673.4	846.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.2	8.0	8.5	7.4	4.3
영업이익증가율(3Yr)	15.0	10.1	9.5	8.2	6.0
EBITDA증가율(3Yr)	13.8	12.1	12.3	10.8	6.5
순이익증가율(3Yr)	13.7	10.8	10.2	9.1	6.8
영업이익률(%)	15.4	15.3	15.6	15.8	16.1
EBITDA마진(%)	17.7	18.6	19.5	19.5	19.8
순이익률(%)	10.3	10.3	10.6	10.7	11.0

주요투자지표

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Per share Data					
EPS	43,715	49,820	52,263	56,763	60,774
BPS	198,221	234,042	275,157	313,576	354,674
DPS	9,250	11,000	11,600	12,460	13,340
Multiples(x,%)					
PER	25.2	25.3	30.8	28.4	26.5
PBR	5.6	5.4	5.9	5.1	4.5
EV/ EBITDA	15.6	14.9	17.2	15.8	14.7
배당수익률	0.8	0.9	0.7	0.8	0.8
PCR	16.1	15.5	25.7	24.6	22.9
PSR	2.9	2.9	3.7	3.4	3.3
재무건전성 (%)					
부채비율	46.8	53.3	42.9	36.2	31.5
Net debt/Equity	2.6	0.1	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	7.9	0.3	n/a	n/a	n/a
유동비율	124.5	122.1	165.6	207.5	252.6
이자보상배율	165.5	228.8	293.5	429.6	747.2
이자비용/매출액	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
자산구조					
투하자본(%)	85.0	77.3	71.1	68.6	64.7
현금+투자자산(%)	15.0	22.7	28.9	31.4	35.3
자본구조					
차입금(%)	12.4	14.6	12.7	11.4	10.2
자기자본(%)	87.6	85.4	87.3	88.6	89.8

아모레퍼시픽(090430.KS)

훈풍 맞이할 준비 중

HOLD(신규)

Upside

목표주가(12M)	205,000원(신규)
현재주가(1/4)	203,000원
목표수익률	1.0%

Key Data	2021년 1월 4일
산업분류	생활용품/제약
KOSPI	2944.45

Trading Data

시가총액 (십억원)	11,867.1
발행주식수 (백만주)	58.5
외국인 지분율 (%)	32.0
52주 고가 (원)	240,500
52주 저가 (원)	141,500
60일 거래대금(억원)	534.2

주요주주 지분율(%)

아모레퍼시픽그룹(외 6인)	49.3
국민연금공단(외 1인)	6.5

Performance (pt)



주가상승률(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.6	21.6	(1.7)
상대주가	(3.2)	(15.2)	(37.0)

인터넷/유통/화장품

Analyst 허제나

jena.h@kakaopaysec.com

02-6099-8504

시장을 압도할 브랜드파워 필요

아모레퍼시픽에겐 아쉬운 2020년이었다. 중국 화장품시장 고성장, 럭셔리 수요 확대라는 우호적 환경이 마련되었음에도 불구하고, 럭셔리 세그먼트에서 설화수가 부진했기 때문이다. 화장품 브랜드업체의 경쟁력은 결국 브랜드파워로 안정적 실적 성장을 위해 뒷받침되어야 하는 필수 요소다. 세분화된 브랜드 전략, 민첩한 채널 대응력이 어느 때보다 중요한 시기다. 시장 환경과 소비 트렌드의 빠른 변화, 경쟁 심화가 지속되고 있다. 중저가 중심 브랜드 포트폴리오, 과포화되었던 국내외 오프라인 점포망은 큰 폭 수익성을 훼손, 대대적 전략 변화의 필요성을 절감하게 만들었다.

4Q Pre.: 일회성 비용 반영으로 기대치 하회 전망

4Q20 연결매출 1조 1,060억 원(YoY -17.1%), 영업손실 55억 원(적전)을 전망한다. 희망퇴직 비용 반영되며 손익부진 불가피하다. 1)국내: 4Q 면세 매출성장률 시장대비 하회, 전통채널 부진 지속될 것이다. 2)해외: 광군제 성과(GMV YoY 170%) 호조이나 이니스프리 폐점 매장 수 확대되며 중국 매출 전년동기비 3% 증가에 그칠 전망이다. 온라인 매출호조 지속, 마케팅비 확대로 수익성은 전분기비 낮아질 가능성이 높다.

2021년 아모레퍼시픽 전략 방향성에 주목해야 한다. 1)브랜드력 강화, 2)디지털, 3)사업체질 개선이 핵심 내용이다. 설화수 고가라인 육성 및 신규 카테고리 강화, 유통전략 재편(부진점포 폐점 및 면세채널 강화) 및 조직개편이 강조되었다. 브랜드력 강화가 중장기 펀더멘털 개선의 원동력이며 국내 및 중국 비용효율화를 적극 진행 중인 만큼 2021년 외형 회복시 레버리지 효과를 기대해볼 수 있겠다.

투자 의견 HOLD, 목표주가 20.5만원으로 커버리지 개선

2021년 연결매출 4조 9,213억 원(YoY 12.3%), 영업이익 3,043억 원(YoY 107.4%)을 전망한다. 목표주가는 2022년 예상 주당순이익에 타겟 멀티플 45배, 연 5% 할인율 적용 후 현재가치 환산했다. 예상치 상회한 3Q 실적, 경영진의 적극적 사업구조 재편 의지, 저점 매수세 기반 주가반등 있었으나 밸류에이션 부담으로 추가 상승여력 높지않아 보인다(현 주가 기준 12MF PER 57배). 국내 면세시장성장률을 상회하는 설화수 매출증가, 중국 럭셔리 시장침투율 확대가 선행되어야만 추세적 주가상승을 기대할 수 있겠다.

Financial and Valuation Summary

(단위: 십억원, %, 배)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	5,277.8	5,580.1	4,381.0	4,921.3	5,368.7
증감률 YoY	3.0	5.7	(21.5)	12.3	9.1
영업이익	482.0	427.8	146.7	304.3	384.9
영업이익률	9.1	7.7	3.3	6.2	7.2
지배주주순이익	332.2	238.8	89.1	211.9	279.2
EPS(원)	5,683	4,085	1,525	3,624	4,775
EPS 증감률 YoY	(15.7)	(28.1)	(62.7)	137.7	31.8
P/E	36.9	49.0	133.2	56.0	42.5
EV/EBITDA	16.9	13.5	17.3	14.8	13.9
ROE	7.7	5.4	2.0	4.6	5.8
P/B	3.3	3.1	3.1	3.0	2.8

출처: Dataguide, Kakao pay securities

중국 실적 개선 포인트:

- 1)력셔리 시장침투율 확대,
- 2)매스티지 오프라인 구조조정
- 3)온라인 매출 확대

아모레퍼시픽 해외 매출의 90% 이상은 아시아에서, 그 중 중국 비중은 약 70%에 달한다. 2020년 2분기 중국 사업은 부진 점포 폐점을 적극 진행하며 손익분기점 도달, 3분기 턴어라운드 성공했다. 2021년 중국 사업 실적 개선 관전 포인트는 1)력셔리 시장침투율 확대(설화수), 2)매스티지 브랜드 오프라인 채널 구조조정(이니스프리/아이오페/헤라/마몽드), 3)온라인 매출 확대가 될 것이다.

중국 브랜드별 매출 비중은 이니스프리 30%대 중후반, 설화수 20%대 초중반, 라네즈 20%, 마몽드 10%, 러 10% 수준으로 파악한다(3Q20 기준). 라네즈가 안정적 캐시카우 브랜드로, 설화수는 2019년말 세포라 약 50개점 입점하며 2021년 매출기여도 확대를 예상된다. 이니스프리는 적자는 아니나 매출정체 상황속 2019년 6백 개 이상 점포에서 발생하는 고정비 부담이 컸다. 2021년말 300개 수준까지 점포 규모 축소하며 수익성 개선을 지속 시도할 계획이다.

중국 온라인 채널 비중은 견조히 상승, 4분기 48%까지 확대될 것으로 예상된다(3Q20 45%). 아이오페, 헤라, 에뛰드 등 중저가 브랜드 중심 온라인 매출이 빠르게 증가하고 있다. 2021년 목표 온라인 매출성장률 30% 대비 수익성개선 속도는 다소 더딜 수 있다. 럭셔리 시장경쟁 심화로 공격적 마케팅비용 투입이 예상된다 (중국 마케팅비 비중 20%대 중반 vs. 국내 온라인 높은 한 자릿 수).

Exhibit 83. 아모레퍼시픽 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2020F
매출	1,451	1,393	1,402	1,334	5,580	1,131	1,056	1,089	1,106	4381.0
국내화장품	789	772	780	656	2,997	619	531	534	449	2,133
생활용품	151	120	151	99	521	142	125	138	107	513
해외화장품	522	512	487	558	2,078	374	405	423	532	1,735
영업이익	187	88	108	46	428	61	35	56	-6	146.7
국내화장품	118	76	74	49	316	72	45	26	-15	128
생활용품	12	-2	9	-15	3	14	5	11	-4	26
해외화장품	46	20	35	3	104	-32	-24	20	10	-27
세전이익	184	82	138	-34	371	66	19	19	7	111
지배주주순이익	123	61	104	-49	239	72	11	10	-3	89
영업이익률(%)	12.9	6.3	7.7	3.4	7.7	5.4	3.3	5.1	-0.5	3.3
국내화장품	14.9	9.8	9.5	7.4	10.5	11.7	8.5	4.8	-3.4	6.0
생활용품	7.8	-2.0	6.0	-15.3	0.6	10.0	4.3	7.6	-4.2	5.0
해외화장품	8.8	3.9	7.2	0.6	5.0	-8.7	-6.0	4.7	1.9	-1.6
세전이익률(%)	12.7	5.9	9.9	-2.5	6.6	5.8	1.8	1.8	0.7	2.5
지배주주순이익률(%)	8.5	4.4	7.4	-3.7	4.3	6.3	1.0	0.9	-0.3	2.0
YoY, %										
매출	1.4	3.7	9.7	8.9	5.7	-22.1	-24.2	-22.4	-17.1	-21.5
국내화장품	1.1	1.4	11.9	10.1	5.7	-21.6	-31.1	-31.5	-31.6	-28.8
생활용품	-5.6	2.8	5.6	5.8	1.5	-6.1	4.2	-8.2	8.6	-1.5
해외화장품	4.2	7.4	8.8	2.3	5.5	-28.3	-20.8	-13.0	-4.6	-16.5
영업이익	-20.9	-39.8	40.6	93.1	-11.2	-67.3	-59.9	-47.9	적전	-65.7
국내화장품	-16.3	-19.5	60.0	1,471.0	11.3	-38.4	-40.5	-65.5	적전	-59.5
생활용품	-30.2	적지	210.3	적지	흑전	20.3	흑전	16.7	적지	676.8
해외화장품	-43.7	-55.7	32.8	-94.0	-49.7	적전	적전	-43.4	217.9	적전
세전이익	-22.2	-43.0	103.3	적전	-18.2	-64.4	-77.2	-86.0	흑전	-70.1
지배주주순이익	-28.7	-44.0	112.7	적전	-28.1	-42.0	-81.9	-90.7	흑전	-62.7

출처 : Kakaopay Securities Research

실적 전망 및 Valuation

투자의견 HOLD,
 목표주가 20.5만원으로
 커버리지 개시

투자의견 HOLD, 목표주가 20.5만원으로 커버리지 개시

2021년 연결매출 4조 9,213억 원(YoY 12.3%), 영업이익 3,043억 원(YoY 107.4%)으로 전망한다. 목표주가는 2022년 예상 순이익에 타겟 멀티플 45배와 연 5% 할인율 적용, 현재가치로 환산한 값이다. 3분기 예상치를 상회한 실적, 경영진의 적극적 사업구조 재편 의지, 저점 매수세에 힘입은 주가반등 있었으나, 멀티플 부담으로 추가 상승 여력 크지 않다고 판단한다(현 주가 기준 21년 예상 PER 57배). 향후 국내 면세시장성장률을 상회하는 설화수 매출 증가, 중국 럭셔리 시장 침투율 확대가 추세적 주가 상승의 선행 지표가 될 전망이다.

4Q20 Preview: 일회성 비용 반영으로 시장 기대치 하회 전망

4Q20 연결매출 1조 1,060억원(YoY -17.1%), 영업손실 55억원(적전)으로 전망한다. 희망퇴직 비용 반영되며 손익부진 불가피하다. 1)국내: 4Q 면세 매출성장률 시장대비 하회, 전통채널 부진 지속될 것이다. 2)해외: 광군제 성과(GMV YoY 170%) 호조이나 이니스프리 폐점 매장 수 확대되며 중국 매출 전년동기비 3% 증가에 그칠 전망이다. 온라인 매출호조 지속, 마케팅비 확대로 수익성은 전분기비 낮아질 가능성이 높다.

Exhibit 84. 아모레퍼시픽 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결 기준)

(단위: 십억원)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출	5,278	5,580	4,381	4,921	5,369
국내화장품	2,835	2,997	2,133	2,418	2,671
생활용품	513	521	513	553	582
해외화장품	1,971	2,078	1,735	1,950	2,116
영업이익	482	428	147	304	385
국내화장품	284	316	128	218	267
생활용품	0	3	26	32	32
해외화장품	207	104	-27	49	81
세전이익	453	371	111	274	360
지배주주순익	332	239	89	212	279
적정시가총액	10,336	10,853	11,396	11,966	12,564
주식수(천주)	58,458	58,458	58,458	58,458	58,458
적정주가(천원)	177	186	195	205	215
적정 PER(배)	31.1	45.4	127.8	56.5	45.0
EPS(원)	5,683	4,085	1,525	3,625	4,776
영업이익률(%)	9.1	7.7	3.3	6.2	7.2
국내화장품	8.5	9.0	4.8	7.3	8.2
생활용품	-0.1	0.6	5.0	5.8	5.5
해외화장품	10.5	5.0	-1.6	2.5	3.8
YoY,%					
매출	3.0	5.7	-21.5	12.3	9.1
영업이익	-19.2	-11.2	-65.7	107.4	26.5
지배주주순익	-15.9	-33.2	-61.3	137.7	31.7

출처 : Kakaopay Securities Research

아모레퍼시픽(090430) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,567.2	1,803.1	2,386.9	2,604.8	2,873.2
현금성자산	780.6	884.2	1,651.6	1,731.1	1,897.6
매출채권	318.0	395.8	280.2	314.8	343.4
채고자산	403.3	452.6	384.7	488.6	561.9
비유동자산	3,803.9	4,185.9	3,605.6	3,502.6	3,433.2
투자자산	836.7	1,293.8	1,015.8	1,141.1	1,244.8
유형자산	2,713.1	2,661.8	2,339.6	2,095.1	1,911.0
무형자산	254.1	226.5	250.2	266.4	277.4
자산총계	5,371.1	5,989.0	5,992.6	6,107.4	6,306.4
유동부채	763.2	1,066.6	1,023.3	955.8	917.5
매입채무	361.5	437.3	450.4	382.8	344.5
유동성이자부채	71.5	296.9	296.9	296.9	296.9
비유동부채	161.5	423.6	425.2	426.7	428.3
비유동이자부채	44.7	267.9	267.9	267.9	267.9
부채총계	924.7	1,490.2	1,448.5	1,382.5	1,345.8
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	723.5	723.5	723.5	723.5
이익잉여금	3,726.0	3,873.8	3,894.4	4,075.2	4,310.9
자본조정	(58.9)	(142.3)	(117.6)	(117.6)	(117.6)
자기주식	(1.4)	(101.4)	(101.4)	(101.4)	(101.4)
자본총계	4,446.4	4,498.8	4,544.1	4,724.9	4,960.6
투하자본	3,773.8	4,170.3	3,453.1	3,553.9	3,622.7
순차입금	(664.5)	(319.4)	(1,086.8)	(1,166.2)	(1,332.7)
ROA	6.2	4.2	1.5	3.5	4.5
ROE	7.7	5.4	2.0	4.6	5.8
ROIC	9.6	6.5	3.0	6.5	8.1

현금흐름표

결산기(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금	646.7	718.3	1,052.3	344.8	458.8
당기순이익	334.8	223.8	86.5	205.7	271.0
자산상각비	266.1	485.5	515.8	461.9	421.3
운전자본증감	(28.1)	(161.4)	196.6	(206.0)	(140.2)
매출채권감소(증가)	36.8	(83.0)	115.6	(34.6)	(28.6)
채고자산감소(증가)	(76.6)	(93.9)	67.9	(103.9)	(73.3)
매입채무증가(감소)	(20.0)	62.1	13.1	(67.6)	(38.3)
투자현금	(413.9)	(403.2)	(216.4)	(234.3)	(248.9)
단기투자자산감소	22.0	(159.2)	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	1.0	(0.7)	(0.6)
설비투자	(405.5)	(246.6)	(193.6)	(217.5)	(237.2)
유무형자산감소	(48.5)	(4.5)	(23.7)	(16.1)	(11.0)
재무현금	(103.4)	(387.4)	(68.6)	(31.1)	(43.5)
차입금증가	(15.1)	(206.3)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(88.3)	(81.4)	(68.6)	(31.1)	(43.5)
배당금지급	88.3	81.4	68.6	31.1	43.5
현금 증감	131.3	(61.9)	767.4	79.4	166.5
총현금흐름(Gross CF)	819.2	1,018.9	855.7	550.8	599.0
(-) 운전자본증가(감소)	43.4	54.3	(140.3)	206.0	140.2
(-) 설비투자	405.5	246.6	193.6	217.5	237.2
(+) 자산매각	(48.5)	(4.5)	(23.7)	(16.1)	(11.0)
Free Cash Flow	321.8	713.5	778.6	111.2	210.6
(-) 기타투자	0.0	0.0	(1.0)	0.7	0.6
잉여현금	321.8	713.5	779.6	110.5	209.9

출처: Company Data, Kakaopay Securities Research
 Note: EPS는 완전회석 EPS

손익계산서

결산기(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,277.8	5,580.1	4,381.0	4,921.3	5,368.7
증가율 (Y-Y,%)	3.0	5.7	(21.5)	12.3	9.1
영업이익	482.0	427.8	146.7	304.3	384.9
증가율 (Y-Y,%)	(19.2)	(11.2)	(65.7)	107.4	26.5
EBITDA	748.1	913.3	662.5	766.3	806.3
영업외손익	(29.0)	(57.2)	(35.8)	(30.0)	(24.7)
순이자수익	10.3	(7.0)	(4.5)	(2.0)	0.3
외화관련손익	2.7	2.8	1.7	1.7	1.7
지분법손익	0.0	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
세전계속사업손익	453.0	370.6	110.9	274.3	360.2
당기순이익	334.8	223.8	86.5	205.7	271.0
지배기업당기순이익	332.2	238.8	89.1	211.9	279.2
증가율 (Y-Y,%)	(15.9)	(33.2)	(61.3)	137.7	31.8
NOPLAT	356.3	258.3	114.4	228.2	289.7
(+) Dep	266.1	485.5	515.8	461.9	421.3
(-) 운전자본투자	43.4	54.3	(140.3)	206.0	140.2
(-) Capex	405.5	246.6	193.6	217.5	237.2
OpFCF	173.5	442.9	576.9	266.7	333.6
3Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	3.5	(0.4)	(5.1)	(2.3)	(1.3)
영업이익증가율(3Yr)	(14.6)	(20.4)	(37.3)	(14.2)	(3.5)
EBITDA증가율(3Yr)	(6.7)	(3.9)	(6.9)	0.8	(4.1)
순이익증가율(3Yr)	(17.0)	(29.8)	(39.9)	(15.0)	6.6
영업이익률(%)	9.1	7.7	3.3	6.2	7.2
EBITDA마진(%)	14.2	16.4	15.1	15.6	15.0
순이익률(%)	6.3	4.0	2.0	4.2	5.0

주요투자지표

결산기	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Per share Data					
EPS	5,683	4,085	1,525	3,624	4,775
BPS	64,072	65,050	65,705	68,325	71,740
DPS	1,180	1,000	450	630	820
Multiples(x,%)					
PER	36.9	49.0	133.2	56.0	42.5
PBR	3.3	3.1	3.1	3.0	2.8
EV/ EBITDA	16.9	13.5	17.3	14.8	13.9
배당수익률	0.6	0.5	0.2	0.3	0.4
PCR	17.7	13.5	16.4	25.4	23.4
PSR	2.7	2.5	3.2	2.8	2.6
재무건전성 (%)					
부채비율	20.8	33.1	31.9	29.3	27.1
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	205.3	169.1	233.3	272.5	313.2
이자보상배율	n/a	60.9	32.6	151.0	n/a
이자비용/매출액	0.0	0.4	0.4	0.3	0.3
자산구조					
투하자본(%)	70.0	65.7	56.4	55.3	53.6
현금+투자자산(%)	30.0	34.3	43.6	44.7	46.4
자본구조					
차입금(%)	2.5	11.2	11.1	10.7	10.2
자기자본(%)	97.5	88.8	88.9	89.3	89.8

투자의견 및 목표주가 변경 추이

호텔신라 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2021-01-05	HOLD	85,000	-	-	-
2021-01-05	담당자변경				

신세계 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



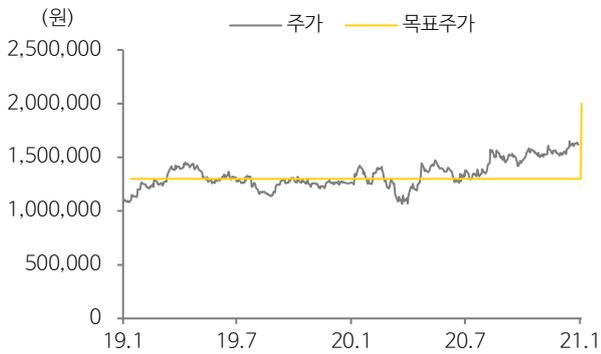
일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2021-01-05	BUY	300,000	-	-	-
2021-01-05	담당자변경				

현대백화점 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2021-01-05	BUY	94,000	-	-	-
2021-01-05	담당자변경				

LG생활건강 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2019-01-14	BUY	1,300,000	1년	(1.5)	11.8
2019-01-25	HOLD	1,300,000	1년	(0.9)	11.8
2021-01-05	담당자변경				
2021-01-05	BUY	2,000,000	-	-	-

아모레퍼시픽 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



일자	투자 의견	목표주가 (원)	목표가격 대상시점	과리율(%)	
				평균대비	최고(최저) 대비
2019-01-14	BUY	250,000	1년	(29.6)	(5.4)
2019-02-01	BUY	250,000	1년	(29.6)	(5.4)
2021-01-05	담당자변경				
2021-01-05	HOLD	205,000	-	-	-

Compliance Notice

- 당사는 카카오의 계열사입니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자 의견 분류 및 적용 기준

기업 (향후 12개월 기준)	매수(Buy) : 기대수익률 15% 이상 중립(Hold) : 기대수익률 ± 15% 내외 매도(Sell) : 기대수익률 -15% 이하
산업 (향후 12개월 기준)	비중확대(Overweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립(NEUTRAL) : 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소(Underweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

매수(Buy)	중립(Hold)	매도(Sell)
95.7%	4.3%	0.0%

투자등급 비율 (기준일: 2020.12.30)