

컨슈머

4Q 실적발표 함의와 투자전략

유통: 신세계 그룹 경쟁력 우위 증명

양호한 소비심리, 추운 날씨, 패딩 유행 등 긍정적 환경에도 불구하고 주요 백화점 업체들의 실적은 크게 부진했다. 신세계 그룹의 차별적인 실적 개선은 대형마트 뿐만 아니라 백화점 사업에서도 신세계가 경쟁 우위에 있음을 증명했다. 신세계의 랜드마크 형식 점포 형태는 Retailment 수요를 충족시키고 있으며, 온라인 채널 비중은 경쟁사 대비 2배인 20%에 이른다. 이러한 높은 온라인 매출 비중은 신세계 통합몰 구축 이후 사용자 편의성 증대, 이마트몰 시너지 효과, 성공적인 마케팅 때문으로 분석한다.

화장품: 업황은 돌아서고 있다

메이저 브랜드 업체들의 불안감은 여전하다. 아모레퍼시픽은 미국 법인 호조에도 불구하고, 중국 사업 전망이 명확하지 않다. LG생활건강은 2017년 호실적이 오히려 2018년에는 부담이다. 더구나, 생활용품 부문 실적 저하는 PB확대 추세와 맞물려 우려가 크다. ODM 업체들의 4분기 실적은 엇갈렸지만 펀더멘탈은 모두 양호하다. 코스맥스가 중국 사업 고신장과 미국 법인 손실 축소로 그 동안 우려를 불식시킨 점이 돋보인다. 부자재/원료 업체들의 실적 개선은 전방산업 업황 회복 시그널이 되고 있다. 연우의 어닝쇼크는 수주 확대에 따른 재고 증가 때문으로 오히려 2018년 실적 기대감을 높이고 있다.

업종보다 종목: 이마트/신세계/코스맥스/연우 Top Picks

당분간 유통업종 주가 모멘텀은 제한적이다. 1~2월 합산 기준 점 성장률 YoY 2~3% 도달 여부를 봐야 한다. 편의점은 1분기까지 실적 불확실성 지속, 홈쇼핑은 3분기까지 개선을 기대하기 어렵다. **이마트/신세계**는 견조한 실적 모멘텀과 밸류에이션 프리미엄으로 양호한 주가 모멘텀을 예상한다. 화장품업종은 최근 주가 조정으로 밸류에이션 부담이 완화되었다. 추세적인 회복은 중국 인바운드가 YoY, MoM 모두 증가하는 모습이 확인됐을 때로 본다. 대형주보다 중소형주 수익률이 높을 가능성이 크다. **코스맥스**와 **연우**는 2018년 본격적인 투자회수기로 영업이익이 각각 66%, 116% 증가할 전망이다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(2월19일)
이마트(139480)	BUY	370,000원	299,000원
신세계(004170)	BUY	430,000원(상향)	324,500원
코스맥스(192820)	BUY	154,000원(상향)	129,000원
연우(115960)	BUY	38,000원	29,350원



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

CONTENTS

1. 유통 4Q 실적: 신세계 그룹 경쟁력 우위 증명	2
1) 신세계/이마트 양호 vs 롯데쇼핑/현대백화점/하이마트 부진	2
2) 편의점/홈쇼핑 실적 저하 재확인	2
3) 신세계 백화점은 뭐가 다른가?	4
2. 유통업종 투자전략: 업종보다 종목 위주	6
신세계/이마트 비중 확대 유효	6
3. 화장품 4Q 실적발표 의미: 업황은 돌아서고 있다	8
1) 대형 브랜드 업체들 불안감	8
2) ODM 업체들 모두 부진했지만, 다른 실적	8
3) 부자재/원료 업체들 업황 개선	8
4. 화장품 투자전략: 진짜 사야할 때가 오고 있다	10
1) 문제는 회복의 폭: 중국 인바운드 YoY, MoM 증가해야	10
2) ODM 업체들은 서로 그렇게 다를까?	11
3) 중소형주 저점 매수 기회	11
5. 이슈 분석	12
1) 인천공항 면세점, 롯데 철수 가능성과 영향 분석	12
2) 한국콜마그룹 C헬스케어 인수: 재무 부담보다 시너지 주목 필요	15
Top Picks	18
이마트 (139480)	19
신세계 (004170)	23
코스맥스 (192820)	28
연우 (115960)	32

1. 유통 4Q 실적: 신세계 그룹 경쟁력 우위 증명

1) 신세계/이마트 양호 vs 롯데쇼핑/현대백화점/하이마트 부진

4분기는 항상 일회성 이익 또는 손실이 발생하기 때문에 표면적인 실적 자체만으로 평가하는 것은 곤란하다. 내용이 중요하다. 애초 전년도 낮은 베이스와 소비경기 회복 효과를 기대했으나, 결과는 썩 만족스럽지 못했다. 신세계와 이마트가 양호한 실적을 발표하면서 예상대로 진행되는가 싶었는데, 롯데쇼핑과 현대백화점, 롯데하이마트는 거의 어닝쇼크 수준을 기록했다.

롯데쇼핑: 기존점 0.9% 불구, 10% 이상 감익

롯데쇼핑 실적을 기대한 것은 처음부터 무리였는지 모른다. 영업이익의 70%를 차지하는 백화점 부문을 잘 봐야 하는데(어차피 중국 사업은 철수할 것이기 때문에 앞으로 중요하지 않다), 백화점 매출에서 중국 인바운드 비중이 4%나 되는 특수성을 감안하면 2017년은 실적 개선을 기대하기 힘든 시기였다. 그런데, 11월 백화점 실적이 너무 좋아서 기대치를 높였다. 문제는 4분기 기존점 성장률이 0.9%를 기록했는데도, YoY 10% 이상 감익했다는 사실이다. 최근 판관비 절감 기조와 고마진 매출 비중 상승 등을 감안하면 아쉬움이 크다.

현대백화점: 기존점 1%, 천호/대구점 부진 지속

현대백화점은 기존점 성장률 저하(YoY 1%)와 일회성 비용은 차치하고서라도 점포별 경쟁력에 대해 우려가 커졌다. 주차장 등 리뉴얼 완료에도 천호점(YoY -4%)은 여전히 역신장이 컸고, 대구점(YoY -8%)도 마찬가지였다.

하이마트: 기존점 2.5%, YoY 1% 증익 불과

롯데하이마트는 매출 성장률이 예상보다 상당히 낮게 나왔다. 3분기보다 높은 YoY 5% 이상 성장률을 기대했는데, 1%(기존점 2.5%)에 그쳤다. 전년도 일회성 이익 200억원을 감안해도 3.2% 증가에 머문 것이다. 회사측에서도 이를 인정했다. 전년도 4분기 일회성 이익이 200억원이 넘었다는 것도 당시에는 몰랐던 사실이다. 부가세환급 이외 겔노트 제조사 반납분 100억원이 더 있었다. 이를 제외하면 YoY 1% 영업이익 증가인데, 그래도 기대에는 현저히 못 미치는 실적이다.

2) 편의점/홈쇼핑 실적 저하 재확인

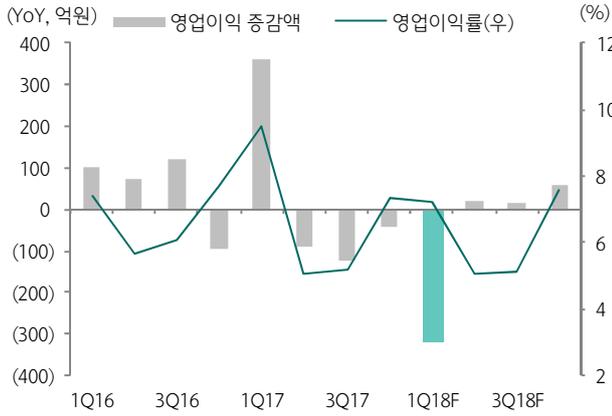
편의점 동일점 역신장 지속 BGF 까지 감익, 1분기까지 부진 지속

편의점 업종은 BGF리테일까지 감익하면서 추세적인 실적 저하 국면으로 진입했음을 보여줬다. BGF리테일의 감익은 동일점 성장률이 YoY -1%(담배 제외)로 부진한 가운데, 담배 비중 상승으로 수익성이 크게 하락했기 때문이다. GS리테일은 오히려 가능성이 엿보이는 실적이었다. 파르나스타워 영업이익이 80억원 수준으로 완전히 정상화되었다. 2018년도 영업이익 300억원 이상 기여 가능성이 높아졌다. 점포수에 대한 보수적 접근으로 2018년 연간 영업이익은 YoY 20% 이상 증가, 2분기 이후 증익 전환할 수도 있다. 물론, 동일점 성장률 회복을 전제한 것이다.

홈쇼핑 1~3분기까지 실적 모멘텀 제한적

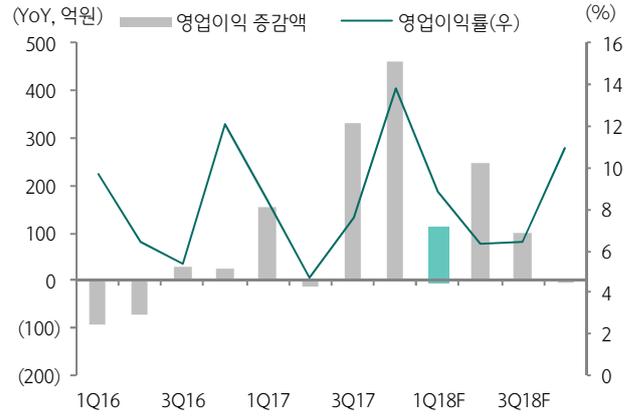
홈쇼핑업체들은 4분기 실적 자체보다도 1~3분기까지 실적 모멘텀을 기대하기 힘들다. 1분기에서 2분기 사이 업체별로 부가세환입 등 일회성 이익들이, 3분기에는 추석 기간차 영향으로 베이스가 높다.

그림 1. 현대백화점 영업이익 증감액과 영업이익률



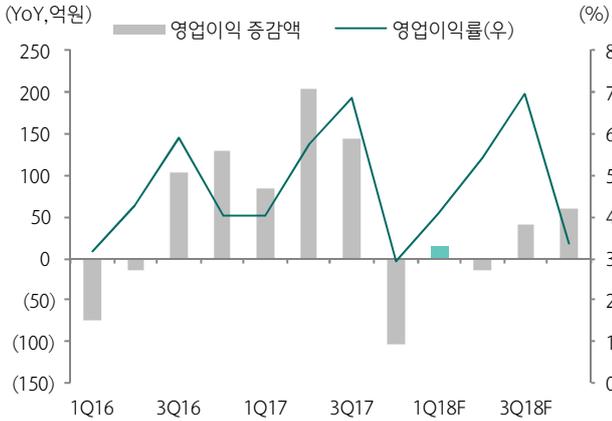
자료: 현대백화점, 하나금융투자

그림 2. 신세계 영업이익 증감액과 영업이익률



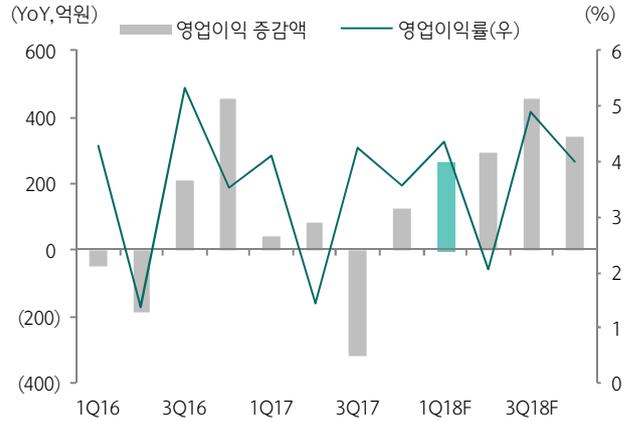
자료: 신세계, 하나금융투자

그림 3. 롯데하이마트 영업이익 증감액과 영업이익률



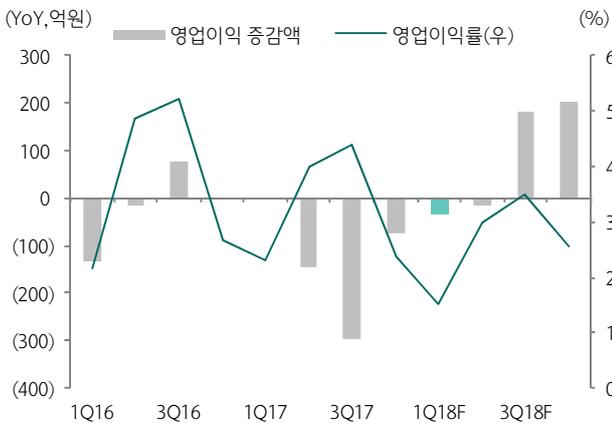
자료: 롯데하이마트, 하나금융투자

그림 4. 이마트 영업이익 증감액과 영업이익률



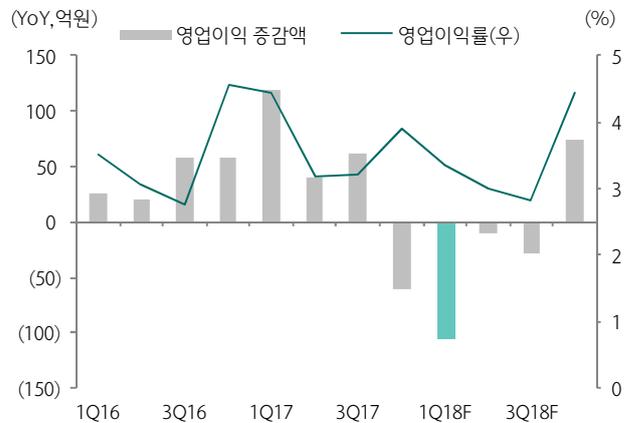
자료: 이마트, 하나금융투자

그림 5. GS리테일 영업이익 증감액과 영업이익률



자료: GS리테일, 하나금융투자

그림 6. GS홈쇼핑 영업이익 증감액과 영업이익률



자료: GS홈쇼핑, 하나금융투자

3) 신세계 백화점은 뭐가 다른가?

신세계: 기존점 1.9%, OP YoY 16%, 대구점 흑자전환

4분기 실적에서 균계일확은 신세계다. 백화점 사업부문은 기존점 성장률 YoY 1.9%, 영업이익은 910억원으로 YoY 16%나 증가했다. 대구점은 오픈 1년 만에 흑자 전환했다(OP 60억원). 같은 업황 하에서 이들 업체들의 실적 차이는 어떻게 설명할 수 있을까?

첫째, 점포 형태의 차이다. 주지하다시피 현대와 롯데는 효율적인 점포 출점 방식을 취해왔다. 1년 차에 바로 BEP 이상 도달한다. 점포의 규모도 상대적으로 작고, '판매와 무관한' 군더더기 없는 점포들이다. 반면 신세계는 지역 랜드마크 형식으로 출점했다. BEP 이상을 도달하는데 3년이 소요된다. 부차적인 비용들이 많다. 의정부점을 보면 판매와 직접적인 상관이 없는 서점이 1~2층에 걸쳐 있다. 지역 사회에 대형서점이 없기 때문에 사회적 기여 성격이라고 한다. 2010년 초반까지 이러한 전략은 신세계에 상당히 부담이 됐다. 현대백화점의 프리미엄 요인으로 작용하기도 했다. 하지만, 최근 소비패턴 변화는 오히려 신세계에 우호적으로 작용하고 있는 듯 하다. '리테일먼트(Retailment, 리테일+엔터테인먼트의 약자)'다.

점포 형태 차이: 랜드마크 형식, Retailment 수요 충족

점점 레저/엔터/서비스에 대한 가계 소비비중이 상승하면서 유통업체들은 엔터테인먼트 기능까지 제공하면서 집객을 유도하고 있다. 소비자들의 체류 시간을 늘리는 'Share of time'이 핵심 중간 과제가 되고 있다. 하남/고양 스타필드와 같은 복합쇼핑몰, 판교 현대백화점 역시 이러한 변화를 단적으로 보여주고 있다. 백화점 3사 가운데 이러한 컨셉에 가장 맞는 업체가 신세계다. 과거에는 무리한 점포 확대방식이었지만, 지금은 합리적 대안이 되고 있는 것이다. 신세계의 동대구점과 현대의 판교점 선전 대비 현대백화점 대구점과 천호점(vs 하남 스타필드)의 지속적인 부진은 이를 단적으로 보여준다.

온라인 채널 비중 20% 우위: 인터페이스/마케팅/이마트몰 시너지

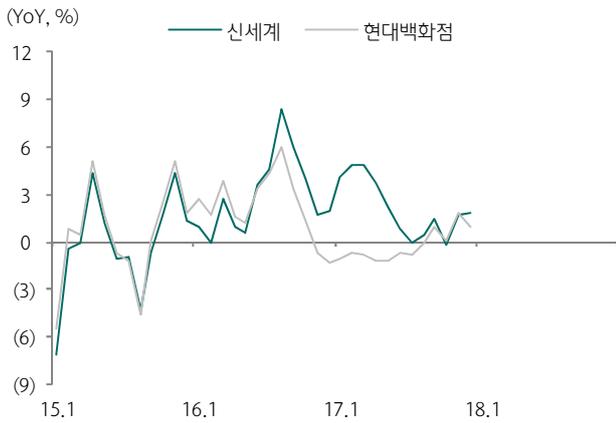
둘째, 온라인 채널 비중이다. 신세계의 온라인 매출 비중은 20%에 달한다. 현대와 롯데는 10% 내외로 신세계의 절반 수준에 그친다. 2017년 신세계몰 매출 성장률은 18%에 달했다. 전체 온라인 쇼핑 시장 성장률(YoY 19%)와 유사한 수준이다. 롯데와 현대는 YoY 10% 내외 성장에 그치고 있다. 이러한 온라인 채널 매출과 기여도 차이는 뭘로 설명할 수 있을까? i) 인터페이스와 ii) 시너지, iii) 마케팅으로 본다.

2013년 신세계와 이마트는 서로 다른 회사임에도 불구하고 SSG.com으로 온라인을 통합했다. 초반 많은 시행착오와 실적 부진으로, 비판도 있었지만, 현재 신세계그룹의 모든 온라인 쇼핑은 SSG.com으로 통한다. 반면, 롯데쇼핑과 현대백화점의 백화점과 대형마트, 홈쇼핑 사이트 제각각으로 소비자 입장에서 혼란이 클 수밖에 없다.

이러한 인터페이스 차이는 그룹내 시너지에서 극명하게 갈린다. 신세계의 온라인몰 매출 비중이 높은 데는 이마트몰의 시너지가 적지 않은 영향을 미쳤을 것으로 쉽게 짐작할 수 있다. 이마트몰은 국내 식품온라인의 압도적 선두에 있으며, 포털화가 진행되고 있다. 이마트몰 상시 접속 사용자 수가 크게 증가하면서 광고수익까지 나오고 있는 상황이다. 이들 사용자들에게 포인트 적립까지 같이 되는 신세계몰은 가격차이가 크게 없다면 공산품 구매도 역시 SSG.com 신세계몰에서 하게 되는 유인이 된다.

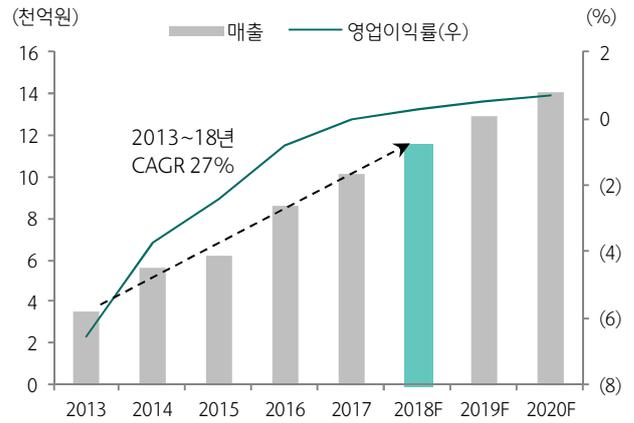
셋째, SSG.com의 '쓱' 광고마케팅은 현재까지 온라인 쇼핑의 가장 성공적인 광고로 회자되고 있다.

그림 7. 신세계/현대백화점 기준점 성장률



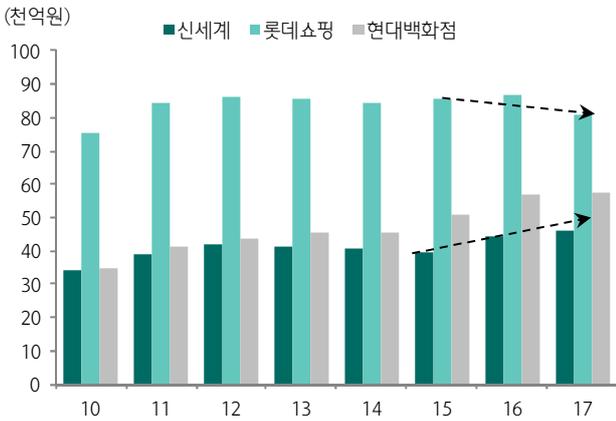
자료: 신세계, 현대백화점, 하나금융투자

그림 8. 신세계물 매출과 영업이익률



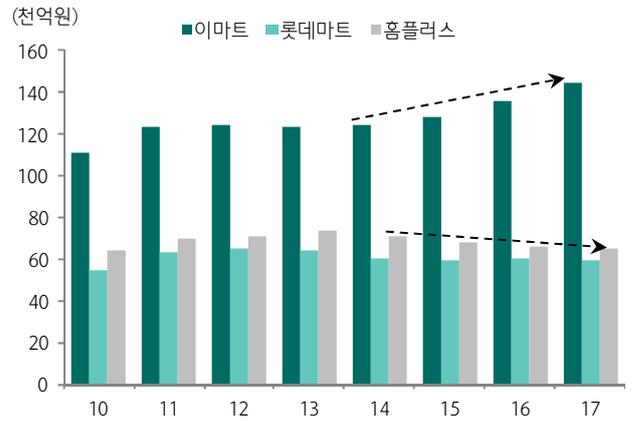
자료: 신세계, 하나금융투자

그림 9. 2010년 이후 백화점 3사 총매출 규모 비교



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 10. 2010년 이후 대형마트 3사 매출 규모 비교



자료: 각 사, 하나금융투자

2. 유통업종 투자전략: 업종보다 종목 위주

신세계/이마트 비중확대 유효

신세계 그룹 국내 유통시장 선도
확인-> 밸류에이션 프리미엄

당분간 업종 주가 모멘텀 제한적
: 4분기 실적 부진/1월 실적 저하
/단기 차익실현 수요

이마트/신세계 확대, 견조한 주가
상승세 예상

편의점: 불확실성 지속,
5월 전후 점포평균매출 YoY (+)
전환 여부 주목

홈쇼핑: 2018년 투자 매력도 제한적
CJ오쇼핑 상대적 우위

4분기 실적발표는 신세계 그룹이 국내 유통시장을 선도하고 있음을, 그리고, 그 주도권은 대형마트에서 백화점까지 확대되고 있음을 보여주었다. 롯데쇼핑은 2018년 실적 모멘텀이 가장 큰 회사라는 점에 변화가 없으며, 현대백화점 역시 업황 회복에 의한 실적 모멘텀을 기대할 수 있지만, 밸류에이션 측면에서 신세계 그룹의 프리미엄을 따라가기는 어려울 듯 하다.

당분간 유통업종 주가 모멘텀은 제한적으로 본다. 첫째, 4분기 실적 부진의 잔상이다. 양호한 소비심리, 추운 날씨, 패딩 유행 등 우호적인 환경하에서도 저조한 실적을 기록했다. '역시 백화점은 안되는가?'라는 의구심이 커질 수 있다. 둘째, 1월 부진이다. 물론, 설 기간차 영향이 있지만, 1월 백화점과 대형마트는 YoY 10% 내외 매출 감소가 예상된다. 셋째, 단기 차익실현 수요도 배제할 수 없다. 이마트와 신세계는 지난 9월 저점 대비 40% 내외 주가가 상승한 만큼, IT 업종 회복과 함께 스위칭 수요로 이어질 수 있다.

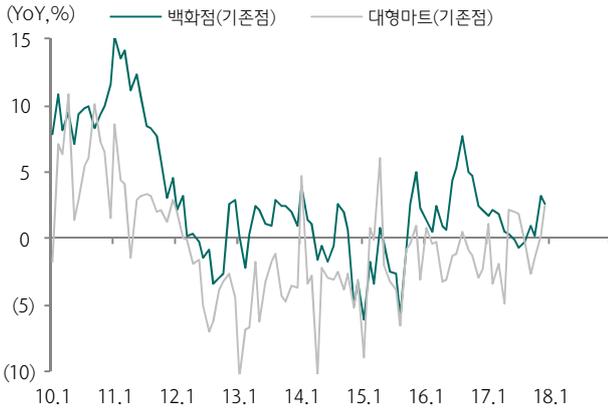
종목간 차별화가 클 것으로 본다. 롯데쇼핑/현대백화점/롯데하이마트에 대한 기대치가 낮아진 만큼, 현재 주가 수준에서 박스권 움직임을 예상한다. 밸류에이션과 실적 전망치 가운데 어느 것도 주가 상단을 올릴 수 있는 상황이 아니다. 2월 회복 정도를 봐야할 듯 하다. 1~2월 누적 기존점 성장률이 2~3% 정도는 되어야 주가의 방향성이 달라질 듯 하다.

신세계 그룹은 4분기 실적발표를 통해 대형마트에 이어 백화점까지 국내 유통시장의 주도권을 확대하고 있음을 증명했다. 이는 여러 소비지표들의 변화에 대해 업체간 차별화가 커질 수 있음을 의미한다. 이마트/신세계는 밸류에이션 프리미엄을 확대하면서 견조한 주가 상승세를 예상한다. 비중확대 전략이 유효하다.

편의점의 경우 1분기까지 부진한 실적과 주가 조정이 지속될 가능성이 크다. 점포수 증가율이 여전히 YoY 10%를 넘는 상황은 단기적으로 공급과잉 국면이라고 볼 수 있다. 동일점 성장률은 역신장 중에 있고, 최저임금 상승 영향은 아직 구체화되지 않았다. 우선, 공급과잉 문제가 해결되어야 한다. 점포당평균매출 성장률의 YoY (+) 전환 여부가 핵심이다. 최저임금 관련 가맹본부의 비용 부담도 예측 가능해야 한다. 제반 불확실성이 해소되는 시기는 1분기 실적 발표 즈음, 5월 전후로 본다. BGF리테일보다는 GS리테일의 투자매력도가 높다. 2018년 편의점 시장 핵심적인 변화가 '신규점 축소+동일점 성장률 회복'이라고 할 때, 위탁가맹 비중이 높은 GS리테일의 영업레버리지가 더 크다.

홈쇼핑은 2018년도 투자 매력도가 상당히 떨어진다. 신세계와 이마트 등 대형 유통업체들의 실적 모멘텀과 Re-rating 가능성이 부각되는 상황에서 홈쇼핑 업체들의 무난한 실적은 주목 받기 어렵다. 세 종목 가운데 하나를 고른다면 CJ오쇼핑을 추천하고 싶다. GS홈쇼핑 대비 송출수수료 부담이 작고, 현대홈쇼핑 대비 계열사 불확실성이 제한적이다. 아울러, CJ헬로비전 재매각 가능성도 잠재적인 주가 모멘텀이다.

그림 11. 백화점/대형마트 기존점 성장률



자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 12. 편의점 점포수와 점포당 매출 증가율



자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

표 1. 유통업체 매출 동향

구분	2016년	2017년											
	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
전체 유통업체 매출 증가율(%)	6.2	8.3	0.1	6.9	7.2	6.3	7.2	3.6	4.3	8.4	3.0	9.4	8.1
오프라인	3.9	9.3	(6.6)	4.4	3.6	2.5	4.2	3.2	0.4	2.6	2.5	5.4	4.2
온라인	11.0	6.0	16.3	12.3	15.4	15.2	13.6	4.4	13.1	22.8	4.2	16.7	16.0
기존점 성장률(전년동월비 %)													
백화점	3.3	4.6	(1.3)	2.3	0.5	(1.9)	1.3	(1.3)	(0.8)	4.9	(3.7)	8.5	3.2
할인점	(1.9)	11.3	(19.5)	2.5	2.3	1.6	2.3	1.7	(4.7)	(4.9)	5.3	0.0	2.2
편의점(전점)	14.5	15.5	9.3	11.5	11.1	10.5	10.9	11.1	9.1	12.1	10.3	10.2	10.0
SSM(전점)	4.6	5.1	(6.1)	2.3	0.9	3.4	3.0	2.2	0.4	2.1	(7.7)	(1.2)	0.4
온라인판매증가(거래액)	11.6	5.3	12.3	7.5	11.5	9.4	7.3	(3.6)	7.2	14.7	(1.3)	12.6	14.6
소셜커머스(거래액)	1.8	(0.1)											
온라인판매(거래액)	9.5	7.6	27.7	25.9	26.5	32.1	33.0	30.3	29.7	46.2	20.5	29.4	19.8
백화점 - 여성캐주얼	(0.8)	1.6	(1.0)	(0.3)	(1.2)	(1.2)	(1.6)	(2.7)	(5.3)	(0.5)	(5.0)	5.4	(3.3)
- 명품	9.3	7.7	9.4	4.4	2.8	(2.4)	4.7	2.0	4.7	14.7	0.7	6.7	9.6
- 구매단가 증감율	(2.2)	(0.1)	(3.6)	(1.5)	(1.3)	(2.9)	0.1	(0.9)	1.5	3.8	1.5	1.4	2.8
- 구매건수 증감율	5.5	4.7	2.4	3.9	1.8	1.0	1.2	(0.4)	(2.3)	1.1	(5.2)	7.0	0.4
할인점 - 식품	(4.7)	18.5	(20.5)	7.6	6.1	6.0	7.6	4.8	(1.2)	(0.3)	8.8	1.2	3.8
- 구매단가 증감율	1.6	8.4	(11.9)	0.5	2.0	2.4	2.1	1.6	(0.8)	(0.5)	3.2	1.4	2.4
- 구매건수 증감율	(3.4)	2.7	(8.6)	2.0	0.3	(0.9)	0.1	0.1	(4.0)	(4.4)	2.0	(1.4)	(0.2)
편의점 - 식품	22.4	23.2	16.1	19.3	18.1	16.3	16.0	15.2	10.3	13.6	12.8	11.1	11.5
- 담배 등 기타	6.4	7.0	3.1	2.8	3.0	4.0	4.8	5.3	6.9	11.1	7.3	9.2	8.6
- 구매단가 증감율	2.9	4.4	0.4	2.3	2.2	2.4	2.6	3.4	4.8	3.1	6.3	4.5	5.9
- 구매건수 증감율	11.2	10.6	8.9	9.0	8.6	7.9	8.1	7.4	4.1	8.8	3.8	5.4	3.9

주1: 2017년 1월부터 쿠팡은 소셜커머스에서 오픈마켓으로 분류체계 변경

주2: 소셜커머스는 2월부터 온라인판매업체로 편입

자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

3. 화장품 4Q 실적발표 의미: 업황은 돌아서고 있다

1) 대형 브랜드 업체들 불안감

아모레퍼시픽 미국 법인 호조 불구하고
중국 사업 전망 불확실성

아모레퍼시픽 4분기 실적에서는 미국 법인 실적이 크게 향상된 점은 고무적이다. 하지만 아직 전체 실적에 기여도는 제한적이다. 중국 법인 성장률은 YoY 18%(추정)에 머물렀고, 면세점 매출은 YoY 47%나 감소했다. 2018년 가이던스가 명확하지는 않지만, 중국 법인 매출은 YoY 20%, 면세점 매출 감소를 예상하는 등 매우 보수적인 수준에 그칠 것임을 언급했다. 물론, 중국 인바운드가 YoY 0%에 그칠 것을 가정한 수치지만, 판매규제 영향이 부담스러운 것은 사실이다. 중국 사업의 경우 기존 이니스프리 중심에서 설화수/헤라/아이오펜/려/에뛰드의 5대 차기 브랜드 견인 성장을 공식 천명했다. 설화수를 제외하고 나머지 브랜드는 합부로 낙관하기 어려운 반면, 이니스프리 둔화는 아쉬움이 크다. 아모레퍼시픽의 실적 전망은 불투명성이 커졌다고 봐야한다.

LG생활건강 2018년 실적 모멘텀
제한적, 생활용품 우려

LG생활건강은 시장 기대치에 부합하는 실적을 기록했지만, 내용을 보면 만족스럽지 못하다. 예상대로 면세점과 방판에서 경쟁사대비 우월한 실적을 기록했는데, 면세점 부문이 YoY 18%나 성장했다. 실질적으로 2017년 면세점 판매 규제가 없었다는 말과 같다. 이는 2018년 높은 베이스 부담으로 작용한다. 한편, 생활용품과 음료 사업부문 불안감이 커졌다. 2017년 상반기 두 사업부문이 실적 개선의 버팀목이 되었던 것과는 반대다. 경쟁심화도 문제지만, 대형마트 업체들의 매입(재고) 축소는 이마트를 중심으로 한 PB확대 기조와 겹치면서 우려가 크다.

2) ODM 업체들 모두 부진했지만, 다른 실적

코스맥스 중국 사업 고신장,
미국 법인 손실 축소 긍정적

화장품 ODM 빅 3 업체들의 실적은 모두 부진했다. 하지만, 내용적으로 보면 코스맥스가 좋았다. 우려했던 중국 사업 매출이 YoY 36%나 성장했고, 미국 법인은 손실 규모가 줄었다. 두 가지 불확실성 요인이 해소되면서 2018년 실적 가시성을 높였다. 코스맥스는 2018년 영업이익이 YoY 66%나 증가하면서 본격적인 투자회수기 진입이 예상된다. 한국콜마와 코스메카코리아는 어닝쇼크를 기록했다. 일회성 비용과 Capa 증설 등으로 인한 고정비 증가 때문이다. 이러한 고정비 증가는 당분간 실적 개선 시기를 지연시키는 요인으로 작용할 전망이다.

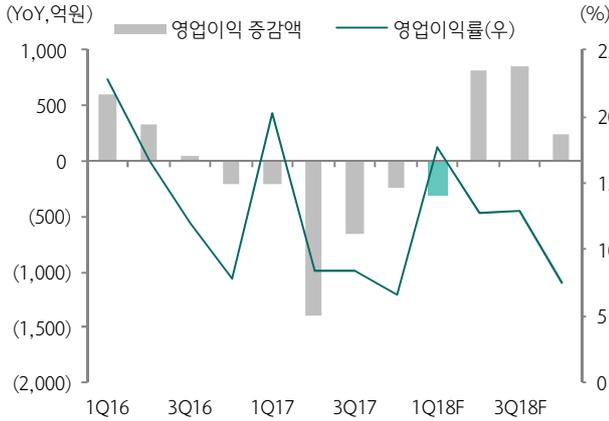
3) 부자재/원료 업체들 업황 개선

연우 어닝쇼크 불구하고 내용 긍정적

연우는 영업이익이 30% 이상 감익하는 어닝쇼크를 기록했지만, 내용은 긍정적이다. 아모레퍼시픽 향 수주가 크게 증가하면서 재고 확충을 위한 외주가공비가 크게 증가했다. 2018년도 실적 개선 가능성이 높아졌다.

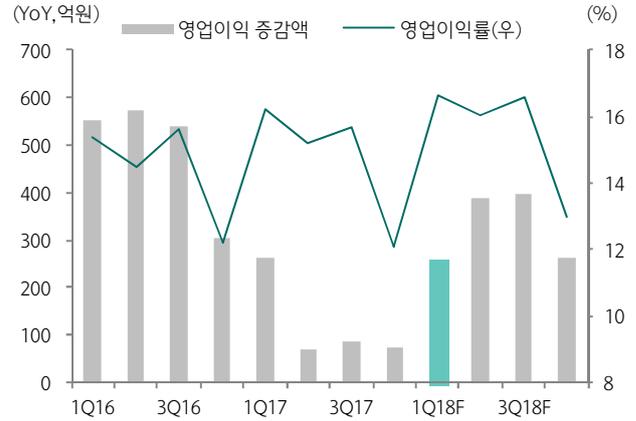
SK바이오랜드는 내수 부진을 수출 증가가 상쇄하면서 YoY 29% 증익했다. 2018년 영업이익은 YoY 20% 증가할 것으로 예상되는데, 중국 인바운드 회복 정도에 따라 실적 개선 폭은 더욱 커질 수 있다.

그림 13. 아모레퍼시픽 분기별 영업이익 증감액과 영업이익률



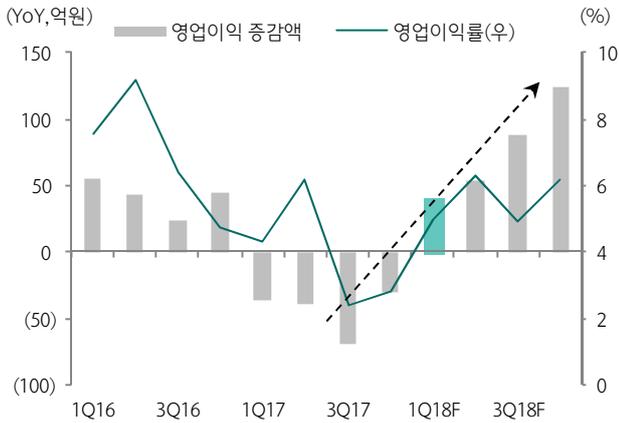
자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

그림 14. LG생활건강 분기별 영업이익 증감액과 영업이익률



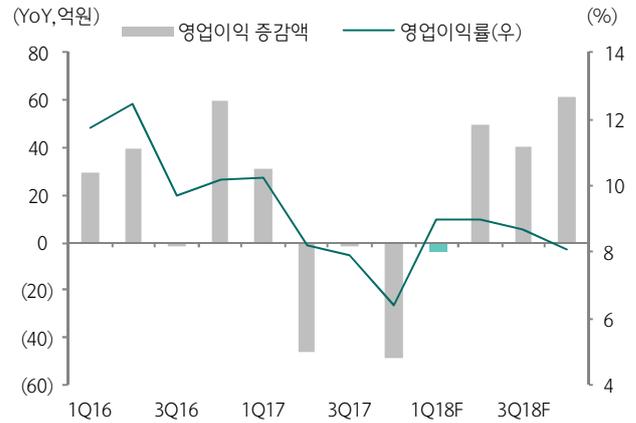
자료: LG생활건강, 하나금융투자

그림 15. 코스맥스 분기별 영업이익 증감액과 영업이익률



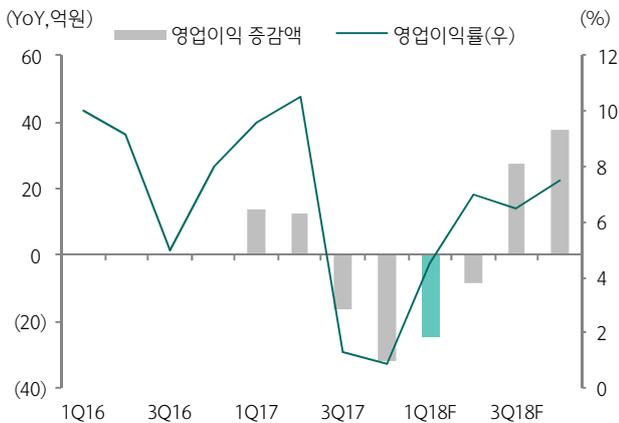
자료: 코스맥스, 하나금융투자

그림 16. 한국콜마 분기별 영업이익 증감액과 영업이익률



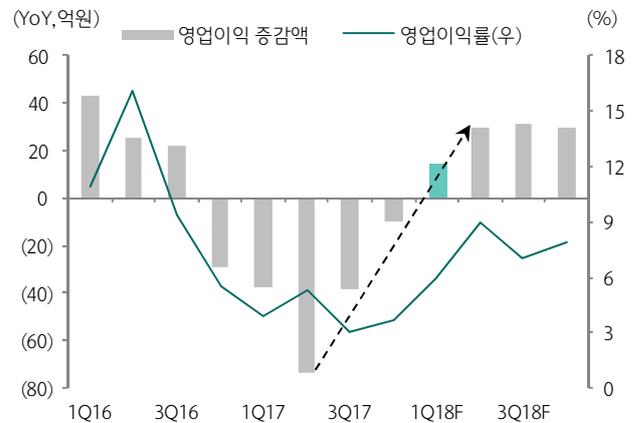
자료: 한국콜마, 하나금융투자

그림 17. 코스메카코리아 분기별 영업이익 증감액과 영업이익률



자료: 코스메카코리아, 하나금융투자

그림 18. 연우 분기별 영업이익 증감액과 영업이익률



자료: 연우, 하나금융투자

4. 화장품 투자전략: 진짜 사야할 때가 오고 있다

1) 문제는 회복의 폭: 중국 인바운드 YoY, MoM 증가해야

중국 인바운드 3월 YoY (+)전환 가능성

화장품 업종 지수가 추세적으로 반등하기 위한 조건은 중국 인바운드 회복이다. 12월 중국 인바운드는 33,2만명으로 YoY 38% 감소했다. 일반적으로 11월보다 12월 인바운드 규모가 작다는 점을 감안하면 긍정적 수치다(11월 30만명). 1월 수치가 37만명 내외 나와 준다면 추세적 회복을 기대할 수 있으며, 그 수치만 계속 이어진다고 하더라도 3월 이후 YoY (+)로 돌아서게 된다. 2017년 3월 중국 인바운드는 36만명에 불과했다.

주가 모멘텀 전제조건: 8월까지 YoY, MoM 지속 증가

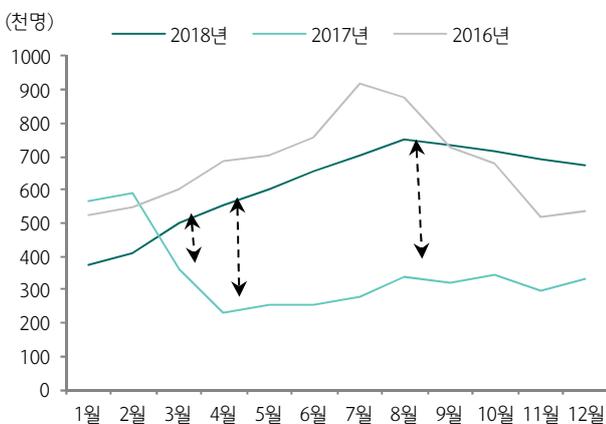
지표가 긍정적으로 돌아서는 상황에서 주가가 추세적으로 하락할 가능성은 낮다. 다만, 주가 반등의 폭은 정도에 따라 차이가 있을 수 있다. 3월 이후 YoY (+) 전환할 가능성이 큰 것이 사실이지만, 지금 수준으로는 연간 480만 정도밖에 되지 않는다. YoY 15% 증가다. 하나금융투자 전망치 737만명(YoY 77%)과는 거리가 멀다. 화장품과 면세점 등 관련 업체들의 2018년 예상 EPS가 하락할 수밖에 없다. 따라서, 주가 회복이 의미 있는 수준으로 나타나기 위해서는 한가지 조건이 더 있어야 할 듯 하다. YoY 뿐 아니라 MoM으로 지속적인 증가다. 3월 이후 MoM 6만명 내외 증가가 지속되어야 전망치에 도달할 수 있다. 계절적으로도 1월부터 8월까지 중국 인바운드는 MoM으로 증가하는 경향이 있다. '정상화'를 의미하는 또 하나의 지표라고 할 수 있다.

AP, LG생활건강 합리적 조정 마무리, 밸류에이션보다 지표 관찰 중요

최근 주가 하락으로 화장품 업종 밸류에이션이 낮아졌다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 12MF PER은 각각 28배, 23배다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강의 주가 하락은 제반 우려를 반영한 '합리적' 조정이라고도 볼 수 있다. 그 동안 사드보복 조치 소멸 기대가 과도하게 주가에 선반영된 것이 사실이다. 이제 밸류에이션 부담보다 중국 인바운드와 중국 법인의 성장률 등 관련 지표를 유심히 관찰해야 하는 단계로 넘어가고 있다. 아모레퍼시픽을 아직 적극적으로 매수하기에는 부담이 있지만, 조정시 매수는 가능한 구간에 들어왔다.

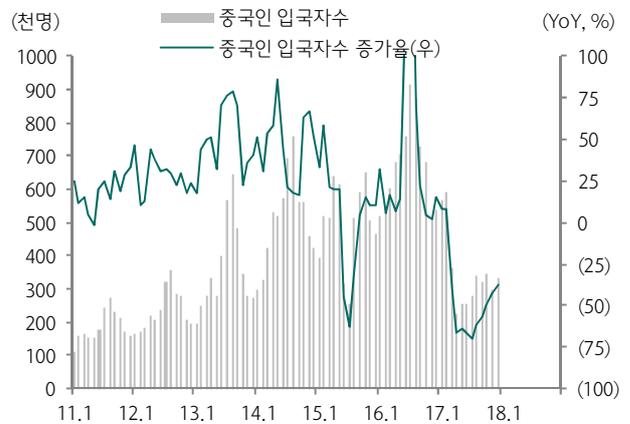
아모레퍼시픽 조정시 매수 가능 구간

그림 19. 연도별 월간 중국 인바운드 추이 비교와 2018년 전망



자료: 한국관광공사, 하나금융투자

그림 20. 월별 중국인 인바운드



자료: 한국관광공사, 하나금융투자

2) ODM 업체들은 서로 그렇게 다를까?

주가 변동성 차이
: 어닝쇼크/1분기 실적전망
/밸류에이션

4분기 실적발표 후 ODM 빅 3 업체들 주가 변동성이 컸다. 한국콜마와 코스메카코리아가 10% 내외 하락하는 반면 코스맥스는 9% 상승했다. 두 그룹 주가 움직임이 극명하게 갈라졌던 이유는 세가지로 본다. 첫째, 어닝쇼크다. 실적발표 자체만 보면 한국콜마와 코스메카코리아는 기대치를 크게 하회하는 어닝쇼크를 기록했다지만, 코스맥스는 부합하는 실적을 내면서 2018년 기대감을 높였다. 둘째, 1분기 실적 전망이다. 코스맥스는 전년도 낮은 베이스와 해외법인 견조한 실적 개선으로 1분기부터 YoY 40% 이상 높은 이익 개선을 기대할 수 있다. 반면, 한국콜마와 코스메카코리아는 전년도 높은 베이스와 Capa 증설 등에 따른 고정비 부담 증가로 감익할 가능성이 크다. 셋째, 밸류에이션 차이이다. 코스맥스는 그 동안 주가 하락으로 밸류에이션 여유가 생겼다. 12MF PER 30배 수준을 기준으로 단기 20% 가까이 주가 상승 여력이 생긴 것이다. 반면 한국콜마는 어닝쇼크와 실적 추정치 하향 조정으로 12MF PER 30배가 되었다. 밸류에이션 부담이 커진 것이다.

중장기 펀더멘탈 양호
Top Pick 코스맥스, 중기 한국콜마
저가 매수 유효

하지만, 중장기적으로 볼 때 세 회사의 펀더멘탈 차이는 없다. 한국콜마의 실적 부진은 중국 법인 ERP 시스템 도입, 제약 부문 투자 확대 등에 의한 것으로 건전한 비용 증가다. 코스메카코리아 역시 국내외 Capa 증설로 인한 고정비 증가 때문이다. Top Pick은 코스맥스지만, 긴 호흡으로 본다면, 한국콜마와 코스메카코리아 역시 주가 급락으로 투자매력이 높아졌다고 볼 수 있다.

3) 중소형주 저점 매수 기회

한편, 중소형 업체들은 과도한 조정으로 투자 가치를 높이고 있다. 연우와 SK바이오랜드, 콜마비엔에이치, 한국콜마홀딩스, 네오팜, 에스디생명공학은 2018년 상반기 주목해야할 중소형주다. 이들 업체들은 1분기 실적 모멘텀이 우월하다는 공통점을 갖고 있다.

연우: 2018년 OP YoY 110% 이상,
PER 20배

연우는 전년도 Capa 증설에 대한 고정비 및 외주가공비 부담 완화로 영업이익이 YoY 110% 이상 증가할 것으로 예상된다. 현재 주가는 12MF PER 20배까지 하락했다. SK바이오랜드는 SKC와 시너지로 실적 가시성과 향후 성장 여력이 크다. 현재주가는 12MF PER 22배로 여유있다. 콜마비엔에이치는 화장품 리뉴얼 효과가 2018년 상반기까지 크다. 애터미의 해외 진출 확대 효과로 견조한 실적 모멘텀이 기대된다. 한국콜마홀딩스는 한국콜마 그룹의 화장품/제약/건강기능식품 3대 사업부문 확대를 온전히 반영하는 가치주다. CJ헬스케어 인수 관련 본입찰이 12일 종료됐는데, 한앤컴퍼니와 한국콜마로 압축된 모습이다. 한앤컴퍼니는 1.4조원의 최고가를 제시하면서 인수 가능성이 높은 것으로 알려져 있다. 1.4조원은 한국콜마 그룹 입장에서 다소 부담스런 금액일 수 있다. 1조원 정도면 재무적 부담보다 시너지와 사업규모 확대의 긍정적 측면이 더 부각될 수 있는데, 지금 수준에서는 인수한다고 해도 우려와 기대가 공존할 수 있다.

SK바이오랜드: SKC 시너지 효과,
PER 22배

콜마비엔에이치: 애터미 해외 진출
확대

한국콜마홀딩스: 콜마 그룹 화장품/
제약/건강기능식품 사업 확대 가치주

네오팜/SD생명공학: 높은 브랜드
인지도, 중국 진출 본격화

중소형 브랜드 업체 가운데서는 네오팜과 에스디생명공학을 주목할 볼 필요가 있다. 네오팜은 단기 주가 상승폭이 컸던 만큼 차익실현 물량이 나올 수 있지만, 그때마다 비중확대를 추천한다. 2월 중 중국향 초도물량 선적이 가시화되고, 판매 실적에 따라 실적 추정치와 주가 상승 여력이 크게 달라질 수 있다. 에스디생명공학은 중국 내 높은 브랜드 인지도에도 불구하고 채널 한계(2016년 이전까지 파이공)로 실적 불확실성이 컸다. 2017년 하반기부터 중국 오프라인(왓슨스) 채널에 본격적으로 판매를 개시하면서 높은 실적 모멘텀을 기대할 수 있게 되었다. 뉴트리바이오텍은 실적 턴어라운드 국면에 있으나 단기 주가 상승으로 밸류에이션 부담이 커졌다.

5. 이슈 분석

1) 인천공항 면세점, 롯데 철수 가능성과 영향 분석

인천공항과 롯데면세점의 협상이 난항을 거듭하면서 철수 가능성이 높게 제기되고 있다. 이미 롯데는 담배·주류를 제외한 전 구역 철수 의사를 인천공항 측에 전달했고, 이제 인천공항의 최종 결정만 남은 상태다. 롯데의 최후 통첩으로 볼 수 있다.

호텔롯데: 위약금 약 3천억원 불가
but 시장점유율과 신뢰도 훼손

롯데 입장에서는 2018년 9월 이후 1터미널 연간 임대료가 1조원을 넘어선다. 매출 증가가 없다면 손실만 5,000억원 이상, 향후 2년 이상 누적 적자 금액은 1조원을 넘어설 수도 있다. 감당하기 어려울 것이다. 반면, 계약서상으로 보면 약 3,000억원의 위약금만 지불하면 철수할 수 있다. 철수가 경제적인 결정이다.

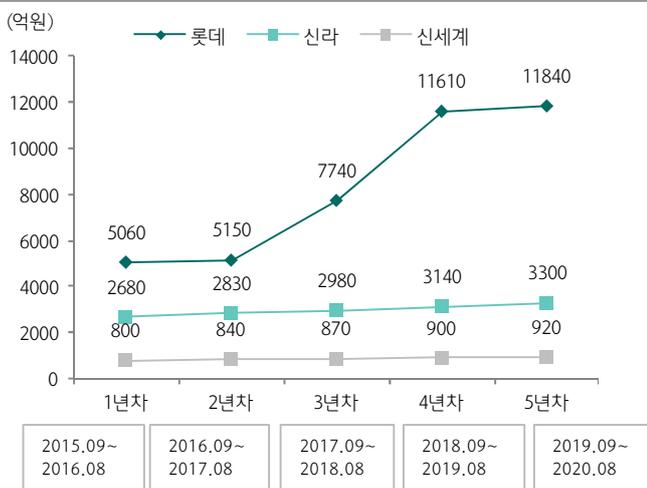
하지만, 롯데 입장에서 철수가 반드시 바람직한 것만은 아니다. 세계 최대 공항면세점인 인천공항에서 위약금을 내고 철수했다는 사실은 향후 인천공항은 물론 글로벌 공항 면세점 입찰시 주홍글씨가 될 수 있다. 글로벌 면세점 순위에서도 크게 떨어질 수 있다. 시장점유율을 무엇보다 중시하는 롯데그룹 특성상 받아들이기 어려운 결정이다.

인천공항: 30% 이상 할인 불가
but 철수시 계약 내용 부담

인천공항도 난감하다. T2 터미널로 이전되는 고객 수는 약 30% 수준으로, 그 이상 할인해주는 것은 국민의 공익을 위해 지출되어야 할 수입으로 대기업의 이익을 챙겨주는 결과가 되기 때문이다. 공기업 입장에서 받아들이기 어렵다. 과거, 금융위기 이후 아웃바운드 위축을 감안, 연간 10% 임대료를 할인해줬다가 감사원 징계까지 받은 전력도 있다. 더구나 2018년 중국 인바운드 회복 가능성을 감안하면 더욱 그렇다.

롯데의 철수를 그냥 좌시하기도 어렵다. 우선, 일반적인 글로벌 공항들의 면세점 입점 계약 방식과 다른 나이브한 위약금 책정이 도마 위에 놓일 수 있고, 추가 입찰시 롯데와 준하는 임대료 책정 가능성도 낮기 때문이다. 결국, 두 회사의 입장이 모두 난처한 상황이므로, 완전철수는 어려울 것으로 본다.

그림 21. 면세점 업체별 인천공항 임대료 계약 현황



자료: 각 사, 언론, 하나금융투자

표 2. 인천공항 T1 면세점 계약 현황

(단위: 십억원)

업체명	5년 총액	연간 평균	영업면적 (m2)	3.3m2 당 임대료
호텔롯데	4,140	828	8,849	0.30
호텔신라	1,493	299	3,501	0.28
SM(하나투어)	105	21	859	0.08
신세계 (조선호텔)	433	87	2,856	0.10

자료: 언론, 하나금융투자

쟁점 3가지

- 철수 공간 대체: 신라/신세계 가능
- 호텔신라/신세계 임대료 재계약
가시화: 연간 임대료 각각 900억원, 250억원 감소 가능
- 경쟁심화 가능성: 마케팅비 확대, 업종 투자포인트 훼손 가능성

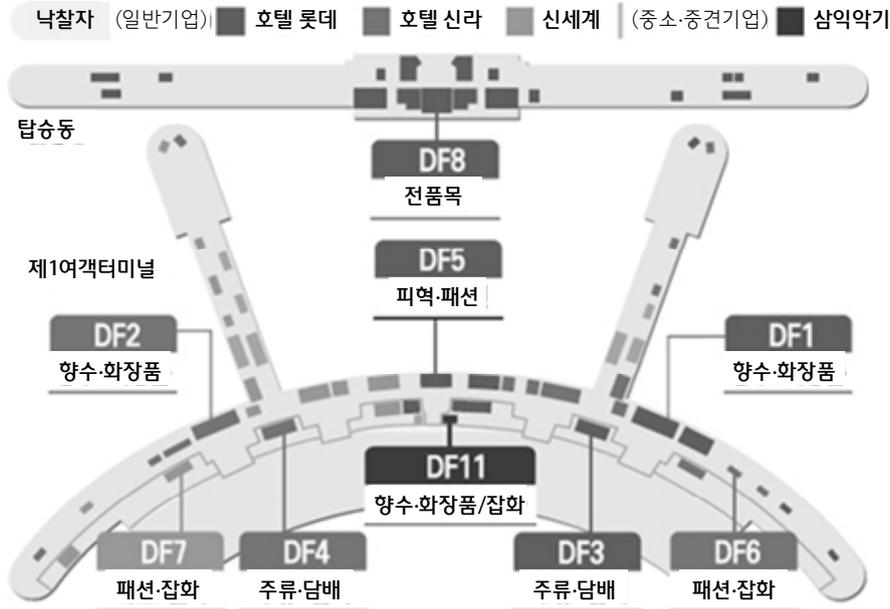
아무튼, 롯데가 철수한다면 세 가지 문제를 봐야 한다.

첫째, 롯데가 빠진 자리에 누가 들어올 것이냐는 것이다. 추가 입찰 시 DFS와 같은 글로벌 사업자가 들어올 가능성은 제한적이다. 국민 정서상 받아들이기 힘들다. 신라와 신세계가 나눠서 운영할 가능성이 높는데, 매출 규모 증대를 통한 전사적인 면세 사업 규모 확대 측면에서는 긍정적이나 이익을 기대하기는 어렵다.

둘째, 미뤄왔던 호텔신라와 신세계의 임대료 재계약이 가시화될 가능성이 크다. 인천공항 측이 제시한 30% 인하 안을 수용한다고 해도 연간 임대료는 신라의 경우 900억원, 신세계는 250억원 내외 감소할 수 있다. T2 터미널로 고객 분산 효과를 감안하더라도 이익 개선 효과가 상당히 클 것으로 기대한다.

셋째, 롯데가 시내면세점 시장점유율 회복에 중점을 두면서 경쟁이 심화될 가능성 또한 배제할 수 없다. 2017년 중국 인바운드 저하로 롯데의 시내면세점 시장 점유율이 10% 가까이 하락한 것으로 추정된다. 롯데 입장에서는 2018년 시장 점유율 회복이 가장 큰 당면 과제로 공격적인 마케팅비 확대 유인이 될 수 있다. 이는 2018년 면세점 업체들에 대한 투자포인트 세가지, 즉, i) 중국 인바운드 회복, ii) 정부 규제 불확실성 부재, iii) 경쟁완화 가운데 마지막 부분이 훼손되는 것이다. 면세점 업체들 주가에 부담이 될 수 있다.

그림 22. 3기 인천국제공항 출국장 면세점 입찰 결과



자료: 언론, 하나금융투자

임대료 하락 효과와 경쟁심화 영향 비교 필요

여기서 한가지 더 생각해볼 점은 둘째와 셋째 영향의 정도 차이다. 호텔신라와 신세계의 경우 임대료 하락으로 T1 사이트가 BEP 이상 도달할 수 있다. 전년대비 각각 최소 300억원, 150억원 영업이익이 증가하는 효과다. 한편, 경쟁심화로 인한 실적 악화 정도는 얼마나 될까? 생각보다 작을 수 있다.

롯데 MS 하락 원인: 중국인 개별 여행객 축소+파이거 부재

롯데의 시장점유율 하락은 중국 인바운드 감소와 중국 정부의 사드보복 조치(롯데에서 쇼핑 금지) 때문이다. 2017년 3월 이후 중국 인바운드(패키지 비중 40%, 개별 60%)가 패키지 YoY 100%, 개별여행객 YoY 40% 감소하면서 전체적으로 약 YoY 60% 감소했다는 점에 주목하자. 이러한 인바운드 타격은 패키지 비중이 높은 신라와 신세계에 더 영향이 컸어야 했다. 결국, 롯데 시장점유율이 하락한 좀더 구체적인 원인은, i) 매출 비중 높은 개별 여행객이 큰 폭 감소한 가운데, ii) 중국 정부 규제로 파이거 수율을 신라와 신세계가 대부분 점유했기 때문이다.

롯데 마케팅 타겟은 개별여행객 vs 신라/신세계 주고객은 단체관광객

2018년 중국 인바운드 핵심은 패키지와 개별여행객 회복이다. 파이거들은 YoY 0%로 본다. 롯데의 초점은 중국 '개별여행객'에 대한 마케팅비 확대일 가능성이 크다. 중국 개별여행객은 어차피 신라와 신세계 매출에서 10% 정도밖에 차지하지 않던 부분이다. 롯데는 개별여행객 수요만 온전히 가져간다고 하더라도 시장점유율의 상당 부분을 회복할 수 있을 것이다. 신라와 신세계 실적에 큰 영향을 주지 않으면서 롯데는 실적 개선을 도모할 수 있다는 말이다.

알선수수료 2016년 수준 올려도 시내점 OP YoY 50% 증가

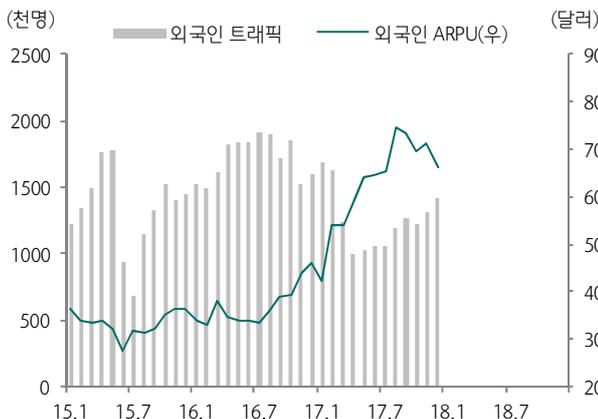
아울러, 패키지 고객 절대 수가 큰 폭 증가하는 상황에서 알선수수료를 얼마나 올릴 지는 미지수다. 보수적으로 봐서, 최대 2016년 수준까지 상승한다고 해도 영업이익률은 6% 후반이고(2017년 5.7% 추정), 2018년 시내점 영업이익은 YoY 50% 이상 증가할 수 있다(현재 추정 OPM 7%). 알선수수료를 상승보다 중국 인바운드 회복 영향이 더 크다.

마케팅비 증가보다 중국 인바운드 회복 폭 더 중요

결국, 중국 인바운드만 예상대로 증가한다면, 중국 인바운드 회복이라는 Q의 증가가 경쟁심화 우려를 불식시킬 수 있다는 결론이다. 임대료 하락으로 인한 이익 개선 효과가 훨씬 크며, 마케팅비 증가보다 가시성도 더 높다. 아울러, 인천공항 T1 사이트의 '혼잡비용' 완화로 매출 감소 폭이 제한적인 수준에 머물 경우 임대료 하락 효과는 생각보다 더 클 수 있다. 경쟁심화 우려만으로 호텔신라와 신세계의 실적과 주가 전망을 부정적으로 볼 필요는 없다.

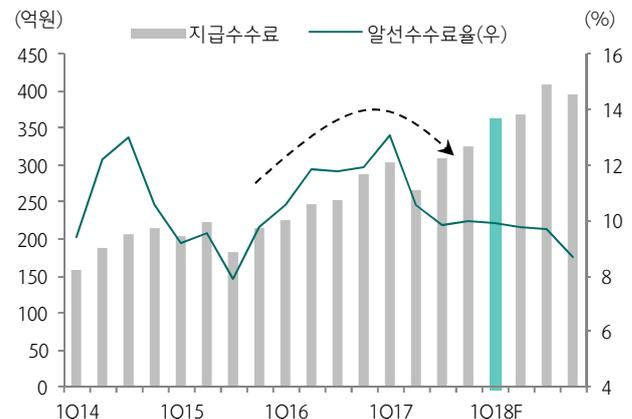
경쟁심화 우려만으로 호텔신라 /신세계 축소는 비합리적

그림 23. 면세점 외국인 트래픽과 ARPU 추이



자료: 한국면세점협회, 하나금융투자

그림 24. 호텔신라 분기별 지급수수료와 알선수수료 추이



자료: 호텔신라, 하나금융투자

2) 한국콜마그룹 CJ헬스케어 인수: 재무 부담보다 시너지 주목 필요

영업조직 확대, 판매 채널 및 상품 다양화, 인프라 확보 긍정적

CJ헬스케어 매각 가격은 1조원을 크게 웃돌 것으로 예상된다. 2016년 매출과 영업이익은 각각 5,208억원(YoY 12%), 678억원(YoY 26%, OPM 13%) 기록했다. 1조원은 2016년 당기순익 기준 PER 21배(PBR 3.1배)에 해당하는 수치다.

한국콜마가 CJ헬스케어를 인수할 경우 시너지에 대해서는 크게 의심할 필요가 없어 보인다. 한국콜마 그룹은 이미 건강기능식품과 제약 부문에서 1,500억원 이상(2017년 기준 각각 매출 1,600억원, 1,900억원) 매출을 기록하고 있으며, 제품력과 영업력을 모두 인정받고 있다. 건강기능식품에서는 헤모힘을 중심으로 국내 개별인정형 부문 선두에 있으며, 제약 역시 제네릭 국내 1위 업체다. CJ헬스케어를 인수한다면 영업조직 확대와 판매 채널 및 상품 다양화, 인프라 확보에 큰 도움이 될 것이다.

재무적 부담: 1조원 이상 자금 필요, 투자 가능 현금성 자산 1,500억원

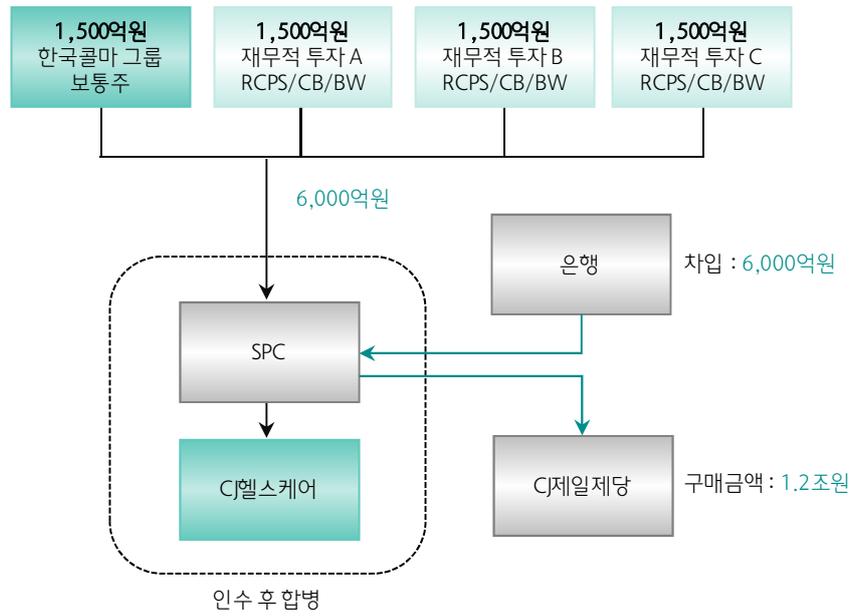
문제는 재무적 부담이다. 1조원이라는 큰 금액을 과연 조달할 수 있겠는가, 유상증자 가능성과 주주가치 희석에 대한 우려다. 결론적으로 유상증자 없이 충분히 인수 가능하다. 현재 한국콜마와 콜마비앤에이치 등 한국콜마 그룹이 보유하고 있는 현금성자산(금융상품 포함)은 총 2,630억원(3분기 기준 한국콜마 1,000억원+콜마비앤에이치 700억원+한국콜마홀딩스 800억원+콜마파마 130억원)이다. 이 가운데 한국콜마홀딩스의 800억원은 대부분 내국동 그룹본사 건물에 투자될 금액이다. 운영자금 일부를 제외할 경우 자체조달 가능 금액은 1,500억원 수준이다. 나머지 자금은 FI 모집과 차입을 통해 마련할 수 있다. 인수 가격 1.2조원을 가정하면, FI 모집을 통해 자본금 6천억원 정도의 SPC를 설립하고, 그 SPC가 6천억원을 차입하는 것이다. 물론, 자본금 6천억원에는 FI들로부터 4,500억원의 투자(RCPS/BW/CB 발행)가 포함된다. 인수 후 SPC와 CJ헬스케어는 합병하고, 차입에 대한 원리금상환은 CJ헬스케어의 현금흐름으로 순차적으로 진행할 수 있다. FI들의 요구에 따라 BW 등을 매입하면서 지분율을 늘릴 수 있다. 3~5년 후 상장을 통해 FI들의 투자수익을 실현시켜주고, 한국콜마그룹은 CJ헬스케어 지분을 30% 이상 보유하는 시나리오다.

시나리오: FI모집->SPC 설립-> SPC 차입->CJ헬스케어 인수 후 합병 ->3~5년 후 상장

FCF 양호: 연간 한국콜마그룹 1,000억원, CJ헬스케어 500억원 (부채비율 58%)

이런 시나리오를 위해서는 2가지 전제조건이 필요한데, 첫째, 콜마그룹의 현금흐름이 안정적이어야 한다. 그래야 FI들의 다양한 조건을 들어줄 수 있으며, FI 모집이 쉬울 것이다. 둘째, CJ헬스케어의 현금흐름 및 재무구조가 좋아야 한다. 차입금에 대한 원리금 상환 가시성이 높아야 차입을 쉽게 할 수 있기 때문이다. 한국콜마그룹(한국콜마+콜마비앤에이치)과 CJ헬스케어의 EBITDA는 연간 1,300억원, 700억원 이상이며, 세금을 제외하게 되면, 약 1,000억원과 500억원 규모의 현금흐름이다. CJ헬스케어의 부채비율은 58%(2016년 기준)으로 크지 않다. 제반 프로세스를 진행하는데 부담 없는 상황이다.

그림 25. 한국콜마 그룹의 CJ헬스케어 인수 구조 예시



자료: 하나금융투자

표 3. 투자 의견 및 목표주가 변경 내용

(주가 기준일자: 18.2.19, 단위: 원)

종목	현재주가	투자 의견		목표주가		과리율	비고 (사유)
		~에서	~으로	~에서	~으로		
신세계	324,500	BUY		360,000	430,000	32.5%	신세계물 통합 법인 가치 산정
코스맥스	129,000			140,000	154,000	19.4%	실적 추정치 상향 조정
현대백화점	90,900			140,000	120,000	22.0%	실적 추정치 하향 조정 및 밸류에이션 하락
롯데하이마트	70,400			90,000	81,000	15.1%	
BCF리테일	188,000	Neutral		230,000	210,000	11.7%	실적 추정치 하향 조정 및 밸류에이션 하락
현대홈쇼핑	108,500			135,000	120,000	10.6%	
CS홈쇼핑	215,000	BUY	Neutral	250,000	230,000	7.0%	단기 추가 급등, 밸류에이션 부담
뉴트리바이오텍	26,150			23,000	26,000	0.0%	

자료: 하나금융투자

표 4. Coverage 밸류에이션과 실적 전망

(기준일자: 18.02.19 단위: 십억원, X, %)

	종목코드	FY	매출액	영업이익	순이익	EPS	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
*롯데쇼핑	023530	2017F	26,960	1,207	1,149	36,500	6.0	0.4	4.1	6.8
		2018F	24,348	964	420	13,348	16.3	0.4	4.5	2.4
*신세계	004170	2017F	3,872	345	190	19,319	16.8	0.9	12.0	5.7
		2018F	4,759	391	254	25,792	12.6	0.9	10.2	7.2
*이마트	139480	2017F	15,971	540	616	22,102	13.5	1.0	11.7	7.7
		2018F	17,465	675	538	19,302	15.5	1.0	9.8	6.3
*현대백화점	069960	2017F	1,848	394	254	10,834	8.4	0.5	6.0	6.6
		2018F	1,900	372	276	11,804	7.7	0.5	6.2	6.8
*GS리테일	007070	2017F	8,267	166	118	1,535	23.7	1.4	9.2	5.9
		2018F	8,851	200	158	2,058	17.6	1.3	8.2	7.7
*BCF리테일	282330	2017F	5,662	260	277	95,854	2.0	11.7	11.4	100.0
		2018F	6,061	231	230	13,298	14.1	6.4	11.9	58.7
*롯데하이마트	071840	2017F	4,133	207	148	6,288	11.2	0.8	8.0	7.6
		2018F	4,286	218	158	6,698	10.5	0.8	7.3	7.5
CJ오쇼핑	035760	2017F	1,136	158	128	20,618	10.2	1.6	6.2	17.3
		2018F	1,199	161	122	19,577	10.7	1.4	5.4	14.3
현대홈쇼핑	057050	2017F	1,022	150	88	7,302	14.9	0.9	2.9	6.5
		2018F	1,070	151	127	10,544	10.3	0.9	2.4	8.8
GS홈쇼핑	028150	2017F	1,052	144	97	14,789	14.5	1.3	3.6	9.5
		2018F	1,056	138	103	15,673	13.7	1.2	3.3	9.6
*아모레퍼시픽	090430	2017F	5,139	596	394	5,709	48.6	4.6	21.5	9.8
		2018F	5,839	757	548	7,938	35.0	4.2	17.4	12.5
*아모레G	002790	2017F	6,029	732	203	2,279	55.5	3.6	12.6	6.9
		2018F	6,908	941	292	3,281	38.6	3.3	10.1	9.3
*LG생활건강	051900	2017F	6,270	930	607	34,240	31.8	6.3	17.4	21.9
		2018F	6,802	1,061	727	41,012	26.5	5.2	15.1	21.9
*코스맥스	192820	2017F	884	35	17	1,699	75.9	5.9	32.2	8.0
		2018F	1,169	66	43	4,276	30.2	5.2	20.1	18.3
*한국콜마	161890	2017F	822	67	47	2,240	34.9	5.3	21.4	16.2
		2018F	942	82	60	2,820	27.7	4.5	17.7	17.6
*한국콜마홀딩스	024720	2017F	488	63	39	2,344	19.8	2.7	14.2	14.5
		2018F	585	74	51	3,065	15.1	2.3	12.3	16.4
*코스메카코리아	241710	2017F	183	11	10	1,862	31.1	2.7	18.5	9.1
		2018F	222	14	13	2,359	24.5	2.4	14.4	10.4
*네오팜	092730	2017F	54	14	12	1,559	32.1	7.4	23.0	27.0
		2018F	70	18	15	1,955	25.6	6.0	18.1	27.1
*호텔신라	008770	2017F	4,011	73	25	632	132.9	4.3	26.7	3.8
		2018F	5,126	192	108	2,696	31.2	3.9	14.6	15.0
코웨이	021240	2017F	2,321	478	322	4,221	20.3	4.3	9.5	25.0
		2018F	2,453	513	357	4,679	18.3	4.0	8.8	25.6
*락앤락	115390	2017F	420	59	48	869	27.4	1.8	13.7	7.0
		2018F	462	71	59	1,069	22.3	1.8	11.8	8.3
연우	115960	2017F	229	9	8	646	45.5	1.9	17.5	4.4
		2018F	261	20	16	1,316	22.3	1.8	11.2	8.4
*콜마비엔에이치	200130	2017F	420	49	47	1,599	21.7	6.0	18.7	31.7
		2018F	500	57	47	1,588	21.9	4.8	15.5	24.4
*SK바이오랜드	052260	2017F	103	16	12	799	28.7	2.5	16.5	8.9
		2018F	118	19	14	954	24.1	2.3	14.1	9.9
*클리오	237880	2017F	194	11	8	419	88.2	4.5	41.5	5.3
		2018F	232	16	16	872	42.4	4.3	30.6	10.7
*뉴트리바이오텍	222040	2017F	363	11	8	458	37.0	1.5	20.2	4.1
		2018F	383	19	15	897	18.9	1.4	13.1	7.8

주:* 표시하지 않은 종목은 별도기준으로 지분법이익 등이 배제된 만큼 자회사 이익비중이 큰 종목은 밸류에이션이 높게 나온 자료: 하나금융투자

Top Picks

이마트 (139480)	19
신세계 (004170)	23
코스맥스 (192820)	28
연우 (115960)	32

2018년 2월 20일

이마트(139480)

견조한 실적+이마트몰 Re-rating

4분기 영업이익 YoY 5% 증가

2017년 4분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년동기 대비 9%, 5% 성장한 3조 9,810억원과 1,420억원을 기록했다. 일회성 비용(청라부지 재산세+인천 면세점 충당금 등) 약 200억원을 제외하면 기대치에 부합하는 수준이다. 할인점 영업이익이 YoY 7% 증가하면서 이익 개선을 견인했다. 특히, 이마트몰 손실폭 축소(YoY +35억원)와 12월 BEP 달성, 스타벅스 지분법 이익 증가(YoY 51억원)은 고무적이다.

이마트몰+PB 중심 전사 경쟁력 제고

2017년 이후 전 세계적으로 식료품/잡화 카테고리가 온라인 유통시장을 견인하고 있으며, 국내에서는 이마트몰이 대형마트 온라인 시장점유율 46%의 절대적인 우위를 보이며 압도하고 있다. 신선식품과 함께 트레이더스와 노브랜드 기반 상품 믹스 및 가격 경쟁력은 이마트몰의 추가적인 강점 및 성장 여력으로 작용할 수 있다. 이마트몰의 시장점유율은 2023년 73%까지 확대될 것으로 예상되며, 이마트 온오프라인 합산 매출은 YoY 6% 이상 성장을 지속하면서 2017년 시장점유율 33%에서 2023년 42%까지 큰 폭 상승할 전망이다. 2018년 연결 매출과 영업이익은 전년대비 각각 9.4%, 25% 성장한 17.5조원과 6,750억원으로 추정한다. 2018년 1분기 영업이익은 1,860억원(YoY 16%) 수준이 가능할 전망이다.

목표주가 37만원, 투자이견 '매수' 유지

현재주가는 12MF PER 15배다. 글로벌 유통시장 대형마트/식품/온라인 업체들의 Re-rating 추세를 감안하면 현저한 저평가다. 신세계 통합몰에 대한 온라인 사업 1조원 유치로 이마트몰 기업가치 평가가 본격화될 전망이다. 통합몰 기업가치 2023년 6.6조원(PER 30배, PSR 0.9배), 2018년 4.1조원의 가치로 평가한다. 이마트 50% 지분을 가정시 2.1조원 시가총액 상승 여력이 있는 것이다.

Top-picks

BUY

TP(12M): 370,000원 | CP(2월19일): 299,000원

Key Data		Consensus Data	
		2017	2018
KOSPI 지수 (pt)	2,442.82		
52주 최고/최저(원)	299,000/199,000	매출액(십억원)	15,994.6 16,938.2
시가총액(십억원)	8,334.9	영업이익(십억원)	552.2 656.6
시가총액비중(%)	0.69	순이익(십억원)	612.1 491.2
발행주식수(천주)	27,875.8	EPS(원)	21,879 17,327
60일 평균 거래량(천주)	95.4	BPS(원)	294,613 310,457
60일 평균 거래대금(십억원)	26.1		
17년 배당금(예상, 원)	1,500	Stock Price	
17년 배당수익률(예상, %)	0.55		
외국인지분율(%)	48.63		
주요주주 지분율(%)			
이명희 외 3인	28.06		
국민연금	10.10		
추가상승률	1M 6M 12M		
절대	12.4 28.9 44.4		
상대	16.0 24.4 23.0		

투자지표		단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원		13,640.0	14,777.9	15,970.7	17,465.1	18,918.5
영업이익	십억원		503.8	546.9	539.8	674.9	778.9
세전이익	십억원		693.8	481.9	715.5	685.5	807.2
순이익	십억원		454.7	376.2	616.1	538.1	633.6
EPS	원		16,312	13,497	22,102	19,302	22,731
증감률	%		56.8	(17.3)	63.8	(12.7)	17.8
PER	배		11.59	13.56	12.26	15.49	13.15
PBR	배		0.75	0.66	0.91	0.95	0.89
EV/EBITDA	배		10.06	9.06	10.92	9.82	8.45
ROE	%		6.55	5.12	7.72	6.32	6.99
BPS	원		250,707	276,181	296,783	314,586	335,818
DPS	원		1,500	1,500	1,500	1,500	1,500



Analyst 박중대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

2023년 신세계 통합물
매출과 영업이익 각각 7조원
2,950억원 전망

2023년 신세계 통합물의 매출과 영업이익은 각각 7조원과 2,950억원 수준이 가능할 전망이다. 이마트몰의 영업이익률은 4.5%, 신세계몰의 영업이익률은 3.5%까지 상승할 것으로 추정한다. 이마트몰의 경우 원가율이 높은 식품 비중이 높고, 물류센터 고정비와 감가상각비, 운송비 부담이 크기 때문에 오프라인보다 높은 영업이익률을 기대하기 어렵다. 신세계몰의 경우 의류와 같은 고마진 상품 매출 비중이 높지만, 오프라인 점포의 마진을 기본적으로 보장해줘야 하기 때문에 수익성이 낮을 수밖에 없다. 신세계 백화점에서 통합물에 일정 판매수수료를 떼어 주는 형태다. 현대백화점 제품을 현대홈쇼핑의 H몰에서 판매하는 경우와 같은데, 이익률은 대단히 낮다.

표 1. 신세계 통합물 실적 추정과 밸류에이션

(단위: 십억원, %)

사업명	구분	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F
이마트몰	매출	521	662	839	1,050	1,365	1,775	2,307	3,000	3,900	5,069
	YoY	3.5%	27.2%	26.6%	25.2%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
	영업이익	(44)	(24)	(36)	(13)	0	25	51	90	156	228
	OPM	-8.5%	-3.5%	-4.3%	-1.2%	0.0%	1.4%	2.2%	3.0%	4.0%	4.5%
신세계몰	매출	561	621	856	1,010	1,156	1,289	1,430	1,585	1,755	1,941
	YoY	58.9%	10.7%	37.8%	18.0%	14.4%	11.5%	10.9%	10.8%	10.7%	10.6%
	영업이익	(21)	(15)	(7)	0	12	19	28	39	52	67
	OPM	-3.7%	-2.4%	-0.8%	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
통합물	매출	1,081	1,283	1,695	2,060	2,521	3,064	3,737	4,584	5,654	7,010
	YoY	26.3%	18.7%	32.0%	21.6%	22.4%	21.5%	22.0%	22.7%	23.3%	24.0%
	영업이익	(65)	(39)	(43)	(13)	12	44	79	129	208	295
	OPM	-6.0%	-3.0%	-2.5%	-0.6%	0.5%	1.4%	2.1%	2.8%	3.7%	4.2%
	당기순익					9	33	59	97	156	222
	적정PER					476	138	84	57	39	30
	PSR					1.6	1.5	1.3	1.2	1.1	0.9
	적정시가총액					4,128	4,540	4,994	5,494	6,043	6,648
	이마트 지분가치					2,064					
	지분을					50%					
	현 시가총액(1.25)					7,139					
	추가 상승 여력					29%					
	신세계 지분가치					1,238					
	지분을					30%					
	현 시가총액(1.25)					3,053					
	추가 상승 여력					41%					

자료: 이마트, 신세계, 하나금융투자

4분기 연결 매출과 영업이익 각각
3조 9,810억원과 1,420억원 기록

표 2. 이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2018년
매출액	3,899	3,807	4,284	3,981	15,971	4,264	4,150	4,666	4,385	17,465
이마트	2,898	2,756	3,110	2,920	11,683	2,955	2,811	3,172	2,966	11,904
이마트몰	244	251	278	278	1,050	305	314	347	344	1,310
트레이더스	352	356	410	403	1,521	440	445	521	507	1,914
영업이익	160	55	183	142	540	186	85	228	175	675
이마트	175	73	193	156	597	177	73	219	156	625
이마트몰	(4)	(4)	(2)	(3)	(13)	(1)	(1)	1	1	0
트레이더스	12	14	15	10	51	14	17	21	15	67
세전이익	173	42	377	123	715	189	88	231	178	685
순이익	132	26	381	90	628	151	70	185	143	548
지배주주귀속 순이익	130	24	378	84	616	148	69	181	140	538
영업이익률(%)	4.1	1.5	4.3	3.6	3.4	4.4	2.0	4.9	4.0	3.9
세전이익률(%)	4.4	1.1	8.8	3.1	4.5	4.4	2.1	4.9	4.1	3.9
순이익률(%)	3.4	0.7	8.9	2.3	3.9	3.5	1.7	4.0	3.2	3.1

자료: 이마트, 하나금융투자

통합몰 기업가치 2023년 6.6조원
(PER 30배, PSR 0.9배), 2018년 4.1조
원 평가. 이마트 50% 지분을 가정시
각각 2.1조원 상승 여력

표 3. 이마트 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	14,778	15,971	17,465	18,918	20,445
이마트	11,334	11,683	11,904	12,118	12,315
이마트몰	839	1,050	1,310	1,628	2,015
트레이더스	1,196	1,521	1,914	2,333	2,722
영업이익	547	540	675	779	877
이마트	631	597	625	654	677
이마트몰	(37)	(13)	0	24	50
트레이더스	35	51	67	86	106
세전이익	482	715	685	807	921
순이익	382	628	548	646	737
지배주주귀속 순이익	376	616	538	634	723
적정시가총액	6,960	11,398	9,954	11,722	13,379
주식수(천주)	27,876	27,876	27,876	27,876	27,876
적정주가(천원)	250	409	357	421	480
적정PER(배)	18.5	18.5	18.5	18.5	18.5
EPS(원)	13,496	22,101	19,302	22,731	25,944
영업이익률(%)	3.7	3.4	3.9	4.1	4.3
매출 (YoY,%)	8.3	8.1	9.4	8.3	8.1
영업이익 (YoY,%)	8.6	(1.3)	25.0	15.4	12.7
지배주주순이익 (YoY,%)	79.0	63.8	(12.7)	17.8	14.1

주: 2015년 순이익 삼성생명 지분 매각차익 제외
자료: 이마트, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	13,640.0	14,777.9	15,970.7	17,465.1	18,918.5
매출원가	9,843.8	10,623.9	11,426.0	12,477.7	13,564.5
매출총이익	3,796.2	4,154.0	4,544.7	4,987.4	5,354.0
판매비	3,292.4	3,607.1	4,004.9	4,312.5	4,575.0
영업이익	503.8	546.9	539.8	674.9	778.9
금융손익	244.6	(68.0)	(27.7)	(40.5)	(35.7)
중속/관계기업손익	6.9	18.5	20.1	59.8	71.9
기타영업외손익	(61.6)	(15.5)	183.4	(8.7)	(7.9)
세전이익	693.8	481.9	715.5	685.5	807.2
법인세	237.9	100.2	87.6	137.1	161.4
계속사업이익	455.9	381.6	627.9	548.4	645.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	455.9	381.6	627.9	548.4	645.8
비배주주지분 손이익	1.2	5.4	11.8	10.3	12.2
지배주주순이익	454.7	376.2	616.1	538.1	633.6
지배주주지분포괄이익	124.0	382.5	621.0	542.3	638.6
NOPAT	331.0	433.1	473.7	539.9	623.1
EBITDA	937.6	1,003.3	1,006.7	1,151.8	1,265.2
성장성(%)					
매출액증가율	3.7	8.3	8.1	9.4	8.3
NOPAT증가율	(17.6)	30.8	9.4	14.0	15.4
EBITDA증가율	(5.9)	7.0	0.3	14.4	9.8
영업이익증가율	(13.6)	8.6	(1.3)	25.0	15.4
(지배주주)순이익증가율	56.8	(17.3)	63.8	(12.7)	17.7
EPS증가율	56.8	(17.3)	63.8	(12.7)	17.8
수익성(%)					
매출총이익률	27.8	28.1	28.5	28.6	28.3
EBITDA이익률	6.9	6.8	6.3	6.6	6.7
영업이익률	3.7	3.7	3.4	3.9	4.1
계속사업이익률	3.3	2.6	3.9	3.1	3.4

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
유동자산	1,464.4	1,740.9	2,143.5	2,209.5	2,430.0
금융자산	205.3	318.5	611.2	533.8	614.9
현금성자산	63.4	65.8	338.1	235.2	291.4
매출채권 등	294.4	382.0	412.8	451.5	489.0
재고자산	886.1	979.5	1,058.6	1,157.7	1,254.0
기타유동자산	78.6	60.9	60.9	66.5	72.1
비유동자산	13,029.4	13,687.3	13,873.5	14,101.1	14,262.3
투자자산	2,391.7	2,516.3	2,719.4	2,973.9	3,221.3
금융자산	1,938.0	2,043.3	2,208.2	2,414.8	2,615.8
유형자산	9,805.4	9,709.2	9,712.4	9,702.1	9,629.4
무형자산	383.2	398.6	378.5	361.9	348.4
기타비유동자산	449.1	1,063.2	1,063.2	1,063.2	1,063.2
자산총계	14,493.8	15,428.2	16,017.0	16,310.6	16,692.4
유동부채	3,934.5	4,001.4	4,489.2	4,844.7	5,193.2
금융부채	1,469.1	1,389.6	1,673.5	1,773.5	1,873.5
매입채무 등	1,701.3	1,836.1	1,984.3	2,169.9	2,350.5
기타유동부채	764.1	775.7	831.4	901.3	969.2
비유동부채	3,319.9	3,302.6	2,818.4	2,250.8	1,680.9
금융부채	2,645.5	2,487.8	1,937.8	1,287.8	637.8
기타비유동부채	674.4	814.8	880.6	963.0	1,043.1
부채총계	7,254.4	7,304.0	7,307.6	7,095.5	6,874.1
지배주주지분	6,986.1	7,696.2	8,270.5	8,766.7	9,358.5
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0
자본조정	(39.7)	338.9	338.9	338.9	338.9
기타포괄이익누계액	996.2	1,022.9	1,022.9	1,022.9	1,022.9
이익잉여금	1,653.2	1,957.9	2,532.2	3,028.5	3,620.3
비지배주주지분	253.3	428.0	438.9	448.4	459.7
자본총계	7,239.4	8,124.2	8,709.4	9,215.1	9,818.2
순금융부채	3,909.2	3,558.9	3,000.1	2,527.4	1,896.3

투자지표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	16,312	13,497	22,102	19,302	22,731
BPS	250,707	276,181	296,783	314,586	335,818
CFPS	29,557	38,824	44,756	42,192	46,324
EBITDAPS	33,635	35,992	36,114	41,318	45,386
SPS	489,313	530,132	572,923	626,531	678,670
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	11.6	13.6	12.3	15.5	13.2
PBR	0.8	0.7	0.9	1.0	0.9
PCFR	6.4	4.7	6.1	7.1	6.5
EV/EBITDA	10.1	9.1	10.9	9.8	8.5
PSR	0.4	0.3	0.5	0.5	0.4
재무비율(%)					
ROE	6.5	5.1	7.7	6.3	7.0
ROA	3.2	2.5	3.9	3.3	3.8
ROIC	3.6	4.6	5.1	5.9	7.0
부채비율	100.2	89.9	83.9	77.0	70.0
순부채비율	54.0	43.8	34.4	27.4	19.3
이자보상배율(배)	4.0	4.8	4.7	7.1	9.7

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	733.9	743.6	1,254.7	1,219.8	1,321.2
당기순이익	455.9	381.6	627.9	548.4	645.8
조정	407.2	567.2	467.0	476.9	486.2
감가상각비	433.8	456.5	466.9	476.9	486.2
외환거래손익	34.4	34.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(9.2)	(18.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(51.8)	94.7	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(129.2)	(205.2)	159.8	194.5	189.2
투자활동 현금흐름	(1,003.9)	(924.1)	(674.4)	(730.9)	(673.2)
투자자산감소(증가)	66.6	(106.1)	(204.0)	(255.3)	(248.4)
유형자산감소(증가)	(984.3)	(560.8)	(450.0)	(450.0)	(400.0)
기타	(86.2)	(257.2)	(20.4)	(25.6)	(24.8)
재무활동 현금흐름	279.1	184.6	(308.0)	(591.8)	(591.8)
금융부채증가(감소)	244.6	(237.1)	(266.2)	(550.0)	(550.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	78.9	473.7	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(44.4)	(52.0)	(41.8)	(41.8)	(41.8)
현금의 증감	2.9	2.4	272.3	(102.9)	56.2
Unlevered CFO	823.9	1,082.2	1,247.6	1,176.1	1,291.3
Free Cash Flow	(272.5)	143.4	304.7	269.8	421.2

2018년 2월 20일

신세계(004170)

돋보이는 차별적 경쟁력

4분기 영업이익 YoY 44% 증가

4분기 신세계 연결 매출과 영업이익은 각각 전년동기 대비 25%, 44% 성장한 1조 940억원과 1,520억원으로 시장기대치(OP 1,280억원)을 크게 상회하는 양호한 실적을 기록했다. 백화점 사업부문이 선전했다. 기존점 성장률 YoY 1.9%, 영업이익은 910억원으로 YoY 16%나 증가했다. 대구점은 오픈 1년 만에 흑자 전환(OP 60억원)한 점은 특히 고무적이다.

백화점 내 차별적 실적: 점포 형태 차이, 높은 온라인 비중

경쟁사 대비 차별적인 실적 개선은, 첫째, 점포 형태 차이다. 지역 랜드마크 형식 출점이 과거에는 할인 요인으로 작용했으나, 최근 소비패턴 변화에 따른 '리테일먼트(Retailment, 리테일+엔터테일먼트의 약자) 수요 확대는 우호적인 사업 환경이 되고 있다. 둘째, 높은 온라인 채널 비중이다. 신세계의 온라인 매출 비중은 20%에 달한다. 경쟁사들은 10% 내외로 신세계의 절반 수준에 그친다. 2017년 신세계물 매출 성장률은 18%였다. 전체 온라인 쇼핑 시장 성장률(YoY 19%)와 유사한 수준이다. 이러한 온라인 채널 매출과 기여도 차이는 2013년 신세계 통합몰 작업에 따른 사용자 인터페이스 개선, 이마트몰과 시너지, SSG.COM 마케팅 성공 때문으로 분석한다.

목표주가 36→43만원, 투자 의견 '매수' 유지

43만원은 기존 신세계 기업가치에 신세계 통합몰 가치 6천억원(1.2조원의 50% 할인)을 더한 수치다. 1) 백화점 사업 차별적 경쟁력으로 소비경기 회복 수혜 폭이 클 것으로 보이며, 2) 중국 인바운드 회복에 따른 면세점 사업 높은 실적 모멘텀이 기대된다. 3) 중장기적으로 신세계 통합몰 사업규모 확대는 추가적인 주가 모멘텀이다. 2018년 연결 영업이익은 YoY 14% 성장한 3,910억원, 1분기 영업이익은 YoY 15% 증가한 890억원 수준으로 추정한다. 현재주가는 12MF PER 12.5배로 여유있는 밸류에이션이다. 비중확대가 유효하다.

Top-picks

BUY

TP(12M): 430,000원(상향) | CP(2월19일): 324,500원

Key Data		Consensus Data	
		2017	2018
KOSPI 지수 (pt)	2,442.82		
52주 최고/최저(원)	358,000/176,500	매출액(십억원)	3,920.1 4,520.8
시가총액(십억원)	3,194.8	영업이익(십억원)	324.7 382.5
시가총액비중(%)	0.27	순이익(십억원)	229.9 278.6
발행주식수(천주)	9,845.2	EPS(원)	20,079 24,022
60일 평균 거래량(천주)	68.8	BPS(원)	347,910 370,818
60일 평균 거래대금(십억원)	21.1		
17년 배당금(예상, 원)	1,250	Stock Price	
17년 배당수익률(예상, %)	0.42		
외국인지분율(%)	25.42		
주요주주 지분율(%)			
이명희 외 2인	28.06		
국민연금	13.41		
추가상승률	1M 6M 12M		
절대	0.5 63.9 78.3		
상대	3.6 58.2 51.9		

Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	2,564.0	2,947.5	3,872.1	4,758.8	5,299.2
영업이익	십억원	262.1	251.4	344.9	391.4	401.5
세전이익	십억원	583.4	415.4	291.9	381.3	395.6
순이익	십억원	402.1	227.1	190.2	253.9	267.0
EPS	원	40,843	23,071	19,319	25,792	27,120
증감률	%	156.7	(43.5)	(16.3)	33.5	5.1
PER	배	5.63	7.63	15.53	12.58	11.97
PBR	배	0.75	0.54	0.86	0.87	0.82
EV/EBITDA	배	11.79	12.21	11.54	10.15	9.20
ROE	%	14.26	7.26	5.72	7.19	7.06
BPS	원	307,447	328,862	346,932	371,475	397,346
DPS	원	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250



Analyst 박중대
02-3771-8544
forword@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

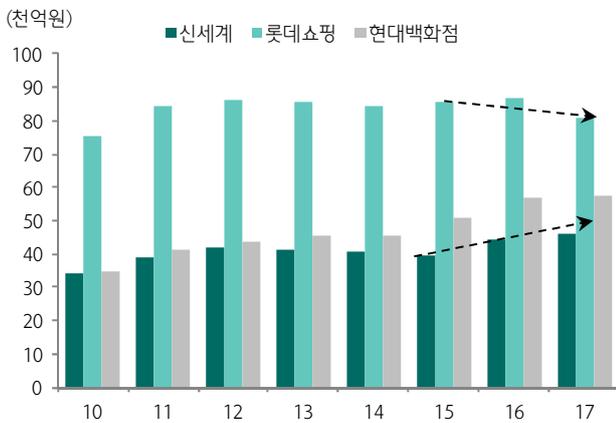
점포 형태 차이: 랜드마크 형식, Retailment 수요 충족

점점 레저/엔터/서비스에 대한 가계 소비비중이 상승하면서 유통업체들은 엔터테인먼트 기능까지 제공하면서 집객을 유도하고 있다. 소비자들의 체류 시간을 늘리는 'Share of time' 이 핵심 중간 과제가 되고 있다. 하남/고양 스타필드와 같은 복합쇼핑몰, 판교 현대백화점 역시 이러한 변화를 단적으로 보여주고 있다. 백화점 3사 가운데 이러한 컨셉에 가장 맞는 업체가 신세계다. 과거에는 무리한 점포 확대방식이었지만, 지금은 합리적 대안이 되고 있는 것이다. 신세계의 동대구점과 현대의 판교점 선전 대비 현대백화점 대구점과 천호점(vs 하남 스타필드)의 지속적인 부진은 이를 단적으로 보여준다.

온라인 채널 비중 20% 우위: 인터페이스/마케팅/이마트몰 시너지

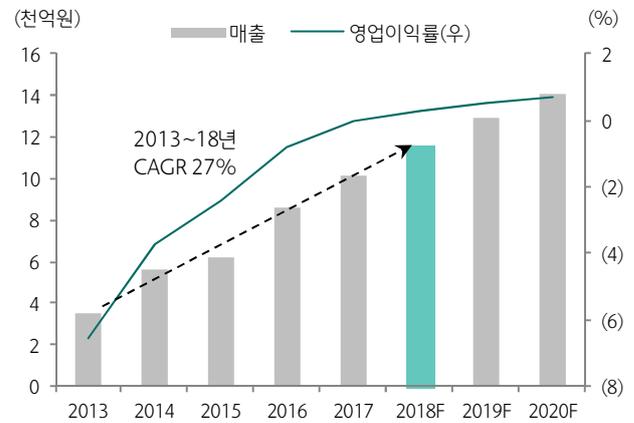
2013년 신세계와 이마트는 서로 다른 회사임에도 불구하고 SSG.com으로 온라인을 통합했다. 초반 많은 시행착오와 실적 부진으로, 비판도 있었지만, 현재 신세계그룹의 모든 온라인 쇼핑은 SSG.com으로 통한다. 반면, 롯데쇼핑과 현대백화점의 백화점과 대형마트, 홈쇼핑 사이트 제각각으로 소비자 입장에서 혼란이 클 수밖에 없다. 이러한 인터페이스 차이는 그룹 내 시너지에서 극명하게 갈린다. 신세계의 온라인몰 매출 비중이 높은 데는 이마트몰의 시너지가 적지 않은 영향을 미쳤을 것으로 쉽게 짐작할 수 있다. 이마트몰은 국내 식품온라인의 압도적 선두에 있으며, 포털화가 진행되고 있다. 이마트몰 상시 접속 사용자 수가 크게 증가하면서 광고수익까지 나오고 있는 상황이다. 이들 사용자들에게 포인트 적립까지 같이 되는 신세계몰은 가격차이가 크게 없다면 공산품 구매도 역시 SSG.com 신세계몰에서 하게 되는 유인이 된다.

그림 1. 2010년 이후 백화점 3사 총매출 규모 비교



자료: 각 사, 하나금융투자

그림 2. 신세계몰 매출과 영업이익률



자료: 신세계, 하나금융투자

통합몰 기업가치 2023년 6.6조원
(PER 30배, PSR 0.9배),
현재가치 할인 2018년 4.1조원

이마트 50%/신세계 30% 지분율
가정시 각각 2.1조원, 1.2조원
시가총액 상승 여력

통합몰의 기업가치는 2023년 예상 당기순익에 30배를 적용한 6.6조원이다. PSR로 0.9배 수준이다. 대형마트 온라인 시장 절대적 시장점유율과 높은 성장 여력, 현재 오카도와 아마존 등 글로벌 온라인 유통업체들의 고 밸류에이션을 감안할 경우 무리한 밸류에이션은 아니다. 연 10% 할인율을 적용 현재가치 할인할 경우 2018년 기준 기업가치는 4.1조원이다. 이마트와 신세계의 지분율이 관건이다. 지분율은 아직 정해진 바 없다. 매출 측면에서는 2017년 기준으로 비슷하며, 오히려 이익 측면에서는 신세계몰이 더 낮다. 성장률은 이마트몰이 더 크다. 자본 측면에서 이마트 물류센터 등이 큰 비중을 차지하고 있다. 자본투자 금액과 성장률, 향후 기여도 등을 감안할 때, 이마트의 지분율이 더 클 것으로 본다. 즉, 이마트가 50% 이상 지분율을 가져가면서 연결로 계상되는 것이다. 이마트와 신세계 지분율을 각각 50%와 30%로 할 경우 이마트가 2.1조원, 신세계가 1.2조원의 시가총액 상승 여력을 갖게 된다.

4분기 영업이익 YoY 44% 증가

표 1. 신세계 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2017년	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2018년
신세계 총매출	1,133	1,111	1,103	1,288	4,634	1,178	1,166	1,158	1,349	4,852
매출액(연결)	917	877	985	1,094	3,872	1,011	1,053	1,308	1,387	4,759
신세계	415	400	404	448	1,666	419	404	412	453	1,688
신세계인터	272	239	269	322	1,102	280	251	280	342	1,153
센트럴시티	63	63	64	67	256	66	66	67	70	269
신세계DF	183	191	271	275	920	256	344	568	591	1,760
영업이익	78	41	74	152	345	89	66	84	152	391
신세계	52	36	40	92	220	53	39	41	88	222
신세계인터	4	4	1	16	26	5	5	1	17	27
센트럴시티	25	14	26	28	93	26	15	27	29	98
신세계DF	(2)	(4)	10	11	15	5	10	17	13	46
세전이익	48	68	64	112	292	87	64	82	149	381
순이익	34	47	44	87	211	64	47	61	110	282
지배주주순이익	25	48	39	78	190	58	42	55	99	254
영업이익률(%)	8.5	4.7	7.5	13.9	8.9	8.8	6.3	6.5	10.9	8.2
세전이익률(%)	5.2	7.8	6.5	10.3	7.5	8.6	6.1	6.3	10.7	8.0
순이익률(%)	2.7	5.5	4.0	7.1	4.9	5.7	4.0	4.2	7.2	5.3

주: 신세계 총매출액은 대구점 포함
자료: 신세계, 하나금융투자

2018년 연결 영업이익 YoY 14%
성장한 3,910억원 추정

표 2. 신세계 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
신세계 총매출	4,430	4,634	4,852	4,723	4,903
매출액(연결)	2,947	3,872	4,759	5,299	5,616
신세계	1,644	1,666	1,688	1,588	1,592
신세계인터	1,021	1,102	1,153	1,213	1,213
센트럴시티	228	256	269	277	286
신세계DF	310	920	1,760	2,347	2,651
영업이익	251	345	391	401	461
신세계	198	220	222	188	195
신세계DF	(52)	15	46	78	114
세전이익	415	292	381	396	459
순이익	323	211	282	297	344
지배주주순이익	133	190	254	267	310
적정시가총액	2,197	3,138	4,190	4,406	5,114
주식수(천주)	9,845	9,845	9,845	9,845	9,845
적정주가(천원)	223	319	426	447	519
적정PER(배)	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
EPS(원)	13,523	19,319	25,792	27,121	31,484
영업이익률(%)	8.5	8.9	8.2	7.6	8.2
총매출 (YoY,%)	11.5	4.6	4.7	(2.7)	3.8
매출 (YoY,%)	15.0	31.4	22.9	11.4	6.0
신세계	10.6	1.3	1.3	(5.9)	0.2
영업이익 (YoY,%)	(4.1)	37.2	13.5	2.6	14.8
신세계	7.2	11.1	0.8	(14.9)	3.5
순이익 (YoY,%)	71.4	(34.6)	33.5	5.2	16.1

주: 2015/2016년 지배주주순이익은 일회성이익(삼성생명 매각차익, 고속버스터미널 지분법평가이익) 제외한 수치

자료: 신세계, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	2,564.0	2,947.5	3,872.1	4,758.8	5,299.2
매출원가	929.4	1,057.4	1,559.1	1,919.0	2,140.1
매출총이익	1,634.6	1,890.1	2,313.0	2,839.8	3,159.1
판매비	1,372.5	1,638.7	1,968.1	2,448.4	2,757.7
영업이익	262.1	251.4	344.9	391.4	401.5
금융손익	(27.1)	(26.0)	(67.2)	(33.9)	(30.5)
중속/관계기업손익	28.9	186.9	10.2	22.2	23.0
기타영업외손익	319.4	3.2	4.0	1.6	1.6
세전이익	583.4	415.4	291.9	381.3	395.6
법인세	150.2	92.1	80.6	99.1	98.9
계속사업이익	433.2	323.4	211.3	282.1	296.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	433.2	323.4	211.3	282.1	296.7
비배주주지분 손익	31.1	96.2	21.1	28.2	29.7
지배주주순이익	402.1	227.1	190.2	253.9	267.0
지배주주지분포괄이익	106.9	232.1	149.6	199.8	210.1
NOPAT	194.6	195.7	249.7	289.6	301.1
EBITDA	437.6	460.1	539.9	573.7	572.1
성장성(%)					
매출액증가율	2.9	15.0	31.4	22.9	11.4
NOPAT증가율	(4.4)	0.6	27.6	16.0	4.0
EBITDA증가율	(0.9)	5.1	17.3	6.3	(0.3)
영업이익증가율	(4.1)	(4.1)	37.2	13.5	2.6
(지배주주)순이익증가율	156.8	(43.5)	(16.2)	33.5	5.2
EPS증가율	156.7	(43.5)	(16.3)	33.5	5.1
수익성(%)					
매출총이익률	63.8	64.1	59.7	59.7	59.6
EBITDA이익률	17.1	15.6	13.9	12.1	10.8
영업이익률	10.2	8.5	8.9	8.2	7.6
계속사업이익률	16.9	11.0	5.5	5.9	5.6

투자지표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	40,843	23,071	19,319	25,792	27,120
BPS	307,447	328,862	346,932	371,475	397,346
CFPS	46,565	50,225	49,988	53,055	48,348
EBITDAPS	44,445	46,735	54,839	58,275	58,108
SPS	260,430	299,384	393,302	483,363	538,258
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
주기지표(배)					
PER	5.6	7.6	15.5	12.6	12.0
PBR	0.7	0.5	0.9	0.9	0.8
PCFR	4.9	3.5	6.0	6.1	6.7
EV/EBITDA	11.8	12.2	11.5	10.2	9.2
PSR	0.9	0.6	0.8	0.7	0.6
재무비율(%)					
ROE	14.3	7.3	5.7	7.2	7.1
ROA	5.1	2.5	1.8	2.3	2.3
ROIC	4.0	3.4	4.0	5.0	5.6
부채비율	95.0	112.1	120.0	119.8	120.5
순부채비율	45.7	51.7	37.0	22.1	10.3
이자보상배율(배)	3.9	4.0	4.9	6.4	7.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
유동자산	588.7	987.5	1,647.4	2,081.1	2,704.9
금융자산	66.2	229.4	651.5	857.1	1,341.9
현금성자산	44.3	78.3	453.0	613.3	1,070.4
매출채권 등	201.2	296.1	389.0	478.1	532.4
재고자산	287.9	392.6	515.7	633.8	705.8
기타유동자산	33.4	69.4	91.2	112.1	124.8
비유동자산	7,329.4	8,967.0	9,098.6	9,229.5	9,249.8
투자자산	1,327.0	1,041.3	1,367.9	1,681.1	1,872.1
금융자산	834.1	767.6	1,008.4	1,239.4	1,380.1
유형자산	5,194.3	6,625.6	6,443.7	6,272.6	6,111.6
무형자산	273.9	304.3	291.2	279.9	270.3
기타비유동자산	534.2	995.8	995.8	995.9	995.8
자산총계	7,918.2	9,954.5	10,746.0	11,310.6	11,954.7
유동부채	1,906.8	2,435.0	2,894.9	3,069.1	3,417.2
금융부채	522.1	757.0	709.6	397.2	448.8
매입채무 등	888.9	1,187.1	1,559.5	1,916.6	2,134.3
기타유동부채	495.8	490.9	625.8	755.3	834.1
비유동부채	1,950.5	2,826.6	2,967.5	3,096.4	3,116.4
금융부채	1,399.4	1,899.4	1,749.4	1,599.4	1,449.4
기타비유동부채	551.1	927.2	1,218.1	1,497.0	1,667.0
부채총계	3,857.3	5,261.6	5,862.4	6,165.5	6,533.6
지배주주지분	3,023.3	3,234.1	3,412.0	3,653.7	3,908.4
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	400.0	399.9	399.9	399.9	399.9
자본조정	313.7	313.7	313.7	313.7	313.7
기타포괄이익누계액	361.5	371.3	371.3	371.3	371.3
이익잉여금	1,898.9	2,100.0	2,277.9	2,519.5	2,774.2
비지배주주지분	1,037.6	1,458.8	1,471.6	1,491.4	1,512.7
자본총계	4,060.9	4,692.9	4,883.6	5,145.1	5,421.1
순금융부채	1,855.3	2,427.0	1,807.5	1,139.5	556.2

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	278.6	338.7	958.2	993.4	786.3
당기순이익	433.2	323.4	211.3	282.1	296.7
조정	(105.7)	(11.7)	186.5	173.9	162.0
감가상각비	175.4	208.7	195.0	182.4	170.6
외환거래손익	3.8	4.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(28.9)	(186.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(256.0)	(37.6)	(8.5)	(8.5)	(8.6)
영업활동 자산부채 변동	(48.9)	27.0	560.4	537.4	327.6
투자활동 현금흐름	(150.8)	(895.6)	(382.4)	(367.0)	(227.0)
투자자산감소(증가)	247.9	448.9	(335.0)	(321.6)	(199.3)
유형자산감소(증가)	(616.5)	(665.0)	0.0	0.0	0.0
기타	217.8	(679.5)	(47.4)	(45.4)	(27.7)
재무활동 현금흐름	(152.0)	590.9	(201.1)	(466.1)	(102.2)
금융부채증가(감소)	(516.5)	734.9	(197.4)	(462.3)	(98.5)
자본증가(감소)	(0.7)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	369.7	(134.9)	0.0	(0.1)	(0.0)
배당지급	(4.5)	(9.0)	(3.7)	(3.7)	(3.7)
현금의 증감	(24.2)	34.0	374.7	160.3	457.1
Unlevered CFO	458.4	494.5	492.1	522.3	476.0
Free Cash Flow	(341.3)	(453.8)	958.2	993.4	786.3

2018년 2월 20일

코스맥스(192820)

2018년 차별적 실적 모멘텀 주목

4분기 실적발표로 불확실성 해소

4분기 실적발표를 통해 코스맥스는 두 가지 불확실성을 완화시켰다. 중국 사업 매출이 YoY 37%나 성장하면서 3분기 실적발표 후 제기되었던 우려를 해소시켰다. 미국 법인은 3분기에 이어 2개 분기 연속 손실 폭을 줄였다. 4분기는 40억원 이상 손실이 감소한 것으로 추정된다.

2018년도는 1) 국내외 매출 회복, 2) 고정비 부담 완화, 3) 투자 축소의 전형적인 투자회수기 진입 국면으로 전환이 가능할 전망이다.

2018년 영업이익 YoY 87% 높은 실적 모멘텀 예상

코스맥스는 지난 3년 동안 중국을 비롯한 글로벌 투자를 확대하면서 세계 화장품 ODM 시장점유율 1위로 올라섰지만, 지속적인 Capex 확대는 재무 부담으로 작용해왔다. 특히 2017년에는 영업이익이 YoY 33%나 감익하는 부진을 보였다. 2018년 본격적인 투자회수기로 접어들면서 가파른 실적 개선이 기대된다.

2018년 연결 매출과 영업이익은 각각 전년대비 32%, 87% 증가한 1조 1,690억원과 660억원 수준으로 추정한다. 누월드 인수 효과까지 외형성장률을 제고시킬 전망이며, 영업이익률은 5.6%로 전년대비 YoY 1.6%p 상승하는 것이다. 기저효과로 국내 사업 수익성 개선, 미국 법인(USA) 정상화로 손실폭 축소(YoY +90억원) 때문이다. 회사측은 2018년도 수익성 개선에 역량을 집중할 계획이다.

목표주가 14→15.4만원, 투자이견 '매수' 유지

15.4만원은 12MF PER 33배다. 1) 글로벌 시장점유율 1위의 압도적인 기술력과 네트워크를 기반으로, 2) 중국/미국/아세안 지역으로 사업 권역 확대를 통한 높은 성장 여력과 실적 가시성이 돋보이며, 3) 2018년도 이후 본격적인 투자 회수기 진입으로 가파른 이익 개선 가능성이 매력적이다. 현재주가는 12MF PER 28배로 2017년~20년 CAGR EPS 67%의 높은 성장률을 감안하면 부담스런 수준은 아니다. 비중확대가 유효하다.

Top-picks

BUY

TP(12M): 154,000원(상향) | CP(2월19일): 129,000원

Key Data		Consensus Data	
		2017	2018
KOSPI 지수 (pt)	2,442.82		
52주 최고/최저(원)	158,500/102,500	매출액(십억원)	887.5 1,174.2
시가총액(십억원)	1,296.4	영업이익(십억원)	35.9 61.8
시가총액비중(%)	0.11	순이익(십억원)	18.9 37.7
발행주식수(천주)	10,049.5	EPS(원)	2,122 4,092
60일 평균 거래량(천주)	99.7	BPS(원)	23,038 26,012
60일 평균 거래대금(십억원)	12.5		
17년 배당금(예상, 원)	1,000	Stock Price	
17년 배당수익률(예상, %)	0.85		
외국인지분율(%)	23.51		
주요주주 지분율(%)			
코스맥스비티아이 외 4인	26.03		
국민연금	10.05		
추가상승률	1M 6M 12M		
절대	(3.7) 10.3 (7.5)		
상대	(0.7) 6.4 (21.2)		

Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	533.3	757.0	883.9	1,169.2	1,368.5
영업이익	십억원	35.9	52.6	35.1	65.8	87.1
세전이익	십억원	29.5	46.5	25.3	58.8	82.2
순이익	십억원	21.2	34.8	17.1	43.0	63.1
EPS	원	2,297	3,752	1,699	4,276	6,277
증감률	%	5.9	63.3	(54.7)	151.7	46.8
PER	배	78.11	31.85	68.87	30.17	20.55
PBR	배	16.92	5.69	5.39	5.16	4.26
EV/EBITDA	배	40.93	19.20	29.60	20.08	15.89
ROE	%	23.78	22.53	7.96	18.33	22.74
BPS	원	10,606	21,013	21,712	24,988	30,266
DPS	원	700	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 박중대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

주가 모멘텀 요인

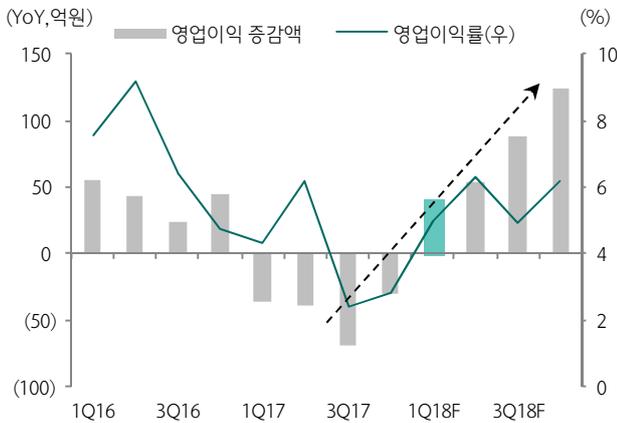
- 불확실성 해소
- 1분기 긍정적 실적전망
- 밸류에이션 여유

4분기 실적 발표 후 코스맥스 주가는 9% 상승했다. 당분간 양호한 주가 모멘텀을 예상한다. 첫째, 4분기 기대치 부합하는 실적을 내면서 2018년 기대감을 높였다. 특히, 중국 우려했던 중국 사업 매출이 YoY 36%나 성장했고, 미국 법인은 손실 규모가 줄었다. 두 가지 불확실성 요인이 해소되면서 2018년 실적 가시성을 높였다. 코스맥스는 2018년 영업이익이 YoY 66%나 증가하면서 본격적인 투자회수기 진입이 예상된다.

둘째, 1분기 실적 전망이다. 전년도 낮은 베이스와 해외법인 견조한 실적 개선으로 1분기부터 YoY 40% 이상 높은 이익 개선을 기대할 수 있다.

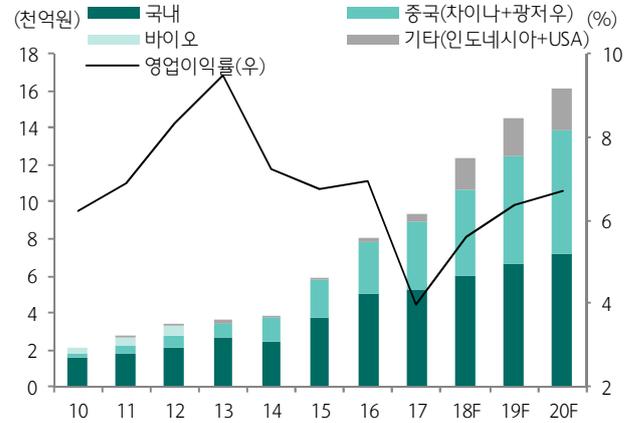
셋째, 밸류에이션 여유다. 그 동안 주가 하락으로 밸류에이션 여유가 생겼다. 12MF PER 30배 수준을 기준으로 단기 20%(2월 13일 기준) 가까이 주가 상승 여력이 생긴 것이다.

그림 1. 코스맥스 분기별 영업이익 증감과 영업이익률



자료: 코스맥스, 하나금융투자

그림 2. 코스맥스 연간 영업이익과 영업이익률



자료: 코스맥스, 하나금융투자

표 1. 코스맥스 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

4분기 연결기준 매출과 영업이익은 각각 전년동기 대비 12% 증가, 33% 감소한 2,240억원과 64억원 시장기대치(OP 69억원) 부합

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	219.1	232.3	208.5	224.0	883.9	268.3	312.4	284.0	304.5	1,169.2
국내	142.3	137.7	119.2	129.0	528.2	148.8	160.2	144.5	150.4	603.7
중국	75.5	103.4	86.2	98.7	363.8	97.2	135.1	112.6	118.1	463.0
미국/인도네시아	10.1	8.2	14.3	14.5	47.1	38.5	36.0	44.1	54.4	173.1
영업이익	9.4	14.3	5.0	6.4	35.1	13.4	19.7	13.9	18.7	65.8
국내	8.0	7.0	2.4	1.5	18.8	8.2	8.5	5.8	5.9	28.4
중국	6.7	10.4	4.0	8.4	29.6	7.6	10.7	9.1	11.2	38.6
미국/인도네시아	(4.9)	(5.0)	(4.1)	(2.8)	(16.8)	(1.3)	(1.2)	(2.3)	1.4	(3.5)
세전이익	4.5	14.6	3.9	2.2	25.3	11.7	17.9	12.2	17.0	58.8
당기순이익	2.5	9.5	2.9	0.6	15.5	7.8	11.9	8.1	11.3	39.1
지배주주순이익	3.4	10.5	3.3	(0.2)	17.1	8.5	13.1	8.9	12.4	43.0
영업이익률(%)	4.3	6.2	2.4	2.8	4.0	5.0	6.3	4.9	6.2	5.6
국내	5.6	5.1	2.0	1.1	3.6	5.5	5.3	4.0	3.9	4.7
중국	8.9	10.1	4.6	8.5	8.1	7.8	7.9	8.1	9.5	8.3
미국/인도네시아	(48.8)	(60.8)	(28.5)	(19.3)	(35.7)	(3.5)	(3.3)	(5.2)	2.6	(2.0)
세전이익률(%)	2.1	6.3	1.9	1.0	2.9	4.4	5.7	4.3	5.6	5.0
순이익률(%)	1.6	4.5	1.6	(0.1)	1.9	3.2	4.2	3.1	4.1	3.7

자료: 코스맥스, 하나금융투자

2018년 영업이익 YoY 87% 높은
실적 모멘텀 예상

표 2. 코스맥스 연간 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	757	884	1,169	1,369	1,531
국내	506	528	604	666	719
중국	278	364	463	582	672
미국/인도네시아	21	47	173	200	227
영업이익	53	35	66	87	103
국내	43	19	28	33	37
중국	26	30	39	49	57
미국/인도네시아	(22)	(17)	(3)	2	7
세전이익	46	25	59	82	100
당기순이익	31	16	39	57	73
지배주주순이익	35	17	43	63	80
적정시가총액	1,255	1,381	1,519	1,671	1,838
주식수(천주)	10,050	10,050	10,050	10,050	10,050
적정주가(원)	124,914	137,406	151,147	166,261	182,887
적정PER(배)	36.1	80.9	35.3	26.5	23.0
EPS(원)	3,461	1,699	4,276	6,277	7,952
영업이익률(%)	7.0	4.0	5.6	6.4	6.7
국내	8.6	3.6	4.7	5.0	5.2
중국	9.3	8.1	8.3	8.4	8.5
미국/인도네시아	(109.3)	(35.7)	(2.0)	1.1	3.0
매출액(YoY,%)	41.9	16.8	32.3	17.0	11.9
국내	35.7	4.5	14.3	10.4	8.0
중국	37.6	30.9	27.3	25.7	15.4
미국/인도네시아	476.5	129.1	267.8	15.7	13.1
영업이익(YoY,%)	46.4	(33.2)	87.1	32.5	18.1
국내	52.2	(56.6)	51.0	17.4	12.3
중국	43.1	14.6	30.5	27.0	16.9
미국/인도네시아	79.3	(25.2)	(79.4)	(162.3)	212.6
순이익(YoY,%)	66.5	(50.6)	151.7	46.8	26.7

자료: 코스맥스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	533.3	757.0	883.9	1,169.2	1,368.5
매출원가	445.2	638.9	775.7	1,007.9	1,171.4
매출총이익	88.1	118.1	108.2	161.3	197.1
판매비	52.2	65.5	73.1	95.6	110.0
영업이익	35.9	52.6	35.1	65.8	87.1
금융손익	(5.5)	(5.6)	(8.4)	(6.9)	(5.6)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타영업외손익	(1.0)	(0.6)	(1.4)	0.1	0.8
세전이익	29.5	46.5	25.3	58.8	82.2
법인세	10.6	15.0	9.7	19.7	24.8
계속사업이익	18.9	31.4	15.5	39.1	57.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	18.9	31.4	15.5	39.1	57.4
비배주주지분 손익	(2.4)	(3.3)	(1.6)	(3.9)	(5.7)
지배주주순이익	21.2	34.8	17.1	43.0	63.1
지배주주지분포괄이익	21.5	27.9	17.9	45.0	66.0
NOPAT	23.0	35.6	21.6	43.7	60.8
EBITDA	45.1	65.2	46.8	76.6	97.2
성장성(%)					
매출액증가율	59.7	41.9	16.8	32.3	17.0
NOPAT증가율	32.2	54.8	(39.3)	102.3	39.1
EBITDA증가율	46.0	44.6	(28.2)	63.7	26.9
영업이익증가율	47.7	46.5	(33.3)	87.5	32.4
(지배주주)순이익증가율	27.7	64.2	(50.9)	151.5	46.7
EPS증가율	5.9	63.3	(54.7)	151.7	46.8
수익성(%)					
매출총이익률	16.5	15.6	12.2	13.8	14.4
EBITDA이익률	8.5	8.6	5.3	6.6	7.1
영업이익률	6.7	6.9	4.0	5.6	6.4
계속사업이익률	3.5	4.1	1.8	3.3	4.2

투자지표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	2,297	3,752	1,699	4,276	6,277
BPS	10,606	21,013	21,712	24,988	30,266
CFPS	5,537	8,001	4,419	7,741	10,064
EBITDAPS	4,872	7,029	4,657	7,621	9,669
SPS	57,665	81,656	87,960	116,347	136,177
DPS	700	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	78.1	31.8	68.9	30.2	20.5
PBR	16.9	5.7	5.4	5.2	4.3
PCFR	32.4	14.9	26.5	16.7	12.8
EV/EBITDA	40.9	19.2	29.6	20.1	15.9
PSR	3.1	1.5	1.3	1.1	0.9
재무비율(%)					
ROE	23.8	22.5	8.0	18.3	22.7
ROA	5.6	6.3	2.4	5.2	6.2
ROIC	8.8	10.3	5.2	9.3	11.5
부채비율	354.8	221.2	255.5	271.0	294.2
순부채비율	196.7	86.5	101.0	103.8	90.8
이자보상배율(배)	6.3	7.6	4.5	7.9	9.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
유동자산	256.0	396.2	496.0	642.0	890.8
금융자산	20.8	70.4	54.9	38.8	57.1
현금성자산	17.1	68.3	52.4	35.6	53.3
매출채권 등	144.5	191.9	278.3	403.5	585.1
재고자산	84.0	125.1	152.7	186.3	232.8
기타유동자산	6.7	8.8	10.1	13.4	15.8
비유동자산	182.9	269.7	260.5	255.2	249.0
투자자산	3.9	14.7	17.1	22.6	26.5
금융자산	3.9	13.5	15.8	20.9	24.5
유형자산	162.6	235.9	224.7	214.3	204.6
무형자산	5.4	5.6	5.2	4.7	4.3
기타비유동자산	11.0	13.5	13.5	13.6	13.6
자산총계	438.9	665.9	756.5	897.2	1,139.7
유동부채	296.3	384.0	466.6	572.6	763.9
금융부채	176.8	190.0	210.0	230.0	260.0
매입채무 등	108.3	174.1	235.0	317.3	476.0
기타유동부채	11.2	19.9	21.6	25.3	27.9
비유동부채	46.1	74.6	77.2	82.8	86.7
금융부채	33.8	59.7	59.7	59.7	59.7
기타비유동부채	12.3	14.9	17.5	23.1	27.0
부채총계	342.4	458.6	543.7	655.4	850.6
지배주주지분	97.8	210.9	218.0	250.9	303.9
자본금	4.5	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	59.8	151.1	151.1	151.1	151.1
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	1.8	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
이익잉여금	31.9	58.1	65.1	98.0	151.1
비지배주주지분	(1.3)	(3.6)	(5.2)	(9.1)	(14.8)
자본총계	96.5	207.3	212.8	241.8	289.1
순금융부채	189.9	179.3	214.8	250.9	262.6

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	(6.5)	23.5	(23.0)	(20.5)	2.2
당기순이익	18.9	31.4	15.5	39.1	57.4
조정	14.8	23.0	11.7	10.8	10.0
감가상각비	9.1	12.5	11.7	10.8	10.1
외환거래손익	1.4	(1.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	4.3	12.0	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(40.2)	(30.9)	(50.2)	(70.4)	(65.2)
투자활동 현금흐름	(47.1)	(97.5)	(2.8)	(6.3)	(4.4)
투자자산감소(증가)	(0.3)	(10.8)	(2.5)	(5.5)	(3.9)
유형자산감소(증가)	(43.2)	(88.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(3.6)	1.5	(0.3)	(0.8)	(0.5)
재무활동 현금흐름	60.2	124.9	10.0	10.0	20.0
금융부채증가(감소)	65.6	39.1	20.0	20.0	30.0
자본증가(감소)	0.0	91.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.9)	0.3	0.0	0.0	0.0
배당지급	(4.5)	(6.3)	(10.0)	(10.0)	(10.0)
현금의 증감	6.6	51.1	(15.9)	(16.9)	17.8
Unlevered CFO	51.2	74.2	44.4	77.8	101.1
Free Cash Flow	(50.0)	(66.1)	(23.0)	(20.5)	2.2

2018년 2월 20일

연우(115960)

2018년 수익성 정상화 주목

4분기 영업이익 YoY 31% 감소

4분기 별도 기준 영업이익은 22억원으로 시장기대치(37억원)를 크게 하회하는 어닝쇼크를 기록했으나, 내용은 긍정적이다. 아모레퍼시픽 향 수주가 크게 증가하면서 재고 확충을 위한 외주가 공비(29억원 추정)가 큰 폭 증가한 영향이다. 이를 제외할 경우 기대치 넘어서는 양호한 실적이다. 내수 매출이 YoY 2% 증가세로 돌아선 점도 긍정적이다. 2018년 1분기 아모레퍼시픽 향 매출은 190억원 수준으로 역대 최고치에 이를 전망이다. 2018년 도 실적 개선 가능성이 높아졌다.

2018년 영업이익 YoY 116% 증가 전망

2018년도 매출은 2,610억원(YoY 14%)으로 역대 최대 규모를 달성할 것으로 추정한다. 내수와 수출이 각각 YoY 15% 성장할 것으로 예상된다. 전년도 Capa 증설에 대한 고정비 및 외주가공비 부담 완화로 영업이익은 196억원(YoY 116%, OPM 7.5%)까지 증가할 것으로 예상된다. 이는 중국 인바운드를 전년도 수준 가정한 것으로 중국 인바운드 회복 정도에 따라 추가적인 매출 확대 및 이익 개선을 기대할 수 있다.

목표주가 3.8만원, 투자이견 '매수' 유지

최근 펀더멘탈과 무관한 시장 수급 이슈로 주가는 12MF PER 21.4배까지 내려갔다. 1) 높은 기술력과 진입장벽을 기반으로 2) 국내외 메이저 브랜드 향 지속적인 매출 증가가 기대된다. 3) 국내외 Capa 증설 및 중국 화장품 시장 프리미엄화로 중장기 높은 성장 여력을 보유하고 있다. 중국 인바운드 회복에 따른 추가적인 실적 개선으로 내수 실적뿐 아니라 밸류에이션 회복에 의한 주가 모멘텀을 기대할 수 있다. 저점 매수가 유효하다.

Top-Picks

BUY

| TP(12M): 38,000원 | CP(2월19일): 29,350원

Key Data		Consensus Data		
		2017	2018	
KOSDAQ 지수 (pt)	875.81			
52주 최고/최저(원)	36,050/22,550	매출액(십억원)	229.2	264.5
시가총액(십억원)	363.9	영업이익(십억원)	10.6	19.2
시가총액비중(%)	0.13	순이익(십억원)	10.0	14.5
발행주식수(천주)	12,398.0	EPS(원)	807	1,170
60일 평균 거래량(천주)	69.2	BPS(원)	15,252	16,422
60일 평균 거래대금(십억원)	2.2			
17년 배당금(예상, 원)	0	Stock Price		
17년 배당수익률(예상, %)	0.00			
외국인지분율(%)	13.73			
주요주주 지분율(%)				
기중현 외 1인	61.35			
PKG Group, LLC	6.83			
주가상승률	1M	6M	12M	
절대	(11.5)	13.5	(7.4)	
상대	(11.0)	(16.6)	(34.6)	

Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	십억원	199.1	235.1	228.7	261.2	293.7
영업이익	십억원	18.9	24.9	9.1	19.6	24.9
세전이익	십억원	19.1	26.2	7.6	20.4	25.7
순이익	십억원	15.3	20.9	8.0	16.3	20.6
EPS	원	1,466	1,688	646	1,316	1,659
증감률	%	68.9	15.1	(61.7)	103.7	26.1
PER	배	27.77	22.84	46.62	22.31	17.69
PBR	배	3.17	2.67	1.99	1.79	1.62
EV/EBITDA	배	16.54	12.80	17.99	11.16	9.01
ROE	%	12.42	12.36	4.37	8.35	9.62
BPS	원	12,858	14,449	15,095	16,410	18,070
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 박중대
02-3771-8544
forword@hanafn.com

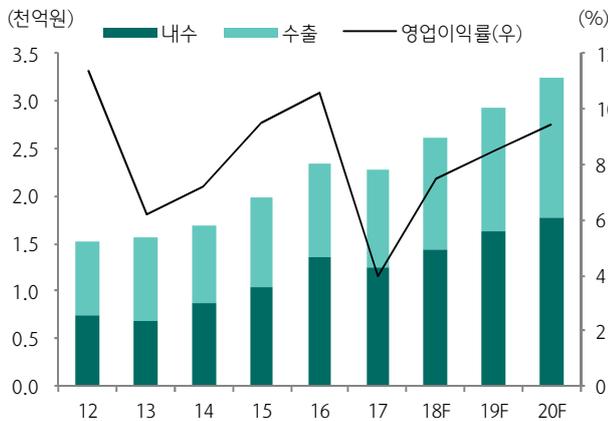
RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

2016년 Capa 증설 고정비 부담 증가
but 매출 저하로 수익성 급락
2018년 가파른 회복 전망

4분기 실적에서 긍정적인 점은 아모레퍼시픽 향 매출의 뚜렷한 회복세다. 해외 수출 저하가 아쉬움이 있지만, 환율 하락 영향 매출 일부 지연 등을 감안하면 지나치게 우려할 사항은 아니다. 연우는 2016년 이후 역대 최대 규모 Capa 증설로 고정비 부담이 크게 증가했다. 2014년 대비 원가와 판매비 각각 40%, 48% 증가했다. 반면, 매출은 사드 보복 조치 영향 등으로 36% 증가에 그쳤다. 주요 바이어 매출 저하로 저마진 제품 매출 비중이 상승하면서 영업이익률은 2016년 10.6%에서 2017년 4%까지 하락했다.

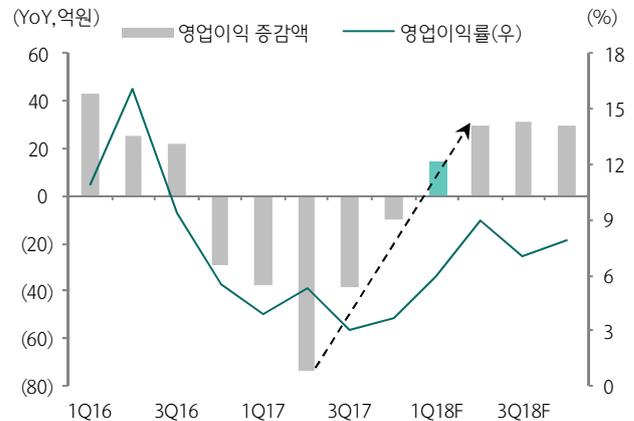
2018년 매출 회복을 기반으로 1) 고정비 부담 완화(Capa 증설 완료), 2) 외주생산비용 절감, 3) 아모레퍼시픽 등 고마진 제품 비중 상승으로 영업이익이 YoY 110% 이상 증가하는 높은 실적 모멘텀이 기대된다.

그림 1. 연우 연간 매출과 영업이익률



자료: 연우, 하나금융투자

그림 2. 연우 분기별 영업이익 증감액과 영업이익률



자료: 연우, 하나금융투자

표 1. 연우 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

4분기 영업이익 YoY 31% 감소

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2018F년
매출	56.1	55.4	58.9	58.4	228.7	60.4	65.3	70.3	65.2	261.2
내수	36.7	28.9	26.7	33.7	126.0	38.5	36.1	34.0	36.3	144.9
수출	19.9	25.0	31.6	24.7	101.1	21.9	29.2	36.3	28.9	116.3
영업이익	2.2	2.9	1.8	2.2	9.1	3.6	5.9	4.9	5.2	19.6
순이익	(0.5)	5.7	2.7	0.1	8.0	3.1	4.9	4.1	4.3	16.3
영업이익률(%)	3.9	5.3	3.0	3.7	4.0	6.0	9.0	7.0	7.9	7.5
순이익률(%)	-0.8	10.2	4.6	0.2	3.5	5.1	7.4	5.8	6.6	6.2

자료: 연우, 하나금융투자

표 2. 연우 연간 전망 및 Valuation (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

사드 보복 조치 소멸에 따른 추가적 실적 개선으로 내수 실적뿐 아니라 밸류에이션 회복에 의한 주가 모멘텀 기대 가능

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	235	229	261	294	324
내수	135	126	145	162	179
수출	100	101	116	131	146
매출총이익	45	30	40	47	53
영업이익	25	9	20	25	31
세전이익	26	8	20	26	31
당기순이익	21	8	16	21	25
적정시가총액	394	434	477	525	577
주식수(천주)	12,398	12,398	12,398	12,398	12,398
적정주가(원)	31,800	34,980	38,477	42,325	46,558
적정PER(배)	19	54	29	26	23
EPS(원)	1,688	646	1,316	1,659	2,024
매출액(YoY,%)	18.1	-2.7	14.2	12.4	10.4
내수	29.0	-6.9	15.0	12.0	10.0
수출	5.9	1.5	15.0	13.0	11.0
영업이익(YoY,%)	32.2	-63.6	116.0	27.2	22.7
순이익(YoY,%)	37.0	-61.8	103.8	26.1	22.0
영업이익률	10.6	4.0	7.5	8.5	9.4
세전이익률	11.1	3.3	7.8	8.8	9.7
순이익률	8.9	3.5	6.2	7.0	7.7

자료: 연우, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	199.1	235.1	228.7	261.2	293.7
매출원가	163.0	189.9	198.7	220.7	247.0
매출총이익	36.1	45.2	30.0	40.5	46.7
판매비	17.2	20.2	21.0	20.9	21.9
영업이익	18.9	24.9	9.1	19.6	24.9
금융손익	(0.1)	0.5	(1.8)	0.5	0.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.3	0.7	0.3	0.3	0.3
세전이익	19.1	26.2	7.6	20.4	25.7
법인세	3.8	5.3	(0.4)	4.1	5.1
계속사업이익	15.3	20.9	8.0	16.3	20.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	15.3	20.9	8.0	16.3	20.6
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	15.3	20.9	8.0	16.3	20.6
지배주주지분포괄이익	13.7	19.7	8.0	16.3	20.6
NOPAT	15.1	19.9	9.6	15.7	19.9
EBITDA	29.5	36.8	19.3	28.4	32.6
성장성(%)					
매출액증가율	18.0	18.1	(2.7)	14.2	12.4
NOPAT증가율	55.7	31.8	(51.8)	63.5	26.8
EBITDA증가율	38.5	24.7	(47.6)	47.2	14.8
영업이익증가율	56.2	31.7	(63.5)	115.4	27.0
(지배주주)순이익증가율	75.9	36.6	(61.7)	103.8	26.4
EPS증가율	68.9	15.1	(61.7)	103.7	26.1
수익성(%)					
매출총이익률	18.1	19.2	13.1	15.5	15.9
EBITDA이익률	14.8	15.7	8.4	10.9	11.1
영업이익률	9.5	10.6	4.0	7.5	8.5
계속사업이익률	7.7	8.9	3.5	6.2	7.0

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
유동자산	86.5	86.9	92.3	111.1	135.9
금융자산	41.4	30.6	37.5	48.5	65.5
현금성자산	37.9	26.4	33.4	43.9	60.4
매출채권 등	30.6	33.9	33.0	37.6	42.3
재고자산	13.4	19.7	19.1	21.8	24.6
기타유동자산	1.1	2.7	2.7	3.2	3.5
비유동자산	125.7	149.2	138.8	130.3	123.0
투자자산	5.7	6.9	6.7	7.0	7.4
금융자산	5.7	2.2	2.1	2.4	2.7
유형자산	103.8	127.0	117.2	108.6	101.2
무형자산	2.4	1.8	1.4	1.1	0.9
기타비유동자산	13.8	13.5	13.5	13.6	13.5
자산총계	212.1	236.1	231.0	241.3	258.9
유동부채	33.1	33.7	25.8	20.8	18.8
금융부채	12.8	7.7	0.4	(7.5)	(12.5)
매입채무 등	17.1	19.7	19.1	21.8	24.6
기타유동부채	3.2	6.3	6.3	6.5	6.7
비유동부채	19.6	23.3	18.1	17.1	16.0
금융부채	11.6	16.4	11.4	9.4	7.4
기타비유동부채	8.0	6.9	6.7	7.7	8.6
부채총계	52.7	57.0	43.9	37.9	34.9
지배주주지분	159.4	179.1	187.1	203.5	224.0
자본금	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
자본잉여금	67.0	67.0	67.0	67.0	67.0
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	86.2	105.9	113.9	130.2	150.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	159.4	179.1	187.1	203.5	224.0
순금융부채	(17.0)	(6.5)	(25.7)	(46.7)	(70.7)

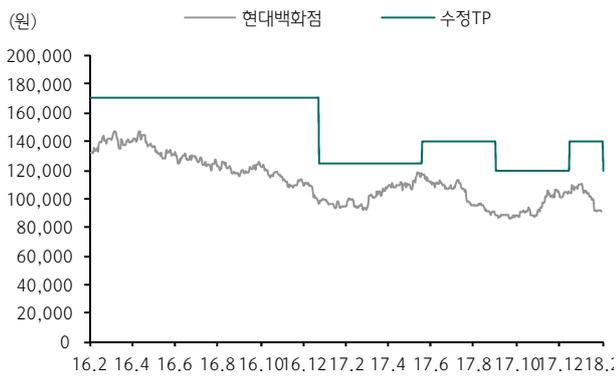
투자지표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	1,466	1,688	646	1,316	1,659
BPS	12,858	14,449	15,095	16,410	18,070
CFPS	3,229	3,516	1,432	2,330	2,637
EBITDAPS	2,828	2,970	1,558	2,294	2,625
SPS	19,094	18,960	18,449	21,069	23,691
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	27.8	22.8	46.6	22.3	17.7
PBR	3.2	2.7	2.0	1.8	1.6
PCFR	12.6	11.0	21.0	12.6	11.1
EV/EBITDA	16.5	12.8	18.0	11.2	9.0
PSR	2.1	2.0	1.6	1.4	1.2
재무비율(%)					
ROE	12.4	12.4	4.4	8.4	9.6
ROA	8.2	9.3	3.4	6.9	8.2
ROIC	11.8	13.4	6.1	10.4	13.5
부채비율	33.1	31.8	23.5	18.6	15.6
순부채비율	(10.6)	(3.6)	(13.7)	(22.9)	(31.5)
이자보상배율(배)	13.7	58.0	28.5	162.7	(845.4)

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	25.2	24.9	19.0	21.3	24.4
당기순이익	15.3	20.9	8.0	16.3	20.6
조정	13.1	18.2	10.2	8.9	7.7
감가상각비	10.6	11.9	10.2	8.8	7.6
외환거래손익	(0.1)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.6	6.7	0.0	0.1	0.1
영업활동 자산부채 변동	(3.2)	(14.2)	0.8	(3.9)	(3.9)
투자활동 현금흐름	(26.0)	(35.7)	0.3	(0.9)	(0.9)
투자자산감소(증가)	(0.9)	(1.1)	0.2	(0.3)	(0.3)
유형자산감소(증가)	(23.4)	(33.4)	0.0	0.0	0.0
기타	(1.7)	(1.2)	0.1	(0.6)	(0.6)
재무활동 현금흐름	32.3	(0.6)	(12.3)	(9.9)	(6.9)
금융부채증가(감소)	(26.9)	(0.4)	(12.3)	(9.9)	(6.9)
자본증가(감소)	59.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	(0.2)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	31.5	(11.4)	7.0	10.4	16.5
Unlevered CFO	33.7	43.6	17.8	28.9	32.7
Free Cash Flow	1.7	(8.6)	19.0	21.3	24.4

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

현대백화점



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.2.20	BUY	120,000		
18.1.3	BUY	140,000	-26.34%	-21.07%
17.9.20	BUY	120,000	-21.73%	-11.67%
17.6.7	BUY	140,000	-25.67%	-16.43%
17.1.11	BUY	125,000	-18.42%	-5.20%
16.3.7	BUY	170,000	-23.95%	-6.18%
15.7.7	Neutral	170,000	-21.40%	-6.18%

롯데하이마트



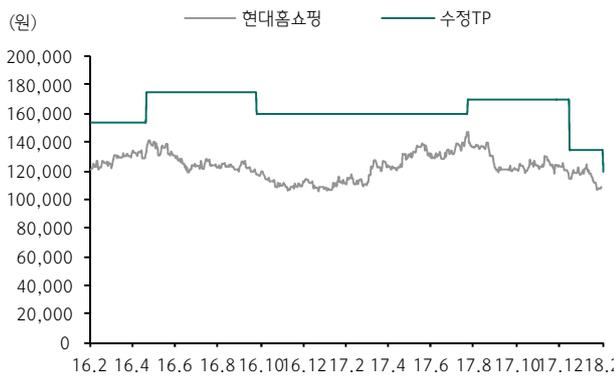
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.2.20	BUY	81,000		
17.10.27	BUY	90,000	-20.06%	-13.56%
17.10.11	BUY	82,000	-9.29%	-6.71%
17.6.7	Neutral	71,000	-5.23%	0.85%
17.3.29	Neutral	56,000	4.01%	22.50%
17.1.11	Neutral	47,000	-2.07%	12.55%
16.12.27	Neutral	50,000	-15.04%	-12.90%
16.6.28	BUY	55,000	-18.74%	-14.18%
16.3.7	BUY	74,000	-29.99%	-23.78%
15.9.21	Neutral	71,000	-18.14%	-4.51%

BGF리테일



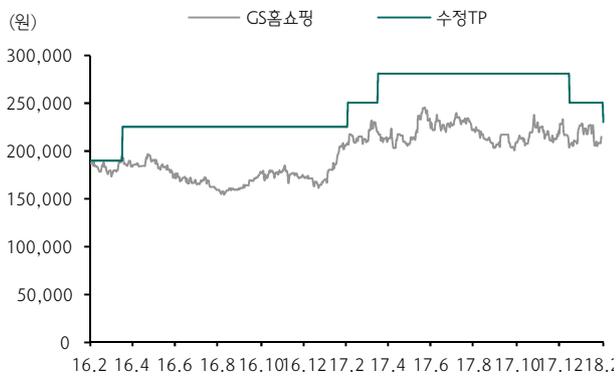
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.2.20	Neutral	210,000		
18.1.3	Neutral	230,000	-8.81%	-1.30%

현대홈쇼핑



날짜	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18.2.20	Neutral	120,000		
18.1.3	Neutral	135,000	-13.46%	-7.78%
17.8.11	BUY	170,000	-25.54%	-17.65%
16.10.14	BUY	160,000	-24.96%	-10.00%
16.5.10	BUY	175,000	-27.39%	-19.14%
16.3.15	BUY	154,000	-15.49%	-12.66%
15.8.10	BUY	138,000	-12.80%	-4.35%

GS홈쇼핑



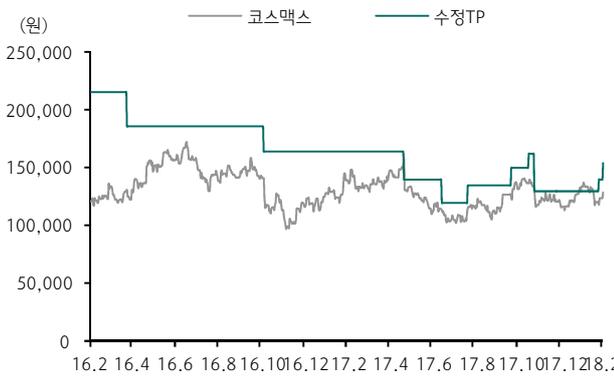
날짜	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18.2.20	Neutral	230,000		
18.1.3	BUY	250,000	-13.56%	-8.52%
17.4.5	BUY	280,000	-21.61%	-12.43%
17.2.21	BUY	250,000	-13.59%	-7.32%
16.4.6	BUY	225,000	-21.99%	-7.33%
16.2.22	BUY	190,000	-9.06%	2.11%
15.11.30	Neutral	190,000	-12.12%	-1.21%

뉴트리바이오텍



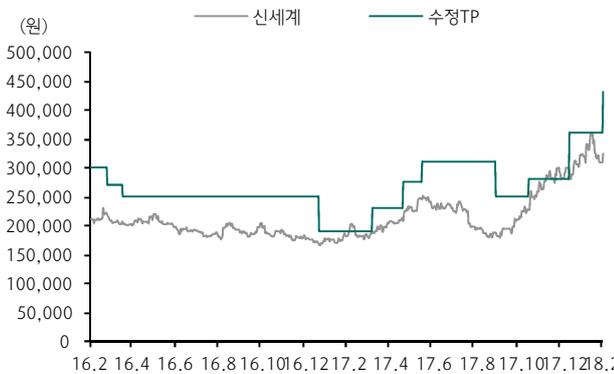
날짜	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
18.2.20	Neutral	26,000		
17.12.22	BUY	23,000	7.16%	27.61%
17.7.13	Neutral	21,000	-3.35%	15.48%
17.4.14	BUY	29,000	-25.31%	-14.66%
16.5.31	BUY	42,000	-24.49%	-3.21%
16.4.12	BUY	37,500	-12.16%	0.13%

코스맥스



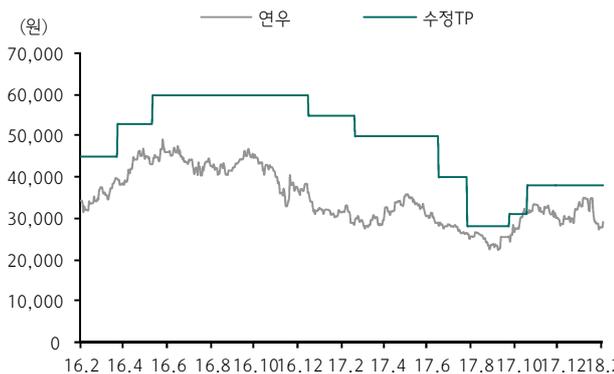
날짜	투자의견	목표주가	피리얼(%)	
			평균	최고/최저
18.2.20	BUY	154,000		
18.2.14	BUY	140,000	-11.43%	-11.43%
17.11.14	Neutral	130,000	-4.30%	5.77%
17.11.6	BUY	162,000	-15.12%	-13.58%
17.10.12	BUY	150,000	-9.29%	-6.00%
17.8.11	BUY	135,000	-14.10%	-5.56%
17.7.5	Neutral	120,000	-11.22%	-6.25%
17.5.12	Neutral	140,000	-12.45%	-4.29%
16.10.24	BUY	163,817	-22.81%	-6.91%
16.4.12	BUY	185,270	-19.74%	-6.84%
16.2.22	BUY	214,523	-41.82%	-36.36%
16.2.3	BUY	259,378	-41.97%	-31.77%

신세계



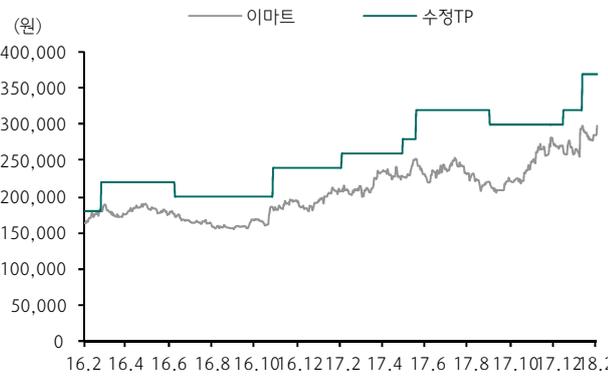
날짜	투자의견	목표주가	피리얼(%)	
			평균	최고/최저
18.2.20	BUY	430,000		
18.1.3	BUY	360,000	-11.28%	-0.56%
17.11.6	BUY	280,000	-1.97%	7.32%
17.9.20	BUY	250,000	-18.00%	-6.80%
17.6.7	BUY	310,000	-29.37%	-18.87%
17.5.11	BUY	275,000	-15.70%	-10.00%
17.3.28	BUY	230,000	-13.17%	-7.17%
17.1.11	Neutral	190,000	-5.04%	6.84%
16.4.6	BUY	250,000	-23.09%	-12.00%
16.3.15	BUY	270,000	-23.12%	-20.00%
16.2.1	BUY	300,000	-29.54%	-23.17%

연우



날짜	투자의견	목표주가	피리얼(%)	
			평균	최고/최저
17.11.6	BUY	38,000		
17.10.12	BUY	31,000	-6.34%	5.00%
17.8.14	Neutral	28,000	-11.20%	-4.11%
17.7.5	BUY	40,000	-30.28%	-26.88%
17.3.10	BUY	50,000	-36.96%	-27.90%
17.1.4	BUY	55,000	-42.17%	-35.36%
16.5.31	BUY	60,000	-29.07%	-17.75%
16.4.12	BUY	53,000	-18.94%	-11.13%
16.2.29	BUY	45,000	-19.88%	-11.22%

이마트



날짜	투자의견	목표주가	피리올(%)	
			평균	최고/최저
18.1.30	BUY	370,000		
18.1.3	BUY	320,000	-16.81%	-7.97%
17.9.20	BUY	300,000	-19.54%	-6.00%
17.6.7	BUY	320,000	-27.38%	-20.63%
17.5.19	BUY	280,000	-15.65%	-9.82%
17.2.21	BUY	260,000	-16.06%	-7.31%
16.11.15	BUY	240,000	-19.95%	-11.67%
16.6.28	BUY	200,000	-18.73%	-7.50%
16.3.15	BUY	220,000	-18.39%	-13.86%
16.2.22	Neutral	180,000	-4.50%	0.00%
16.1.6	Neutral	210,000	-18.25%	-8.81%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.3%	8.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 2월 18일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 2월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2018년 2월 20일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 회사와 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 법인(자사주 신탁/위탁, 유동성공급자 등)인 GS홈쇼핑을 포함하고 있습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.