

컨슈머

불확실성 해소 구간 진입

유통: 백화점/편의점 업황 개선 뚜렷

4분기 백화점 업체들의 실적 모멘텀이 단연 돋보였다. 기존점 성장률은 YoY 10%를 넘었고, 신세계의 연결 영업이익은 YoY 89%나 증가했다. 2022년에는 전년도 신규 오픈한 점포들 매출이 정상화되고, 리오프닝 효과까지 더해지면서 견조한 실적 모멘텀을 이어갈 전망이다. 1월 백화점 기존점 성장률은 YoY 25%를 넘었다. BGF리테일은 4분기 YoY 40%나 영업이익이 증가하면서 편의점 시장을 선도했다. 편의점 업황 개선 효과로 당분간 양호한 실적 개선을 기대할 수 있겠다. 호텔신라는 4분기 실적에서 수익성 저하 우려를 벗었다. 다만, 이마트는 온라인 사업 높은 비용부담이 당분간 불확실성 요인으로 작용할 전망이다.

화장품: 불확실성 요인들을 풀어나가는 중

아모레퍼시픽의 4분기 실적은 어닝쇼크였지만, 내용은 좋았다. 면세점과 중국 사업 매출이 모두 YoY 30% 내외 고신장하면서 대 중국 브랜드 인지도 제고를 입증했다. 국내 전통채널 매출이 YoY (+)로 전환하면서 사업 구조조정이 마무리되고 있음을 보였다. LG생활건강의 후 매출이 중국 럭셔리 성장 이상을 기대하기 힘든 반면, 설화수는 훨씬 여유있는 상황이다. 중소형 브랜드들은 희비가 엇갈렸다. 클리오의 국내는 물론 중국과 일본, 미국에서도 브랜드 인지도가 올라가고 있음을 증명했지만, 애경산업은 Age20's의 한계를 보여줬다. 한국콜마 실적은 기대치에 미치지 못했지만, 2022년 특히 중국과 미국 사업 기대가 크다.

Top Picks(TP, 만원): 신세계(32)/아모레퍼시픽(22→24)

리오프닝 1단계, 국내 거리두기 완화 국면에서는 백화점 채널 실적 모멘텀이 가장 클 것으로 예상된다. 글로벌 여행이 재개되기 전까지는 신세계를 중심으로 백화점 업체들 실적 개선에 주목하는 게 바람직하다. 리오프닝 2단계, 글로벌 여행이 재개될 경우는 호텔신라가 가장 큰 수혜다. 백화점 업체들은 '오픈런' 수요가 해외여행으로 이전되면서 실적 훼손이 불가피하다. 백화점 업체들 주가 상승 여력을 크게 보기 어려운 이유다. 화장품 업종에서는 아모레퍼시픽 설화수의 대 중국 브랜드 인지도 개선과 사업 구조조정 효과에 대한 기대감이 커지고 있다. 실적 턴어라운드의 예열을 마친 느낌이다. 전반적인 산업의 모멘텀은 코스맥스와 한국콜마 등 메이저 ODM 업체로 향하고 있다. 중국 로컬 브랜드 업체간 경쟁 심화와 중국 화장품 기본법 개정이 그렇다. 둘 중에 한 개 정도는 포트폴리오에 담아가는 게 합리적이다.

Earnings Preview

Overweight

Top Picks

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(2월22일)
신세계(004170)	BUY	320,000원	258,500원
아모레퍼시픽(090430)	BUY	240,000원(상향)	188,500원



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

RA 안도현
02-3771-7776
dohyunahn@hanafn.com

CONTENTS

1. 유통: 백화점/편의점 업황 개선 뚜렷	2
1) 신세계: 예상보다 더 좋은 백화점	2
2) 현대백화점: 백화점 실적 모멘텀 당분간 지속	3
3) 롯데쇼핑: 백화점 회복 but 이커머스 부담	4
4) 이마트: 온라인 사업 확대 기대보다 우려	6
5) 롯데하이마트: 높은 베이스 부담 지속	8
6) BGF리테일: 돋보이는 편의점 사업 경쟁력 제고	9
7) GS리테일: 쿠팡커머스 시너지 확인 전까지 기다려야	10
8) 호텔신라: 경쟁심화 불확실성 완화	12
2. 화장품: 불확실성 요인들을 풀어가느 중	16
1) LG생활건강: 면세점 매출 회복 관건	16
2) 아모레퍼시픽: 국내외 설화수 약진 긍정적	18
3) 애경산업: 화장품 사업 회복 전제 돼야	20
4) 클리오: 국내외 브랜드력 제고 중	21
5) 한국콜마: 2022년 중국/미국 사업에 거는 기대	22
6) 연우: 1분기가 걱정, but 리오프닝 효과 기대	23
7) 코웨이: 2022년 전년도 높은 베이스 극복 관건	24
3. 투자전략: 신세계/아모레퍼시픽 중심 비중 확대 유효	26
1) 유통: 신세계 Top Pick, 1분기에도 백화점, 증장기는 면세점	26
2) 화장품: 아모레퍼시픽 Top Pick, ODM 한개는 들고가자	27
3) 면세점/화장품 증장기 우려에 대하여	29
4) 아모레퍼시픽 주가 얼마까지 갈 수 있을까?	31
Top Picks	34
신세계(004170)	35
아모레퍼시픽(090430)	39

1. 유통: 백화점/편의점 업황 개선 뚜렷

1) 신세계: 예상보다 더 좋은 백화점

별도 기준 기존점 성장률 YoY 17%,
면세점 거래액 YoY 29%

4분기 연결 영업이익 1,951억원(YoY 89%)으로 기대치를 크게 넘어서는 좋은 실적을 기록했다. 백화점이 좋았다. 별도 기준 기존점 성장률이 YoY 17%에 이르면서 영업이익이 60% 이상 증가했으며, 동대구점은 명품 빅 3 입점효과로 매출이 39%나 늘었다. 8월 신규 오픈한 대전점도 흑자로 돌아섰으며, 3분기부터 연결 계상된 광주신세계도 영업이익을 200억원 가까이 내면서 기여도를 높였다. 면세점도 거래액이 29%나 증가했다. 영업이익이 123억원에 그친 것이 아쉽지만, 체화재고 처리와 특허수수료 증가 때문이다. SI(영업이익 301억원, YoY 73%)는 물론 센트럴시티(영업이익 224억원, YoY 28%)도 투숙률 상승으로 선전했다. 2022년 1분기 영업이익은 1,404억원(YoY 14%) 추정한다. 1월 백화점 기존점 YoY 31%(관리기준)로 선전 중이다. 2월도 오미크론 영향으로 조금 둔화되고 있지만, 목표치는 충분히 달성하고 있다고 한다. 면세점 매출만 1~2월 베이징 올림픽 영향으로 부진하다.

표 1. 신세계 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

4분기 연결기준 매출 1조 9,340억원
(YoY 44%), 영업이익 1,951억원
(YoY 89%) 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출액	1,320	1,395	1,667	1,934	6,316	1,621	1,632	1,797	2,022	7,072
신세계	400	400	393	480	1,672	439	420	420	498	1,778
신세계인터	342	341	350	418	1,451	359	358	368	439	1,523
센트럴시티	60	66	60	77	263	66	67	63	80	276
신세계DF	479	561	797	823	2,660	647	673	837	876	3,032
영업이익	124	96	102	195	517	140	112	125	219	596
신세계	61	47	55	98	262	69	49	63	105	287
신세계인터	21	27	14	30	92	23	25	15	33	96
센트럴시티	16	4	10	22	53	16	3	10	23	52
신세계DF	23	19	23	12	78	19	20	25	27	91
세전이익	121	40	220	136	518	123	94	107	202	526
지배주주순이익	70	4	176	58	308	80	61	70	132	343
영업이익률(%)	9.4	6.9	6.1	10.1	8.2	8.7	6.8	6.9	10.8	8.4
세전이익률(%)	9.2	2.9	13.2	7.0	8.2	7.6	5.8	6.0	10.0	7.4
순이익률(%)	5.3	0.3	10.5	3.0	4.9	4.9	3.8	3.9	6.5	4.8
매출액(YoY,%)	10.3	37.6	37.3	43.9	32.4	22.8	16.9	7.8	4.5	12.0
신세계	20.7	13.0	8.0	16.6	14.5	10.0	5.0	7.0	3.9	6.3
신세계인터	5.7	18.7	4.9	9.0	9.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
센트럴시티	7.4	24.1	3.8	24.2	14.9	10.0	2.0	5.0	3.7	5.0
신세계DF	-2.0	80.4	82.3	80.6	57.1	35.0	20.0	5.0	6.4	14.0
영업이익(YoY,%)	3659.2	흑전	307.1	89.1	522.8	13.6	15.9	21.8	12.4	15.2
신세계	170.8	231.5	95.9	58.3	106.2	13.0	4.2	14.7	7.3	9.6
신세계인터	77.3	흑전	101.4	73.0	172.1	6.3	-5.5	9.5	9.2	4.3
센트럴시티	35.0	흑전	-26.4	28.0	29.2	3.9	-18.5	-1.6	0.7	-0.3
신세계DF	-171.3	흑전	흑전	373.1	흑전	-16.0	5.1	9.6	116.6	17.8
세전이익(YoY,%)	3041.1	흑전	흑전	812.6	흑전	1.2	133.3	-51.4	48.5	1.5
순이익(YoY,%)	흑전	흑전	흑전	378.2	흑전	14.5	1395.7	-60.2	125.0	11.3

자료: 신세계, 하나금융투자

2월 소비심리 회복 지속, 올림픽 후
면세점 매출 회복시 주가 모멘텀

1월 소비심리 회복을 2월까지 이어갈 수 있고, 2월 중순 이후 베이징 올림픽이 끝난 후 면세점 매출이 회복세를 보인다면 추가적인 주가 모멘텀이 가능할 듯 하다. 소득중위 가계 소비자들의 트래픽이 늘면서 중소형 점포 매출이 증가하고 있는 점은 추가적인 실적 개선 요인이다. 현재 신세계 주가는 12MF PER 8배로 밸류에이션도 여유있는 상태다. 비중확대가 유효하다.

2) 현대백화점: 백화점 실적 모멘텀 당분간 지속

백화점 기준점 YoY 12%,
면세점 매출 YoY 40%

4분기 연결 영업이익은 942억원(YoY 38%)으로 기대치에 부합하면서 양호한 실적 개선세를 보였다. 백화점 기준점(관리기준) 성장률은 YoY 12%에 이르렀고, 영업이익은 1,049억원(YoY 28%)에 달했다. 면세점 사업도 YoY 40%나 외형이 커지면서 영업손실 폭을 106억원(YoY +57억원)으로 줄였다. 1분기도 연결 영업이익 869억원(YoY 34%)으로 높은 실적 모멘텀이 기대된다. 1월 기준점 성장률도 YoY 25%를 기록했다. 설 기간차 영향이 있는데, 2월 수치도 목표치를 100% 달성하고 있다.

2022년 영업이익 YoY 20% 이상
증가 기대

2022년 백화점 사업은 카테고리 믹스 개선과 신규 오픈 더현대점의 영업 정상화로 연간 영업이익이 20% 이상 증가할 것으로 기대한다. 소득 중위층 트래픽 증가로 중소형 점포 매출이 좋아지고 있는 점은 추가적인 실적 개선 요인이다. 면세점 사업은 신규 명품 브랜드 대거 유치하면서, 일매출 평균 80억원에서 90억원대로 한단계 올릴 계획이다. 사업 초기 상품 구색이 미진한 부분이 많았는데, 매출 규모가 커지면서 유명 글로벌 브랜드를 다수 유치할 수 있게 되었다. 7월 40여개 브랜드를 대거 교체할 계획이다. 글로벌 여행 재개 전까지 높은 실적 모멘텀을 기대할 수 있는 상황이다. 밸류에이션도 12MF PER 7.7배로 여유 있는 수준이다. 비중 확대가 유효하다.

표 2. 현대백화점 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

4분기 연결기준 총매출은 전년 동기
대비 23% 증가한 2조 5,645억원,
영업이익 38% 증가한 942억원
기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
총매출	2,034	2,308	2,216	2,565	9,122	2,308	2,520	2,435	2,771	10,034
백화점	1,509	1,620	1,450	1,817	6,396	1,660	1,701	1,523	1,906	6,789
면세점	493	656	734	716	2,598	616	787	881	834	3,118
영업이익	65	58	48	94	264	87	61	61	126	335
백화점	76	65	59	105	305	93	69	70	134	367
면세점	-11	-8	-11	-11	-41	-6	-8	-9	-8	-31
세전이익	77	66	88	86	317	95	70	69	134	369
지배주주순이익	43	41	54	52	189	56	41	41	79	218
영업이익률(%)	3.2	2.5	2.1	3.7	2.9	3.8	2.4	2.5	4.5	3.3
백화점	5.0	4.0	4.0	5.8	4.8	5.6	4.1	4.6	7.0	5.4
면세점	-2.3	-1.2	-1.5	-1.5	-1.6	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
총매출(YoY,%)	47.0	48.4	22.9	22.6	33.5	13.5	9.2	9.9	8.1	10.0
백화점	28.5	26.4	14.0	17.0	21.1	10.0	5.0	5.0	4.9	6.1
면세점	169.2	165.2	45.7	39.8	79.7	25.0	20.0	20.0	16.6	20.0
영업이익(YoY,%)	336.3	609.6	6.3	38.3	94.6	33.7	6.5	28.7	33.7	26.8
백화점	122.2	149.2	3.9	28.2	53.5	22.4	6.1	19.4	28.0	20.3
면세점	적지									
세전이익(YoY,%)	128.6	232.5	60.5	122.1	115.6	23.0	5.2	-20.8	57.0	16.3
순이익(YoY,%)	167.9	377.5	88.6	200.5	169.2	30.0	1.9	-23.2	53.4	15.3

자료: 현대백화점, 하나금융투자

3) 롯데쇼핑: 백화점 회복 but 이커머스 부담

백화점 기존점 YoY 11% 불구,
대형마트/하이마트 감익 영향 큼

4분기 연결 영업이익은 1,174억원(YoY -35%)으로 기대치에 크게 못미치는 부진한 실적을 기록했다. 백화점 사업은 좋았다. 기존점 매출이 YoY 11% 증가하면서 영업이익을 2,050억 원이나 내줬다. 컬처웍스도 관객수가 증가하면서 증익했다. 하지만, 대형마트와 하이마트가 전년도 높은 베이스 영향 감익이 컸고, 대형마트는 희망퇴직으로 충당금 일회성 비용까지 있었다. 롯데온의 영업손실이 490억원까지 늘어난 것도 실적 부진 요인인데, 거래액이 15%밖에 증가하지 않았다는 게 더 우려스런 점이다.

백화점 회복세 긍정적이나,
이커머스 손실폭 확대 부담

2022년 1분기 영업이익 1,155억원(YoY 87%)으로 추정한다. 1월 기존점 성장률은 백화점 YoY 25%, 대형마트 YoY 12%로 호조세다. 물론, 설 기간차 영향이 있기 때문에 1~2월 합산 수치를 봐야 한다. 전체적으로 보면 이익 규모가 가장 큰 백화점 사업이 회복세라는 게 긍정적이지만, 이커머스 손실폭 확대가 부담이다. 2022년 연간으로 보면 인건비나 감가상각비 등 제반 비용이 선반영되었고, 기저효과도 크기 때문에 연결 영업이익이 100% 이상 증가할 것으로 예상된다. 12MF PER이 이제 10배밖에 안되고, 1월 실적도 좋기 때문에 단기 주가 움직임은 나쁘지 않을 듯 하다. 하지만, 추세적인 주가 반등을 위해서는 1분기 실적 개선 시그널을 확인할 필요가 있다.

표 3. 롯데쇼핑 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

연결기준 4분기 매출,
영업이익 전년 동기 대비 각각
YoY 4%, 35% 감소한
3조 7,919억원, 1,174억원 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	3,880	3,903	4,007	3,792	15,581	4,070	4,095	4,193	3,960	16,318
백화점	676	721	656	835	2,888	729	770	704	891	3,095
마트	1,476	1,424	1,481	1,335	5,716	1,557	1,493	1,543	1,384	5,977
하이마트	956	988	1,040	893	3,877	974	1,022	1,065	922	3,983
슈퍼	388	358	380	327	1,453	392	362	384	330	1,468
홈쇼핑	258	273	271	302	1,104	263	278	276	308	1,126
이커머스	30	26	24	28	108	39	34	31	31	135
시네마	40	43	79	72	234	52	56	103	94	304
영업이익	62	8	29	117	216	116	47	130	199	491
백화점	103	62	-20	205	350	115	69	72	216	471
마트	1	-26	12	-18	-31	7	-21	28	-9	6
하이마트	26	33	51	4	113	24	35	53	12	124
슈퍼	3	-2	3	-9	-5	6	-10	7	-8	-4
홈쇼핑	34	31	24	13	102	34	31	25	29	118
이커머스	-26	-35	-46	-49	-156	-47	-37	-31	-25	-140
시네마	-40	-36	-32	-25	-133	-21	-17	-21	-3	-61
세전이익	7	-21	-99	-517	-630	98	30	112	34	275
지배주주순이익	-41	-62	291	-503	-316	74	22	84	26	206
매출(YoY,%)	-4.8	-3.5	-2.4	-4.1	-3.7	4.9	4.9	4.7	4.4	4.7
백화점	11.6	8.1	6.0	9.4	8.8	7.8	6.9	7.3	6.8	7.2
마트	-9.9	-4.8	-6.9	-3.4	-6.4	5.5	4.8	4.2	3.6	4.6
하이마트	3.3	-11.4	-0.7	-7.3	-4.3	1.9	3.5	2.4	3.2	2.7
슈퍼	-21.0	-16.7	-16.5	16.4	-12.3	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
홈쇼핑	-4.1	5.0	5.0	4.5	2.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
이커머스	-33.3	-25.7	-14.3	-6.7	-21.7	30.0	30.0	30.0	10.7	25.0
시네마	-60.8	34.4	19.7	9.1	-12.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
영업이익(YoY,%)	18.5	444.7	-73.9	-35.3	-37.7	87.0	518.9	347.6	69.5	127.6
백화점	255.2	40.9	-125.8	15.2	6.4	11.4	11.8	-456.1	5.3	34.7
마트	-92.9	적지	-62.5	적전	적전	641.6	적지	131.1	적지	흑전
하이마트	31.8	-52.3	-9.0	-77.5	-29.6	-5.4	5.1	4.6	227.0	9.7
슈퍼	적전	적지	0.0	적지	적지	116.2	적지	134.9	-8.7	-11.9
홈쇼핑	-8.1	-18.4	-20.0	-38.1	-19.0	0.6	-1.2	3.7	119.4	15.9
이커머스	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
시네마	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	흑전	적지	적전	흑전	흑전	1390.4	흑전	흑전	흑전	흑전
순이익(지배주주)	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	-71.0	흑전	흑전

자료: 롯데쇼핑, 하나금융투자

4) 이마트: 온라인 사업 확대 기대보다 우려

스타벅스 연결 계상 불구,
할인점/쓱닷컴 감익, PPA 상각비,
이베이코리아 인수비용 부담 감익

4분기 연결 영업이익 761억원(YoY -10%)으로 기대치에 크게 못미치는 어닝쇼크를 기록했다. 스타벅스(+575억원)와 호텔/이마트24 등 계열사 실적 개선(+400억원)이 증익 요인으로 작용했지만, 할인점과 쓱닷컴에서 각각 300억원 내외 감익했고, PPA상각비(-240억원, 스타벅스 160억원+G마켓 80억원)와 이베이코리아 인수비용(-170억원)도 부담이 되었다. 스타벅스 실적이 연결 계상됐는데도 감익했을 정도 비용 부담이 컸다. 쓱닷컴 GMV는 YoY 22% 증가했는데, 식품 카테고리는 11% 증가에 그쳤다. 이는 쓱닷컴 상장 시 밸류에이션을 낮추는 요인이 될 수 있다.

2022년 가이던스:
할인점 기준점 YoY 4.6%,
쓱닷컴 거래액 YoY 17%

한편, 2022년 가이던스로 할인점 기준점 성장률 YoY 4.6%, 쓱닷컴 거래액 YoY 17%(6.7조 원), G마켓 GMV 16.5조원(YoY 0.2%), 스타벅스 매출 2.75조원(점포수 +127개)를 제시했다. 아울러, G마켓/쓱닷컴/스타벅스를 아우르는 통합멤버십을 2분기에 발표할 예정이다. 물류센터 투자도 크게 늘어나는데, 현재 하루 쓱닷컴 15만건 출고를 PP센터 확대에 18만건으로 늘리고, 신규 RDC(Regional Distribution Center) 2개를 완공하면서 G마켓 전용 34만건 배송 Capa를 확보한다는 계획이다.

스타벅스 연결 계상으로 높은 실적
모멘텀 예상되나 쓱닷컴 식품 성장률
저하는 불확실성 요인

1분기 연결 영업이익 1,894억원(YoY 54%) 수준으로 추정한다. 1월 설매출은 YoY 8%, 쓱닷컴 YoY 25% 양호한 성장세를 보였다. 물론, 설 기간차 영향을 생각해야 하기 때문에 1~2월 합산해서 봐야 한다. 스타벅스 연결 계상으로 당분간 높은 실적 모멘텀이 예상되지만, 쓱닷컴 식품 성장률 저하, PPA상각비/이자비용/임차료 등 실적 불확실성 요인이다. G마켓 전략 방향이 3월에 결정되면 온라인 사업 전략에 대해 좀더 윤곽이 잡힐 듯 하다. 이마트는 식품 카테고리 중심 온라인 사업에는 실적 가시성이 높지만, 공산품 카테고리 확장은 경쟁에 지나치게 노출되는 만큼 불확실성이 크다. 이마트는 2022년이 30여년 역사의 가장 큰 전환점이 될 가능성이 크다. 아직까지 온라인 사업 확대 기대보다 우려가 큰 상황이다. 저점 매수는 유효하지만 상승 여력 낮게 잡을 필요가 있다.

4분기 연결 매출 전년동기대비 20%
증가한 6조 8,603억원, 영업이익
10% 감소한 761억원 기록

표 4. 이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출액	5,896	5,865	6,312	6,860	24,933	7,014	6,994	7,472	7,216	28,696
이마트	3,002	2,787	3,111	2,941	11,841	3,122	2,899	3,251	3,074	12,346
트레이더스	839	801	905	771	3,315	881	841	969	865	3,555
SSG.COM	337	350	387	421	1,494	405	412	456	475	1,748
G마켓				118	118	118	118	118	118	474
스타벅스코리아				658	658	664	660	670	663	2,658
영업이익	123	8	109	76	316	189	91	209	102	592
이마트	91	-20	80	31	183	78	-14	78	44	185
트레이더스	24	27	27	18	95	26	25	29	26	107
SSG.COM	-3	-27	-38	-40	-108	-34	-33	-27	-19	-114
G마켓				4	4	0	0	0	0	0
스타벅스코리아				58	58	73	73	74	73	292
세전이익	150	648	1,273	47	2,118	167	69	187	80	504
지배주주귀속 순익	91	476	934	72	1,574	124	51	139	60	374
영업이익률(%)	2.1	0.1	1.7	1.1	1.3	2.7	1.3	2.8	1.4	2.1
이마트	3.0	-0.7	2.6	1.1	1.5	2.5	-0.5	2.4	1.4	1.5
세전이익률(%)	2.5	11.0	20.2	0.7	8.5	2.4	1.0	2.5	1.1	1.8
순이익률(%)	1.5	8.1	14.8	1.1	6.3	1.8	0.7	1.9	0.8	1.3
매출액(YoY,%)	13	13.0	6.8	19.8	13.2	19	19.3	18.4	5.2	15.1
이마트	8.0	9.2	2.2	3.1	5.5	4.0	4.0	4.5	4.5	4.3
트레이더스	25.0	21.0	13.0	1.3	14.5	5.0	5.0	7.0	12.2	7.2
SSG.COM	9.8	12.1	14.8	24.4	15.5	20.0	18.0	18.0	12.9	17.0
G마켓									0.0	300.0
스타벅스코리아									0.8	303.7
영업이익(YoY,%)	154	흑전	-28.2	-10.3	33.1	54	1098.9	92.6	34.5	87.6
이마트	6.9	적지	-29.6	-53.4	-23.8	-14.4	적지	-2.8	40.2	1.2
트레이더스	37.9	61.2	-9.2	-20.5	11.1	10.1	-5.2	8.4	48.3	12.4
SSG.COM	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
G마켓									-100.0	-100.0
스타벅스코리아									26.9	408.4
세전이익(YoY,%)	136.1	24.5	769.5	흑전	240.6	11.5	-89.4	-85.3	72.2	-76.2
순이익(YoY,%)	86.8	50.8	725.8	흑전	334.9	36.0	-89.3	-85.1	-17.5	-76.3

자료: 이마트, 하나금융투자

5) 롯데하이마트: 높은 베이스 부담 지속

점포수 감소, 기존점 역신장 영향
매출/영업이익 감소

4분기 매출은 YoY 7% 감소했고, 영업이익 37억원으로 YoY 77%나 떨어졌다. 매출 감소에는 점포수가 줄어든 영향(점포수 427개, YoY -21개)도 있었지만, 기존점도 2% 이상 역신장한 것으로 보인다. 전년도 높은 베이스로 세탁기/건조기/김치냉장고 등이 특히 부진했다. 이런 고마진 백색가전 매출이 감소하면서 GPM도 하락했고, 점포 스크랩에 따른 판관비 감소에도 불구하고, 큰 폭 감익했다. 영업외로는 영업권 상각이 1,400억원 있었기 때문에 당기순손실을 기록했다. 영업권 잔액은 1.27조원이다.

1분기까지 감익 지속 전망

2022년 1분기 영업이익은 243억원(YoY -5%)으로 감익을 예상한다. 1월 매출은 YoY 2% 감소한 것으로 보인다. 2월 신학기 효과를 지켜봐야할 듯 하지만, 이변이 없는 한 1분기까지 감익을 지속할 전망이다. 주가가 많이 하락했지만, 실적 추정치 하향 조정으로 현재 주가는 12MF PER 12배 수준으로 낮지 않다. 내구재 수요 사이클 Peak out한 만큼 당분간 주가 모멘텀 제한적이다.

표 5. 롯데하이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

4분기 별도 매출과 영업이익은 각각
전년 동기대비 7%, 77% 감소한
8,931억원과 37억원 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출액	956	988	1,040	893	3,877	974	1,022	1,065	922	3,983
A/V가전	115	109	114	111	449	116	112	118	112	458
백색가전	373	464	499	373	1,710	380	478	514	388	1,761
정보통신	249	188	198	197	831	251	193	204	200	848
소형가전	220	227	218	211	876	226	239	229	222	916
영업이익	26	33	51	4	113	24	35	53	12	124
세전이익	21	32	47	-127	-27	7	17	36	-6	54
순이익	16	25	36	-129	-52	7	17	36	-19	41
영업이익률(%)	2.7	3.3	4.9	0.4	2.9	2.5	3.4	5.0	1.3	3.1
세전이익률(%)	2.2	3.2	4.6	-14.2	-0.7	0.7	1.7	3.4	-0.6	1.4
순이익률(%)	1.7	2.5	3.5	-14.4	-1.4	0.7	1.7	3.4	-2.0	1.0
매출액(YoY,%)	3.3	-11.4	-0.7	-7.3	-4.3	1.9	3.5	2.4	3.2	2.7
영업이익(YoY,%)	31.8	-52.3	-9.0	-77.5	-29.6	-5.4	5.1	4.6	227.0	9.7
세전이익(YoY,%)	39.1	-43.7	-11.6	적지	적전	-67.1	-46.3	-24.7	적지	흑전
순이익(YoY,%)	40.1	-42.9	-11.9	적지	적전	-57.4	-30.4	-0.6	적지	흑전

자료: 롯데하이마트, 하나금융투자

6) BGF리테일: 돋보이는 편의점 사업 경쟁력 제고

점포수 15,855개(YoY 932개)로
국내 1위, 동일점 YoY 3%

4분기 연결 영업이익은 496억원(YoY 40%)으로 기대치에 부합하는 높은 실적으로 보였다. 점포수는 15,855개(YoY 932개)로 국내 편의점 1위 자리를 지켰고, 신규점 매출이 기존 점포의 96% 수준에 이르고 있어 점포 증가 효과를 높이고 있다. 업황 회복으로 동일점 성장률은 YoY 3.0%까지 상승했다. 12월에는 특수입지 동일점 성장률이 17%에 달했다.

2022년 핵심 전략:

- i) 상품 믹스 개선, ii) 진열 공간 확대, iii) 가맹점 지원정책 변동

1분기 연결 영업이익은 270억원(YoY 26%)으로 추정한다. 동일점 성장률이 상승하고 있고, 점포수 증가 및 상품 믹스 개선 효과가 지속되고 있다. 한편, 2022년 핵심 전략을 3가지로 꼽았는데, i) 상품믹스 개선, ii) 진열 공간 확대(상온HMR), iii) 가맹점 지원정책 변동(전기료→폐기지원금)이다. HMR 시장 확대에 보다 적극적으로 대응한다는 방침이다. 가맹점에 대한 폐기지원금 확대는 가맹점주들이 좀더 많은 F&F/HMR 제품을 매입하는 동기 유인이 되기 때문에 추가적인 매출 증대 요인이 될 수 있다.

롯데의 미니스톱 인수 영향은 제한적

2022년은 편의점 산업에 우호적이다. 위드 코로나로 특수입지 점포 및 F&F 카테고리 판매 개선이 가능하다. 재계약 점포수가 4500개에 달해 시장 재편 효과도 기대할 수 있다. 롯데 그룹의 미니스톱 인수 영향은 제한적으로 본다. 점포수가 많지 않을 뿐더러, 오히려 우량 점포를 유인할 수 있는 기회가 될 수도 있다. 다만, 주가 측면에서는 단기적으로 많이 상승해서 12MF PER 16배에 이르고 있다. 적정 밸류에이션을 20배 이상 적용하기는 힘들기 때문에 18배부터는 다소 보수적인 투자전략이 바람직해 보인다.

표 6. BGF리테일 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

4분기 연결 매출과 영업이익은 전년동
기대비 각각 12%, 40% 증가한
1조 7,430억원과 496억원 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	1,501	1,700	1,837	1,743	6,781	1,660	1,843	1,989	1,883	7,375
편의점	1,498	1,696	1,832	1,737	6,762	1,655	1,837	1,984	1,876	7,352
기타	4	5	4	6	19	4	6	5	8	23
영업이익	22	59	69	50	199	27	64	75	56	223
편의점	25	57	66	50	197	30	62	71	57	221
기타	-3	2	4	-1	2	-3	2	4	-1	3
세전이익	21	61	64	46	193	27	64	75	56	223
순이익	16	47	49	36	148	21	49	57	43	171
영업이익률(%)	1.4	3.4	3.8	2.8	2.9	1.6	3.5	3.8	3.0	3.0
세전이익률(%)	1.4	3.6	3.5	2.7	2.8	1.6	3.5	3.8	3.0	3.0
순이익률(%)	1.1	2.8	2.7	2.0	2.2	1.3	2.7	2.9	2.3	2.3
매출(YoY,%)	7.8	9.8	9.1	12.0	9.7	10.6	8.4	8.3	8.1	8.8
영업이익(YoY,%)	17.1	31.6	9.2	39.5	22.9	26.0	9.9	8.1	13.3	11.9
세전이익(YoY,%)	21.1	37.0	-4.8	37.2	18.0	26.7	6.2	16.7	21.1	15.6
순이익(YoY,%)	32.2	41.6	-4.2	36.1	20.3	30.9	5.4	16.6	20.7	15.6

자료: BGF리테일, 하나금융투자

7) GS리테일: 쿼커머스 시너지 확인 전까지 기다려야

홈쇼핑 제외시 140억원 영업손실 기록, 편의점/디지털 및 기타 사업 감익 영향

4분기 연결 영업이익은 255억원(YoY-1%)으로 기대치(OP 550억원)에 크게 떨어지는 어닝 쇼크를 기록했다. 홈쇼핑 사업 제외시 140억원 영업손실이다. 슈퍼 사업과 호텔 사업은 투숙률 상승 등으로 증익 했지만, 편의점/디지털을 비롯 기타 사업 부문 감익이 컸다. 우선 편의점이 좋지 않았다. 동일점 성장률이 YoY 0%에 그치면서 영업이익은 316억원(YoY -16%)에 불과했다. 디지털 사업 영업손실은 프로모션 및 고정비 증가로 260억원까지 증가했는데, 거래액은 20%밖에 늘지 않았다는 게 우려다. 이외 합병 및 컨설팅 비용(150억원 추정)이 일회성으로 집행됐다.

디지털 사업 비용부담으로 홈쇼핑 제외 감익 지속

2022년 1분기 연결 영업이익 723억원(YoY 93%) 추정한다. 디지털 사업 비용부담 때문에 홈쇼핑 사업 제외시 감익은 지속될 듯 하다. 1월 편의점 동일점 성장률은 YoY 1%로 여전히 좋지 않다. 홈쇼핑 사업의 경우 2022년 취급고 YoY 5% 수준을 목표하는데, 송출수수료 때문에 증익 쉽지 않을 듯하다. 디지털 사업 적자 폭을 더이상 키우지 않고, 배당성향은 40% 유지한다는 방침이다.

요기요-디지털 사업 간 시너지 기대

현재 주가는 12MF PER 9배로 저점이다. 편의점 사업도 회복세인 것은 분명하다. 다만, 편의점이 사업이 상대적으로 부진하기 때문에 편의점 업황 회복 만으로 주가 모멘텀을 기대하기에는 한계가 있다. 결국, 디지털 사업의 손실 부담을 극복할 수 있는 트리거가 필요한데, 쿼커머스 즉 요기요와 디지털 사업 부문이 시너지를 낼 수 있다면 주요한 주가 반등 포인트가 될 수 있다. 이러한 쿼커머스 시너지는 요마트가 출시되는 하반기에 기대할 수 있겠다.

4분기 연결 매출은 2조 6,545억원
(YoY 23%), 영업이익은 255억원
(YoY -1%) 기록

표 7. GS리테일 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	2,100	2,286	2,725	2,655	9,766	2,496	2,686	2,833	2,802	10,817
CVS	1,648	1,816	1,925	1,822	7,211	1,722	1,889	2,012	1,948	7,570
SM	299	297	326	292	1,215	299	294	325	309	1,227
호텔	45	53	49	69	216	54	58	54	75	241
홈쇼핑	297	310	293	327	620	312	326	311	325	1,274
기타	109	120	131	145	504	109	120	131	145	504
영업이익	38	43	102	25	208	72	78	119	92	362
CVS	42	66	74	32	214	38	66	82	54	240
SM	11	3	14	-6	22	11	3	14	-2	26
호텔	0	-8	0	11	3	3	-6	4	11	12
홈쇼핑	37	32	28	39	67	36	34	32	40	142
기타	-15	-19	-14	-50	-99	-15	-19	-14	-10	-59
세전이익	51	37	789	3	880	78	84	124	98	383
순이익	36	30	759	-24	801	59	64	95	75	293
영업이익률(%)	1.8	1.9	3.8	1.0	2.1	2.9	2.9	4.2	3.3	3.3
CVS	2.5	3.7	3.9	1.7	3.0	2.2	3.5	4.1	2.8	3.2
SM	3.7	1.0	4.2	-2.0	1.8	3.8	1.1	4.3	-0.7	2.1
호텔	0.2	-14.3	0.6	15.2	1.6	5.0	-10.0	7.0	15.1	5.0
홈쇼핑			9.5	12.0	10.8	11.5	10.4	10.4	12.2	11.1
세전이익률(%)	2.4	1.6	29.0	0.1	9.0	3.1	3.1	4.4	3.5	3.5
순이익률(%)	1.7	1.3	27.8	-0.9	8.2	2.4	2.4	3.3	2.7	2.7
매출(YoY,%)	-1.9	3.4	16.0	22.8	10.2	18.8	17.5	3.9	5.5	10.8
CVS	2.8	3.0	2.5	5.5	3.4	4.5	4.0	4.5	6.9	5.0
SM	-13.5	-5.5	-0.9	2.6	-4.7	0.0	-1.0	-0.5	5.9	1.0
호텔	-0.2	46.1	22.0	55.9	30.2	20.0	10.0	10.0	8.9	11.7
홈쇼핑	-0.1	1.9	2.2	2.8	-48.6	5.0	5.1	6.0	-0.5	105.5
영업이익(YoY,%)	-57.7	-27.7	29.8	-0.9	-17.5	92.7	82.8	15.8	263.2	73.7
CVS	3.0	-5.6	-8.3	-15.5	-6.6	-9.4	-0.3	11.0	70.8	12.4
SM	-32.3	-66.3	-10.4	적지	-29.4	2.2	4.5	1.2	적지	17.7
호텔	적지	적지	흑전	흑전	흑전	2,612.0	적지	1,167.9	8.0	255.1
홈쇼핑	16.6	-23.7	-27.2	-15.1	-57.5	-3.5	6.6	15.4	1.2	110.9
세전이익(YoY,%)	-15.8	-29.1	835.1	-38.0	337.8	52.1	128.4	-84.3	3,661.1	-56.4
순이익(YoY,%)	-33.9	-24.2	1,022.4	적전	375.6	63.7	114.6	-87.5	흑전	-63.5

자료: GS리테일, 하나금융투자

1)GS 홈쇼핑 연결실적반영은 2021년 3분기부터 반영함

8) 호텔신라: 경쟁심화 불확실성 완화

다이공 12월 재고매입 둔화 및
올림픽 전 통관/물류 문제로
매출 부진

연결기준 4분기 매출은 1조 1,299억원(YoY 34%), 영업이익 250억원(YoY +602억원, OPM 2.2%)으로 예상치 부합했지만, 부진한 실적이었다. 시내면세점 매출이 YoY 35% 증가했지만, 실제로는 '조용한 연말 특수'였다. 다이공들의 12월 재고 매입이 둔화되었고, 중국 정부의 동계올림픽 준비 관련 '제로 코로나' 정책으로 통관과 중국 내 이동이 엄격히 제한되었기 때문이다. 매출 증가율이 높은 것은 착시 효과도 있다. 3분기 이후 여행사가 증개하는 소형 다이공 비중이 상승하면서 매출 차감되는 금액이 알선수수료 증가로 이전되고 있다. 매출과 판관비가 모두 증가하는 효과다. 영업이익률은 차이 없다. 사실, 기존 대형 다이공이 여행사 증개로 들어간 것이니, 소형 다이공 증가라고 말하기도 어렵다. 싱가포르 등 해외공항점은 백신패스(VTL: Vaccinated Travel Pass) 도입 효과로 트래픽이 늘었다. 호텔 사업은 국내 여행 심리 회복과 고정비 절감으로 3분기 대비로도 영업이익이 10억원 늘었다.

4분기 실적 부진
but 수익성 우려 완화

1분기 연결 영업이익 220억원(YoY -16%)으로 추정한다. 시내면세점 매출 YoY 35%(QoQ -20%) 증가를 가정했다. 1월 면세점 매출은 다이공 매입 조정이 이어지면서 12월 대비 10% 감소할 것으로 보인다. 중국 동계올림픽(2.4~2.20) 이후 통관 및 중국 내 이동조치 완화 효과를 기대해야 할 듯 하다. 전체적으로 볼 때, 4분기 실적은 부진했고, 중국 다이공 수요 둔화 우려가 이어지고 있지만, 최소한 경쟁심화(수익성) 우려는 완화되었다.

호텔신라의 글로벌 브랜드 소싱 역량
우위

특히, 4분기 실적과 최근 매출 동향은 호텔신라의 글로벌 브랜드 소싱 역량의 우위를 단적으로 보여주고 있다. 글로벌 화장품 브랜드 물량이 제한적인 가운데, 후 물량까지 줄어들면서 신세계와 현대백화점은 매출에 타격이 있었지만, 호텔신라는 큰 문제 없이 시기를 넘기고 있다. 단기적인 주가 모멘텀은 제한적이지만, 글로벌 여행 재개시 실적 개선 폭은 상당히 클 것을 기대할 수 있는 대목이다. 단기적인 주가는 2월 중국 동계올림픽 이후 다이공 수요 회복 여부 관건이 될 듯 하다. 현재 주가는 12MF PER 39배(2023년 정상화 기준 13배)다.

면세점 화장품 현장인도 수량 제한
영향 제한적

한편, 면세점 화장품 현장인도 수량 50박스 제한 규제 영향은 제한적이다. 관세청의 '보세 판매장 국산품 현장인도 운영지침'에 면세점의 화장품 현장인도 수량을 '50박스'로 제한하고 박스도 우체국 규격 박스 제5호로 정했다고 한다. 면세점 매출에 영향이 제한적인 이유는, 첫째, 여전히 인기 좋은 한국 브랜드들 역시 면세점 공급 물량이 충분치 않아 현장인도 다이공들에게 50박스를 다 채우기도 만만치 않다. 둘째, 글로벌 브랜드는 어차피 공항인도장에서만 수령할 수 있는데, 글로벌 브랜드 매출 비중이 계속 상승하고 있다. 셋째, 카고(Cargo) 서비스 물량이 주를 이루고 있다. 국산품 현장인도 제한은 국내 리테일 시장에서 면세점 제품이 유통되는 것을 막기 위한 조치이므로, 물류센터에서 바로 중국 현지로 운송되는 카고 서비스는 이와 무관하다.

4분기 연결기준 매출은 YoY 34% 증가한 1조 1,299억원, 영업이익은 YoY 602억원 증가한 250억원 기록

표 8. 호텔신라 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	727	953	969	1,130	3,779	949	1,079	1,123	1,148	4,299
면세점	632	847	858	1,007	3,344	842	957	996	1,008	3,803
호텔/생활레저	95	107	111	123	435	107	122	127	140	496
영업이익	27	46	21	25	119	22	29	40	43	134
면세점	42	47	20	23	132	21	26	36	40	124
호텔/생활레저	-15	-1	1	2	-13	1	2	4	3	10
세전이익	1	19	0	28	48	7	14	25	27	73
순이익	-1	12	-1	18	27	5	10	19	21	54
영업이익률(%)	3.7	4.9	2.2	2.2	3.1	2.3	2.7	3.6	3.7	3.1
세전이익률(%)	0.1	2.0	0.0	2.4	1.3	0.7	1.3	2.2	2.4	1.7
순이익률(%)	-0.2	1.3	-0.1	1.6	0.7	0.5	0.9	1.6	1.8	1.3
매출(YoY,%)	-23.0	82.3	10.2	34.2	18.5	30.6	13.2	15.9	1.6	13.8
면세점	-25.5	92.7	11.3	35.7	19.4	33.1	13.1	16.1	0.1	13.7
호텔/생활레저	0.2	27.7	2.4	23.0	12.7	13.5	14.1	14.1	14.1	14.0
영업이익(YoY,%)	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	-16.5	-37.7	91.6	70.8	12.6
면세점	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	-50.1	-43.8	82.0	74.0	-6.1
호텔/생활레저	적지	적지	흑전	흑전	적지	흑전	흑전	297.4	32.4	흑전
세전이익(YoY,%)	흑전	흑전	적지	흑전	흑전	549.6	-29.9	흑전	-0.6	51.5
순이익(YoY,%)	적지	흑전	적지	흑전	흑전	흑전	-15.3	흑전	16.2	101.2

자료: 호텔신라, 하나금융투자

표 9. 유통 커버리지 종목 2021년 4분기 및 연간 실적전망

(단위: 십억원, %)

종목	항목	1Q21	1Q22F	YoY(%)	2021	2022F	YoY(%)	Con.(1Q22)	Con.(2022)
*롯데쇼핑	매출	3,880	4,070	4.9	15,581	16,318	4.7	3,932	15,847
	영업이익	62	116	87.0	216	491	127.6	133	467
	순이익	-41	74	흑전	-316	206	흑전	-62	62
	OPM	1.6	2.8		1.4	3.0		3.4	2.9
*신세계	매출	1,320	1,621	22.8	6,316	7,072	12.0	1,654	7,319
	영업이익	124	140	13.6	517	596	15.2	149	627
	순이익	70	80	14.5	308	343	11.3	81	329
	OPM	9.4	8.7		8.2	8.4		9.0	8.6
*이마트	매출	5,896	7,014	19.0	24,933	28,696	15.1	7,036	28,871
	영업이익	123	189	53.7	316	655	107.5	149	535
	순이익	91	138	51.4	1,574	476	-69.7	282	466
	OPM	2.1	2.7		1.3	2.3		2.1	1.9
*현대백화점	총매출	2,034	2,308	13.5	9,122	10,034	10.0	864	3,829
	영업이익	65	87	33.7	264	335	26.8	82	349
	순이익	43	56	30.0	189	218	15.3	55	233
	OPM	3.2	3.8		2.9	3.3		9.4	9.1
롯데하이마트	매출	956	974	1.9	3,877	3,983	2.7	982	4,001
	영업이익	26	24	-5.4	113	124	9.7	27	129
	순이익	16	7	-57.4	-52	41	흑전	16	60
	OPM	2.7	2.5		2.9	3.1		2.7	3.2
*GS리테일	매출	2,100	2,496	18.8	9,766	10,817	10.8	2,561	9,675
	영업이익	38	72	92.7	208	362	73.7	70	243
	순이익	36	59	63.7	801	293	-63.5	50	676
	OPM	1.8	2.9		2.1	3.3		2.7	2.5
*BCG리테일	매출	1,501	1,660	10.6	6,781	7,375	8.8	1,632	7,263
	영업이익	22	27	26.0	199	223	11.9	30	235
	순이익	16	21	30.9	148	171	15.6	24	179
	OPM	1.4	1.6		2.9	3.0		1.8	3.2
*호텔신라	매출	727	949	30.6	3,779	4,451	17.8	1,004	4,605
	영업이익	27	22	-16.5	119	138	15.8	28	186
	순이익	-1	2	흑전	27	43	60.6	13	92
	OPM	3.7	2.3		3.1	3.1		2.8	4.0

표 18. 유통 업체 판매 동향

(단위: %)

구 분	2020년	2021년											
	12월	1월	2월	3월	4월	5월	8월	7월	8월	9월	10월	11월	12월
전체 유통업체 매출 증가율(%)	9.0	6.1	10.0	18.5	13.7	12.9	6.4	13.1	6.4	8.2	14.4	9.6	11.6
오프라인	(4.4)	(5.8)	14.3	21.7	11.2	8.8	2.5	7.0	2.5	3.3	10.0	4.6	10.3
온라인	27.2	22.6	5.5	15.2	16.5	17.6	11.1	20.2	11.1	14.5	19.7	14.8	12.8
기존점성장률(전년동월비 %)													
백화점	(16.9)	(6.3)	39.6	77.6	34.5	19.1	13.0	7.8	13.0	24.3	21.0	18.3	36.5
할인점	2.1	(11.7)	15.0	2.1	(2.8)	5.6	(5.5)	7.3	(5.5)	(13.3)	1.4	(10.3)	(6.1)
편의점(전점)	2.7	2.4	2.1	10.7	11.6	4.6	4.5	7.0	4.5	9.0	9.0	6.7	8.9
SSM(전점)	4.0	(3.3)	(19.2)	(18.6)	(11.7)	(2.2)	(5.3)	2.8	(5.3)	(16.1)	(1.6)	(6.3)	(12.2)
백화점 - 여성캐주얼	(44.0)	(30.5)	18.3	84.5	25.1	6.1	(6.8)	0.9	(6.8)	23.6	5.4	13.3	48.6
- 명품	9.1	21.9	45.7	89.0	57.5	36.6	18.6	18.8	18.6	38.1	39.4	32.9	42.8
- 구매단가 증감율	28.5	25.2	22.4	5.9	13.1	13.0	21.2	17.3	21.2	10.0	13.0	10.1	5.3
- 구매건수 증감율	(35.3)	(25.2)	14.0	67.7	19.0	5.4	(6.8)	(8.1)	(6.8)	13.0	7.1	7.5	29.6
할인점 - 식품	12.4	(8.4)	17.1	(2.1)	(2.5)	15.2	0.4	10.9	0.4	(15.3)	3.5	(8.3)	(7.9)
- 구매단가 증감율	12.3	8.0	17.2	0.5	2.0	4.6	6.8	8.7	6.8	3.4	12.4	1.3	1.3
- 구매건수 증감율	(9.2)	(18.3)	(1.9)	1.6	(4.7)	0.9	(11.5)	(1.3)	(11.5)	(16.1)	(9.7)	(11.5)	(7.3)
편의점 - 식품	4.9	4.4	5.7	12.1	15.9	8.4	7.4	13.3	7.4	11.5	12.3	7.2	8.1
- 담배 등 기타	2.0	2.4	1.3	8.9	6.5	0.5	2.1	1.4	2.1	6.0	4.5	5.9	8.9
- 구매단가 증감율	20.1	19.0	11.8	1.4	1.5	3.7	7.6	8.8	7.6	6.1	8.6	6.0	1.5
- 구매건수 증감율	(14.5)	(14.0)	(8.7)	9.2	10.0	0.8	(2.9)	(1.6)	(2.9)	2.8	0.3	0.7	7.2
- 점포 증가율	5.7	5.7	5.8	5.9	6.0	6.2	6.4	6.3	6.4	6.3	6.2	5.7	5.8
- 점포당 매출액	(2.8)	(3.1)	(3.5)	4.6	5.2	(1.5)	(1.8)	0.7	(1.8)	2.5	2.6	0.9	2.9

자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

2. 화장품: 불확실성 요인들을 풀어가는 중

1) LG생활건강: 면세점 매출 회복 관건

생활용품/음료 사업 어닝서프라이즈,
화장품 사업 YoY 17% 감익

연결기준 4분기 영업이익은 2,410억원(YoY -6%, OPM 11.9%)으로 예상대로 부진했다. 생활용품과 음료 사업은 영업이익이 각각 YoY 102%, 62% 증가하는 어닝서프라이즈를 기록했으나, 화장품 사업은 YoY 17%나 감익했다. 고마진 면세점 채널 매출이 30% 감익한 게 큰 부담으로 작용했다. 생활용품 사업의 경우 글로벌 원자재 가격 상승이 부담으로 작용했으나, 닥터그루트, 히말라야 핑크솔트, 피지오겔 등 프리미엄 제품 중심 판매가 좋았고, 자체적인 원료 수출 사업에는 오히려 우호적인 사업 환경으로 작용해서 원가 상승 부담을 상쇄했다. 음료 사업 매출은 10%나 성장했는데, P(가격)는 물론 Q(수량) 증가가 5%씩 증가하면서 호실적을 기록했다. 고마진 탄산 매출이 좋았다.

해외사업 매출 YoY 19%

해외사업 매출은 YoY 19% 증가했다. 해외 사업 매출 기준이 바뀌었는데, 법인 중심에서 지역 매출로 변경되었다. 예를 들어 중국 법인 매출에서 중국 향 매출로 전환할 경우 중국 법인 매출에 국내 본사에서 발생한 직수출과 티몰 글로벌 등 역직구 매출까지 더해진다. 4분기 중국 사업 매출은 4,800억원(YoY 2%)인데, 이 가운데 본사에서 발생한 직수출과 역직구가 400억원 정도로 추정한다. 중국 사업 영업이익률은 20% 정도인데, 중국 법인 영업이익률 10%에 국내 본사에서 발생하는 중국향 매출(중국 현지 법인향 도매 매출 + 직수출 + 역직구)에 의한 이익이 더해진 것이다.

1분기 면세점 수요 회복 여부와
중국 소비, 사치세 불확실성 완화가
관건

2022년 1분기 연결 영업이익은 3,950억원(YoY 7%)으로 추정한다. 화장품 면세점 매출 YoY 12%, 중국 사업 YoY 7% 매출 성장을 가정한 것이다. 음료와 생활용품 부문 실적 모멘텀은 당분간 지속될 듯 하다. 후 매출(6,412억원, YoY -12%) 감소와 면세점 채널 부진은 아쉬움이 있지만, 중국 후 매출(3,560억원, YoY 16%) 성장률 제고는 위안이다. 1분기 면세점 수요 회복 여부와 중국 소비 및 사치세 불확실성 완화가 관건이다. 현재 주가는 12MF PER 17배, 조정시 매수 전략이 유효하다.

표 10. LG생활건강 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

4분기 연결기준 매출과 영업이익은
전년 동기 대비 각각 3%, 6%
감소한 2조 231억원, 2,410억원 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	2,037	2,021	2,010	2,023	8,092	2,149	2,114	2,138	2,161	8,563
화장품	1,159	1,116	1,027	1,140	4,441	1,235	1,163	1,107	1,249	4,755
생활용품	521	496	540	501	2,058	539	521	570	520	2,150
음료	358	409	444	381	1,592	375	430	461	392	1,658
영업이익	371	336	342	241	1,290	395	354	364	272	1,385
화장품	254	219	216	188	876	272	230	227	218	947
생활용품	66	59	64	20	209	70	63	71	19	223
음료	50	58	63	34	205	53	61	66	35	215
세전이익	354	305	329	198	1,187	369	329	339	247	1,284
순이익	255	222	235	133	844	264	235	242	176	916
영업이익률(%)	18.2	16.6	17.0	11.9	15.9	18.4	16.7	17.0	12.6	16.2
화장품	21.9	19.6	21.0	16.5	19.7	22.0	19.8	20.5	17.5	19.9
생활용품	12.7	11.8	11.8	4.1	10.1	13.0	12.0	12.5	3.6	10.4
음료	14.0	14.1	14.2	8.9	12.9	14.1	14.2	14.3	8.9	13.0
세전이익률(%)	17.4	15.1	16.4	9.8	14.7	17.2	15.5	15.8	11.4	15.0
순이익률(%)	12.5	11.0	11.7	6.6	10.4	12.3	11.1	11.3	8.2	10.7
매출(YoY,%)	7.4	13.4	-2.9	-3.4	3.1	5.5	4.6	6.4	6.8	5.8
화장품	8.6	20.9	-10.2	-13.9	-0.4	6.6	4.2	7.8	9.6	7.1
생활용품	8.6	7.4	6.1	18.5	9.9	3.5	5.0	5.5	3.8	4.5
음료	2.0	2.9	6.1	9.9	5.2	5.0	5.0	4.0	2.7	4.2
영업이익(YoY,%)	11.1	10.7	4.5	-6.0	5.6	6.5	5.4	6.4	12.9	7.4
화장품	14.4	22.7	9.0	-16.5	6.5	7.1	5.3	5.2	16.2	8.1
생활용품	1.2	-7.5	-4.6	101.9	1.6	5.9	6.8	11.8	-8.4	6.5
음료	6.9	-6.4	-0.2	62.2	6.3	5.7	5.4	4.7	3.5	5.0
세전이익(YoY,%)	10.6	10.3	3.5	-3.6	5.9	4.2	7.7	2.8	24.4	8.1
순이익(YoY,%)	10.6	11.0	3.3	-4.9	5.9	3.4	5.7	3.0	32.4	8.5

자료: LG생활건강, 하나금융투자

2) 아모레퍼시픽: 국내외 설화수 약진 긍정적

실적 기대치 하회 but 내용 긍정적:
1.설화수 국내/중국 YoY 30% 이상
고신장

4분기 연결 매출은 1조 3,247억원(YoY 15%), 영업이익 256억원(흑자전환, YoY +348억원)으로 시장 기대치 하회하는 부진한 실적이었다. 실적은 안좋았는데 내용이 좋았다. 세가지를 꼽을 수 있는데, 첫째, 설화수 매출이 국내와 중국에서 모두 YoY 30% 이상 증가했다. 중국 화장품 소비 둔화와 경쟁사의 판매 부진을 감안하면 상당히 좋은 실적이다. 그동안 회사측에서 설화수의 브랜드 인지도 제고에 대해 자신감을 보여왔으나 투자자들의 신뢰는 높지 않았다. 2021년 내내 회사 측 전망이 맞아 떨어지면서, 대 중국 브랜드 인지도 제고에 대한 투자자들의 신뢰와 기대가 한층 높아지게 되었다.

2.전통채널 매출 성장 전환

둘째, 국내 전통채널(방판/백화점/아리따움 등) 매출이 YoY (+)로 전환했다. 기억이 나지 않을 정도로 굉장히 오랜만이다. 국내와 중국 모두 온라인/리서리 중심으로 사업을 구조조정하고 있는데, 이런 작업이 거의 막바지에 왔다는 증거이기도 하다. 중국에서는 이니스프리 매출을 2021년 200개 가까이 줄이면서 강한 구조조정을 단행했다. SKU 조정 작업으로 온라인도 매출이 역신장했다. 4분기 중국 사업에서만 200억원 이상 영업손실이 발생한 것으로 보인다. 이니스프리 매출은 YoY 80% 감소했지만, 이니스프리 매출 비중은 중국 사업에서 9% 수준으로 크게 떨어져 2022년 설화수 중심 실적 턴어라운드 가능성을 더 높이고 있다. 실적 턴어라운드의 예열이 끝났다는 신호로 보이기도 한다.

3.면세점 채널 매출 LG생건 증가

셋째, 2017년 이후 처음으로 면세점 채널에서 LG생활건강을 늘렸다. 물론, LG생활건강 매출이 12월 발생하지 않았기 때문이지만, 그렇기 때문에 아모레퍼시픽의 면세점 매출이 30% 가까이 증가한 게 돋보이는 이유이기도 하다. 베이스가 그렇게 낮지도 않았다. 이렇게 더 좋았던 이유는 3가지 정도 생각해볼 수 있겠다. i) 후가 판매를 줄이면서 대체 수요가 발생했을 수 있다. ii) 아모레퍼시픽의 면세 채널 매출 규모가 LG생활건강 대비 분기별로 1500억 원이나 더 컸기 때문에 면세점 채널 매출에 아모레퍼시픽이 좀더 여유가 있었다. LG생활건강은 면세점 채널 매출 규모가 너무 커서, 중국 현지 가격 교란 가능성을 항상 예의주시하고 있었다. iii) 아모레퍼시픽은 LG생활건강과 달리 면세점과 중국 현지 주력 라인업이 다르다. 면세점은 윤조, 중국 법인은 자음생 라인이다. LG생활건강은 두 채널 모두 후의 천기단 라인이다. 따라서, 아모레퍼시픽은 면세점 매출 증가에 대해서 좀더 부담이 없는 상황이었고, 가격 할인 요구 등에 대해 좀더 유연하게 대응할 수 있었다는 판단이다.

1분기 감익 전망이나 2분기 이후
높은 실적 모멘텀 예상

현재 아모레퍼시픽 주가는 12MF PER 30.5배로 낮지 않지만, 화장품 브랜드 사업 특성상 실적 턴어라운드 할 때 영업레버리지가 큰 만큼 밸류에이션에 큰 부담을 느낄 필요는 없다. 2022년 1분기 영업이익은 감익할 가능성이 크다. 전년도 중국 사업 베이스가 높기 때문이다. 하지만, 지금과 같은 사업구조 개선과 설화수 성장이 이어진다면 2분기 이후 중국 사업 매출이 YoY (+) 전환하게 되고, 비용 선반영, 기저효과 등으로 높은 실적 모멘텀이 가능할 수 있다. 비중 확대가 유효하다.

표 11. 아모레퍼시픽 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

4분기 연결 매출 YoY 15% 증가한
1조 3,247억원, 영업이익
YoY +348억원 증가한 256억원 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	1,253	1,177	1,109	1,325	4,863	1,375	1,374	1,272	1,511	5,533
국내화장품	680	626	598	690	2,593	791	767	723	808	3,089
생활용품	134	116	124	109	483	141	122	129	117	508
해외화장품	447	445	384	526	1,802	443	486	420	586	1,936
영업이익	176	91	50	26	343	166	125	94	74	458
화장품	116	84	57	42	300	136	107	76	61	380
생활용품	9	-2	1	-8	0	9	1	2	-10	3
해외화장품	52	9	9	-18	52	20	16	16	23	75
세전이익	181	88	54	-26	298	165	124	93	73	455
순이익	135	61	40	-43	194	126	94	71	55	346
영업이익률(%)	14.1	7.8	4.5	1.9	7.1	12.1	9.1	7.4	4.9	8.3
화장품	17.1	13.5	9.6	6.1	11.6	17.2	14.0	10.5	7.5	12.3
생활용품	6.7	-2.0	1.2	-7.1	0.0	6.7	1.0	1.5	-8.6	0.5
해외화장품	11.7	2.1	2.2	-3.5	2.9	4.6	3.3	3.7	3.9	3.9
세전이익률(%)	14.5	7.5	4.9	-1.9	6.1	12.0	9.0	7.3	4.8	8.2
순이익률(%)	10.8	5.2	3.6	-3.2	4.0	9.1	6.9	5.6	3.7	6.3
매출(YoY,%)	10.8	11.5	1.9	14.5	9.7	9.8	16.8	14.7	14.1	13.8
국내화장품	9.9	17.9	11.8	31.1	17.3	16.4	22.4	21.0	17.1	19.1
생활용품	-5.9	-7.8	-10.3	20.9	-2.7	5.2	5.3	3.7	7.3	5.3
해외화장품	19.6	9.8	-9.2	-3.2	3.3	-0.9	9.2	9.5	11.5	7.4
영업이익(YoY,%)	189.2	158.9	-10.2	흑전	140.1	-5.9	36.6	86.0	187.7	33.3
화장품	60.8	86.7	124.3	흑전	166.3	16.9	27.2	32.7	45.0	26.7
생활용품	-37.3	적전	-86.3	적지	-94.8	5.8	흑전	34.0	적지	958.6
해외화장품	흑전	흑전	-56.9	-135.7	189.4	-61.2	69.9	83.8	흑전	44.5
세전이익(YoY,%)	176.4	370.5	180.8	흑전	1,077.6	-8.9	40.7	71.6	흑전	52.8
순이익(YoY,%)	88.6	454.7	314.4	흑전	451.2	-7.1	54.2	77.1	흑전	78.6

자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

3) 애경산업: 화장품 사업 회복 전제 되어

생활용품 YoY 3% 증가했으나,
화장품 YoY 9% 감소 우려

4분기 연결기준 영업이익은 47억원(YoY 67%)으로 크게 증가했으나, 전년도 베이스가 워낙 낮기 때문이다. 생활용품 매출은 YoY 3% 증가했지만, 화장품 매출이 YoY 9%나 감소한게 문제다. 특히 핵심 브랜드인 Age 20's 매출이 YoY 12% 감소한 것은 국내외 브랜드 인지도 하락을 의미할 수 있기 때문에 더욱 그렇다. 홈쇼핑 매출이 YoY 38% 감소했고, 수출(YoY 7%)도 전년도 낮은 베이스를 감안하면 부진했다. 광군제 가격할인 요구가 너무 커서 행사 참여를 소극적으로 대처했기 때문이라고 한다.

1분기 실적 가시성 낮음

2022년 1분기 연결 영업이익은 86억원(YoY 12%)으로 추정하는데 실적 가시성은 아직 높지 않다. 실적 추정치 하향 조정으로 현재 주가는 12MF PER 24배로 높은 수준이다. 국내외 화장품 브랜드 매출 및 인지도 회복이 전제되어야 주가 모멘텀을 기대할 수 있겠다.

4분기 연결 매출 1,500억원
(YoY -2%), 영업이익 47억원
(YoY 67%) 기록

표 12. 애경산업 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	135	143	146	150	574	143	150	152	156	601
생활용품	86	82	95	90	352	89	85	98	91	363
화장품	50	61	50	60	222	54	65	54	66	238
홈쇼핑	9	9	8	8	35	11	10	9	9	40
수출	35	46	36	48	165	37	48	38	50	173
기타	5	6	6	6	23	6	7	7	6	25
영업이익	7.7	5.8	6.2	4.7	24	8.6	7.5	7.6	5.5	29
생활용품	0.8	-3.3	0.8	-3.1	-5	1.6	-1.6	2.2	-1.6	1
화장품	6.9	9.1	5.4	7.8	29	7.0	9.1	5.4	7.1	29
세전이익	10.0	4.0	5.7	0.8	20	7.7	6.7	6.7	4.7	26
순이익	8.1	3.2	4.4	0.6	16	5.9	5.1	5.2	3.6	20
영업이익률(%)	5.7	4.1	4.2	3.1	4.2	6.0	5.0	5.0	3.5	4.9
생활용품	0.9	-4.0	0.8	-3.5	-1.4	1.8	-1.9	2.3	-1.7	0.2
화장품	13.8	14.9	10.7	12.9	13.2	13.0	14.0	10.0	10.8	12.0
세전이익률(%)	7.4	2.8	3.9	0.5	3.6	5.4	4.4	4.4	3.0	4.3
순이익률(%)	6.0	2.2	3.0	0.4	2.8	4.1	3.4	3.4	2.3	3.3
매출(YoY,%)	-15.6	17.3	-4.3	-2.4	-2.4	5.6	5.0	4.1	4.2	4.7
생활용품	-10.5	-8.3	-9.4	2.9	-6.6	4.0	4.0	3.0	1.1	3.0
화장품	-23.3	87.2	7.0	-9.2	5.0	8.3	6.3	6.4	8.7	7.4
홈쇼핑	-36.6	0.3	-18.5	-37.9	-25.9	20.0	10.0	10.0	20.0	15.0
수출	37.7	211.9	30.6	7.1	46.6	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
기타	-41.0	-6.4	-8.3	29.8	-11.6	20.0	10.0	10.0	1.8	10.0
영업이익(YoY,%)	-38.8	흑전	-25.0	66.7	9.0	11.6	29.2	22.6	17.9	19.8
생활용품	-85.7	적전	-83.0	흑전	적전	96.7	흑전	177.7	-49.4	흑전
화장품	-1.1	흑전	52.0	49.3	118.9	1.7	-0.1	-0.4	-8.8	-2.1
세전이익(YoY,%)	-18.9	흑전	-0.3	흑전	54.6	-22.6	65.4	18.6	512.1	26.2
순이익(YoY,%)	-11.7	흑전	-1.1	흑전	42.1	-26.9	61.4	16.9	463.0	21.3

자료: 애경산업, 하나금융투자

4) 클리오: 국내외 브랜드력 제고 중

H&B, 온라인 채널 각각 YoY 26%, 28% 로 실적 개선 견인, 해외매출 YoY 21%까지 증가

4분기 연결 매출은 594억원(YoY 18%), 영업이익은 46억원(YoY +60억원)으로 기대치를 넘어서는 양호한 실적을 기록했다. H&B와 온라인 채널 매출이 각각 YoY 26%, 온라인 YoY 28% 성장하면서 국내 사업 실적을 견인했고, 해외 매출이 123억원(YoY 21%)까지 증가했다. 2021년 해외 매출 비중은 전체 연결 매출의 37%(YoY +12%p)에 이른다. 2021년 연간 국가별 매출을 보면 중국 365억원(YoY 66%), 일본 457억원(YoY 29%), 미국 75억원(YoY 263%)이다. 중국 소비 둔화 우려에도 불구하고 중국 사업이 크게 성장했다. 회계 기준이 셀아웃에서 셀인으로 바뀐 걸 감안하면 훨씬 큰 금액이다. 미국 향 매출도 자리를 잡아가고 있다. 브랜드별로 보면, 클리오 YoY 18% 견조한 성장세를 이어가는 가운데, 힐링버드와 더마토리 매출(YoY 74%)이 특히 눈에 띈다. 고마진 기초 매출 비중 상승으로 영업이익률은 7.7%까지 상승했다.

2022년 매출 규모 확대 위한 마케팅비 증가 전망

2022년 1분기 연결 영업이익은 30억원(YoY 49%)으로 추정한다. 1월 국내외 양호한 매출 증가세 지속하고 있다. 다만, 2022년 매출 규모 확대 위한 마케팅비 증가가 클 것으로 예상된다. 국내외 브랜드력이 상승하고 있는 만큼 매출 규모 확대에 박차를 가한다는 계획이다. 부정적으로 볼 필요는 없다. 국내/오프라인/색조 중심에서 해외/온라인/기초 비중을 높이면서 성공적인 사업구조 개선 작업을 이어가고 있다. 현재 주가는 12MF PER 31배로 낮지 않지만, 국내외 브랜드력 제고로 성장 여력을 키우고 있는 만큼 지속적인 비중확대 전략이 유효하다.

표 13. 클리오 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

4분기 연결 매출은 전년 동기대비 18% 증가한 594억원, 영업이익은 전년 동기대비 60억원 증가한 46억원 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	58	56	59	59	233	68	64	69	68	269
클럽클리오	2	2	1	2	8	2	1	1	2	6
H&B	15	12	17	16	59	18	13	19	18	68
온라인	21	21	23	20	86	27	26	29	26	107
면세	8	7	6	7	28	8	8	7	9	31
글로벌	9	11	9	9	38	11	12	10	10	42
도매&홈쇼핑	2	3	4	4	14	3	4	4	4	15
영업이익	2.0	3.2	4.1	4.6	13.9	3.0	3.5	4.7	4.8	16.1
순이익	2.2	1.0	7.6	-1.5	9.3	2.6	3.0	3.9	4.0	13.4
영업이익률(%)	3.5	5.6	6.9	7.7	6.0	4.5	5.5	6.8	7.2	6.0
순이익률(%)	3.9	1.8	12.8	-2.6	4.0	3.9	4.6	5.6	5.9	5.0
매출(YoY,%)	-14.5	12.9	17.3	18.3	6.7	16.9	14.8	16.2	14.0	15.5
클럽클리오	-76.3	-69.2	-74.4	-39.4	-68.1	-31.9	-31.9	-31.9	-31.9	-31.9
H&B	-13.4	11.1	27.5	26.3	11.0	25.0	15.0	13.0	8.1	15.0
온라인	16.7	30.5	45.3	28.2	29.7	25.0	25.0	25.0	26.1	25.3
면세	3.1	61.3	11.6	5.4	16.1	0.0	10.0	15.0	17.2	10.0
글로벌	3.4	32.3	19.4	11.7	16.3	15.0	10.0	12.0	11.3	12.0
도매&홈쇼핑	-62.2	-5.1	-5.3	63.9	-17.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익(YoY,%)	-41.1	1.2	290.8	흑전	122.9	49.1	12.1	14.7	5.4	16.1
순이익(YoY,%)	-42.2	-66.9	130.4	적지	-2.9	16.9	193.8	-49.3	흑전	44.1

자료: 클리오, 하나금융투자

5) 한국콜마: 2022년 중국/미국 사업에 거는 기대

본사 실적 양호하나 캐나다 법인/HK 이노엔 실적 저조

4분기 연결 영업이익은 259억원(YoY -50%)으로 기대치에 하회하는 부진한 실적이었다. 본사 실적은 주요 바이어들로부터 수주 증가에 전년도 대손상각비 일부 환입까지 있어서 예상보다 좋았다(OP 196억원). 하지만, 기대했던 CSR(캐나다 법인) 실적이 북미 공급망 이슈로 생산에 차질을 빚게 되면서 부진했고(영업손실 31억원), HK이노엔도 음료 매출 부진 등으로 예상보다 저조한 실적을 기록했다. 무석 법인의 고신장(매출 YoY 72%)은 위안이 되었다

2022년 실적 가시성 높음

한국콜마의 2022년은 기대가 크다. 국내 사업이 2년여간 부진을 탈피해서 정상 궤도에 올라서고 있고, 무석 법인이 고성장하면서 중국 로컬 화장품 브랜드 확대 수혜를 기대할 수 있게 되었다. CSR은 글로벌 메이저 브랜드향 매출이 확정되었고, Capa 증설을 마친 상태다. 공급망 문제가 해결된다면 사업규모가 한단계 레벨업할 수 있다. 2022년 실적 가시성은 상당히 높다. 현재 주가는 12MF PER 10.8배다. 실적 턴어라운드 대비한 저점 매수가 유효한 시점이다.

표 14. 한국콜마 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

4분기 연결 매출은 YoY 16% 증가한 4,031억원, 영업이익은 YoY 50% 감소한 259억원 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	395	413	376	403	1,587	442	455	418	451	1,766
한국	172	170	142	148	633	186	184	153	160	682
중국	31	41	32	34	137	38	51	40	43	173
북미	16	18	18	14	66	17	22	22	23	84
HK이노엔	187	185	189	209	770	205	204	207	230	847
영업이익	24	21	13	26	84	30	36	27	33	125
한국	16	20	10	20	66	17	21	12	16	67
중국	-3	-1	-5	-4	-13	0	0	0	0	0
북미	-2	0	-2	-6	-10	-2	0	0	0	-2
HK이노엔	13	3	17	17	50	14	14	15	16	59
세전이익	19	15	13	37	84	31	38	29	34	132
지배주주순이익	12	13	6	14	46	23	28	21	25	96
영업이익률(%)	6.1	5.2	3.4	6.4	5.3	6.7	7.9	6.4	7.2	7.1
세전이익률(%)	4.9	3.7	3.3	9.2	5.3	7.1	8.3	6.8	7.6	7.5
순이익률(%)	3.1	3.1	1.7	3.6	2.9	5.2	6.0	5.0	5.6	5.5
매출(YoY,%)	18.6	28.2	18.3	15.5	20.0	11.8	10.3	11.1	12.0	11.3
한국	-0.1	5.8	2.6	7.9	3.9	7.8	8.0	7.8	7.8	7.9
중국	142.1	92.5	86.4	62.2	90.9	26.0	25.9	26.6	26.9	26.4
북미	-13.7	22.6	9.1	3.0	4.3	9.4	22.5	21.8	64.9	28.2
HK이노엔	40.7	41.3	25.6	14.2	28.9	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
영업이익(YoY,%)	2.7	-21.7	-32.4	-50.1	-30.8	22.4	68.3	109.1	25.9	48.3
한국	23.9	5.1	-11.8	177.9	30.1	6.2	8.6	17.6	-16.2	2.1
중국	적지	흑전	흑전	적지						
북미	적지									
HK이노엔	-15.6	-76.4	26.6	-62.1	-42.2	10.6	374.8	-15.1	-6.3	17.8
세전이익(YoY,%)	-5.5	62.3	-24.6	-79.5	-63.0	62.9	148.8	126.8	-7.4	56.9
순이익(YoY,%)	-0.9	52.4	-48.9	-88.6	-71.2	86.6	111.9	225.4	74.2	109.1

자료: 한국콜마, 하나금융투자

6) 연우: 1분기가 걱정, but 리오프닝 효과 기대

내수 YoY 9% 감소 불구 해외 수출 YoY 27% 증가 실적 견인

4분기 연결 매출은 707억원(YoY 6%), 영업이익은 72억원(YoY 8%)으로 기대치를 넘어서는 양호한 실적을 기록했다. 내수 매출은 YoY 9% 감소했지만, 해외 수출이 YoY 27% 증가하면서 실적 개선을 견인했다. 국내 메이저 A사와 L사의 매출이 각각 YoY 11%, 38% 감소했다. i) 중국 화장품 시장이 점점 6.18과 광군제 행사로 집중되고 있는 가운데, ii) 연우는 화장품 밸류체인의 맨 뒤에 있는 만큼 광군제 수요가 3분기에 선반영 됐기 때문이다. 글로벌 소비 경기 회복으로 미주 향 매출이 YoY 30%(M사 전용라인 구축), 유럽 향 매출이 56% 증가했다. 내수 위축으로 인한 가동률 저하를 수출 물량 증대로 풀어낼 수 있다는 것은 연우의 높은 경쟁력이다. 생산관리 효율화로 GPM 16.9%(YoY +1.1%p)까지 상승했다.

올림픽 영향 화장품 통관/물류 이슈로 1분기 감익 불가피

2022년 1분기 전망은 밝지 않다. 연결 영업이익이 40억원(YoY -38%) 그칠 것으로 예상된다. 1~2월 주요 국내 바이어 향 매출이 좋지 않다. 베이징 올림픽 영향 화장품 통관/물류가 어려워졌기 때문이다. 미국향 물류도 녹록치 않아 여전히 매출 잔량이 50~70억원 지속되고 있다. 4분기에 지급하지 않은 이연 성과급 지급 가능성도 있다. 올림픽 이후 3월 매출 회복이 특별히 없을 경우 감익이 불가피해보인다.

연간 실적 전망 긍정적

다만, 연간 실적 전망은 긍정적이다. 글로벌 소비 경기 회복에 따른 기타 지역 매출 및 색조 생산라인 확대 효과가 기대된다. i) 구조조정을 완료 한 상황에서, ii) 리오프닝 소비 수요 회복 효과를 기대할 수 있고, iii) 중국 제조회사 안정화는 추가적인 실적 기대 요인이다. 현재 주가는 12MF PER 11배로 여유 있다. 1분기 실적 저하로 주가 조정이 있을 경우 비중 확대 전략이 바람직하다.

표 15. 연우 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

4분기 연결 매출 YoY 6% 증가한 707억원과 영업이익 YoY 8% 증가한 72억원 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21F	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	71.0	77.1	68.3	70.7	287.1	66.1	84.8	76.9	88.1	315.8
내수	41.2	45.7	39.2	35.2	161.3	38.3	50.2	44.3	44.6	177.4
수출	29.8	31.4	29.2	35.5	125.8	27.7	34.5	32.7	43.5	138.4
영업이익	6.4	9.9	6.4	7.2	29.9	4.0	11.0	7.5	9.8	32.3
순이익	5.9	8.1	6.6	5.9	26.4	3.6	9.1	6.3	8.1	27.1
영업이익률(%)	9.1	12.9	9.3	10.1	10.4	6.0	13.0	9.7	11.2	10.2
순이익률(%)	8.2	10.5	9.6	8.3	9.2	5.4	10.7	8.2	9.2	8.6
매출(YoY,%)	14.6	30.6	7.6	6.0	14.3	-7.0	10.0	12.6	24.6	10.0
내수	19.2	43.8	18.2	-9.1	16.7	-7.0	10.0	13.0	26.6	10.0
수출	8.7	15.3	-4.0	27.0	11.4	-7.0	10.0	12.0	22.6	10.0
영업이익(YoY,%)	140.4	113.0	221.7	7.7	87.2	-38.4	10.9	16.9	37.2	7.9
순이익(YoY,%)	91.3	122.2	385.9	76.6	132.0	-39.1	12.3	-4.5	38.9	2.6

자료: 연우, 하나금융투자

7) 코웨이: 2022년 전년도 높은 베이스 극복 관건

해외 사업 매출/이익 부진 이유:
 1)말레이 회계기준 변경
 2)미국 시판 청정기 판매 감소

4분기 연결 매출 9,459억원(YoY 10%), 영업이익 1,392억원(YoY 7%, OPM 14.7%)으로 기대치에 소폭 미치지 못했지만, 무난한 실적이었다. 국내 환경가전 매출이 10% 늘었고, 총 계정수는 650만(YoY 3%, 렌탈 +4%, 멤버십 -8%)까지 증가했다. 해외 사업 매출과 이익이 부진했는데, 말레이 법인 회계기준 변경으로 매출과 영업이익이 200억원 이상 줄어드는 효과가 있었다. 금융리스 매출을 한국과 동일한 기준으로 변경하면서 1~3분기까지 변동분을 일시에 4분기에 반영한 것이다. 아울러, 미국 사업은 시판 채널 청정기 판매 감소로 매출이 YoY 20% 감소했고, 적자전환(영업손실 34억원)했다. 말레이와 미국 사업 총 계정수는 총 계정수 258만(YoY 34%)으로 높은 증가세를 지속하고 있는 점은 긍정적이다.

2022년 가이던스 매출 YoY 8.7%,
 영업이익 YoY 6.3%

회사에서는 2022년 가이던스로 매출 YoY 8.7%(국내 환경가전 YoY 4%, 해외 YoY 15%), 영업이익 YoY 6.3%를 제시했다. 영업이익률 하락 이유는 자사몰 등에 대한 IT 투자 확대, 신제품 개발을 위한 R&D 투자 확대, 해외 사업 브랜드 인지도 강화를 위한 마케팅 확대 등 때문이다. 2022년 및 1분기 연결 영업이익 1,770억원(YoY 4%) 추정한다. 전년도 높은 베이스로 실적 모멘텀은 약화될 듯 하다. 말레이 법인 입지 확대는 긍정적이지만, 다만 향후 높은 베이스 극복 관건이다. 현재 주가는 12MF PER 10배, 펀더멘탈은 견조한 만큼 조정시 매수 전략은 유효하다.

표 16. 코웨이 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

4분기 연결 매출은 전년 동기대비
 10% 증가한 9,459억원, 영업이익은
 7% 증가한 1,392억원 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	879	905	934	946	3,664	953	1,009	1,005	1,056	4,023
국내	675	711	686	743	2,815	713	751	739	797	3,000
렌탈	492	516	517	559	2,085	514	543	546	592	2,195
수출	125	140	120	142	526	143	154	144	163	604
말레이시아	240	237	256	247	980	276	284	295	294	1,149
미국	43	36	58	33	170	46	38	62	35	182
영업이익	171	166	164	139	640	177	174	181	158	690
국내	112	123	104	113	452	121	122	122	107	473
말레이시아	56	60	55	29	199	55	56	59	58	228
세전이익	175	160	186	138	659	177	173	180	157	687
순이익	126	116	136	87	465	132	130	135	118	515
영업이익률(%)	19.4	18.4	17.5	14.7	17.5	18.6	17.2	18.0	15.0	17.1
국내	16.6	17.2	15.2	15.2	16.1	17.0	16.3	16.5	13.4	15.8
말레이시아	23.3	25.2	21.4	11.7	20.3	20.0	19.8	20.0	19.6	19.8
세전이익률(%)	19.9	17.7	19.9	14.6	18.0	18.5	17.1	17.9	14.9	17.1
순이익률(%)	14.3	12.8	14.6	9.2	12.7	13.9	12.9	13.4	11.2	12.8
매출(YoY,%)	14.3	12.4	16.7	9.7	13.2	8.5	11.5	7.6	11.6	9.8
국내	7.4	8.5	7.0	11.3	8.6	5.7	5.6	7.6	7.3	6.6
렌탈	4.6	4.8	13.3	16.4	9.7	4.3	5.3	5.6	5.8	5.3
수출	52.3	64.2	-0.3	20.8	30.0	15.0	10.0	20.0	15.0	14.8
말레이시아	56.8	51.8	43.3	12.0	38.4	15.0	20.0	15.0	19.2	17.3
영업이익(YoY,%)	23.0	-1.6	-2.9	7.3	5.6	3.8	4.3	10.5	13.4	7.7
국내	-3.2	-9.9	-16.4	43.1	-0.8	8.3	-0.1	16.6	-5.1	4.6
말레이시아	122.6	155.8	85.1	-44.4	53.3	-1.4	-5.6	7.5	99.3	14.4
세전이익	26.3	0.2	24.5	48.1	21.9	1.0	8.1	-3.0	13.8	4.3
순이익	23.8	-2.6	16.9	29.6	15.0	5.3	12.0	-1.0	34.9	10.7

자료: 코웨이, 하나금융투자

표 17. 화장품 커버리지 종목 2022년 1분기 및 연간 실적전망

(단위: 십억원, %)

종목	항목	1Q21	1Q22F	YoY(%)	2021	2022F	YoY(%)	Con.(1Q22)	Con.(2022)
*아모레퍼시픽	매출	1,253	1,375	9.8	4,863	5,533	13.8	1,304	5,510
	영업이익	176	166	-5.9	343	458	33.3	146	309
	순이익	135	126	-7.1	194	346	78.6	109	210
	OPM	14.1	12.1		7.1	8.3		11.2	5.6
*LG생활건강	매출	2,037	2,149	5.5	8,092	8,563	5.8	2,074	8,531
	영업이익	371	395	6.5	1,290	1,385	7.4	364	1,342
	순이익	255	264	3.4	844	916	8.5	239	891
	OPM	18.2	18.4		15.9	16.2		17.6	15.7
*클리오	매출	58	68	16.9	233	269	15.5	65	264
	영업이익	2	3	49.1	14	16	16.1	4	18
	순이익	2	3	16.9	9	13	44.1	0	17
	OPM	3.5	4.5		6.0	6.0		5.6	6.9
*한국콜마	매출	395	442	11.8	1,587	1,766	11.3	435	1,772
	영업이익	24	30	22.4	84	125	48.3	35	142
	순이익	12	23	86.6	46	96	109.1	15	73
	OPM	6.1	6.7		5.3	7.1		8.1	8.0
*연우	매출	71	66	-7.0	287	316	10.0	66	307
	영업이익	6	4	-38.4	30	32	7.9	4	31
	순이익	6	4	-39.1	26	27	2.6	4	26
	OPM	9.1	6.0		10.4	10.2		6.7	10.0
*코웨이	매출	879	953	8.5	3,664	4,023	9.8	993	3,740
	영업이익	171	177	3.8	640	690	7.7	171	645
	순이익	126	132	5.3	465	515	10.7	120	466
	OPM	19.4	18.6		17.5	17.1		17.2	17.3
*애경산업	매출	135	143	5.6	574	601	4.7	143	615
	영업이익	8	9	11.6	24	29	19.8	8	40
	순이익	8	6	-26.9	16	20	21.3	7	29
	OPM	5.7	6.0		4.2	4.9		5.9	6.6

주: *는 연결기준

자료: 각 사, 하나금융투자

3. 투자전략: 신세계/아모레퍼시픽 중심 비중 확대 유효

1) 유통: 신세계 Top Pick, 1분기에도 백화점, 중장기는 면세점

1월 백화점 기준점 성장률 YoY 20% 이상 전망

1월 소비심리(104.4, MoM +0.6p) 반등은 백화점 업체들 실적개선과 함께 투자심리에 긍정적 요인이다. 코로나19 확산에도 불구하고 백화점 기준점 성장률이 20% 이상 나올 것으로 예상된다. 첫째, 전년도 베이스가 낮다. 전년도 11월 중순 이후 코로나19 재확산으로 소비심리 위축이 1월 초까지 이어졌고, 2021년 1월 백화점 매출 성장률은 YoY -6%(산업통상자원부 발표 기준)에 그쳤다. 둘째, 날씨가 추웠다. 12월 이후 추운 날씨가 이어지면서 고마진 패딩/아웃도어, 겨울 시즌오프 상품 판매가 좋았다. 셋째, 설 기간차 영향으로 설 선물세트 등 관련 매출 수요가 일찍 발생했다. 2021년 설 연휴는 2월 12일부터였으니 10여일 정도 당겨진 것이다.

백화점 실적 모멘텀 1분기 지속 예정

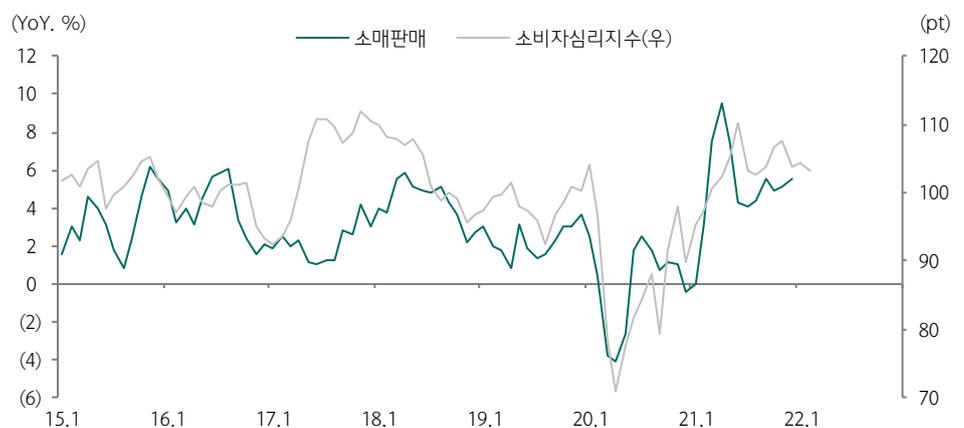
백화점 실적 모멘텀은 1분기에도 이어질 듯 하다. 2021년 1분기 매출 성장률이 높았지만, 워낙 베이스가 낮았기 때문이며, 2019년 대비로는 현대백화점의 경우 4% 정도밖에 증가하지 않았다. 베이스는 분기별로 볼 때, 2분기와 4분기가 부담스럽다고 할 수 있다. 글로벌 여행이 재개되지 않은 상태에서 i) 소비 여력은 충분하다. 최근 백화점 실적 개선이 ii) P(가격) 상승뿐 아니라, Q(고객) 증가 형태로 이뤄지고 있으며, iii) 명품에서 패션 카테고리, iv) 주요 대형 점포 위주에서 중소형 점포로 확장되고 있는 게 긍정적이다. 현대백화점의 경우 그동안 트래픽 회복이 제한적이었던 동대문 시티아웃렛과 가든파이버점 매출까지 올라오고 있다. 코로나19로 가두점들이 많이 폐점하다보니 가두점 수요가 백화점으로 이동하고 있는 듯 하다.

2월 소비심리 하락 아쉬움, 3월 면세점 회복 여부 중요

2월 소비심리가 103.1로 전월대비 1.3p 하락한 점은 아쉬움이 있다. 다만, 베이징 올림픽 이후 3월 면세점 매출이 정상화된다면 신세계를 중심으로 투자심리는 개선을 지속할 것으로 본다. 글로벌 여행이 재개되기 전까지는 신세계를 중심으로 백화점 업체 투자가 유망하다. 글로벌 여행이 재개된다면 호텔신라다.

2월 소비심리 103.1(MoM -1.3p), 12월 소매판매(차량/연료제외) YoY 11.5%

그림 1. 소비심리와 소매판매



자료: 한국은행, 통계청, 하나금융투자

2) 화장품: 아모레퍼시픽 Top Pick, ODM 한개는 들고가자

화장품 업종 4가지 불확실성:

- i) 중국 소비, ii) 면세점 수익성, iii) 중국 후/설화수 수요, iv) 사치세

화장품 업종은 4가지 불확실성과 싸우고 있다. i) 중국 소비 둔화, ii) 면세점 채널 수익성 저하, iii) 중국 후/설화수 수요 둔화, iv) 사치세 부과 이슈다. 4분기 이후 중국 소비 둔화가 완화되고 있고, 4분기 호텔신라 등 면세점 업체들의 실적발표를 통해 면세점 채널 수익성 저하 우려는 완화된 상태다. 중국 후/설화수 수요 둔화 우려는 1분기 면세점 매출로 확인해봐야 한다. 설화수의 대 중국 브랜드 인지도 제고는 4분기 실적을 통해 확인됐지만, 후는 1분기 판매 동향이 상당히 중요하다.

1분기 실적 개선 어려우나 3월 매출 회복+사치세 불확실성 해소 시 화장품 업종 주가 상승 기대

베이징 올림픽 영향 면세점과 주요 화장품 브랜드 업체들 실적은 좋지 않다. 1분기 실적 개선을 기대하기 쉽지 않은 모습이다. 다만, i) 3월 매출이 예상대로 회복세를 보일 경우, 1분기 실적보다 중국 소비 경기 회복, 리오프닝 기대감이 더 커지면서 면세점과 화장품 업종 주가 모멘텀을 형성할 수 있다. ii) 3월 5일 중국 전인대 전후 예상되는 사치세 부과 결정은 마지막 남은 허들이다. 럭셔리 화장품에 대한 사치세를 상승이 없을 경우 마지막 남은 불확실성까지 소멸하면서 화장품 업종의 추세적인 주가 상승을 기대할 수 있겠다.

설화수 매출 규모 후 절반 수준, 탄력적인 성장률 기대 가능

Top Pick은 아모레퍼시픽이다. 화장품 업체들의 실적 발표를 보면, 새옹지마라는 생각이 든다. 2017년 사드보복조치 이후 다이공 중심 면세점 채널에 대해 아모레퍼시픽은 브랜드 훼손 가능성으로 보수적으로 접근했고, 공격적인 LG생활건강 대비 비판을 많이 받았다. 지금은 오히려 후의 매출 규모가 너무 커지면서 안팎으로 LG생활건강의 향후 성장 여력에 대해 의문 부호가 찍히고 있는 상황이다. 아모레퍼시픽의 설화수 매출 규모는 후의 절반 수준 밖에 안되다보니 좀더 탄력적인 성장률을 기대할 수 있게 되었다. 물론, 실제 숫자가 그렇게 나오고 있으니 기대를 할 수 있는 것이다.

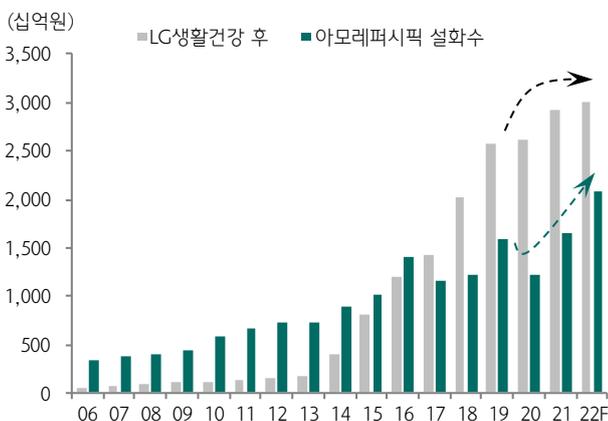
브랜드 지속 성장 1단계:

대 중국 럭셔리 브랜드 인지도 제고

- 2단계: i) 세컨 럭셔리 브랜드 장착, ii) 선진 시장 브랜드 인지도 정립, iii) 중저가 카테고리 확충으로 중장기 지속 성장 가능성 제고

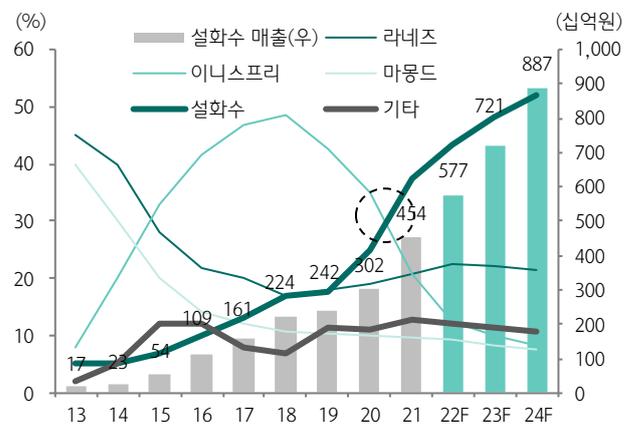
LG생활건강은 대 중국 후 매출이 가파르게 증가하고 있을 때 지속 성장을 위한 다음 단계를 준비해야 했다. 1단계가 대 중국 럭셔리 브랜드 인지도 제고라면, 2단계는 i) 세컨 럭셔리 브랜드 장착, ii) 선진 화장품 시장에서 럭셔리 브랜드 인지도 정립, iii) 트렌디한 중저가 카테고리 확충 등으로 중장기 지속 성장 가능성을 높이는 것이다.

그림 2. 후와 설화수 연간 매출 추이와 전망



자료: 아모레퍼시픽, LG생활건강, 하나금융투자

그림 3. 아모레퍼시픽 중국 사업 브랜드 비중 변화 추이와 전망



자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

세컨 럭셔리 브랜드 장착은 정말 중요하다. 후 하나 갖고는 불안하다. 브랜드는 언제 어떻게 우연한 사건으로 브랜드 인지도가 훼손될 지 모른다. 그래서, 글로벌 브랜드 업체들처럼 3~4개 정도 럭셔리 브랜드 포트폴리오를 갖추고 있어야 한다. 그리고, 중국 시장에서 럭셔리 브랜드로 후가 계속 인정 받으려면 글로벌 선진 시장에 어느정도 브랜드 인지도가 정립돼 있어야 한다. 중국 소비자들이 미국이나 유럽에서 알려져 있지도 않은 브랜드를 럭셔리로 계속 인정할 것인지 불안한 게 사실이다. LG생활건강은 중국은 물론 한국에서 중저가 시장을 다 놓치고 있다. 트렌드를 유연하게 따라갈 수 있는 신규 브랜드에 대한 적극적인 M&A 전략이 필요하다.

LG생건 2단계 진입 전,
아모레 1단계 진행 중, 단기적으로
아모레의 성장 여력 큼

물론, LG생활건강도 많은 노력을 했다. 로시크 슝마 마케팅을 공격적으로 전개했고, CNP와 피지오겔을 인수했다. 미국 에이본 인수를 통해 미국 시장 유통 채널을 확보하기도 했다. CNP는 많은 성과를 거두고 있고, 피지오겔도 긍정적 평가를 받고 있다. 하지만, 슝마 오외 매출은 아직 상대적으로 미미하고, 중저가 카테고리 너무 층이 얇다. 미국 사업은 아직 제대로 시작도 못했다. 그래서, LG생활건강의 현 상황은 2단계 앞, 높은 절벽이 앞에 놓여진 느낌이다. 반면, 아모레퍼시픽은 아직 1단계도 올라오지 못했다. 설화수의 매출 규모가 이를 나타낸다. 아모레퍼시픽도 같은 과제가 남아있지만, 1단계 고지를 향해 예열을 마친 상황, 단기적으로는 아모레퍼시픽의 성장 여력 측면이 더 큰 것이다.

국내외 화장품 산업 모멘텀:
대형 ODM

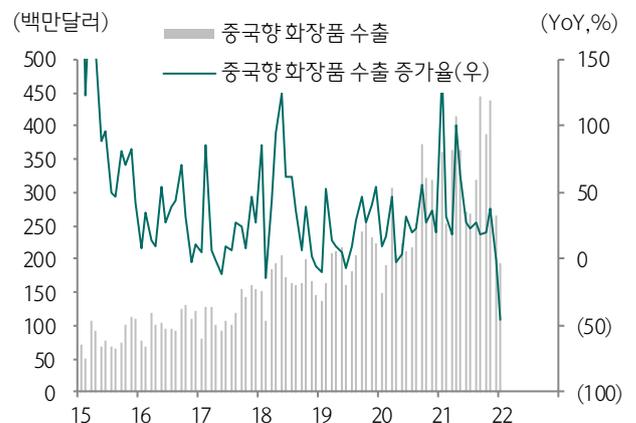
국내외 화장품 산업의 모멘텀은 대형 ODM 업체들로 향하고 있다. 중국 로컬 브랜드 업체간 경쟁 심화와 중국 화장품 기본법 개정을 보면 그렇다. 코스맥스의 압도적 실적 모멘텀이 이를 보여주고 있다. 하지만, 중국 법인 국내 상장 이슈로 투자심리가 크게 약화된 상태다. 이 이슈가 부담이라면 한국콜마가 대안이 될 수도 있겠다. 아무튼, 코스맥스와 한국콜마 둘 중 하나는 갖고 갈 필요가 있다.

그림 4. 중국 화장품 소매판매



자료: CEC, 하나금융투자

그림 5. 대 중국 화장품 수출



자료: CEC, 하나금융투자

3) 면세점/화장품 증장기 우려에 대하여

면세점 증장기 우려:
1)중국 인바운드 회복 여부,
2)중국면세 경쟁력 강화

물론, 증장기적인 우려가 없는 것은 아니다. 면세점의 경우, 글로벌 여행이 재개되더라도 중국 인바운드 회복은 정치적인 이슈가 걸려있다. 중국 인바운드가 회복된다고 해도 이들이 예전처럼 한국 면세점에서 인당 100만원씩을 소비할 지 명확하지 않다. '중국면세'가 경쟁력을 많이 키웠고, 중국 정부도 여행 이후 6개월 동안 자국 면세점을 이용할 수 있는 혜택을 부여했기 때문이다. 하지만, 일단 내국인 아웃바운드 증가는 자명한 일이다. 인천공항 면세점 매출이 5천억원 이상 늘어날 수 있고, 수요가 다각화되면서 시내면세점 수익성도 좋아질 수 있다. 면세점은 분명히 리오픈 효과가 크다.

화장품 증장기 우려:
중국 화장품 시장에서의 브랜드 위상

화장품 브랜드 업체들의 경우 증장기적인 우려는 중국 화장품 시장에서 한국 화장품 브랜드 위상에 대한 우려다. 괜한 오해와 걱정도 있지만, 로컬 브랜드 업체들의 입지와 시장 점유율이 확대되고 있는 것은 분명히 사실이다. 랑콤과 에스티 로더, 라메르 등 글로벌 Top 브랜드의 비중이 상승하고 있는 것 또한 팩트다. 1990년대 아모레퍼시픽이 중국 시장에 진출한 이래로 늘 있어 왔던 우려, 중국 로컬 브랜드와 글로벌 Top 브랜드 사이 '샌드위치' 가능성이 있다.

중국 화장품 소비시장:
피라미드형→중형 변화

중국 화장품 소비 시장은 가격대로 보면 피라미드 형에서 중형으로 옮겨가고 있다. 점점 고가 소비가 증가하고 있는 것이다. 럭셔리 소비 비중이 상승하고 있는데, 여기에는 라메르/겔랑 같은 초럭셔리 브랜드 가격대뿐 아니라 이들보다 한단계 낮은 럭셔리 후와 설화수 가격대가 자리잡고 있고, 이 가격대 소비 비중도 커지고 있다. 피라미드의 상단과 중의 상단을 비교해보면 중의 상단이 넓다는 것을 알 수 있다. 브랜드 사업은 항상 위를 향한다. 진입장벽이 낮은 중저가 시장부터 시작해서 프리미엄을 거쳐 럭셔리 시장에서 입지를 확립하고 지속 성장 브랜드 기업으로 자리매김하는 게 목표다.

초럭셔리→럭셔리 하향정책 X

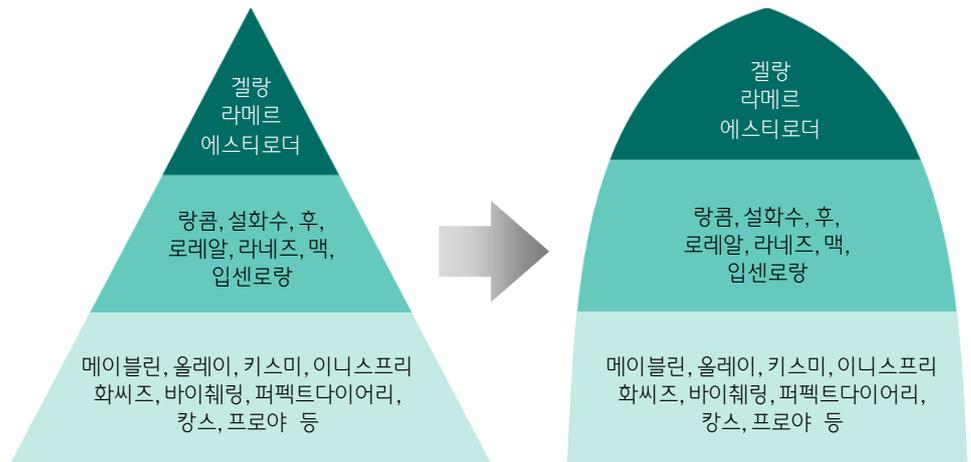
초럭셔리 브랜드가 럭셔리를 타겟으로 가격을 내리는 하향 정책을 사용하지는 않는다. 경제가 성장하고 소득수준이 올라갈수록 점점더 초럭셔리 수요가 증가할 것이기 때문에 브랜드 인지도를 유지하면서 기다리면 된다. 화장품뿐 아니라 다른 패션 카테고리도 마찬가지다. 중국의 안타스포츠가 프리미엄 브랜드로 휠라를 전개하면서 고신장했지만, 나이키와 아디다스가 가격대를 내리는 전략을 추구하지 않았다.

중저가 브랜드의 프리미엄/럭셔리화 경쟁 치열

중저가 브랜드는 끊임없이 위를 향한다. 프리미엄/럭셔리 브랜드가 되기 위해서 애쓴다. 따라서, 중국 화장품 시장에서 한국 화장품 브랜드의 큰 위협은 랭콤과 에스티 로더에 있는 것이 아니라, 퍼펙트다이어리와 화씨즈 같은 로컬 브랜드의 프리미엄 브랜드화 가능성에 있다. 그러나, 이들 브랜드가 프리미엄 이상 수준으로 올라오기에는 아직 상당한 시간이 필요해 보인다. 럭셔리 브랜드 제품은 브랜드 업체가 자체 생산한다. 핵심 기술 역량이 응축돼 있기 때문이다. 그런데, 바이체링, 키슬란, 퍼펙트다이어리, 화씨즈 등 중국의 주요 화장품 브랜드는 대부분 ODM 방식으로 생산하고 있다. 중국 화장품 시장 경쟁이 워낙 치열하다보니 시간이 소요되는 자체적인 개발 역량 제고보다 빠르게 트렌드를 따라갈 수 있는, 코스맥스나 한국콜마에게 ODM을 맡기는 선택을 하고 있다. 코스맥스와 한국콜마가 글로벌 톱 수준의 기술력과 혁신적인 다양한 카테고리들을 보유하고 있기 때문이기도 하다. 그러다보니 중국 브랜드 업체들의 R&D 역량은 국내 메이저 브랜드 업체들에 비해 한참 떨어진다. 물론, 이런 중장기적인 우려까지 하기에는 주가 수준이 너무 낮다. 3월 매출 회복과 사치세 이슈가 해소된다면, 면세점과 화장품 업체들의 추가적인 주가 모멘텀을 기대할 수 있겠다.

그림 6. 중국 화장품 시장 수요 가격대 변화

중국 소비시장 변화:
 피라미드형→중형,
 럭셔리 소비 비중 확대 중



자료: 하나금융투자

4) 아모레퍼시픽 주가 얼마까지 갈 수 있을까?

2010년 중반까지 아모레 중저가 라인
우위, 중국/국내 시장 선도

아모레퍼시픽과 LG생활건강의 지난 10년간 실적과 주가의 차이는 화장품 라인업에서 갈렸다. 2010년 이후 아모레퍼시픽은 설화수를 다소 ‘신비주의’ 로 두고, 아이오펜, 이니스프리, 에뛰드를 ‘행동대장’ 으로 삼았다. 국내 중저가 시장에서 LG생활건강은 아모레퍼시픽한테 완패했다. 2010년 중반까지 아리따움과 이니스프리, 에뛰드하우스의 성장은 눈부실 정도다. 이니스프리 매출은 2010년 830억원에서 2016년 7,700억원까지 9배 이상 성장했다. 2015 기준 아모레퍼시픽 그룹 화장품 사업에서 아이오펜/라네즈/마몽드/이니스프리 등 중저가 브랜드 매출 비중은 49%였다.

반면, 이자녹스, 라끄베르 등 LG생활건강의 중저가 라인은 주도권을 상실한 지 오래다. 2010년 초중반 아모레퍼시픽과 치열한 경쟁에서 밀려, 요즘 20~30대들에게는 브랜드 이름조차 생소하다. 2009년 인수한 더페이스샵이 약진했지만, 이니스프리와 에뛰드의 성장에는 훨씬 못미쳤다. 2010년 더페이스샵 매출은 약 2,400억원으로 당시 이니스프리보다 컸지만, 2016년 매출 규모는 약 4,600억원으로 채 두배도 성장하지 못했다. 2010년에서 2015년까지 아모레퍼시픽과 LG생활건강 주가가 모두 크게 상승했지만, LG생활건강 주가가 2배 상승하는 사이 아모레퍼시픽 주가는 4배 상승했다. 아모레퍼시픽은 설화수부터 에뛰드까지 전 라인업이 국내와 중국 시장을 소위 씹어 먹었지만, LG생활건강에게는 남은게 ‘후’ 밖에 없었다.

2010년대 중반 이후 온라인/벤처
시대 도래, 중저가 비중 큰 아모레
국내외 실적 급락

이런 사업구조는 2010년 중반 이후 새옹지마가 되었다. 온라인/벤처 시대가 도래하면서 두 회사의 희비가 엇갈렸다. 온라인과 H&B 채널을 통한 벤처 브랜드들의 부상은 LG생활건강보다 중저가 매출 비중이 높은 아모레퍼시픽에게 더 큰 부담으로 작용했다. 국내는 물론 해외도 마찬가지다. 중국 화장품 시장에서 중저가 시장은 로컬 벤처 브랜드들로 채워지기 시작했다. LG생활건강은 중국 사업 화장품 매출에서 럭셔리가 90%를 차지하지만, 아모레퍼시픽은 2015년 당시 고작 15%에 불과했다. 이니스프리/라네즈/마몽드 매출 비중이 70%에 달했다.

LG생건 ‘후’ 기반 실적 모멘텀 지속

2016년 이후 LG생활건강은 온라인/벤처 시대의 큰 파고를 빚겨나며 ‘후’ 를 기반으로 실적 모멘텀과 주가 상승을 이어갔다. 중국 영부인 핑리위안의 셀리브리티 마케팅은 운이 좋았고, 사드보복조치 때 면세점과 다이공 채널에 대한 공격적인 전개는 승부수였다. LG생활건강 영업이익은 2016년 8,800억원에서 2021년 1조 2,900억원까지 증가했고, 주가는 2016년 100만원을 넘은 후 2021년 170만원까지 상승했다. 하지만, 아모레퍼시픽은 2016년 이후 온라인/벤처 시대의 큰 파고를 온몸으로 떠안으며 국내외 실적이 급격하게 꺾였다. 영업이익은 2016년 8,500억원에서 2021년 3,400억원으로 절반 이하로 줄었고, 주가 역시 40만원에서 15만까지 하락했다.

2022년 아모레퍼시픽 실적 개선
여력 大

아모레퍼시픽과 LG생활건강 사업구조에 따른 이런 역학관계는 2022년 또 한번 반전을 대기하고 있다. 지난 주 위클리에서 언급한 바와 같이 LG생활건강의 후의 매출 규모가 너무 커져서 추가적인 실적 모멘텀을 찾기 힘들지만, 아모레퍼시픽의 설화수는 매출 규모가 낮아 실적 개선 여력이 큰 상태다. LG생활건강은 대 중국 브랜드 사업의 1단계를 성공적으로 마쳤지만, 2단계를 제대로 준비하지 못한 탓에 큰 벽이 앞을 가로막고 있는 상황이지만, 아모레퍼시픽은 1단계도 아직 오르지 못한 상태다. 지금 LG생활건강 주가는 딱 2016년 수준에 와 있다. 후가 설화수를 뒤로하고 치고 나가기 직전 수준이다. 아모레퍼시픽 주가는 15만원을 바닥으로 18만원을 넘었는데, 2016년 40만원 수준의 절반도 안된다. 그만큼 아모레퍼시픽 주가 상승 여력이 크다는 말일지도 모른다.

아모레 걱정 주가 24만원 선,
i)기타 럭셔리 브랜드 인지도 제고& 실적개선, ii)선진 시장 설화수 매출/인지도 제고, iii) M&A 통한 유망 중저가 브랜드 확충시 추가 밸류에이션 상승 가능

하지만, 아모레퍼시픽 주가를 40만원까지 기대하는 것은 무리가 있다. 이니스프리와 아리따움 등 중저가 라인업이 크게 위축됐고, 그게 돌아선다고 기대하기는 어렵기 때문이다. 즉, 2016년과 같은 영업이익 8,500억원은 언감생심이다. 그럼, 이번 실적 턴어라운드 구간에서 중기적으로 도달할 수 있는 실적과 주가 수준은 얼마일까? 우선, 설화수 매출이 현재 후와 같은 2조 6천억원까지 도달할 수 있다고 가정하자. 영업이익률 20%를 적용하고, 법인세를 뺀 후 당기순이익에 30배를 적용하면 적정 시가총액, 설화수의 브랜드 가치는 12조원 정도 된다. 설화수가 중국에서 브랜드력 제고가 이어진다면 30배는 충분히 적용 가능하다. 그리고 나머지 브랜드 매출 3조원은 지금 수준이 유지된다고 가정하자. 온라인 채널 등을 감안하면 영업이익률 10%는 가능하다. PER 10배를 적용하면 적정 시가총액 2조원 정도는 가능하다. 두 사업부문을 합하면 14조원, 적정주가는 24만원 정도된다. 중기적으로 24만원을 상단으로 접근하는 게 바람직해 보인다. 만일, 헤라 등 다른 럭셔리 브랜드에서 인지도 제고와 실적 개선이 두드러진다면, M&A를 통해 유망한 중저가 브랜드 확충이 가능하다면, 또는 미국/유럽 등 선진 시장에서 설화수의 브랜드 매출과 인지도가 올라온다면, 추가적인 밸류에이션 상승이 가능할 것으로 보인다. 그건, LG생활건강이 하지 못한 2단계 빌드업까지 아모레퍼시픽이 달성 가능하다는 시그널이기 때문이다.

그림 7. 아모레퍼시픽과 LG생활건강 주가

빌드업 1단계를 지나
어떻게 2단계로 돌입하느냐 관건



주: 2013년 1월 5일 주가를 100으로 지수화
자료: 블룸버그, 하나금융투자

표 19. 투자 의견 및 목표주가 변경 내용

(주가 기준일자: 22.02.21, 단위: 원)

종목	현재주가	투자 의견		목표주가		과리율	비고 (사유)
		~에서	~으로	~에서	~으로		
이마트	124,000	BUY	Neutral	190,000	140,000	13%	실적 추정치 및 적정 밸류에이션 하향 조정
GS리테일	26,250	BUY		36,000	32,000	22%	
롯데하이마트	22,650	Neutral		27,000	25,000	10%	
BGF리테일	162,000	BUY		180,000	200,000	24%	적정 밸류에이션 상향 조정
아모레퍼시픽	188,500	BUY		220,000	240,000	27%	실적 추정치 및 적정 밸류에이션 상향 조정
LG생활건강	1,007,000	BUY		1,450,000	1,250,000	24%	적정 밸류에이션 하향 조정
한국콜마	46,650	BUY		52,000	55,000	18%	시간 경과에 따른 연도별 가중치 변경
연우	24,200	BUY		28,000	30,000	24%	
클리오	24,100	BUY		22,000	28,000	16%	적정 밸류에이션 상향 조정
코웨이	69,800	BUY		96,000	83,000	19%	실적 추정치 및 적정 밸류에이션 하향 조정

자료: 하나금융투자

표 20. Coverage/관심종목 투자 의견 및 투자지표

(단위: 십억원)

종목	투자 의견	목표주가(원)		매출액	영업이익	순이익	EPS(원)	P/E(배)	P/B(배)	EV/EBITDA(배)	ROE(%)
*롯데쇼핑	Neutral	100,000	2021F	15,581	216	(316)	(11,163)	(7.8)	0.3	12.4	(3.3)
			2022F	16,318	491	206	7,282	12.0	0.3	10.9	2.2
*신세계	BUY	320,000	2021F	6,316	517	308	31,296	8.1	0.7	7.5	8.6
			2022F	7,084	596	313	31,761	8.2	0.6	7.0	8.0
*이마트	Neutral	140,000	2021F	24,933	316	1,574	56,450	2.7	0.4	6.7	16.0
			2022F	28,696	592	374	13,404	9.5	0.3	4.6	3.5
*현대백화점	BUY	98,000	2021F	3,572	264	189	8,088	9.3	0.4	5.4	4.4
			2022F	4,030	335	228	9,749	8.0	0.4	4.3	5.0
*GS리테일	BUY	32,000	2021F	9,766	208	801	8,806	3.5	1.0	7.7	30.0
			2022F	10,817	362	293	2,793	9.5	0.9	6.2	9.3
*BGF리테일	BUY	200,000	2021F	6,781	199	148	8,538	17.0	3.1	5.9	19.7
			2022F	7,375	223	171	9,868	16.8	3.1	7.0	19.7
롯데하이마트	Neutral	25,000	2021F	3,877	113	(52)	(2,224)	(11.3)	0.3	5.5	(2.8)
			2022F	3,983	124	41	1,744	13.1	0.3	5.1	2.2
*아모레퍼시픽	BUY	240,000	2021F	4,863	343	181	2,621	63.7	2.4	13.3	3.9
			2022F	5,533	458	346	5,009	38.1	2.5	13.5	7.0
*코웨이	BUY	83,000	2021F	3,664	640	479	6,487	11.5	2.8	4.7	28.4
			2022F	3,973	684	526	7,121	10.0	2.2	4.0	25.0
*LG생활건강	BUY	1,250,000	2021F	8,092	1,290	844	47,662	23.0	3.5	11.2	16.6
			2022F	8,563	1,385	916	51,714	19.7	2.9	9.8	15.8
*애경산업	Neutral	21,000	2021F	574	24	16	616	30.9	1.4	10.7	4.8
			2022F	601	29	20	747	25.6	1.4	9.3	5.6
*코스맥스	BUY	120,000	2021F	1,580	117	74	7,411	11.8	2.1	8.7	19.6
			2022F	1,745	148	116	11,508	7.8	1.7	7.6	24.3
*한국콜마	BUY	55,000	2021F	1,587	84	46	2,015	20.0	1.4	14.4	7.2
			2022F	1,766	125	96	4,213	10.4	1.3	11.4	13.7
*호텔신라	BUY	100,000	2021F	3,779	119	27	677	115.3	4.2	15.9	4.3
			2022F	4,451	138	57	1,432	56.8	4.1	18.3	8.6
*연우	BUY	30,000	2021F	287	30	26	2,128	10.2	1.1	4.9	11.4
			2022F	316	32	27	2,184	11.3	1.1	4.9	10.6
*클리오	BUY	28,000	2021F	233	14	9	537	34.0	1.8	12.3	5.9
			2022F	269	16	13	769	31.5	2.3	16.6	8.1

주: * 표시는 K-IFRS 연결기준, 우선주 포함
 자료: 하나금융투자

Top Picks

신세계(004170)

35

아모레퍼시픽(090430)

39

2022년 2월 23일

신세계(004170)

리오프닝 중단기 최대 수혜

4분기 영업이익 1,951억원(YoY 89%) 좋은 실적

4분기 연결 영업이익 1,951억원(YoY 89%)으로 기대치를 크게 넘어서는 양호한 실적을 기록했다. 백화점이 좋았다. 별도 기준 기존점 성장률이 YoY 17%에 이르면서 영업이익이 60% 이상 증가했으며, 동대구점은 명품 빅3 입점효과로 매출이 39%나 늘었다. 8월 신규 오픈한 대전점은 흑자로 돌아섰으며, 3분기부터 연결 계상된 광주신세계도 영업이익을 200억원 가까이 내면서 기여도를 높였다. 면세점 거래액은 29%나 증가했다. 영업이익이 123억원에 그친 것이 아쉽지만, 체화재고 처리와 특허수수료 증가 때문이다. SI(영업이익 301억원, YoY 73%)는 물론 센트럴시티(영업이익 224억원, YoY 28%)도 투숙률 상승으로 선전했다.

1분기까지 실적 모멘텀 안정적

2022년 1분기 영업이익은 1,404억원(YoY 14%) 추정한다. 1월 백화점 기존점 YoY 31%(관리기준)로 선전 중이다. 2월은 오미크론 영향으로 조금 둔화되고 있지만, 목표치는 충분히 달성하고 있다. 면세점 매출만 1~2월 베이징 올림픽 영향으로 부진하다. 백화점 실적 모멘텀은 1분기에도 이어질 듯 하다. 2021년 1분기 매출 성장률이 높았지만, 워낙 베이스가 낮았기 때문이며, 2019년 대비로는 8%밖에 성장하지 못했다. 이번 4분기(2019년 대비 15%)에 비하면 상당히 여유 있는 성장 여력이다.

목표주가 32만원, 투자이건 '매수' 유지

2월 중순 이후 베이징 올림픽이 끝난 후 면세점 매출이 회복세를 보인다면 추가적인 주가 모멘텀이 가능할 것으로 기대한다. 글로벌 여행이 재개되지 않은 상태에서 i) 소비 여력은 충분하다. 최근 백화점 실적 개선이 ii) P(가격) 상승뿐 아니라, Q(고객) 증가 형태로 이뤄지고 있으며, iii) 명품에서 패션 카테고리, iv) 주요 대형 점포 위주에서 중소형 점포로 확장되고 있는 게 긍정적이다. 현재 신세계 주가는 12MF PER 8배로 밸류에이션도 여유있는 상태다. 비중확대가 유효하다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 320,000원 | CP(2월22일): 258,500원

Key Data		Consensus Data	
		2021	2022
KOSPI 지수 (pt)	2,706.79		
52주 최고/최저(원)	322,000/215,500	매출액(십억원)	6,149.8 7,319.0
시가총액(십억원)	2,545.0	영업이익(십억원)	498.5 627.1
시가총액비중(%)	0.12	순이익(십억원)	397.8 395.3
발행주식수(천주)	9,845.2	EPS(원)	34,252 33,440
60일 평균 거래량(천주)	92.9	BPS(원)	384,733 414,643
60일 평균 거래대금(십억원)	22.2		
21년 배당금(예상, 원)	1,500	Stock Price	
21년 배당수익률(예상, %)	0.59		
외국인지분율(%)	25.37		
주요주주 지분율(%)			
정유경 외 2인	28.57		
국민연금공단	12.71		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	7.7 5.1 (0.6)		
상대	12.8 18.8 13.1		

Financial Data						
투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	6,394.2	4,769.3	6,316.4	7,083.5	7,694.2
영업이익	십억원	467.8	88.5	517.3	595.8	686.8
세전이익	십억원	798.2	(118.5)	517.9	525.5	630.0
순이익	십억원	526.4	(103.5)	308.1	312.7	374.8
EPS	원	53,472	(10,512)	31,296	31,761	38,073
증감율	%	120.29	적전	흑전	1.49	19.87
PER	배	5.40	(22.78)	8.12	8.19	6.83
PBR	배	0.72	0.68	0.67	0.63	0.58
EV/EBITDA	배	7.71	11.50	7.47	6.92	6.16
ROE	%	14.24	(2.81)	8.58	8.05	8.90
BPS	원	399,189	350,013	379,811	410,073	446,647
DPS	원	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500



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

RA 안도연
02-3771-7776
dohyunahn@hanafn.com

표 1. 신세계 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

1분기 연결기준 매출 1조 6,210억원
(YoY 23%), 영업이익 1,404억원
(YoY 14%) 전망

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출액	1,320	1,395	1,667	1,934	6,316	1,621	1,632	1,797	2,022	7,072
신세계	400	400	393	480	1,672	439	420	420	498	1,778
신세계인터	342	341	350	418	1,451	359	358	368	439	1,523
센트럴시티	60	66	60	77	263	66	67	63	80	276
신세계DF	479	561	797	823	2,660	647	673	837	876	3,032
영업이익	124	96	102	195	517	140	112	125	219	596
신세계	61	47	55	98	262	69	49	63	105	287
신세계인터	21	27	14	30	92	23	25	15	33	96
센트럴시티	16	4	10	22	53	16	3	10	23	52
신세계DF	23	19	23	12	78	19	20	25	27	91
세전이익	121	40	220	136	518	123	94	107	202	526
지배주주순이익	70	4	176	58	308	80	61	70	132	343
영업이익률(%)	9.4	6.9	6.1	10.1	8.2	8.7	6.8	6.9	10.8	8.4
세전이익률(%)	9.2	2.9	13.2	7.0	8.2	7.6	5.8	6.0	10.0	7.4
순이익률(%)	5.3	0.3	10.5	3.0	4.9	4.9	3.8	3.9	6.5	4.8
매출액(YoY,%)	10.3	37.6	37.3	43.9	32.4	22.8	16.9	7.8	4.5	12.0
신세계	20.7	13.0	8.0	16.6	14.5	10.0	5.0	7.0	3.9	6.3
신세계인터	5.7	18.7	4.9	9.0	9.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
센트럴시티	7.4	24.1	3.8	24.2	14.9	10.0	2.0	5.0	3.7	5.0
신세계DF	-2.0	80.4	82.3	80.6	57.1	35.0	20.0	5.0	6.4	14.0
영업이익(YoY,%)	3659.2	흑전	307.1	89.1	522.8	13.6	15.9	21.8	12.4	15.2
신세계	170.8	231.5	95.9	58.3	106.2	13.0	4.2	14.7	7.3	9.6
신세계인터	77.3	흑전	101.4	73.0	172.1	6.3	-5.5	9.5	9.2	4.3
센트럴시티	35.0	흑전	-26.4	28.0	29.2	3.9	-18.5	-1.6	0.7	-0.3
신세계DF	-171.3	흑전	흑전	373.1	흑전	-16.0	5.1	9.6	116.6	17.8
세전이익(YoY,%)	3041.1	흑전	흑전	812.6	흑전	1.2	133.3	-51.4	48.5	1.5
순이익(YoY,%)	흑전	흑전	흑전	378.2	흑전	14.5	1395.7	-60.2	125.0	11.3

자료: 신세계, 하나금융투자

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

(단위: 십억원)

2022년 연결 매출과 영업이익 각각
YoY 12%, 15% 성장한
7조 840억원과 5,960억원 전망

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	4,769	6,316	7,084	7,694	8,259
신세계	1,460	1,672	1,778	1,860	1,922
신세계인터	1,325	1,451	1,523	1,599	1,679
센트럴시티	229	263	276	290	304
신세계DF	1,693	2,660	3,032	3,429	3,807
영업이익	83	517	596	687	778
신세계	127	262	287	310	331
신세계인터	34	92	96	104	109
센트럴시티	41	53	52	58	61
신세계DF	-87	78	91	131	179
세전이익	-123	518	526	630	732
순이익	-74	391	397	476	553
지배주주순이익	-108	308	313	375	436
적정시가총액	2,380	2,571	2,777	2,999	3,486
주식수(천주)	9,845	9,845	9,845	9,845	9,845
적정주가(천원)	242	261	282	305	354
적정PER(배)	-22.0	8.3	8.9	8.0	8.0
EPS(원)	-11,004	31,297	31,762	38,074	44,264
영업이익률(%)	1.7	8.2	8.4	8.9	9.4
매출 (YoY,%)	-25.4	32.4	12.1	8.6	7.3
영업이익 (YoY,%)	-82.2	523	15.2	15.3	13.2
순이익 (YoY,%)	-120.6	-384.4	1.5	19.9	16.3

자료: 신세계, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	6,394.2	4,769.3	6,316.4	7,083.5	7,694.2
매출원가	3,125.9	2,368.8	2,607.1	2,691.7	2,947.7
매출총이익	3,268.3	2,400.5	3,709.3	4,391.8	4,746.5
판매비	2,800.5	2,312.0	3,192.0	3,796.0	4,059.8
영업이익	467.8	88.5	517.3	595.8	686.8
금융손익	(106.1)	(84.7)	(79.8)	(75.5)	(71.3)
중속/관계기업손익	0.7	(1.9)	(13.9)	(6.2)	0.8
기타영업외손익	435.9	(120.3)	94.3	11.5	13.7
세전이익	798.2	(118.5)	517.9	525.5	630.0
법인세	205.1	(49.3)	126.7	128.6	154.1
계속사업이익	593.1	(69.1)	391.2	397.0	475.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	593.1	(69.1)	391.2	397.0	475.9
비배주주지분 손익	66.7	34.4	83.1	84.3	101.1
지배주주순이익	526.4	(103.5)	308.1	312.7	374.8
지배주주지분포괄이익	488.3	(92.7)	605.9	614.9	737.1
NOPAT	347.6	51.6	390.8	450.0	518.8
EBITDA	1,136.5	744.8	1,046.5	1,022.5	1,031.0
성장성(%)					
매출액증가율	23.30	(25.41)	32.44	12.14	8.62
NOPAT증가율	8.97	(85.16)	657.36	15.15	15.29
EBITDA증가율	62.52	(34.47)	40.51	(2.29)	0.83
영업이익증가율	17.72	(81.08)	484.52	15.17	15.27
(지배주주)순이익증가율	120.25	적전	흑전	1.49	19.86
EPS증가율	120.29	적전	흑전	1.49	19.87
수익성(%)					
매출총이익률	51.11	50.33	58.72	62.00	61.69
EBITDA이익률	17.77	15.62	16.57	14.43	13.40
영업이익률	7.32	1.86	8.19	8.41	8.93
계속사업이익률	9.28	(1.45)	6.19	5.60	6.19

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,831.2	1,663.7	2,197.9	3,215.4	4,164.2
금융자산	226.9	396.4	523.1	1,338.6	2,126.6
현금성자산	177.7	388.7	513.7	1,328.4	2,115.6
매출채권	242.2	216.9	287.2	322.1	349.9
재고자산	1,077.4	862.9	1,142.8	1,281.6	1,392.1
기타유동자산	284.7	187.5	244.8	273.1	295.6
비유동자산	11,187.3	11,105.4	10,983.1	10,758.0	10,574.5
투자자산	1,609.4	1,635.3	2,042.2	2,243.9	2,404.6
금융자산	512.2	558.6	616.3	644.9	667.6
유형자산	6,481.0	6,603.6	6,093.3	5,682.3	5,351.5
무형자산	352.0	381.8	362.9	347.0	333.7
기타비유동자산	2,744.9	2,484.7	2,484.7	2,484.8	2,484.7
자산총계	13,018.5	12,769.1	13,180.9	13,973.5	14,738.7
유동부채	3,173.0	3,609.0	3,480.4	3,890.3	4,226.9
금융부채	1,293.7	1,888.9	1,205.2	1,339.9	1,457.4
매입채무	158.5	72.1	95.5	107.1	116.3
기타유동부채	1,720.8	1,648.0	2,179.7	2,443.3	2,653.2
비유동부채	4,330.4	4,102.9	4,277.6	4,288.6	4,266.8
금융부채	3,261.6	3,101.8	2,951.8	2,801.8	2,651.8
기타비유동부채	1,068.8	1,001.1	1,325.8	1,486.8	1,615.0
부채총계	7,503.4	7,711.9	7,758.0	8,178.9	8,493.7
지배주주지분	3,926.5	3,442.4	3,735.7	4,033.6	4,393.8
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	397.5	347.8	347.8	347.8	347.8
자본조정	313.7	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
기타포괄이익누계액	245.1	260.7	260.7	260.7	260.7
이익잉여금	2,920.9	2,788.2	3,081.6	3,379.5	3,739.6
비배주주지분	1,588.6	1,614.9	1,687.3	1,760.9	1,851.2
자본총계	5,515.1	5,057.3	5,423.0	5,794.5	6,245.0
순금융부채	4,328.4	4,594.3	3,633.9	2,803.1	1,982.7

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	53,472	(10,512)	31,296	31,761	38,073
BPS	399,189	350,013	379,811	410,073	446,647
CFPS	118,291	62,122	115,213	103,637	104,405
EBITDAPS	115,436	75,649	106,298	103,862	104,723
SPS	649,478	484,428	641,576	719,490	781,524
DPS	2,000	1,500	1,500	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	5.40	(22.78)	8.12	8.19	6.83
PBR	0.72	0.68	0.67	0.63	0.58
PCFR	2.44	3.86	2.20	2.51	2.49
EV/EBITDA	7.71	11.50	7.47	6.92	6.16
PSR	0.44	0.49	0.40	0.36	0.33
재무비율(%)					
ROE	14.24	(2.81)	8.58	8.05	8.90
ROA	4.37	(0.80)	2.37	2.30	2.61
ROIC	4.46	0.62	5.00	6.25	7.71
부채비율	136.05	152.49	143.06	141.15	136.01
순부채비율	78.48	90.85	67.01	48.38	31.75
이자보상배율(배)	3.44	0.70	4.29	5.45	6.31

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	789.9	552.4	1,439.7	1,081.3	1,025.1
당기순이익	593.1	(69.1)	391.2	397.0	475.9
조정	39	52	53	43	34
감가상각비	668.7	656.3	529.2	426.8	344.2
외환거래손익	3.2	(55.1)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(794.4)	(13.5)	0.0	0.0	0.0
기타	161.5	(535.7)	(476.2)	(383.8)	(310.2)
영업활동 자산부채변동	(195.4)	98.1	519.3	257.5	205.0
투자활동 현금흐름	(71.5)	(389.1)	(419.3)	(213.3)	(172.0)
투자자산감소(증가)	(522.2)	(25.8)	(417.6)	(212.5)	(171.3)
자본증가(감소)	(282.8)	(417.9)	0.0	0.0	0.0
기타	733.5	54.6	(1.7)	(0.8)	(0.7)
재무활동 현금흐름	(893.5)	48.0	(848.5)	(30.0)	(47.3)
금융부채증가(감소)	1,273.5	435.4	(833.7)	(15.2)	(32.5)
자본증가(감소)	0.0	(49.7)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2,129.7)	(318.0)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(37.3)	(19.7)	(14.8)	(14.8)	(14.8)
현금의 증감	(174.8)	211.2	124.8	814.8	787.3
Unlevered CFO	1,164.6	611.6	1,134.3	1,020.3	1,027.9
Free Cash Flow	468.8	75.6	1,439.7	1,081.3	1,025.1

자료: 하나금융투자

2022년 2월 23일

아모레퍼시픽(090430)

실적 턴어라운드의 예열을 마치고

4분기 어닝 쇼크지만 내용이 좋다

4분기 연결 매출은 1조 3,247억원(YoY 15%), 영업이익 256억원(흑자전환, YoY +348억원)으로 시장 기대치 하회하는 부진한 실적이었다. 내용이 좋았다. 1) 설화수 매출이 국내와 중국에서 모두 YoY 30% 이상 증가했다. 설화수의 대 중국 브랜드 인지도 제고에 대한 투자자들의 신뢰가 높아지게 되었다. 둘째, 국내 전통채널 매출이 YoY (+)로 전환했다. 국내와 중국 사업을 구조조정 작업이 막바지에 왔다는 증거다. 셋째, 2017년 이후 처음으로 면세점 채널에서 LG생활건강을 눌렀다. 물론, LG생활건강 매출이 12월 발생하지 않았기 때문이지만, 그렇기 때문에 아모레퍼시픽 면세점 매출이 30% 가까이 증가한 게 돌보인다.

중국 사업 1분기 감익, 2분기부터 높은 실적 모멘텀

중국에서는 이니스프리 매장을 2021년 200개 가까이 줄이면서 강한 구조조정을 단행했다. 4분기 중국 사업에서만 200억 원 이상 영업손실이 발생한 것으로 보인다. 이니스프리 매출은 YoY 80% 감소했지만, 이니스프리 매출 비중은 중국 사업에서 9% 수준으로 크게 떨어져 2022년 설화수 중심 실적 턴어라운드 가능성을 더 높이고 있다. 2022년 1분기 영업이익은 감익할 가능성이 크다. 전년도 중국 사업 베이스가 높기 때문이다. 하지만, 지금과 같은 사업구조 개선과 설화수 성장이 이어진다면 2분기 이후 높은 실적 모멘텀이 가능하다.

목표주가 22→24만원, 투자 의견 '매수' 유지

아모레퍼시픽 주가를 역사적 전고점 40만원까지 기대하는 것은 무리가 있다. 이니스프리와 아리따움 등 중저가 라인업이 크게 위축됐고, 돌아선다고 기대하기 어렵기 때문이다. 2016년 영업이익 8,500억원은 언감생심이다. 설화수 매출이 현재 후와 같은 2조 6천억원까지 도달할 수 있다고 가정하면, 설화수 브랜드 가치는 12조원 정도 된다(OPM 20%, PER 30배). 나머지 브랜드 매출 3조원 수준이 유지된다고 가정하면, 이들 브랜드 가치는 2조원 정도다(OPM 10%, PER 10배). 두 부문을 합하면 14조원, 적정주가는 24만원이다. 만일, 헤라 등 다른 럭셔리 브랜드에서 인지도 제고와 실적 개선이 두드러진다면, M&A를 통해 유망한 중저가 브랜드 확충이 가능하다면, 또는 미국/유럽 등 선진 시장에서 설화수 인지도가 올라온다면, 추가적인 밸류에이션 상승이 가능하다. LG생활건강이 하지 못한 2단계 빌드업까지 가능하다는 신호이기 때문이다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 240,000원 | CP(2월22일): 188,500원

Key Data		Consensus Data	
		2021	2022
KOSPI 지수 (pt)	2,706.79		
52주 최고/최저(원)	297,000/149,500	매출액(십억원)	4,754.7 5,321.7
시가총액(십억원)	11,025.9	영업이익(십억원)	363.6 453.9
시가총액비중(%)	0.52	순이익(십억원)	261.6 329.9
발행주식수(천주)	58,492.8	EPS(원)	3,802 4,870
60일 평균 거래량(천주)	251.3	BPS(원)	69,082 73,004
60일 평균 거래대금(십억원)	42.3		
21년 배당금(예상, 원)	800	Stock Price	
21년 배당수익률(예상, %)	0.48		
외국인지분율(%)	30.13		
주요주주 지분율(%)			
아모레퍼시픽그룹 외 4인	50.19		
국민연금공단	6.38		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	18.2 (12.5) (20.5)		
상대	23.7 (1.1) (9.5)		

Financial Data						
투자지표	단위	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	십억원	5,580.1	4,432.2	4,863.1	5,533.3	6,265.4
영업이익	십억원	427.8	143.0	343.4	457.8	577.1
세전이익	십억원	370.6	25.3	297.9	455.1	576.1
순이익	십억원	238.8	35.1	180.9	345.9	437.8
EPS	원	3,460	509	2,621	5,009	6,340
증감율	%	(28.11)	(85.29)	414.93	91.11	26.57
PER	배	57.80	404.72	63.72	38.13	30.13
PBR	배	3.01	3.11	2.40	2.49	2.22
EV/EBITDA	배	13.50	20.11	13.25	11.24	9.34
ROE	%	5.36	0.78	3.94	6.98	7.92
BPS	원	66,519	66,205	69,588	76,836	86,222
DPS	원	1,000	800	800	800	800



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

RA 안도연
02-3771-7776
dohyunahnas@hanafn.com

1분기 연결 매출 YoY 10% 증가한
1조 3,750억원, 영업이익
YoY 6% 감소한 1,660억원 전망

표 1. 아모레퍼시픽 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2021년	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	1,253	1,177	1,109	1,325	4,863	1,375	1,374	1,272	1,511	5,533
국내화장품	680	626	598	690	2,593	791	767	723	808	3,089
생활용품	134	116	124	109	483	141	122	129	117	508
해외화장품	447	445	384	526	1,802	443	486	420	586	1,936
영업이익	176	91	50	26	343	166	125	94	74	458
화장품	116	84	57	42	300	136	107	76	61	380
생활용품	9	-2	1	-8	0	9	1	2	-10	3
해외화장품	52	9	9	-18	52	20	16	16	23	75
세전이익	181	88	54	-26	298	165	124	93	73	455
순이익	135	61	40	-43	194	126	94	71	55	346
영업이익률(%)	14.1	7.8	4.5	1.9	7.1	12.1	9.1	7.4	4.9	8.3
화장품	17.1	13.5	9.6	6.1	11.6	17.2	14.0	10.5	7.5	12.3
생활용품	6.7	-2.0	1.2	-7.1	0.0	6.7	1.0	1.5	-8.6	0.5
해외화장품	11.7	2.1	2.2	-3.5	2.9	4.6	3.3	3.7	3.9	3.9
세전이익률(%)	14.5	7.5	4.9	-1.9	6.1	12.0	9.0	7.3	4.8	8.2
순이익률(%)	10.8	5.2	3.6	-3.2	4.0	9.1	6.9	5.6	3.7	6.3
매출(YoY,%)	10.8	11.5	1.9	14.5	9.7	9.8	16.8	14.7	14.1	13.8
국내화장품	9.9	17.9	11.8	31.1	17.3	16.4	22.4	21.0	17.1	19.1
생활용품	-5.9	-7.8	-10.3	20.9	-2.7	5.2	5.3	3.7	7.3	5.3
해외화장품	19.6	9.8	-9.2	-3.2	3.3	-0.9	9.2	9.5	11.5	7.4
영업이익(YoY,%)	189.2	158.9	-10.2	흑전	140.1	-5.9	36.6	86.0	187.7	33.3
화장품	60.8	86.7	124.3	흑전	166.3	16.9	27.2	32.7	45.0	26.7
생활용품	-37.3	적전	-86.3	적지	-94.8	5.8	흑전	34.0	적지	958.6
해외화장품	흑전	흑전	-56.9	-135.7	189.4	-61.2	69.9	83.8	흑전	44.5
세전이익(YoY,%)	176.4	370.5	180.8	흑전	1,077.6	-8.9	40.7	71.6	흑전	52.8
순이익(YoY,%)	88.6	454.7	314.4	흑전	451.2	-7.1	54.2	77.1	흑전	78.6

자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

2022년 연결 매출과 영업이익 각각
YoY 14%, 33% 증가한
5조 5,330억원과 4,580억원 전망

표 2. 아모레퍼시픽 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출	4,432	4,863	5,533	6,265	7,055
화장품	2,210	2,593	3,089	3,614	4,166
생활용품	496	483	508	533	556
해외화장품	1,745	1,802	1,936	2,119	2,333
영업이익	143	343	458	577	705
화장품	113	300	380	470	562
생활용품	5	0	3	5	8
해외화장품	18	52	75	102	134
세전이익	25	298	455	576	705
순이익	22	181	346	438	536
지배주주순이익	35	181	346	438	536
적정시가총액	11,816	12,761	13,782	14,885	16,076
주식수(천주)	58,458	58,458	58,458	58,458	58,458
적정주가(천원)	202	218	236	255	275
적정PER(배)	336.3	70.5	39.8	34.0	30.0
EPS(원)	601	3,094	5,917	7,489	9,167
영업이익률(%)	3.2	7.1	8.3	9.2	10.0
화장품	4.2	9.7	10.6	11.3	11.9
생활용품	0.9	0.0	0.5	1.0	1.5
해외화장품	1.0	2.9	3.9	4.8	5.7
매출 (YoY,%)	-20.6	9.7	13.8	13.2	12.6
화장품	-26.3	17.3	19.1	17.0	15.3
생활용품	-4.7	-2.7	5.3	4.9	4.4
해외화장품	-16.0	3.3	7.4	9.4	10.1
영업이익 (YoY,%)	-66.6	140.1	33.3	26.1	22.1
국내부문	-64.4	166.3	26.7	23.6	19.7
해외화장품	-82.8	189.4	44.5	35.8	31.4
순이익 (YoY,%)	-90.2	727.2	91.2	26.6	22.4

자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	5,580.1	4,432.2	4,863.1	5,533.3	6,265.4
매출원가	1,500.5	1,265.4	1,362.6	1,522.7	1,705.4
매출총이익	4,079.6	3,166.8	3,500.5	4,010.6	4,560.0
판매비	3,651.8	3,023.8	3,157.1	3,552.8	3,982.9
영업이익	427.8	143.0	343.4	457.8	577.1
금융손익	(5.2)	(5.1)	(3.5)	(1.9)	(0.4)
중속/관계기업손익	(0.3)	0.7	0.8	0.8	0.8
기타영업외손익	(51.7)	(113.2)	(42.8)	(1.6)	(1.4)
세전이익	370.6	25.3	297.9	455.1	576.1
법인세	146.8	3.4	116.9	109.2	138.3
계속사업이익	223.8	21.9	181.0	345.9	437.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	223.8	21.9	181.0	345.9	437.8
비배주주지분 손익	(15.0)	(13.3)	(109.7)	(209.8)	(265.5)
지배주주순이익	238.8	35.1	180.9	345.9	437.8
지배주주지분포괄이익	246.3	46.9	248.9	475.7	602.1
NOPAT	258.3	123.6	208.6	347.9	438.6
EBITDA	913.3	601.5	705.4	743.6	802.8
성장성(%)					
매출액증가율	5.73	(20.57)	9.72	13.78	13.23
NOPAT증가율	(27.50)	(52.15)	68.77	66.78	26.07
EBITDA증가율	22.08	(34.14)	17.27	5.42	7.96
영업이익증가율	(11.24)	(66.57)	140.14	33.31	26.06
(지배주주)순이익증가율	(28.12)	(85.30)	415.38	91.21	26.57
EPS증가율	(28.11)	(85.29)	414.93	91.11	26.57
수익성(%)					
매출총이익률	73.11	71.45	71.98	72.48	72.78
EBITDA이익률	16.37	13.57	14.51	13.44	12.81
영업이익률	7.67	3.23	7.06	8.27	9.21
계속사업이익률	4.01	0.49	3.72	6.25	6.99

대차대조표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,803.1	1,825.7	2,396.4	3,101.3	3,849.8
금융자산	884.3	1,020.4	1,514.6	2,100.6	2,719.3
현금성자산	673.6	793.7	1,282.1	1,859.0	2,467.7
매출채권	365.9	283.8	311.4	354.3	401.1
재고자산	452.6	414.5	454.8	517.5	585.9
기타유동자산	100.3	107.0	115.6	128.9	143.5
비유동자산	4,185.9	3,876.2	3,522.8	3,250.4	3,039.4
투자자산	48.4	92.9	101.5	115.0	129.7
금융자산	46.2	40.4	43.9	49.4	55.4
유형자산	2,661.8	2,566.3	2,204.3	1,918.5	1,692.8
무형자산	226.5	208.8	208.8	208.8	208.8
기타비유동자산	1,249.2	1,008.2	1,008.2	1,008.1	1,008.1
자산총계	5,989.0	5,701.9	5,919.2	6,351.7	6,889.2
유동부채	1,066.6	965.9	1,043.7	1,164.7	1,296.8
금융부채	296.9	287.0	299.9	320.0	342.0
매입채무	172.5	117.6	129.1	146.8	166.3
기타유동부채	597.2	561.3	614.7	697.9	788.5
비유동부채	423.6	271.6	285.0	305.8	328.6
금융부채	267.9	133.7	133.7	133.7	133.7
기타비유동부채	155.7	137.9	151.3	172.1	194.9
부채총계	1,490.2	1,237.5	1,328.7	1,470.5	1,625.4
지배주주지분	4,489.5	4,467.9	4,703.7	5,204.2	5,852.3
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	723.5	723.5	723.5	723.5	723.5
자본조정	(117.6)	(117.6)	(117.6)	(117.6)	(117.6)
기타포괄이익누계액	(24.7)	(20.3)	(20.3)	(20.3)	(20.3)
이익잉여금	3,873.8	3,847.7	4,083.6	4,584.1	5,232.2
비배주주지분	9.3	(3.5)	(113.2)	(323.0)	(588.5)
자본총계	4,498.8	4,464.4	4,590.5	4,881.2	5,263.8
순금융부채	(319.4)	(599.6)	(1,080.9)	(1,646.8)	(2,243.5)

투자지표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	3,460	509	2,621	5,009	6,340
BPS	66,519	66,205	69,588	76,836	86,222
CFPS	14,764	9,138	9,649	10,775	11,606
EBITDAPS	13,233	8,716	10,219	10,770	11,626
SPS	80,853	64,219	70,451	80,134	90,736
DPS	1,000	800	800	800	800
주가지표(배)					
PER	57.80	404.72	63.72	38.13	30.13
PBR	3.01	3.11	2.40	2.49	2.22
PCFR	13.55	22.54	17.31	17.73	16.46
EV/EBITDA	13.50	20.11	13.25	11.24	9.34
PSR	2.47	3.21	2.37	2.38	2.11
재무비율(%)					
ROE	5.36	0.78	3.94	6.98	7.92
ROA	4.20	0.60	3.11	5.64	6.61
ROIC	7.62	3.65	6.99	13.11	18.34
부채비율	33.12	27.72	28.94	30.13	30.88
순부채비율	(7.10)	(13.43)	(23.55)	(33.74)	(42.62)
이자보상배율(배)	21.42	8.40	22.41	33.19	46.50

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2019	2020	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	718.3	554.4	561.0	659.7	694.0
당기순이익	223.8	21.9	181.0	345.9	437.8
조정	66	49	36	29	23
감가상각비	485.5	458.5	362.0	285.8	225.7
외환거래손익	2.0	7.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.3	(0.7)	0.0	0.0	0.0
기타	(421.8)	(415.9)	(326.0)	(256.8)	(202.7)
영업활동 자산부채변동	(161.4)	39.8	18.0	28.0	30.5
투자활동 현금흐름	(403.2)	(206.4)	(14.5)	(22.5)	(24.6)
투자자산감소(증가)	6.0	(44.5)	(8.6)	(13.4)	(14.7)
자본증가(감소)	(218.8)	(158.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(190.4)	(3.6)	(5.9)	(9.1)	(9.9)
재무활동 현금흐름	(387.4)	(216.0)	(41.9)	(35.1)	(33.3)
금융부채증가(감소)	448.7	(144.1)	12.9	20.1	21.9
자본증가(감소)	3.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(757.7)	(3.3)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(81.4)	(68.6)	(54.9)	(55.2)	(55.2)
현금의 증감	(61.9)	132.0	476.6	576.9	608.7
Unlevered CFO	1,018.9	630.7	666.1	744.0	801.4
Free Cash Flow	471.8	371.3	561.0	659.7	694.0

자료: 하나금융투자

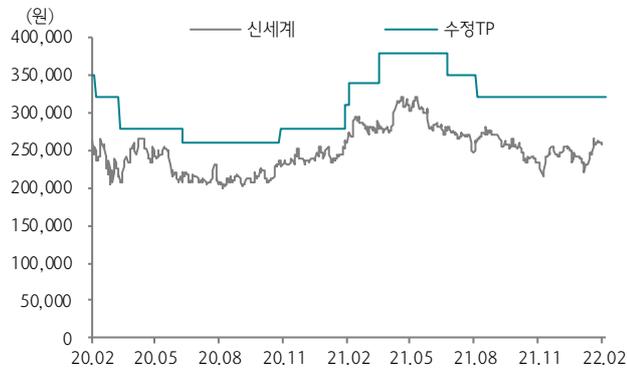
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

롯데쇼핑



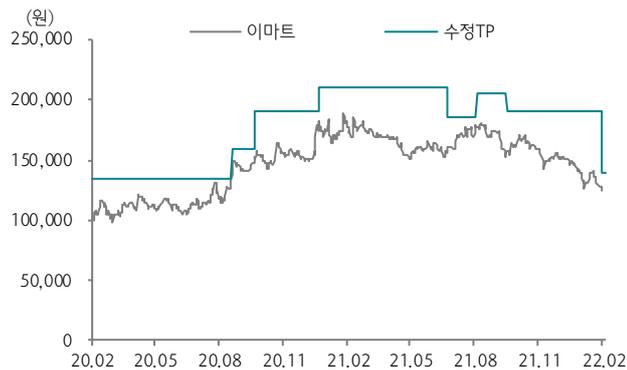
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.1.5	Neutral	100,000		
21.10.8	Neutral	110,000	-12.12%	-0.45%
21.8.26	Neutral	120,000	-11.63%	-9.17%
21.2.24	Neutral	130,000	-8.89%	1.15%
21.1.12	Neutral	115,000	0.54%	-8.26%
20.11.17	BUY	115,000	-11.17%	-1.30%
20.10.8	BUY	100,000	-9.92%	-1.00%
20.7.1	Neutral	86,000	-7.87%	-2.09%
20.2.27	Neutral	110,000	-22.90%	-5.45%
19.8.27	Neutral	150,000	-14.31%	-6.67%

신세계



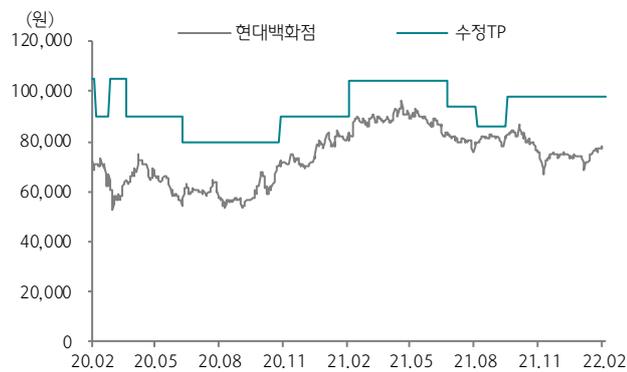
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.8.26	BUY	320,000		
21.7.15	BUY	350,000	-23.51%	-19.43%
21.4.8	BUY	380,000	-22.37%	-15.26%
21.2.24	BUY	340,000	-16.88%	-13.24%
21.2.18	BUY	310,000	-14.68%	-11.61%
20.11.17	BUY	280,000	-14.24%	-8.93%
20.7.1	BUY	260,000	-18.04%	-8.85%
20.4.1	BUY	280,000	-14.79%	-5.36%
20.2.27	BUY	320,000	-26.75%	-17.34%
19.12.6	BUY	350,000	-17.39%	-7.43%

이마트



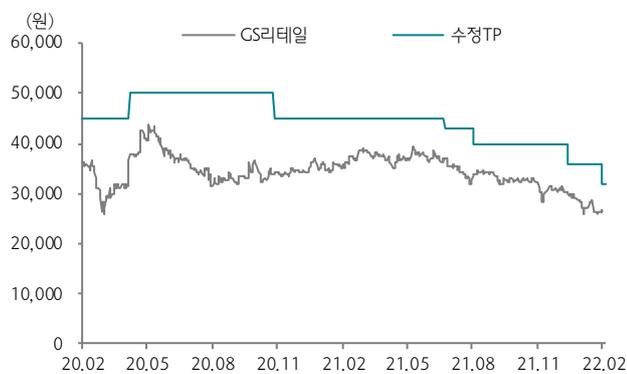
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.2.22	Neutral	140,000		
21.10.8	BUY	190,000	-20.47%	-9.74%
21.8.26	BUY	205,000	-16.63%	-11.71%
21.7.15	BUY	185,000	-8.34%	-3.51%
21.1.12	BUY	210,000	-20.20%	-10.00%
20.10.13	BUY	190,000	-18.71%	-5.79%
20.9.9	BUY	160,000	-9.33%	-5.00%
20.2.27	BUY	135,000	-16.11%	-1.48%
20.1.2	Neutral	135,000	-15.51%	-8.15%

현대백화점



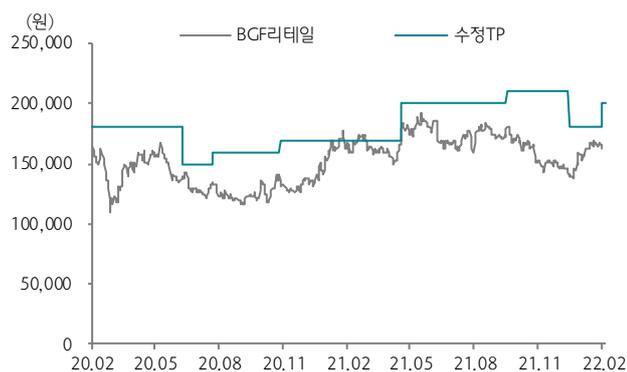
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.10.8	BUY	98,000		
21.8.26	Neutral	86,000	-5.51%	-3.37%
21.7.15	BUY	94,000	-14.63%	-11.60%
21.2.24	BUY	104,000	-14.79%	-7.02%
20.11.17	BUY	90,000	-15.60%	-6.33%
20.7.1	BUY	80,000	-25.05%	-11.88%
20.4.12	BUY	90,000	-27.95%	-16.44%
20.3.18	BUY	105,000	-43.63%	-38.67%
20.2.27	BUY	90,000	-23.28%	-18.56%
19.8.29	BUY	105,000	-24.10%	-14.29%

GS리테일



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.2.22	BUY	32,000		
22.1.5	BUY	36,000	-22.62%	-17.08%
21.8.26	BUY	40,000	-19.36%	-13.50%
21.7.15	BUY	43,000	-19.70%	-14.07%
20.11.17	BUY	45,000	-19.19%	-12.78%
20.4.28	BUY	50,000	-28.02%	-12.30%
20.2.25	1년 경과	-	-	-
19.2.25	BUY	45,000	-13.79%	-6.67%

BGF리테일



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.2.22	BUY	200,000		
22.1.5	BUY	180,000	-12.92%	-5.83%
21.10.8	BUY	210,000	-25.02%	-16.90%
21.7.15	BUY	200,000	-13.78%	-8.25%
21.5.26	Neutral	200,000	-10.57%	-4.00%
21.5.10	BUY	200,000	-10.60%	-7.75%
21.2.24	Neutral	170,000	-4.43%	2.65%
20.11.17	BUY	170,000	-15.25%	4.41%
20.8.12	BUY	160,000	-21.78%	-11.88%
20.7.1	Neutral	150,000	-13.55%	-5.00%
20.4.7	BUY	180,000	-16.64%	-7.22%
20.1.2	Neutral	180,000	-14.73%	-3.33%

롯데하이마트



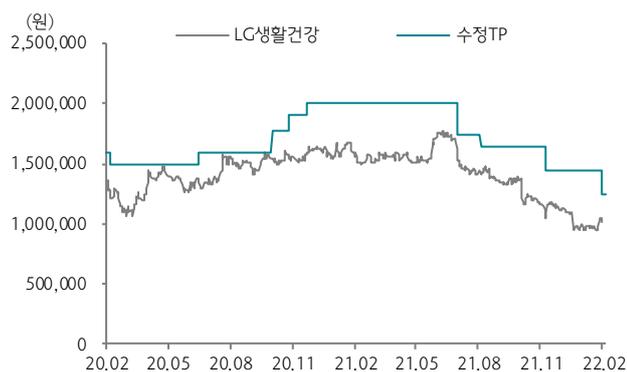
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.2.22	Neutral	25,000		
22.1.5	Neutral	27,000	-14.61%	-6.30%
21.11.22	Neutral	29,000	-12.18%	-6.90%
21.10.8	Neutral	32,000	-13.97%	-10.31%
21.8.26	BUY	40,000	-23.68%	-20.88%
21.7.15	BUY	43,000	-20.14%	-15.35%
21.5.26	Neutral	43,000	-12.96%	-7.44%
20.7.1	BUY	47,000	-26.49%	-7.66%
20.6.17	BUY	35,000	2.84%	10.00%
20.5.20	Neutral	31,000	-7.54%	-3.23%
20.2.27	Neutral	24,000	-13.38%	20.21%
19.8.27	Neutral	34,000	-12.49%	-1.32%

아모레퍼시픽



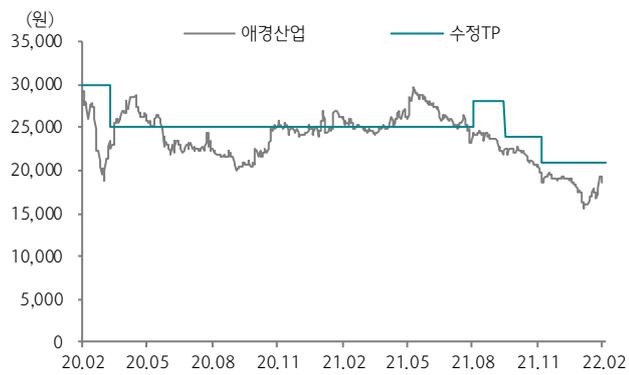
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.2.22	BUY	240,000		
21.11.30	BUY	220,000	-23.82%	-13.18%
21.10.8	BUY	240,000	-23.73%	-19.79%
21.8.26	BUY	280,000	-29.11%	-18.75%
21.7.15	BUY	300,000	-24.01%	-18.50%
21.5.24	BUY	340,000	-21.16%	-12.65%
21.4.29	BUY	320,000	-11.22%	-7.97%
21.2.4	Neutral	240,000	2.71%	13.33%
21.1.12	Neutral	195,000	16.36%	7.95%
20.7.7	Neutral	165,000	7.35%	31.52%
20.2.27	Neutral	180,000	-6.71%	0.83%
20.1.8	Neutral	220,000	-9.26%	7.50%

LG생활건강



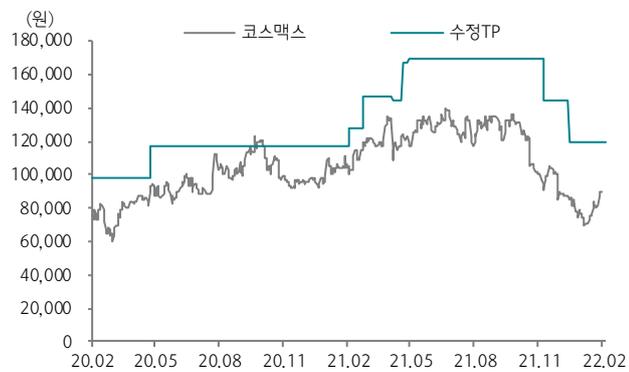
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.2.22	BUY	1,250,000		
21.11.30	BUY	1,450,000	-27.57%	-18.41%
21.10.8	BUY	1,650,000	-24.50%	-15.76%
21.8.26	Neutral	1,650,000	-15.95%	-10.73%
21.7.23	Neutral	1,750,000	-17.06%	-14.57%
20.12.14	BUY	2,000,000	-20.24%	-11.50%
20.11.17	BUY	1,900,000	-18.83%	-17.32%
20.10.23	BUY	1,780,000	-13.73%	-9.72%
20.7.7	BUY	1,600,000	-8.66%	-0.94%
20.2.27	BUY	1,500,000	-13.89%	-1.67%
19.3.28	BUY	1,600,000	-19.16%	-9.19%

애경산업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.11.30	Neutral	21,000		
21.10.8	Neutral	24,000	-10.08%	-5.21%
21.8.26	BUY	28,000	-15.59%	-11.96%
21.4.1	1년 경과		-	-
20.4.1	Neutral	25,000	-3.65%	15.40%
19.11.21	Neutral	30,000	-7.82%	9.83%

코스맥스



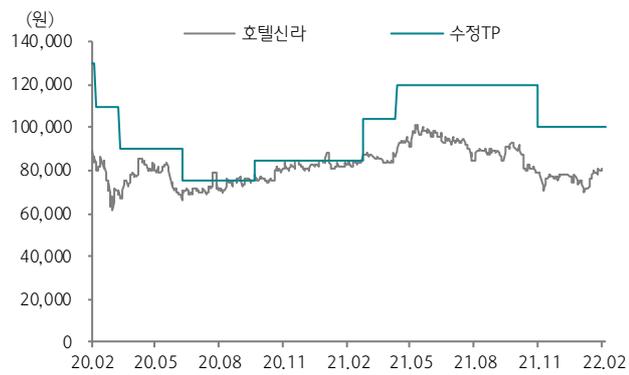
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.1.5	BUY	120,000		
21.11.30	BUY	145,000	-34.36%	-27.24%
21.5.20	BUY	170,000	-25.86%	-17.65%
21.5.12	BUY	166,640	-26.64%	-26.19%
21.4.27	Neutral	144,095	-19.09%	-14.63%
21.3.17	BUY	147,036	-16.80%	-8.00%
21.2.24	BUY	127,431	-13.52%	-8.85%
20.5.15	BUY	117,628	-15.67%	5.00%
20.2.21	BUY	98,024	-20.67%	-9.00%

한국콜마



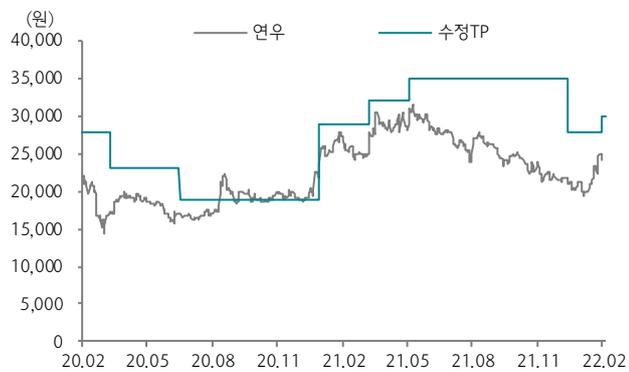
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.2.22	BUY	55,000		
21.11.17	BUY	52,000	-24.13%	-15.58%
21.8.26	Neutral	52,000	-11.44%	-5.19%
21.2.24	BUY	70,000	-19.40%	-11.71%
21.2.18	BUY	62,000	-6.99%	-5.97%
21.1.12	Neutral	50,000	5.32%	1.40%
20.7.7	Neutral	47,000	-0.75%	11.49%
20.4.1	BUY	47,000	-9.26%	1.49%
19.10.27	Neutral	47,000	-4.89%	13.19%

호텔신라



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.11.22	BUY	100,000		
21.5.3	BUY	120,000	-23.87%	-15.42%
21.3.17	BUY	104,000	-17.59%	-14.81%
20.10.13	Neutral	85,000	-4.27%	4.12%
20.7.1	Neutral	75,000	-3.11%	5.20%
20.4.1	BUY	90,000	-14.19%	-5.33%
20.2.27	BUY	110,000	-31.81%	-21.18%
20.2.24	1년 경과		-	-
19.2.24	BUY	130,000	-31.41%	-11.54%

연우



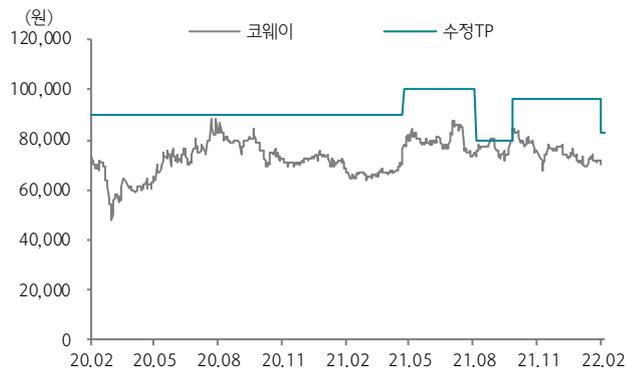
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.2.22	BUY	30,000		
22.1.5	BUY	28,000	-23.18%	-11.25%
21.5.26	BUY	35,000	-26.77%	-9.71%
21.3.31	BUY	32,000	-9.75%	-4.53%
21.1.20	BUY	29,000	-11.63%	-3.45%
20.7.7	Neutral	19,000	-0.80%	21.32%
20.4.1	BUY	23,000	-20.54%	-13.48%
20.1.8	BUY	28,000	-25.87%	-7.14%

클리오



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.2.22	BUY	28,000		
22.1.5	BUY	22,000	-16.73%	10.00%
21.11.30	BUY	25,000	-26.17%	-21.80%
21.7.15	BUY	30,000	-27.49%	-17.83%
21.5.17	BUY	27,000	-4.85%	2.96%
21.4.8	BUY	24,000	-7.18%	-2.50%
20.7.7	Neutral	19,000	-5.15%	15.26%
20.4.1	BUY	25,000	-16.93%	-6.40%
20.1.8	BUY	29,000	-19.76%	0.00%

코웨이



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.2.22	BUY	83,000		
21.10.18	BUY	96,000	-21.40%	-12.19%
21.8.26	Neutral	80,000	-4.39%	0.13%
21.5.14	BUY	100,000	-20.11%	-12.40%
20.7.16	BUY	90,000	-18.83%	-1.44%
20.2.17	Neutral	90,000	-26.20%	-15.00%

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	95.38%	4.62%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 2월 22일

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 2022년 2월 22일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2022년 2월 22일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

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.