



2022년 5월 20일 | Equity Research

컨슈머

리오프닝 기대를 덮은 매크로 불확실성

유통: 백화점/편의점 업체들 선전 전망

백화점/편의점 업황 회복은 하반기에도 지속될 듯 하다. 백화점은 패션 카테고리 비중이 상승하고, 중형 점포 매출이 올라 오고 있는게 긍정적이다. 편의점은 심야/특수입지/학교주변 매출이 좋아지고 있다. 다만, 업체별로 사업구조가 다르기 때문에 일률적으로 실적 모멘텀을 기대하기는 어렵다. 롯데쇼핑은 하이마트와 롯데온이 발목을 잡고 있다. 한편 최근 온라인 유통 시장에서 오프라인 점포의 중요성이 부각되고 있다. GS리테일은 쿠팡머스 성과를 유심히 지켜볼 필요가 있고, 올리브영은 1,265개 점포가 온라인 채널 확대의 근간이 되고 있다.

화장품: 중국 소비 회복을 가정한다면

최근 주요 업체들의 미국/대 일본 수출 비중이 커지고 있는게 긍정적이다. 하지만, 중국 의존도가 워낙 높기 때문에 중국 부진을 극복하는 데 한계가 있다. 중국 매크로 문제와 원가율 상승 부담이 해소된다면 아모레퍼시픽과 코스맥스, 한국콜마, 클리오의 펀더멘탈 개선이 부각될 것으로 기대한다. 반면, 국내 외에서 브랜드 인지도가 우려되는 LG생활건강과 애경산업은 상대적으로 조심스럽다.

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

신세계와 현대백화점, BGF리테일 등 사업구조가 상대적으로 간단하고 백화점/편의점 매출 확대 효과가 큰 기업을 중심으로 가져가는 게 가장 방어적이다. 신세계는 SI와 신세계까지 실적 개선 폭이 가장 클 듯 하다. 소비심리와 글로벌 여행 재개 등 불안 요인으로 주가 모멘텀에는 한계가 있지만, 양호한 실적을 기반으로 주가의 하방 경직성은 담보할 것으로 본다. 중국 봉쇄 이슈가 해소되면 호텔신라, 쿠팡머스가 효과를 거둔다면 GS리테일 주가 모멘텀이 클 수 있다. 화장품 업종에서는 중국 매크로 문제가 해소된다면 아모레퍼시픽과 코스맥스, 한국콜마, 클리오의 펀더멘탈 개선이 부각될 것으로 기대한다. 아모레퍼시픽은 사업 구조 조정을 마치고, 실적 턴어라운드 예열을 마쳤다. 반면, 국내 외 브랜드 인지도가 우려되는 LG생활건강과 애경산업, LG생활건강 향 매출 비중인 높은 연우는 실적 회복에 좀더 시간이 소요될 수 있다.

Earnings Review

Neutral

Top Picks

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(5월19일)
신세계(004170)	BUY	320,000원	250,500원
아모레퍼시픽(090430)	BUY	240,000원	153,000원



Analyst 박종대

02-3771-8544

forsword@hanafn.com

RA 안도현

02-3771-7776

dohyunahn@hanafn.com

CONTENTS

1. 유통: 백화점>편의점>대형마트>홈쇼핑>가전양판	2
1) 신세계: 리오프닝 효과 본격화	2
2) 현대백화점: 면세점 불확실성을 덮는 백화점 호실적	4
3) 롯데쇼핑: 희비가 공존하는 실적	5
4) 롯데하이마트: 전년도 높은 베이스 부담 지속	7
5) 이마트: 높은 베이스, 커지는 비용 부담	8
6) BGF리테일: 업황 회복, 군계일학의 실적	10
7) GS리테일: GS리테일 실적을 어떻게 볼 것인가? 쿼커머스 불안과 기대	11
8) 호텔신라: 리오프닝 효과 가시화 중	17
 2. 화장품: 매출 부진과 원가율 상승의 이중고	 21
1) 아모레퍼시픽: 실적 턴어라운드 위한 사업구조 개선 완료 입증	21
2) LG생활건강: 후의 대중국 브랜드력에 대한 의심	23
3) 한국콜마: 펀더멘탈은 분명히 좋아지고 있다	25
4) 코스맥스: 어닝쇼크지만 시장 지배력은 압도적	26
5) 클리오: 브랜드력 제고로 해외 사업 확대 중	27
6) 연우: 당분간 L사 부담 지속	28
7) 애경산업: 중국 불확실성 불구 채널 다각화 긍정적	29
 3. 투자전략: 펀더멘탈 좋은 기업으로 엄선할 것	 31
1) 유통: 백화점/편의점 가장 방어적	31
2) 화장품: 중국 매크로 문제 해소를 가정한다면	32
 Top Picks	 34
신세계(004170)	35
아모레퍼시픽(090430)	39

1. 유통: 백화점>편의점>대형마트>홈쇼핑>가전양판

1) 신세계: 리오프닝 효과 본격화

백화점 기존점 YoY 16%

1분기 연결 영업이익은 1,636억원(YoY 32%)으로 시장 기대치(OP 1,440억원)를 뛰어넘는 양호한 실적을 기록했다. 백화점 기존점 성장률은 YoY 16%에 달했다. 명품이 30% 성장하며 외형을 주도했지만, 여성/남성/스포츠 카테고리가 15% 내외 성장하면서 마진 개선에 기여했다. 동대구점은 명품 빅3 입점효과로 30% 성장, 대전점은 흑자전환했다.

면세점 영업손실 21억원은 신세계 인터내셔널 영업이익 상승으로 상쇄

면세점 영업손실은 21억원(YoY -252억원)으로 부진했지만, 신세계인터내셔널 영업이익이 331억원(YoY 56%)까지 뛰어 오르면서 상쇄했다. 센트럴시티 영업이익은 호텔 특숙률 상승에도 신세계DF 강남점 철수에 따른 임대료 수입 감소로 153억원(YoY -3%)에 그쳤다. 까사미아가 흑자전환했다. 매출은 48%나 증가했다. 점포수가 97개(YoY +14개)로 늘어났으며, 지난 4분기 광고 효과가 매출로 이어진 듯 하다.

2분기 연결 영업이익 1,180억원 (YoY 23%) 추정

2분기 연결 영업이익은 1,180억원(YoY 23%) 추정한다. 거리두기 완화로 백화점 4월 기존점 성장률은 21%로 올라섰으며, 현대백화점과 같이 패션 매출(YoY 28%)이 명품(YoY 26%)을 넘어섰다. 4~5월 역대 최대 실적이 예상되며, 상반기 백화점 영업이익은 YoY 50% 이상 증가할 전망이다. 메리어트 투숙률도 4월에는 65%까지 상승했다. 면세점이 여전히 불확실한 상황이지만, 백화점과 신세계인터내셔널, 센트럴시티 등 주요 사업 실적이 충분히 상쇄하고 남음이 있다. 현재 주가는 12MF PER 7.6배로 밸류에이션도 여유가 있다. 리오프닝 최대 수혜주로 비중 확대가 유효하다.

표 1. 신세계 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

1분기 연결기준 매출 1조 7,665억원
(YoY 34%), 영업이익 1,636억원
(YoY 32%) 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출액	1,320	1,395	1,667	1,934	6,316	1,767	1,668	1,923	1,985	7,342
신세계	400	400	393	479	1,672	443	432	424	508	1,807
신세계인터	342	341	350	418	1,451	352	354	368	435	1,509
센트럴시티	60	66	60	77	263	70	72	66	81	289
신세계DF	479	561	797	823	2,660	772	673	940	887	3,272
영업이익	124	96	102	195	517	164	118	126	217	625
신세계	61	47	55	98	262	87	67	63	102	320
신세계인터	21	27	14	30	92	33	25	15	32	106
센트럴시티	16	4	10	22	53	15	4	15	24	58
신세계DF	23	19	23	12	78	-2	0	9	19	27
세전이익	121	40	220	136	518	192	73	81	167	512
지배주주순이익	70	4	176	57	307	121	44	49	90	304
영업이익률(%)	9.4	6.9	6.1	10.1	8.2	9.3	7.1	6.6	10.9	8.5
세전이익률(%)	9.2	2.9	13.2	7.0	8.2	10.8	4.4	4.2	8.4	7.0
순이익률(%)	5.3	0.3	10.5	3.0	4.9	6.9	2.6	2.5	4.5	4.1
매출액(YoY,%)	10.3	37.6	37.3	43.9	32.4	33.8	19.5	15.4	2.6	16.2
신세계	20.7	13.0	8.0	16.6	14.5	10.9	8.0	8.0	5.9	8.1
신세계인터	5.7	18.7	4.9	9.7	9.5	3.0	4.0	5.0	4.0	4.0
센트럴시티	7.4	24.1	3.8	24.2	14.9	16.4	10.0	10.0	5.1	10.0
신세계DF	-2.0	80.4	82.3	80.6	57.1	61.2	20.0	18.0	7.7	23.0
영업이익(YoY,%)	3659.2	흑전	307.1	89.2	523.0	32.4	22.7	23.4	11.0	20.7
신세계	170.8	231.5	95.9	58.3	106.2	42.7	41.9	13.6	4.8	22.3
신세계인터	77.3	흑전	101.4	73.0	172.1	55.6	-6.4	9.5	7.2	14.8
센트럴시티	35.0	흑전	-26.4	28.0	29.2	-3.2	-12.1	48.1	5.7	10.0
신세계DF	-171.3	흑전	흑전	373.1	흑전	적전	-100.0	-58.9	58.0	-65.5
세전이익(YoY,%)	3041.1	흑전	흑전	810.7	흑전	58.0	81.1	-63.2	22.9	-1.0
순이익(YoY,%)	흑전	흑전	흑전	367.6	흑전	72.9	970.1	-72.2	57.3	-1.0

자료: 신세계, 하나금융투자

2) 현대백화점: 면세점 불확실성을 덮는 백화점 호실적

패션 매출 회복으로 백화점 기존점
YoY 9% 성장

1분기 연결 영업이익은 889억원(YoY 37%)으로 시장 기대치(OP 790억원)을 크게 넘어서는 양호한 실적을 기록했다. 패션 매출이 본격 회복세로 돌아서면서 백화점 GPM이 0.4%p나 상승했다. 백화점 기존점 성장률은 8.6%에 달했는데, i) 더현대점이 조기 BEP를 달성했고, ii) 대형점포는 물론 중형점포 매출이 빠르게 늘고 있으며, iii) 고마진 패션 매출이 15%(남성/여성) 증가했다는 게 긍정적이다.

면세점 총매출 YoY 19% 증가 불구
영업손실 확대

면세점 총매출은 19% 증가했으나, 영업손실 140억원(YoY -28억원)으로 늘었다. 일매출은 3월 기준 70억원 수준, 화장품 비중은 78%(수입화장품 비중 85%)까지 상승했다. 공항점 리스부채 상각 30억원 환입을 감안하면 월별 영업손실이 60억원 정도 수준이다.

2분기 연결 영업이익 730억원
(YoY 27%) 추정

2분기 연결 영업이익은 730억원(YoY 27%)으로 추정한다. 백화점 4월 기존점 성장률은 12%에 이르고 있고, 5월도 호조세다. 리오프닝 효과로 의류 매출이 확대 중이다. 명품보다 패션 매출 성장률이 높은 것은 상당히 이례적인 현상이다. 이런 상품 믹스 개선은 2분기 실적 모멘텀을 더욱 기대하게 하는 요인이다. 면세점도 1분기보다는 나은 모습이다. 물론, 중국 수요 불확실성이 크지만, 내국인 아웃바운드가 증가하면서 4월 공항점은 BEP를 기록했다. 현재 주가는 12MF PER 7.7배다. 백화점 실적 모멘텀이 워낙 커서, 면세점 불확실성을 덮고도 남는다. 비중확대가 유효하다.

표 2. 현대백화점 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

1분기 연결기준 총매출은 전년 동기
대비 12% 증가한 2조 2,821억원,
영업이익 37% 증가한 889억원
기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
총매출	2,034	2,308	2,216	2,565	9,122	2,282	2,519	2,398	2,782	9,982
백화점	1,509	1,620	1,450	1,817	6,396	1,663	1,733	1,523	1,870	6,789
면세점	493	656	734	716	2,598	587	754	844	880	3,066
영업이익	65	58	48	94	264	89	73	57	91	311
백화점	76	65	59	105	305	103	88	70	99	360
면세점	-11	-8	-11	-11	-41	-14	-15	-13	-7	-49
세전이익	77	66	88	86	317	104	88	73	91	357
지배주주순이익	43	41	54	52	189	62	53	44	55	214
영업이익률(%)	3.2	2.5	2.1	3.7	2.9	3.9	2.9	2.4	3.3	3.1
백화점	5.0	4.0	4.0	5.8	4.8	6.2	5.1	4.6	5.3	5.3
면세점	-2.3	-1.2	-1.5	-1.5	-1.6	-2.4	-2.0	-1.5	-0.8	-1.6
총매출(YoY,%)	47.0	48.4	22.9	22.6	33.5	12.2	9.2	8.2	8.5	9.4
백화점	28.5	26.4	14.0	17.0	21.1	10.2	7.0	5.0	2.9	6.1
면세점	169.2	165.2	45.7	39.8	79.7	19.2	15.0	15.0	23.0	18.0
영업이익(YoY,%)	336.3	609.6	6.3	38.2	94.6	36.8	26.8	20.6	-3.1	17.5
백화점	122.2	149.2	3.9	28.2	53.5	35.1	35.1	19.4	-5.9	18.0
면세점	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익(YoY,%)	128.6	232.5	60.5	122.2	115.7	34.6	33.5	-17.2	6.9	12.6
순이익(YoY,%)	167.9	377.5	88.6	201.1	169.3	44.1	30.9	-18.8	6.2	13.1

자료: 현대백화점, 하나금융투자

3) 롯데쇼핑: 희비가 공존하는 실적

백화점, 컬처웍스 증익 불구하고,
하이마트/홈쇼핑/이커머스 감익 영향
컨센서스 하회

1분기 연결 영업이익은 687억원(YoY 11%)으로 시장 기대치(OP 1,170억원)를 크게 하회하는 어닝쇼크를 기록했다. 백화점은 기존점 성장률이 8.2%에 이를 정도로 좋았고, 컬처웍스의 영화관 매출이 빠르게 회복하면서 영업손실이 110억원이나 줄었지만, 하이마트가 82억원 영업손실을 기록하고, 홈쇼핑이 송출수수료 부담으로 9% 감익했다. 이커머스 영업손실이 450억원으로 전년 동기대비 160억원이나 증가한 게 부담으로 작용했다. 자회사 합병 취득세(약 170억원)도 일회성 비용으로 작용했다.

2분기 연결 영업이익 390억원
(YoY 411%) 추정

2분기 연결 영업이익은 390억원(YoY 411%)으로 추정한다. 4월 백화점 기존점 성장률은 15%(관리기준), 대형마트 역시 트래픽 회복으로 기존점 성장률이 9%에 이르고 있다. 2분기 컬처웍스는 월 BEP까지 기대하고 있다.

2022년 제반 비용 선반영으로
영업이익 YoY 100% 이상 증가 가능

시장 기대치 크게 하회하는 부진한 실적이지만, 그래도, 전반적인 실적은 턴어라운드 구간에 있다. 하이마트/이커머스/홈쇼핑 사업이 부담이지만, 실질적으로 영업이익의 대부분을 차지하는 백화점 실적이 가파르게 회복하고 있기 때문이다. 컬처웍스 회복도 긍정적이다. 2022년 제반 비용을 선반영해왔기 때문에 연간 영업이익은 YoY 100% 이상 증가할 수 있는 구조다. 다만, 이런 실적 개선은 기저효과일 뿐, 롯데쇼핑의 펀더멘탈이 구조적으로 좋아지고 있다고 평가하기는 어렵다. 백화점은 시장점유율이 하락하고 있고, 이커머스는 아직 뚜렷한 방향을 찾지 못한채 영업손실만 늘어나고 있다. 현재 주가는 12MF PER 11배다. 조정시 매수 전략이 유효하다.

표 3. 롯데쇼핑 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

연결기준 1분기 매출 전년 동기 대비
YoY 3% 감소한 3조 7,708억원,
영업이익 전년 동기 대비 11% 증가한
687억원 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	3,880	3,903	4,007	3,784	15,574	3,771	4,082	4,210	3,956	16,019
백화점	676	721	656	835	2,888	740	778	704	873	3,095
마트	1,476	1,424	1,481	1,335	5,716	1,481	1,495	1,560	1,398	5,933
하이마트	956	988	1,040	885	3,870	841	988	1,046	914	3,790
슈퍼	388	358	380	327	1,453	349	358	380	293	1,380
홈쇼핑	258	273	271	302	1,104	275	278	276	307	1,137
이커머스	30	26	24	28	108	26	29	26	30	111
시네마	40	43	79	72	234	73	86	142	120	421
영업이익	62	8	29	109	208	69	39	118	210	436
백화점	103	62	-20	205	350	105	70	58	208	441
마트	1	-26	12	-18	-31	16	-24	25	-3	14
하이마트	26	33	51	-3	107	-8	20	37	26	75
슈퍼	3	-2	3	-9	-5	3	-4	7	-6	0
홈쇼핑	34	31	24	13	102	31	28	23	20	102
이커머스	-26	-35	-46	-49	-156	-45	-43	-32	-30	-150
시네마	-40	-36	-32	-25	-133	-29	-4	3	-3	-34
세전이익	7	-21	-99	-525	-638	102	8	87	88	285
지배주주순이익	-41	-62	291	-480	-292	48	6	65	86	205
영업이익률(%)	1.6	0.2	0.7	2.9	1.3	1.8	0.9	2.8	5.3	2.7
백화점	15.2	8.6	-3.1	24.6	12.1	14.2	9.0	8.2	23.9	14.3
매출(YoY, %)	-4.8	-3.5	-2.4	-4.3	-3.8	-2.8	4.6	5.1	4.5	2.9
백화점	11.6	8.1	6.0	9.4	8.8	9.5	7.8	7.3	4.6	7.2
마트	-9.9	-4.8	-6.9	-3.4	-6.4	0.3	5.0	5.3	4.7	3.8
하이마트	3.3	-11.4	-0.7	-8.1	-4.5	-12.0	0.0	0.6	3.2	-2.1
슈퍼	-21.0	-16.7	-16.5	16.4	-12.3	-10.1	0.0	0.0	-10.3	-5.0
홈쇼핑	-4.1	5.0	5.0	4.5	2.6	6.6	2.0	2.0	1.7	3.0
이커머스	-33.3	-25.7	-14.3	-6.7	-21.7	-13.3	10.0	10.0	8.0	3.0
시네마	-60.8	34.4	19.7	9.1	-12.0	82.5	100.0	80.0	66.7	80.0
영업이익(YoY, %)	18.5	444.7	-73.9	-39.8	-40.0	11.2	410.6	307.5	92.4	109.8
백화점	255.2	40.9	-125.8	15.2	6.4	1.9	12.8	-387.2	1.7	26.1
마트	-92.9	적지	-62.5	적전	적전	1500.0	적지	112.2	적지	흑전
하이마트	31.8	-52.3	-9.0	-117.5	-33.7	적전	-40.2	-28.0	-1024.4	-30.1
슈퍼	적전	적지	0.0	적지	적지	0.0	적지	140.1	적지	적지
홈쇼핑	-8.1	-18.4	-20.0	-38.1	-19.0	-8.8	-10.2	-2.1	53.8	0.3
이커머스	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
시네마	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지
세전이익	흑전	적지	적전	흑전	흑전	1446.9	흑전	흑전	흑전	흑전
순이익(지배주주)	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	-77.5	흑전	흑전

자료: 롯데쇼핑, 하나금융투자

4) 롯데하이마트: 전년도 높은 베이스 부담 지속

고마진 백색가전 매출 전년동기 대비
20% 이상 감소

롯데하이마트의 1분기 매출은 YoY 12%나 감소했고, 82억원의 영업손실을 기록했다. 고마진 백색가전 매출이 20% 이상 감소하다보니 GPM이 YoY 1.3%p나 하락했다. 점포수가 YoY 23개나 감소했지만, 추가적인 수수료 부담이 있는 온라인 채널 매출이 11% 성장하면서 판매비 감소 폭은 제한적이었다. 영업이익률이 YoY 2.5%p나 하락하게 된 주요인이다.

가전 수요 사이클 일단락

2분기 영업이익은 140억원(YoY -57%) 추정한다. 4~5월 매출은 YoY 5% 감소하고 있는 것으로 파악되고 있다. 1분기보다 매출 감소폭은 줄었지만, 상당히 부진한 실적이 이어지고 있다. 에어컨 매출은 YoY 10% 이상 증가하고 있지만, 냉장고/세탁기 등 백색가전 판매가 여전히 부진하다. 가전 수요 사이클이 정점을 지나면서 당분간 실적 부진은 지속될 가능성이 크다. 다만, 애초 예상보다 실적 부진폭이 크다는 점이 투자자 입장에서는 부담이다.

1분기 별도 매출은 전년 동기대비
6% 감소한 8,412억원, 영업적자는
전년 동기대비 339억원 감소한
82억원 기록

표 4. 롯데하이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출액	956	988	1,040	885	3,870	841	929	982	912	3,665
A/V가전	115	109	114	110	448	110	107	112	110	439
백색가전	373	464	499	370	1,707	295	418	464	384	1,562
정보통신	249	188	198	196	830	237	182	192	202	813
소형가전	220	227	218	209	875	199	223	214	215	852
영업이익	26	33	51	-3	107	-8	14	25	11	42
세전이익	21	32	47	-134	-33	-9	8	19	1	19
순이익	16	25	36	-134	-57	-7	6	14	1	14
영업이익률(%)	2.7	3.3	4.9	-0.3	2.8	-1.0	1.5	2.5	1.2	1.1
세전이익률(%)	2.2	3.2	4.6	-15.1	-0.9	-1.1	0.9	1.9	0.1	0.5
순이익률(%)	1.7	2.5	3.5	-15.1	-1.5	-0.8	0.7	1.5	0.1	0.4
매출액(YoY,%)	3.3	-11.4	-0.7	-8.1	-4.5	-12.0	-5.9	-5.6	3.0	-5.3
영업이익(YoY,%)	31.8	-52.3	-9.0	-117.5	-33.7	적전	-57.8	-51.8	흑전	-61.1
세전이익(YoY,%)	39.1	-43.7	-11.6	적지	적전	적전	-74.2	-60.2	흑전	흑전
순이익(YoY,%)	40.1	-42.9	-11.9	적지	적전	적전	-74.6	-60.1	흑전	흑전

자료: 롯데하이마트, 하나금융투자

5) 이마트: 높은 베이스, 커지는 비용 부담

할인점 PP센터 제외시
기준점 0.3% 성장

1분기 연결 영업이익은 344억원(YoY -72%)으로 시장 기대치(OP 1,340억원)를 크게 못 미치는 어닝쇼크를 기록했다.

스타벅스코리아 연결 효과가 있었지만 역부족이었다. 할인점 부문이 기준점 성장률 2.4% 성장에 그치면서 18% 감익했다. PP센터를 제외하면 0.3% 성장에 불과하기 때문에 별도 기준으로는 감익이 불가피한 상황이었다. 오프라인점 점포 매출이 올라와야 하는데, 오미크론 확산이 트래픽 증가에 부담으로 작용했다. 오프라인 사업들이 전반적으로 좋지 않았다. 트레이더스도 33% 감익했고, 스타벅스코리아도 36% 감익했다.

온라인 사업 비용부담 대:
쓱닷컴 257억원, G마켓 194억원
영업손실

온라인 사업은 여전히 비용 부담이 크다. 쓱닷컴은 257억원 영업손실을 기록했고, G마켓도 194억원 영업손실이다. G마켓 영업손실은 거래액이 늘어나지 않는 가운데 물류비 부담이 증가했기 때문이다. 이베이코리아와 스타벅스코리아 인수에 따른 PPA 상각비 400억원은 앞으로 10년 동안 계속 발생할 손실이다. 이마트24와 조선호텔이 선전과 쓱닷컴 거래액 23% 증가는 그나마 위로가 된다. 영업외수익으로 성수동 본점 건물 매각 차익 1조 833억원 계상되었다.

2분기 전년도 기저효과 기대

2분기부터는 쓱닷컴을 비롯 전년도 베이스가 낮아지는 시기다. G마켓도 본격 운영하면서 영업이 정상화될 것으로 보인다. 오미크론 완화로 오프라인 점포 트래픽이 늘어날 것으로 기대한다. 4월 할인점 기준점 성장률은 4월 할인점 기준점 5.1%, 전문점 -11%, 트레이더스 1.1%이다. 2분기 연결 영업이익은 스타벅스코리아 연결 효과 등으로 511억원(YoY 574%) 수준이 가능할 전망이다. 이마트의 2022년 가이던스는 할인점 기준점 4.6%, 트레이더스 6.5%, 쓱닷컴 17%(6.7조원), G마켓 GMV 16.5조원(YoY 0.2%), 스타벅스 매출 2.75조원(점포수 +127개)이다.

이마트 당분간 보수적 접근 바람직

이마트를 인플레이션 수혜 기업 아이디어로 투자를 늘리는 것은 나이브한 생각이다. i) 대형마트는 코로나19로 2년간 수혜를 받았던 채널로 높은 베이스를 안고 있고, ii) 쓱닷컴과 이베이코리아의 비용증가와 미진한 시장 점유율 등 온라인 사업은 지속적인 불확실성 요인이다. iii) 인플레이션이 너무 크면 소비심리가 위축되면서 수혜 폭이 제한적일 가능성도 있다. 현재 주가는 12MF PER 10.4배, 당분간 보수적 접근 바람직하다.

1분기 연결 매출 전년동기대비 19%
증가한 7조 35억원, 영업이익
72% 감소한 344억원 기록

표 5. 이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출액	5,896	5,865	6,312	6,860	24,933	7,004	6,811	7,422	6,611	27,848
이마트	3,002	2,787	3,111	2,941	11,841	3,093	2,899	3,251	3,103	12,346
트레이더스	839	801	905	771	3,315	841	825	996	894	3,555
SSG.COM	337	350	387	421	1,494	425	412	456	455	1,748
G마켓				118	118	316	316	316	(475)	474
스타벅스코리아				658	658	602	578	627	851	2,658
영업이익	123	8	109	77	317	34	51	193	181	459
이마트	93	-20	80	31	185	76	-22	81	50	185
트레이더스	23	27	27	18	94	15	26	32	30	103
SSG.COM	-3	-27	-38	-40	-108	-26	-37	-34	-43	-140
G마켓	0	0	0	4	4	-19	0	6	8	-5
스타벅스코리아	45	50	86	58	58	29	46	69	68	213
세전이익	150	648	1273	43	2114	1097	16	158	150	1,421
지배주주귀속 순익	91	476	934	69	1571	811	12	116	100	1,039
영업이익률(%)	2.1	0.1	1.7	1.1	1.3	0.5	0.8	2.6	2.7	1.6
이마트	3.1	-0.7	2.6	1.1	1.6	2.5	-0.8	2.5	1.6	1.5
세전이익률(%)	2.5	11.0	20.2	0.6	8.5	15.7	0.2	2.1	2.3	5.1
순이익률(%)	1.5	8.1	14.8	1.0	6.3	11.6	0.2	1.6	1.5	3.7
매출액(YoY,%)	13.1	13.0	6.8	19.8	13.2	18.8	16.1	17.6	-3.6	11.7
이마트	8.0	9.2	2.2	3.1	5.5	3.0	4.0	4.5	5.5	4.3
트레이더스	25.0	21.0	13.0	1.3	14.5	0.3	3.0	10.0	16.0	7.2
SSG.COM	9.8	12.1	14.8	24.4	15.5	26.1	18.0	18.0	8.0	17.0
G마켓									-501.4	300.0
스타벅스코리아									29.3	303.7
영업이익(YoY,%)	154.4	흑전	-28.2	-8.9	33.6	-72.1	573.5	77.7	134.0	45.0
이마트	8.7	적지	-29.6	-53.4	-23.2	-18.1	적지	1.2	60.0	0.4
트레이더스	31.0	61.2	-9.2	-20.5	9.7	-33.3	-0.8	18.9	69.4	10.0
SSG.COM	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
G마켓									93.9	-210.1
스타벅스코리아									19.0	269.8
세전이익(YoY,%)	136.1	24.5	769.5	흑전	239.9	630.4	-97.5	-87.6	249.9	-32.8
순이익(YoY,%)	86.8	50.8	725.8	흑전	334.2	788.9	-97.5	-87.6	44.2	-33.8

자료: 이마트, 하나금융투자

6) BGF리테일: 업황 회복, 근계일학의 실적

유사업종 전환율 41%로 시장 과점화 속도, 본부임차형 가맹점 증가

1분기 연결 영업이익은 387억원(YoY 75%)으로 시장 기대치(OP 320억원)를 크게 넘어서는 어닝 서프라이즈를 기록했다. 점포수는 15,977개(YoY 800개 추정)로 추정하는데, 유사업종 전환율 41%(YoY 9%p)로 시장 과점화가 빨라지고 있음을 보여주었다. 전체 개점의 51% 본부임차형인데, BGF리테일은 임대차법 개정으로 임대차보호 기간이 10년으로 늘어나면서 전략적으로 임대보증금과 임차료를 가맹본부가 부담하는 본부임차형 가맹점을 늘리고 있다. 근접출점 제한과 임대차보호 기간 연장으로 가맹점의 매출 안정성과 가시성이 높아졌기 때문에 가맹수수료율이 높은 본부임차형 비중을 올리고 있는 것이다.

동일점(진단키트 제외) YoY 2.7%

동일점 성장률은 진단키트를 제외하고 2.7%를 기록했다. 1분기에는 객수가 YoY 1% 감소하고, 객단가가 6% 증가했다. 초중고 등교 재개에도 불구하고 3월 확진자수가 너무 많이 나왔기 때문에 트래픽 위축이 있었던 것으로 보인다. 2분기 거리두기 규제 완화로 2분기에는 더 상승할 것으로 기대한다.

영업이익이 증가율이 높았던 이유는 i) 고마진 음료/주류/일반상품 매출 호조에 의한 상품 믹스 개선, ii) 특수입지 매출 호조에 의한 영업레버리지 확대, iii) 임차료 인하로 판관비 부담 완화, iv) 진단키트 판매 효과(OP +50억원) 때문이다.

2분기 연결 영업이익 705억원 (YoY 20%) 추정

2분기 연결 영업이익 705억원(YoY 20%)으로 추정한다. 동일점 성장률 제고과 점포수 증가 및 상품 믹스 개선 효과로 높은 실적 모멘텀을 이어갈 전망이다. 신규 점포 확대와 동일점 성장률 제고로 시장점유율이 상승하고 있고, 상품믹스 개선으로 수익성이 제고 되고 있다. 현재 주가는 12MF PER 17.8배이다. EPS 상승으로 밸류에이션 부담이 완화되었다. 업황 회복 시기, 시장점유율을 1위 업체로 최대 수혜가 예상된다. 비중확대가 유효하다.

표 6. BGF리테일 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

1분기 연결 매출과 영업이익은

전년동기대비 각각 13%, 75% 증가한

1조 6,922억원과 378억원 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	1,501	1,700	1,837	1,743	6,781	1,692	1,898	2,028	1,904	7,522
편의점	1,498	1,696	1,832	1,737	6,762	1,687	1,891	2,022	1,895	7,494
기타	4	5	4	6	19	6	7	6	9	28
영업이익	22	59	69	50	199	38	71	85	52	245
편의점	25	57	66	50	197	39	68	81	52	240
기타	-3	2	4	-1	2	-1	2	4	0	6
세전이익	21	61	64	46	193	35	67	82	55	239
순이익	16	47	49	36	148	26	51	62	45	183
영업이익률(%)	1.4	3.4	3.8	2.8	2.9	2.2	3.7	4.2	2.7	3.3
세전이익률(%)	1.4	3.6	3.5	2.7	2.8	2.0	3.5	4.0	2.9	3.2
순이익률(%)	1.1	2.8	2.7	2.0	2.2	1.5	2.7	3.0	2.4	2.4
매출(YoY,%)	7.8	9.8	9.1	12.0	9.7	12.7	11.6	10.4	9.2	10.9
영업이익(YoY,%)	17.1	31.6	9.2	39.7	23.0	74.7	20.2	22.7	4.2	23.0
세전이익(YoY,%)	21.1	37.0	-4.8	37.2	18.0	61.3	10.9	27.5	19.8	24.2
순이익(YoY,%)	32.2	41.6	-4.2	36.3	20.3	63.8	8.2	25.3	26.1	24.2

자료: BGF리테일, 하나금융투자

7) GS리테일: GS리테일 실적을 어떻게 볼 것인가? 킥커머스 불안과 기대

편의점/슈퍼 예상 대비 저조,
홈쇼핑 송출수수료 증가 영향 감익

GS리테일의 1분기 연결 영업이익은 273억원(YoY -27%)로 기대치(OP 530억원)를 크게 못 미치는 어닝쇼크를 기록했다. 편의점과 슈퍼 사업 모두 예상치 대비 30억원 내외 예상보다 저조했다. 편의점 사업에서는 락라블라 철수로 해당 인력이 편의점 부문으로 이동하면서 인건비가 20억원 정도 증가했고, 광고판촉비와 통합앱 개발수수료도 추가적인 비용 요인으로 작용했다. 슈퍼 부문 역시 인건비와 판촉비 증가다. 결국 두 부문 모두 매출이 부진하기 때문에 고정비 부담이 커진 것이다. 편의점 동일점 성장률은 1.5%에 불과하고, 슈퍼 역시 기존점 성장률은 0%다. 호텔 사업은 예상보다 50억원 이상 이익이 더 잘 나왔다. 투숙률 뿐만 아니라 거리두기 완화로 웨딩/행사 수요도 증가했기 때문이다. 홈쇼핑은 합병으로 추가된 사업인데, 애초 추정치보다 60억원 정도가 덜 나왔다. 송출수수료가 100억원이나 증가했기 때문이다. 그럼, 편의점/슈퍼/호텔/홈쇼핑 네개 사업 부문의 영업이익 합은 예상과 크게 다르지 않다. 50~60억원 정도 예상보다 손실이 더 컸다.

표 7. GS리테일 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

1분기 연결 매출은 2조 5,985억원
(YoY 24%), 영업이익은 273억원
(YoY -27%) 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	2,100	2,286	2,725	2,655	9,766	2,599	2,815	2,970	2,607	10,991
CVS	1,648	1,816	1,925	1,822	7,211	1,756	1,943	2,070	1,916	7,685
SM	299	297	326	292	1,215	317	312	343	306	1,278
호텔	45	53	49	69	216	61	63	58	75	257
홈쇼핑	297	310	293	327	620	302	318	303	342	1,266
기타	109	120	131	145	504	162	179	196	-33	504
영업이익	38	43	102	26	208	27	39	73	36	176
CVS	42	66	74	32	214	34	62	77	38	211
SM	11	3	14	-6	22	8	2	14	-4	20
호텔	0	-8	0	11	3	9	-2	8	12	27
홈쇼핑	37	32	28	39	67	26	25	23	39	113
기타	-15	-19	-14	-50	-98	-50	-48	-48	-48	-194
세전이익	51	37	789	23	900	24	59	92	79	254
순이익	36	30	759	-10	815	9	23	37	124	193
영업이익률(%)	1.8	1.9	3.8	1.0	2.1	1.1	1.4	2.5	1.4	1.6
CVS	2.5	3.7	3.9	1.7	3.0	1.9	3.2	3.7	2.0	2.7
SM	3.7	1.0	4.2	-2.0	1.8	2.6	0.5	4.0	-1.2	1.5
호텔	0.2	-14.3	0.6	15.2	1.6	14.3	-3.0	14.0	16.0	10.5
홈쇼핑			9.5	12.0	10.8	8.6	7.9	7.5	11.2	8.9
세전이익률(%)	2.4	1.6	29.0	0.9	9.2	0.9	2.1	3.1	3.0	2.3
순이익률(%)	1.7	1.3	27.8	-0.4	8.3	0.4	0.8	1.2	4.8	1.8
매출(YoY,%)	-1.9	3.4	16.0	22.8	10.2	23.7	23.2	9.0	-1.8	12.5
CVS	2.8	3.0	2.5	5.5	3.4	6.5	7.0	7.5	5.2	6.6
SM	-13.5	-5.5	-0.9	2.6	-4.7	6.2	5.0	5.0	4.9	5.3
호텔	-0.2	46.1	22.0	55.9	30.2	35.8	20.0	18.0	8.4	19.1
홈쇼핑	-0.1	1.9	2.2	2.8	-48.6	1.6	2.6	3.4	4.9	104.3
영업이익(YoY,%)	-57.7	-27.7	29.8	-0.1	-17.5	-27.2	-8.1	-28.8	41.8	-15.6
CVS	3.0	-5.6	-8.3	-15.5	-6.6	-18.7	-6.2	3.1	20.2	-1.5
SM	-32.3	-66.3	-10.4	적지	-29.4	-26.1	-49.6	-0.7	적지	-11.9
호텔	적지	적지	흑전	흑전	흑전	8700.0	적지	2620.3	14.0	695.1
홈쇼핑	16.6	-23.7	-27.2	-15.1	-57.5	-30.3	-20.5	-18.0	-1.7	67.7
세전이익(YoY,%)	-15.8	-29.1	835.1	455.0	348.1	-53.6	60.3	-88.3	238.4	-71.8
순이익(YoY,%)	-33.9	-24.2	1022.4	적전	384.0	-74.0	-21.5	-95.2	흑전	-76.3

자료: GS리테일, 하나금융투자

1)GS 홈쇼핑 연결실적반영은 2021년 3분기부터 반영함

이커머스/어바웃팻&쿡켓/퀵커머스 손실 확대

문제는 기타 사업이다. 개발사업/탈라블라/디지털/어바웃팻 등에서 전년 동기대비 영업손실이 330억원이나 늘었다. 구체적으로 어디서 늘었냐면, 이커머스에서 YoY -180억원, 어바웃팻과 쿡켓(1월 550억원에 인수)에서 -90억원, 기타 자회사 및 퀵커머스 -60억원 정도이다. 디지털 사업의 경우 4분기에 이미 영업손실이 270억원에 달해 있었기 때문에 1분기에 큰 폭 감익이 예상돼 있었다. 실질적으로 예상보다 190억원 정도가 더 손실 난 것이다.

디지털 사업: 퀵커머스 본격 박차

IT 인프라 구축 등 디지털 비용 부담 지속 전망

이번 1분기 디지털 부문 영업손실은 300억원이었다. 4분기 영업손실이 270억원 정도 였다. 어느정도 예상했던 손실 증가다. 이 부문은 2022년 전략적으로 가장 역점을 두고 있는 분야다. 회사에서 퀵커머스 선점을 위해 투자와 마케팅을 늘렸다고 한다. 특히 작년 12월 김포 대형 온라인 물류센터 오픈 후 고객 확보를 위해 판촉비를 80억원 집행했다고 한다. 4분기 대비로도 영업적자가 커졌는데, 지난 분기까지 마케팅비 증가에 의한 것이 컸다면, 이번에는 IT 통합/센터구축 등 인프라 투자에 의한 것이다. 마케팅비 증가에 의한 것이 아니라는 점에서 오히려 4분기보다 질적에서 낮다. 다만, 이런 물류센터/시스템/인건비 투자 관련 비용 증가는 고정비이기 때문에 앞으로 계속 비용 부담으로 작용할 것이다. 즉, 디지털 부문과 퀵커머스(우딜로 추정) 관련 영업손실 360억원은 앞으로 계속 이어갈 비용이다.

그럼, GS리테일 투자판단의 핵심 가운데 하나는 이 디지털 사업의 성공 여부가 될 수밖에 없다. 연간 1,500억원 가까이 늘어난 영업손실이 향후 GS리테일의 중장기 보다 큰 실적과 현금흐름에 마중물 역할을 할 수 있을 것인지가 관건이다.

퀵커머스 2021년 시장 규모 7천억원

우선 퀵커머스 시장 현황을 살펴보자. 전년도 B마트 매출은 약 3,500억원으로 전년대비 2배 이상 증가한 것으로 분석한다. 하나금융투자는 2020년 퀵커머스 시장 규모를 3,500억원 수준으로 추정한 바 있는데, 회사 측에서 2021년 시장 규모를 7천억으로 추산한 것은 무리가 아니다. 시장 규모는 그다지 크지 않지만, 굉장히 고성장하고 있고, 무엇보다 이렇다 할 플레이어가 없다. 지금으로서는 B마트와 요마트 정도다. 물론, 요마트는 아직 출시도 안했다. GS리테일이 이미 도보배송 퀵커머스 ‘우딜’을 운영하고 있었고, 쿠팡의 ‘쿠팡잇츠 마트’가 있다.

표 8. 배달의 민족 매출

(단위: 백만원)

2021년 상품매출 4,217억원
가운데 약 3,500억원, 2020년
상품매출 2,187억원 가운데 1,500억
원을 B마트 매출로 추정

구분	2021년	2022년
제품매출	517	1,394
상품매출	421,718	218,728
서비스매출	1,574,322	801,576
기타매출	12,208	11,894
합계	2,008,766	1,033,594

자료: 전자공시시스템, 하나금융투자

퀵커머스는 스팟성 수요, 시장 규모 작고 예측 어려움

이렇게 플레이어가 별로 없는 이유는 시장의 수요나 성장 여력은 불확실한데, 비용은 많이 들이기 때문이다. 퀵커머스 시장은 썬닷컴과 마켓컬리는 중심으로 하는 메이저 온라인 장보기 쇼핑이 대응하지 못하는, 1시간 내 식품을 배송해주는 또하나의 식품 온라인 시장이다. 메이저 식품 온라인 시장이 정기배송 성격이 짙은 반복수요라면, 퀵커머스는 갑작스런 식사준비나 간식을 준비하는 스팟성 수요이다. 시장 규모는 상대적으로 작고, 예측하기도 어렵다.

1시간 내 배송 위해 도심 MFC 필요

반면, 비용은 많이 들어간다. 우선 1시간 내에 배송해야 하기 때문에 도심 곳곳에 MFC(Micro Fulfillment Center)가 필요하다. B마트는 국내에서 가장 먼저 퀵커머스를 제공했으며, 온라인 기반 퀵커머스 서비스 제공업체 중 가장 많은 수인 39개의 MFC를 보유하고 있다. 임차료 부담이 작지 않다. 직매입을 해야하기 때문에 운영비도 많이 들고 재고부담도 크다. 라이더들의 인건비는 계속 상승하고 있다.

GS리테일 슈퍼가 MFC 역할

이런 측면에서 GS리테일이 비교우위에 있다. B마트와 달리 GS리테일은 이미 330개 슈퍼가 MFC 역할을 하기 때문에 비용구조 측면에서 유리하다. 편의점 퀵커머스 수요까지 추가적인 매출원이 될 수 있다. 요기요를 인수하면서 900만 소비자군을 확보하게 되었으니 빠르게 퀵커머스 시장을 선점할 수 있겠다는 자신감이 공격적인 투자와 비용증가로 이어진 듯 하다.

아울러, 최근 SSM 경쟁사인 롯데와 이마트도 잇따라 퀵커머스 서비스를 개시한 것도 빠른 투자 확대의 이유가 될 수 있겠다. 롯데쇼핑은 롯데온을 통해 ‘한시간배송’을 서비스하고 있으며, 이마트도 지난 4월 ‘쓱고우’를 론칭했다. 현대백화점은 현대차그룹과 함께 이동형 MFC를 활용한 신선식품 즉시배송 서비스를 선보인다고 밝힌 바 있다. * 참고로, CJ올리브영의 ‘오늘드림’도 퀵커머사이지만 식품 온라인이 아니기 때문에 제외한다.

표 9. 국내 주요 퀵커머스 사업자

플랫폼	배달의민족	쿠팡	GS리테일	롯데온	이마트
서비스명	B마트	쿠팡 이츠 마트	우리동네 딜리버리	한시간배송	쓱고우
배송시간	30분~40분	10~15분	30분~50분	1시간 이내	1시간 이내
서비스지역	서울 전역, 인천, 경기, 대전 일부	서울 일부	전국	서울, 경기, 인천 일부	서울 강남
배달료	3만원 이상 무료, 3만원 미만 3000원	건당 2000원	건당 3000원	2만원 이상 2500원, 2만원 미만 4000원	건당 3000원, 최소주문 2만원

자료: 중기이코노미, 하나금융투자

GS리테일 SSM 성장 돌파구 퀵커머스 판단

사실, 슈퍼 즉, SSM(기업형 슈퍼) 채널은 현재 국내 유통 시장 여러 오프라인 채널 가운데 가장 불확실성이 크고, 샌드위치 되어 있는 채널이 되었다. 대형마트는 식품 온라인과 시너지로 이마트와 롯데마트가 시장점유율을 확대하면서 나름대로 돌파구를 찾고 있다. 편의점은 Top 2로 재편되고 있고, 온라인 채널 영향을 별로 받지 않으며, 1~2인 가구 확대로 민간소비 이상의 성장률이 계속될 전망이다. 백화점은 이제 온라인 침투가 끝났고, 명품을 중심으로 하이엔드 소비의 중심에 있다. 반면, SSM은 식품온라인과 편의점에 샌드위치 되어 있는 상태다. 뚜렷한 성장을 위한 돌파구, 답이 보이지 않는 상태였다. 이는 이마트의 에브리데이, 롯데슈퍼, GS슈퍼 모두 마찬가지다.

그런 가운데 GS리테일 경영진은 GS슈퍼의 돌파구를 퀵커머스에서 답을 찾았고, 요기요를 인수한 것이다. 퀵커머스 시장 초기 단계에서 경영진의 동물적 감각 '직관'이 최대한 발휘된 의사결정이다. 물론, 요기요, 퀵커머스를 통해 슈퍼뿐 아니라 편의점과 홈쇼핑까지 다 같이 연계할 수 있다는 점이 좀더 자신감으로 작용했을 수 있다.

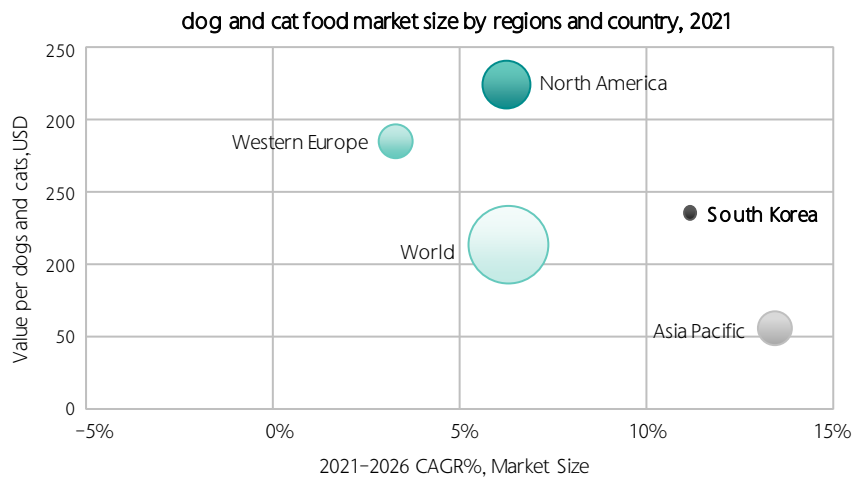
예상치 못했는데 의외로 큰 사업: 펫!

어바웃펫과 쿡켓에서 발생한 90억원의 영업손실 증가는 예상치 못한 비용이다. 이번 실적 추정에서 가장 엇나간 부분이 여기다. 회사측에서는 중장기적으로 펫 버티컬 시장 선점을 위한 투자라고 말하고 있다. 어바웃펫이 이 시장 3위에서 2위 사업자로 올라섰고, 1위 펫프렌즈 지분까지 GS리테일이 30% 갖고 있기 때문에 시장 지배력을 확보하게 됐다는 자체 평가다. 펫 관련 시장은 분명히 커지고 있다. 자기 옷은 안사도 애완동물 옷은 사고, 애완동물에게 좋은 음식을 먹이려고 애쓴다고 한다. 선진국 대비 한국의 애완동물에 쓰는 돈은 60~70% 수준에 머물러 있고, 그래서 성장률은 더 높은 게 사실이다. 다만, 이 산업에 대해서는 아직 제대로 분석이 안돼 있는 상황이므로 불확실성 요인으로 남겨 둔다.

어바웃펫 투자는 펫 버티컬 시장
선점 목표

그림 1. 한국과 글로벌 펫 시장 비교

선진국 대비 한국 펫 소비 6~70%
수준으로 성장 가능성 더 높음



자료: 유로모니터(Bemypet에서 재인용), 하나금융투자

투자판단: 편의점 회복 높은 가시성, 관건은 쿼커머스 전망

GS리테일의 주요 사업을 세분화하면 편의점, 호텔, 슈퍼, 홈쇼핑, 디지털, 개발사업, 락라블라, 펫 등을 꼽을 수 있다. 이 가운데 개발사업은 꾸준히 연간 200억원 내외 이익이 나오는 사업이고, 락라블라는 철수 수준에 있기 때문에 영업손실이 계속 줄어들 전망이다. 홈쇼핑은 전년도 베이스가 높고 송출수수료 부담이 있지만, 연간 1,000억원 이상 꾸준히 이익을 내는 안정적인 사업이다. 세 사업은 중립적이다.

GS리테일 투자 포인트:

1. 편의점 사업 회복 가능성

결국 남은 것은 편의점과 슈퍼, 디지털이고, 투자 포인트도 여기에 있다.

첫째, 캐시카우 역할을 하는 편의점 사업의 성장률 회복 가능성이다. 이 가시성은 높다. 편의점은 최근 동일점 성장률이 회복세에 있다. 1~2월 YoY 0%였지만, 3월에는 4%에 이르렀다. 진단키트 판매 영향도 물론 있었지만, 거리두기 완화와 초중고 정상 등교 영향이 컸다. 이런 추세는 4월에도 계속 이어지고 있고, 객단가 뿐만 아니라 객수 증가도 나타나고 있다는 게 긍정적이다. 상대적으로 경쟁사에 비해 미진했던 상품 카테고리 믹스 개선 작업도 진행 중이라, 경쟁사와 동일점 성장률 차이는 하반기로 갈수록 상당히 줄어들 것으로 본다. GS리테일의 편의점 사업 역량은 결코 BGF리테일에 떨어지지 않는다. 전년도 요기요 인수와 홈쇼핑 합병으로 잠시 소홀했던 것이다. BGF리테일과 동일점 성장률 격차가 줄어들고, 영업이익이 증익으로 전환한다면 투자심리가 상당히 호전될 수 있다.

2. 쿠팡커머스-슈퍼 간 시너지 여부

둘째, 쿠팡커머스와 슈퍼 사업부문 시너지 효과 여부다. 회사측에서는 이커머스 관련 비용은 지금 수준이 마지노선이라고 밝혔다. 이제 매출 증가 여부가 관건이다. 5월 중순이후 쿠팡커머스 관련 매출이 의미있는 숫자로 올라오고, 슈퍼 사업 성장률은 상당히 제고시켜줄 수 있다면 쿠팡커머스 핵심 사업자로 부상하면서 Re-rating도 기대할 수 있다.

온라인 사업 초기 투자비용
불가피하나, 절대적 MS 보유 시
수익성 개선 가능

늘 말하지만 온라인 유통 시장은 단기적으로 영업이익률이 중요한 게 아니라 시장 점유율이 중요하다. 온라인 사업 확대는 초기 단계에서 감익이나 영업손실 확대가 불가피하다. 더구나, 온라인 유통 시장은 오프라인 시장과 달리 한 회사가 50% 가까이 절대적인 시장점유율을 가져갈 가능성도 있는 확장성이 큰 시장이기 때문에 시장 선점과 시장 점유율 확대를 위한 투자 시기가 길어질 수 있다.

하지만, 그런 투자가 성공해서 절대적 시장점유율을 갖게 된다면, 높은 바잉파워로 싸게 제품을 매입하면서 GPM을 개선시킬 수 있고, 마케팅비를 줄이면서 가파른 수익 개선을 기대할 수 있다. 이 시기 매출 규모는 워낙 크기 때문에 영업이익률이 2~3%만 되어도 영업이익의 규모는 대단히 크다. 매출 규모 천억원에 영업이익률 10%와 매출 규모 1조원에 영업이익률 2%를 비교해보면 후자가 더 크다. 온라인 유통의 또하나 특징은 고정비 부담이 작기 때문에 매출 증가에 의한 영업레버리지가 크다는 점이다. 광고판촉비/프로모션을 제외하면 오프라인 유통처럼 매출 증대를 위한 추가적인 점포/직원이 불필요하기 때문이다.

밸류에이션 기준: MS 상승폭

감익으로 EPS가 하락하는데도 주가가 상승하려면 밸류에이션이 올라가야 한다. 밸류에이션이 올라가기 위해서는 시장점유율, 다시 말해 매출이나 거래액이 크게 증가해야 한다. 아울러, 중기적으로 영업손실이 일정 시간 이후부터는 줄어드는 모습이 보여야 한다. 이마트의 경우 밸류에이션을 못 올리는 이유는 이베이코리아와 쓱닷컴의 시장점유율이 하락하고 있고, 이베이코리아의 경우 중장기적으로도 쿠팡과의 대전에서 승산이 떨어진다고 시장에서 평가하고 있기 때문이다.

마켓컬리 MS 상승 불구 영업적자
축소 실패로 밸류에이션 하락

마켓컬리가 밸류에이션을 받지 못하는 이유는 시장점유율이 상승하고 있지만, 이때까지 한 번도 영업손실이 줄어든 적이 없기 때문이다. 쿠팡이 100조원에 상장할 수 있었던 이유는 가파른 시장점유율 상승과 함께 2019년 영업손실이 처음으로 줄었기 때문이다. 쿠팡 주가가 상장 이후로 계속 하락하고 있는 이유는 가파른 시장점유율 상승에도 2020년, 21년 영업손실이 계속 늘어나고 있기 때문이다.

퀵커머스-슈퍼간 시너지가 투자 핵심 결국, 지금 GS리테일에 대한 투자의 핵심은 퀵커머스와 슈퍼 사업의 시너지에 대한 투자다. 이 부분에 대해 긍정적으로 평가한다면, 1분기 실적 부진으로 주가가 떨어질 때 오히려 비중을 늘려도 된다. 매출(거래액)이 크게 증가한다면 영업손실이 좀 늘어도 밸류에이션 상승에 의한 주가 모멘텀이 가능하기 때문이다. 초반 성과는 나쁘지 않다. 1분기 이커머스 매출은 YoY 32% 증가한 480억원을 기록했는데, 김포 물류센터 가동이 본격화한 3월 GMV는 YoY 80%, 4월에도 60% 신장했다고 한다. MAU(Monthly Active Users)도 15만명이나 증가했다. 기존 퀵커머스 사업 효과로 슈퍼 사업에서 1%p 성장률을 제고시켰다. 5월 24일부터 요마트 1차 오픈을 계획하고 있다.

초반이지만 영업손실을 실망으로만 받아들이 필요는 없을 듯 하다. 퀵커머스 시장이 고성장하고 있는 것은 사실이고, 그 시장에서 가장 사업구조가 우위에 있는 회사가 GS리테일인 것도 사실이다. 최근 5년간 슈퍼 사업은 '미운오리새끼' 같은 사업이었는데, 2022년 이후 퀵커머스 사업을 통해 GS리테일의 신규 성장 동력으로 '백조'가 될 수 있을 지 지켜볼 일이다.

8) 호텔신라: 리오프닝 효과 가시화 중

파이공 향 알선수수료 역대 최대치 기록, 면세 부진

1분기 연결 영업이익이 151억원으로 하나금융투자 기대치를 넘어서는 양호한 실적을 기록했다. 면세점 매출이 55% 증가한 것은 큰 의미가 없다. 파이공들에 대한 할인률이 매출 차감에서 알선수수료로 넘어간 회계적 착시다. 실질적으로는 전년도와 유사한 매출이다. 사실 면세점 실적은 상당히 부진했다. 파이공 향 알선수수료율이 역대 최대치를 기록했기 때문이다. 전년도 특허수수료 감면과 상여 충당금 환입 효과 등 일회성 이익으로 베이스가 높았던 게 맞지만, 전년 동기대비 평균 환율이 8%나 상승('22년 1Q 평균 1,205.3원, '21년 1Q 평균 1,114.8원)했다는 점(매출 400억원 이상 증가하는 착시)을 감안하면 동일 환율 기준 면세점 사업 영업이익은 50억원 내외에 그쳤을 가능성이 크다.

호텔 투숙률, 식음/연회 매출 증가로 호조

호텔 사업이 좋았다. 서울과 제주, 신라스테이 투숙률이 모두 YoY 10%p 이상 상승하였고, 식음/연회 매출도 증가했다. 매출이 YoY 42% 증가하면서 비수기임에도 영업이익 19억원을 기록했다. 매출 규모는 2019년 대비 작지만 비용효율화 덕분이다.

2분기 중국 봉쇄로 인한 불확실성

2분기 실적 전망은 불확실성이 크다. 4월은 중국 상하이/심천 등 주요 지역 봉쇄 영향으로 3월 대비 매출이 부진한 상황이다. 다만, 5월 이후 이동제한이 완화될 가능성이 크고, 6.18 행사 수요도 기대된다. 내국인 아웃바운드 증가는 추가적인 실적 개선 요인이다. 회사 측에서는 연말까지 내국인 트래픽이 2019년의 60~80% 수준까지 회복될 것으로 기대하고 있다. 공항면세점 회복 속도는 싱가포르>마카오>인천>홍콩 순이다.

국내 리오프닝 효과 2분기 더 좋을 것

국내 리오프닝 효과는 이미 실적으로 가시화되고 있고, 2분기는 더 기대된다. 1~2월 YoY 40% 이상 증가하던 내국인 면세점 매출은 3월 YoY 6%에 머물렀다. 오미크론 확산 영향으로 자가격리자가 많았기 때문이다. 4월 이후 오미크론 완화로 내국인 아웃바운드와 면세 매출의 가파른 증가가 예상된다.

변수는 중국 매크로

변수는 중국 매크로 지표다. 지역 봉쇄와 그로 인한 소비 부진이 얼마나 언제까지 이어질 지 가늠하기 어렵다. 다만, 바닥은 지났다는 평가가 많다. 아모레퍼시픽과 마찬가지로 중국 매크로 지표만 회복된다면 가파른 실적 개선을 기대할 수 있는 상황이다. 조금씩 비중을 늘릴 때다.

1분기 매출 전년 동기 대비 50%
증가한 1조 944억원, 영업이익 43%
감소한 151억원 기록

표 10. 호텔신라 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021년
매출	727	953	969	1,130	3,779	1,094	1,105	1,138	1,326	4,663
면세점	632	847	858	1,007	3,344	979	980	1,000	1,179	4,139
호텔/생활레저	95	107	111	123	435	116	124	138	147	525
영업이익	27	46	21	25	119	15	28	40	62	146
면세점	42	47	20	23	132	13	22	32	60	126
호텔/생활레저	-15	-1	1	2	-13	2	6	8	3	19
세전이익	1	19	0	28	48	-8	12	25	57	85
순이익	-1	12	-1	18	27	-8	12	24	36	64
영업이익률(%)	3.7	4.9	2.2	2.2	3.1	1.4	2.5	3.5	4.7	3.1
세전이익률(%)	0.1	2.0	0.0	2.4	1.3	-0.7	1.1	2.2	4.3	1.8
순이익률(%)	-0.2	1.3	-0.1	1.6	0.7	-0.7	1.1	2.1	2.7	1.4
매출(YoY,%)	-23.0	82.3	10.2	34.2	18.5	50.5	15.9	17.5	17.4	23.4
면세점	-25.5	92.7	11.3	35.7	19.4	54.7	15.8	16.6	17.1	23.8
호텔/생활레저	0.2	27.7	2.4	23.0	12.7	22.4	16.4	24.1	19.7	20.6
영업이익(YoY,%)	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	-43.2	-40.0	93.4	149.9	22.7
면세점	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	-69.5	-53.5	61.6	157.8	-4.1
호텔/생활레저	적지	적지	흑전	흑전	적지	흑전	흑전	791.7	53.4	흑전
세전이익(YoY,%)	흑전	흑전	적지	흑전	흑전	적전	-38.2	흑전	105.6	78.2
순이익(YoY,%)	적지	흑전	적지	흑전	흑전	적지	-1.9	흑전	102.4	136.7

자료: 호텔신라, 하나금융투자

표 11. 유통 커버리지 종목 2022년 2분기 및 연간 실적전망

(단위: 십억원, %)

종목	항목	2Q21	2Q22	YoY(%)	2021	2022F	YoY(%)	Con.(2Q22)	Con.(2022)
*롯데쇼핑	매출	3,903	4,082	4.6	15,574	16,019	2.9	4,031	15,856
	영업이익	8	39	410.6	208	436	109.8	66	463
	순이익	-62	6	흑전	-292	205	흑전	13	192
	OPM	0.2	0.9		1.3	2.7		1.6	2.9
*신세계	매출	1,395	1,668	19.5	6,316	7,342	16.2	1,761	7,531
	영업이익	96	118	22.7	517	625	20.7	127	646
	순이익	4	44	970.1	307	304	-1.0	52	349
	OPM	6.9	7.1		8.2	8.5		7.2	8.6
*이마트	매출	5,865	6,811	16.1	24,933	27,848	11.7	7,011	29,256
	영업이익	8	51	573.5	317	459	45.0	5	313
	순이익	476	12	-97.5	1,571	1,039	-33.8	-16	888
	OPM	0.1	0.8		1.3	1.6		0.1	1.1
*연대백화점	총매출	2,308	2,519	9.2	9,122	9,982	9.4	982	4,068
	영업이익	58	73	26.8	264	311	17.5	70	342
	순이익	41	53	30.9	189	214	13.1	49	230
	OPM	2.5	2.9		2.9	3.1		7.1	8.4
롯데하이마트	매출	988	929	-5.9	3,870	3,665	-5.3	1,015	3,896
	영업이익	33	14	적전	107	42	-61.1	41	114
	순이익	25	6	적전	-57	14	흑전	24	42
	OPM	3.3	1.5		2.8	1.1		4.1	2.9
*GS리테일	매출	2,286	2,815	23.2	9,766	10,991	12.5	2,796	9,675
	영업이익	43	39	-8.1	208	176	-15.6	68	243
	순이익	30	23	-21.5	815	193	-76.3	29	676
	OPM	1.9	1.4		2.1	1.6		2.4	2.5
*BGF리테일	매출	1,700	1,898	11.6	6,781	7,522	10.9	1,852	7,412
	영업이익	59	71	20.2	199	245	23.0	72	251
	순이익	47	51	8.2	148	183	24.2	55	189
	OPM	3.4	3.7		2.9	3.3		3.9	3.4
*호텔신라	매출	953	1,105	15.9	3,779	4,663	23.4	1,125	4,678
	영업이익	46	28	-40.0	119	146	22.7	32	139
	순이익	12	12	적지	27	64	136.7	16	64
	OPM	4.9	2.5		3.1	3.1		2.9	3.0

표 12. 유통 업종 판매 동향

(단위: %)

구 분	2021년										2022년		
	3월	4월	5월	8월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	1월	2월	3월
전체 유통업체 매출 증가율(%)	18.5	13.7	12.9	6.4	13.1	6.4	8.2	14.4	9.6	11.6	13.9	4.7	7.1
오프라인	21.7	11.2	8.8	2.5	7.0	2.5	3.3	10.0	4.6	10.3	18.4	(3.8)	6.3
온라인	15.2	16.5	17.6	11.1	20.2	11.1	14.5	19.7	14.8	12.8	9.1	14.2	7.9
기존점성장률(전년동월비 %)													
백화점	77.6	34.5	19.1	13.0	7.8	13.0	24.3	21.0	18.3	36.5	37.2	9.3	7.8
할인점	2.1	(2.8)	5.6	(5.5)	7.3	(5.5)	(13.3)	1.4	(10.3)	(6.1)	13.8	(24.0)	0.0
편의점(전점)	10.7	11.6	4.6	4.5	7.0	4.5	9.0	9.0	6.7	8.9	9.3	7.4	11.5
SSM(전점)	(18.6)	(11.7)	(2.2)	(5.3)	2.8	(5.3)	(16.1)	(1.6)	(6.3)	(12.2)	(1.2)	(8.4)	4.6
백화점 - 여성캐주얼	84.5	25.1	6.1	(6.8)	0.9	(6.8)	23.6	5.4	13.3	48.6	35.5	1.9	(2.7)
- 명품	89.0	57.5	36.6	18.6	18.8	18.6	38.1	39.4	32.9	42.8	46.5	32.5	21.1
- 구매단가 증감율	5.9	13.1	13.0	21.2	17.3	21.2	10.0	13.0	10.1	5.3	13.3	10.9	16.1
- 구매건수 증감율	67.7	19.0	5.4	(6.8)	(8.1)	(6.8)	13.0	7.1	7.5	29.6	21.2	(1.5)	(7.2)
할인점 - 식품	(2.1)	(2.5)	15.2	0.4	10.9	0.4	(15.3)	3.5	(8.3)	(7.9)	16.9	(28.7)	4.8
- 구매단가 증감율	0.5	2.0	4.6	6.8	8.7	6.8	3.4	12.4	1.3	1.3	10.6	(12.5)	2.9
- 구매건수 증감율	1.6	(4.7)	0.9	(11.5)	(1.3)	(11.5)	(16.1)	(9.7)	(11.5)	(7.3)	2.9	(13.1)	(2.8)
편의점 - 식품	12.1	15.9	8.4	7.4	13.3	7.4	11.5	12.3	7.2	8.1	11.2	6.3	9.5
- 담배 등 기타	8.9	6.5	0.5	2.1	1.4	2.1	6.0	4.5	5.9	8.9	6.4	9.2	14.5
- 구매단가 증감율	1.4	1.5	3.7	7.6	8.8	7.6	6.1	8.6	6.0	1.5	2.5	7.5	8.8
- 구매건수 증감율	9.2	10.0	0.8	(2.9)	(1.6)	(2.9)	2.8	0.3	0.7	7.2	6.6	(0.1)	2.5
- 점포 증가율	5.9	6.0	6.2	6.4	6.3	6.4	6.3	6.2	5.7	5.8	5.9	5.9	6.3
- 점포당 매출액	4.6	5.2	(1.5)	(1.8)	0.7	(1.8)	2.5	2.6	0.9	2.9	3.2	1.5	4.9

자료: 산업통상자원부

2. 확장품: 매출 부진과 원가율 상승의 이중고

1) 아모레퍼시픽: 실적 턴어라운드 위한 사업구조 개선 완료 입증

면세점, 중국 매출 각각 YoY 42%,
YoY 10% 감소

1분기 영업이익 전년 동기대비 10% 감소한 1,580억원으로 시장 기대치(OP 1,250억원)을 크게 넘어서는 어닝 서프라이즈를 기록했다. 면세점과 중국 사업 매출이 각각 YoY 42%, 10% 감소하면서 실적 부진의 주 요인으로 작용했다. 다만, 국내외 오프라인 점포 스크랩 영향 인건비(YoY -10%)를 비롯 고정비가 크게 줄었고, 고마진 온라인 매출 비중이 상승하면서 감익 폭은 예상보다 크지 않았다. 중국 설화수 매출이 YoY 8%, 북미 매출이 YoY 63% 성장하면서 해외사업 기대감을 높였다.

감익 불구, 온오프라인 채널 믹스
개선 입증, 중국 설화수 인지도 제고,
미국 법인 호조는 긍정적

감익에도 불구하고 이번 1분기 실적발표가 긍정적인 이유는 세가지다. 첫째, 온오프라인 채널 믹스 개선 효과가 입증되었다. 국내 전통채널(방판/백화점/아리따움 등)이 흑자전환했다. 방판은 카운셀러 수가 10% 줄었는데도 매출은 증가했고, 아리따움과 백화점도 점포당 매출이 증가했다. 중국 역시 애초 예상보다 영업이익률이 5%p 높았다. 오프라인 점포 구조조정 효과다. 둘째, 중국의 설화수 인지도 제고를 입증했다. 전체 매출은 YoY 8%로 시장 성장률보다 높았고, 온라인 채널은 YoY 50%나 성장했다. 자음생 세럼 신규 런칭 효과로 중국 설화수 매출에서 자음생 비중이 40%를 향해 가고 있다. 셋째, 미국 법인의 호조다. 미국 등 선진시장에서 브랜드 인지도 제고는 신규 매출처로 뿐만 아니라 중장기 지속 성장을 위한 필수 과제이다. 미국 세포라에는 라네즈 호조에 따라 이니스프리로 입점하고 있다.

사업 구조 개선 완료 입증,
관건은 중국 매크로

지난해 4분기 실적이 턴어라운드를 위한 사업구조 개선 '가능성'을 엿보였다면, 이번에는 사업구조 개선 '완료'를 입증했다고 볼 수 있다. 사업구조 개선이란 i) 높은 브랜드력을 기반으로 한 ii) 채널과 iii) 브랜드 믹스 구조가 좋아지는 것이다. 온라인/벤처 시대 도래로 지난 5년여 국내외 실적 부진의 주 요인으로 작용했던 오프라인/중저가 중심 사업구조가 온라인/럭셔리로 개편되었다. 12MF PER 29배로 밸류에이션이 높지만, 럭셔리 브랜드 업체가 실적 턴어라운드할 때 실적 개선폭은 훨씬 클 수 있다. 이제 중국 매크로만 남았다. 중국 소비 불확실성 해소를 기다리며 조금씩 비중을 늘릴 때다.

1분기 연결 매출 YoY 7% 감소한
1조 1,650억원, 영업이익 YoY 10%
감소한 1,580억원 기록

표 13. 아모레퍼시픽 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	1,253	1,177	1,109	1,325	4,863	1,165	1,102	1,232	1,538	5,038
국내화장품	680	626	597.5	689.7	2,593	607	583	692	832	2,712
생활용품	134	116	124.0	109.3	483	126	108	126	118	479
해외화장품	447	445	384.2	525.6	1,802	420	411	414	601	1,847
영업이익	176	91	50	26	343	158	88	90	81	417
화장품	116	84	57	42	300	104	76	73	81	334
생활용품	9	-2	1	-8	0	8	-2	1	-5	2
해외화장품	52	9	9	-18	52	42	15	16	5	78
세전이익	181	88	54	-26	298	162	93	94	60	410
순이익	135	61	40	-42	194	117	67	68	81	333
영업이익률(%)	14.1	7.8	4.5	1.9	7.1	13.6	8.0	7.3	5.2	8.3
화장품	17.1	13.5	9.6	6.1	11.6	17.2	13.0	10.5	9.8	12.3
생활용품	6.7	-2.0	1.2	-7.1	0.0	6.2	-2.0	1.0	-3.8	0.5
해외화장품	11.7	2.1	2.2	-3.5	2.9	10.0	3.7	3.9	0.8	4.2
세전이익률(%)	14.5	7.5	4.9	-1.9	6.1	13.9	8.4	7.6	3.9	8.1
순이익률(%)	10.8	5.2	3.6	-3.2	4.0	10.1	6.1	5.5	5.3	6.6
매출(YoY,%)	10.8	11.5	1.9	14.5	9.7	-7.0	-6.3	11.1	16.1	3.6
국내화장품	9.9	17.9	11.8	31.1	17.3	-10.7	-7.0	15.7	20.6	4.6
생활용품	-5.9	-7.8	-10.3	20.9	-2.7	-5.8	-6.1	2.0	8.0	-0.8
해외화장품	19.6	9.8	-9.2	-3.2	3.3	-6.1	-7.6	7.8	14.4	2.5
영업이익(YoY,%)	189.2	158.9	-10.2	흑전	140.1	-10.4	-3.1	78.2	215.8	21.4
화장품	60.8	86.7	124.3	흑전	166.3	-10.5	-10.3	26.9	94.0	11.3
생활용품	-37.3	적전	-86.3	적지	-94.8	-12.4	흑전	-12.2	적지	897.6
해외화장품	흑전	흑전	-56.9	-135.7	189.4	-19.5	59.9	88.9	흑전	50.2
세전이익(YoY,%)	176.4	370.5	180.8	흑전	1077.7	-10.5	5.2	73.6	흑전	37.5
순이익(YoY,%)	88.6	454.7	314.4	흑전	451.3	-13.2	9.8	70.6	흑전	72.1

자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

2) LG생활건강: 후의 대중국 브랜드력에 대한 의심

실적 부진 주 요인:
화장품 매출 YoY 40% 감소

1분기 연결 매출과 영업이익은 전년 동기대비 각각 19%, 53% 감소한 1조 6,450억원과 1,756억원으로 시장 기대치(OP 3,400억원)를 크게 못미치는 어닝쇼크를 기록했다. 화장품 부문 매출이 YoY 40%나 감소하면서 실적 부진의 주 요인으로 작용했다. 면세점과 중국 사업 매출이 각각 YoY 68%, 30% 감소하는 부진을 보였다. 이에 따라 후 매출이 YoY 54%나 역신장했다. 화장품 부문 영업이익률은 9.9%(YoY -12%p)까지 하락했고, 영업이익은 690억원(YoY -73%)에 그쳤다. 생활용품과 음료 부문은 매출이 각각 YoY 6%, 10% 양호한 성장에도 원가율 상승 부담으로 모두 영업이익률이 하락하면서 감익하거나(생활용품 OP YoY -17%), 제한적인 증익(음료 OP YoY 3%)에 그쳤다.

중국 후 매출 YoY 38% 감소,
경쟁사 대비 지나친 감소폭

이번 1분기 실적은 내용 면에서 더 큰 충격을 주었다. 후의 매출이 YoY 54%나 감소했는데, 2020년 2분기 코로나19로 유럽이 봉쇄됐을 때, 로레알 등 글로벌 브랜드 업체들의 매출 감소폭보다도 더 크다. 중국 사업에서 후 매출은 YoY 38% 감소했는데, 에스티로더 매출은 YoY -5%, 설화수는 YoY 8% 증가했다. 중국 베이징 올림픽과 봉쇄 영향은 동일한 사업환경이었다. LG생활건강의 전년도 베이스가 상대적으로 높았고, 홍콩-심천-상하이로 이어지는 봉쇄조치가 유난히 LG생활건강의 핵심 물류기지와 같은 동선 상에 있었다고 한다. 면세점의 경우 경쟁사와 달리 엄격한 가격 정책이 매출 감소폭을 더 키웠다고 한다. 그래도 납득하기 어려운 매출이다.

후의 대 중국 브랜드력이 의심되는
실적

2분기도 면세점과 중국 사업 불확실성은 여전하다. 전월대비 면세점 매출이 계속 올라오고 있지만 물류 불확실성은 지속되고 있다. 2분기 연결 영업이익은 2,670억원(YoY -20%)으로 추정한다. 화장품 부문 면세점 매출 YoY -55%, 중국 사업 YoY -15%를 가정한 수치다. 음료/생활용품 사업의 원가 부담도 지속될 듯 하다. 이번 실적은 후의 대 중국 브랜드력에 대한 근본적인 의심을 들게 한다. 이는 중장기 실적 가시성을 떨어뜨리는 밸류에이션 할인 요인이다. 목표주가 90만원은 12MF PER 19배다. 현재 주가는 12MF PER 17배다. 후 매출 회복 확인 전까지 보수적 접근이 바람직하다.

1분기 연결기준 매출과 영업이익은
각각 전년 동기대비 19%, 53%
감소한 1조 6,449억원과 1,756억원
기록

표 14. LG생활건강 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	2,037	2,021	2,010	2,023	8,092	1,645	1,767	2,012	2,391	7,816
화장품	1,159	1,116	1,027	1,140	4,441	700	803	980	1,496	3,979
생활용품	521	496	540	501	2,058	553	526	567	504	2,150
음료	358	409	444	381	1,592	393	438	466	391	1,687
영업이익	371	336	342	241	1,290	176	267	324	295	1,061
화장품	254	219	216	188	876	69	155	201	252	676
생활용품	66	59	64	20	209	55	53	60	13	181
음료	50	58	63	34	205	51	59	64	30	204
세전이익	354	305	329	198	1,187	160	238	296	266	960
순이익	255	222	235	133	845	110	163	203	210	685
영업이익률(%)	18.2	16.6	17.0	11.9	15.9	10.7	15.1	16.1	12.3	13.6
화장품	21.9	19.6	21.0	16.5	19.7	9.9	19.3	20.5	16.8	17.0
생활용품	12.7	11.8	11.8	4.1	10.1	10.0	10.0	10.5	2.6	8.4
음료	14.0	14.1	14.2	8.9	12.9	13.1	13.5	13.7	7.6	12.1
세전이익률(%)	17.4	15.1	16.4	9.8	14.7	9.7	13.5	14.7	11.1	12.3
순이익률(%)	12.5	11.0	11.7	6.6	10.4	6.7	9.2	10.1	8.8	8.8
매출(YoY,%)	7.4	13.4	-2.9	-3.4	3.1	-19.2	-12.6	0.1	18.2	-3.4
화장품	8.6	20.9	-10.2	-13.9	-0.4	-39.6	-28.0	-4.6	31.2	-10.4
생활용품	8.6	7.4	6.1	18.5	9.9	6.1	6.0	5.0	0.6	4.5
음료	2.0	2.9	6.1	9.9	5.2	9.8	7.0	5.0	2.5	6.0
영업이익(YoY,%)	11.1	10.7	4.5	-5.9	5.6	-52.6	-20.5	-5.3	22.2	-17.7
화장품	14.4	22.7	9.0	-16.5	6.5	-72.8	-29.1	-6.9	33.7	-22.8
생활용품	1.2	-7.5	-4.6	101.9	1.6	-16.5	-10.2	-6.6	-35.3	-13.6
음료	6.9	-6.4	-0.2	62.2	6.3	2.7	2.2	1.3	-11.7	-0.3
세전이익(YoY,%)	10.6	10.3	3.5	-3.6	5.9	-54.9	-21.9	-10.2	34.0	-19.1
순이익(YoY,%)	10.6	11.0	3.3	-4.9	5.9	-57.0	-26.4	-13.7	57.7	-18.8

자료: LG생활건강, 하나금융투자

3) 한국콜마: 펀더멘탈은 분명히 좋아지고 있다

국내 본사 선전,
무석/북미 매출 증가

1분기 연결 매출 4,104억원(YoY 4%), 영업이익 129억원(YoY -47%)으로 시장 기대치(OP 230억원)를 크게 못미치는 부진한 실적을 기록했다. 화장품 사업은 무난했다. 국내 본사 매출 YoY 4%, 원가율 상승에도 영업이익 144억원(YoY -9%, OPM 8.0%)으로 선전했다. 임직원 인센티브 영향을 제외하면 영업이익률은 9.5% 수준으로 증익이다. 북경 법인 매출이 YoY 23% 감소했으나, 무석 법인 매출은 YoY 29% 크게 성장하면서 영업손실 규모를 -14억원(YoY +11억원)으로 줄였다. 북미 법인 매출도 모두 10% 이상 증가했다.

어닝쇼크는 HK이노엔 감익 때문

이번 어닝쇼크는 HK이노엔 영업이익이 68%나 감소했기 때문이다. i) 케이캡 신제품 출시로 1분기 출하 조정이 있었고, ii) 수액제 신공장 고정비 증가, iii) 리오프닝 신제품 조기 발매에 따른 광고선전비(컨디션 등) 증가도 적지 않았다. iv) 중국 케이캡 허가 관련 일회성 비용도 있었다.

2분기 연결 영업이익
301억원(YoY 41%) 추정

2분기 연결 영업이익 301억원(YoY 41%)으로 증익 전환할 전망이다. 거리두기 완화 영향으로 애터미(본사)/컨디션(HKN) 매출 증가가 예상되고, 케이캡 마일스톤(HKN) 매출도 추가된다. 현재 주가는 12MF PER 12.7배로 매크로 불확실성 제외시 국내외 펀더멘탈은 개선중에 있다. 비중 확대가 유효하다.

표 15. 한국콜마 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

1분기 연결 매출은 YoY 4% 증가한
4,104억원, 영업이익은 YoY 47%
감소한 129억원 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	395	413	376	402	1,586	410	435	419	441	1,706
한국	172	170	142	148	633	179	177	156	164	676
중국	31	41	32	34	137	36	47	38	40	161
북미	16	18	18	14	66	18	20	22	21	80
HK이노엔	187	185	189	209	770	180	194	207	226	808
영업이익	24	21	13	26	84	13	30	27	40	111
한국	16	20	10	20	66	14	18	11	18	61
중국	-3	-1	-5	-4	-13	-3	-2	-1	3	-3
북미	-2	0	-2	-6	-10	-3	-1	-1	0	-5
HK이노엔	13	3	17	17	50	4	15	18	20	57
세전이익	19	15	13	19	67	11	28	26	30	95
지배주주순이익	12	13	6	4	36	10	25	23	11	69
영업이익률(%)	6.1	5.2	3.4	6.4	5.3	3.1	6.9	6.6	9.1	6.5
세전이익률(%)	4.9	3.7	3.3	4.8	4.2	2.7	6.5	6.1	6.7	5.6
순이익률(%)	3.1	3.1	1.7	1.0	2.3	2.4	5.8	5.4	2.6	4.1
매출(YoY,%)	18.6	28.2	18.3	15.3	20.0	3.8	5.4	11.6	9.5	7.5
한국	-0.1	5.8	2.6	7.9	3.9	4.1	4.0	9.7	10.8	6.9
중국	142.1	92.5	86.4	62.2	90.9	18.7	15.8	20.0	17.0	17.7
북미	-13.7	22.6	9.1	3.0	4.3	12.1	10.9	20.7	48.5	21.9
HK이노엔	40.7	41.3	25.6	14.2	28.9	-3.5	5.0	10.0	8.1	5.0
영업이익(YoY,%)	2.7	-21.7	-32.4	-50.1	-30.8	-46.8	41.3	115.1	54.4	31.2
한국	23.9	5.1	-11.8	177.9	30.1	-8.5	-10.6	4.7	-8.7	-7.1
중국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지
HK이노엔	-15.6	-76.4	26.6	-62.1	-42.2	-67.7	385.6	3.1	17.3	12.5
세전이익(YoY,%)	-5.5	62.3	-24.6	-89.2	-70.7	-41.7	86.9	104.1	52.6	42.8
순이익(YoY,%)	-0.9	52.4	-48.9	-96.7	-77.7	-18.7	93.6	256.1	176.4	93.6

자료: 한국콜마, 하나금융투자

4) 코스맥스: 어닝쇼크지만 시장 지배력은 압도적

매출 예상보다 선전

1분기 연결 매출 3,979억원(YoY 15%), 영업이익 137억원(YoY -41%)으로 시장 기대치(OP 250억원)을 크게 못미치는 어닝쇼크를 기록했다. 매출은 애초 예상보다 상당히 좋았다. 국내 본사 매출이 9% 증가했는데, 대일본/미국/동남아 향 수출 증가 때문이다. 중국 상하이 법인 매출이 29%나 증가했다. 4 영업일 생산 중단이 있었지만, 온라인 신제품 확대로 원가 상승을 가격에 전가하면서 영업이익률도 크게 떨어지지 않았다. 미국 법인 매출은 42%나 증가하면서 중장기 사업 연속성에 대한 우려를 완화시켜 주었다. 인도네시아 매출은 97% 증가했는데, 메이저 고객사가 온라인에서 오프라인으로 채널을 확장하면서 추가 수주가 많이 잡히고 있다.

인건비/원재료 가격 상승으로 감익

다만, 인건비/원재료 가격 상승으로 국내 영업이익이 39% 감소했고, 미국 영업손실이 40억 원 이상 늘었다. 글리세린 가격이 98%나 상승했다고 한다. 물류비도 많이 증가할 수밖에 없었다. 더구나, 코스맥스는 전년도 실적이 좋았기 때문에 성과급 지출도 있었고, 인력 충원도 90여명이 늘었다. 추가적인 비용 증가 요인이다.

2분기 연결 영업이익 280억원(YoY -36%) 수준 추산

2분기 연결 영업이익 280억원(YoY -36%) 수준으로 추정한다. 본사 매출 9%, 중국 법인 매출 11% 증가를 가정한 수치다. 5월 들어 중국 봉쇄가 완화되고, 제조업체들의 공장도 다시 돌아가고 있지만, 재봉쇄 가능성을 배제할 수 없고, 원가율 상승 부담도 지속되고 있다. 실적 불확실성은 여전히 크다고 볼 수 있다. 다만, 회사의 펀더멘탈은 국내외 모두 좋아지고 있는 상황이다. 중국과 제반 매크로 불확실성을 견어내면 높은 실적 모멘텀을 보일 수 있는 상황이다. 현재 주가는 12MF PER 7.1배로 저평가 상태다. 비중확대가 유효하다.

표 16. 코스맥스 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

1분기 연결기준 매출 전년동기대비
15% 증가한 3,979억원, 영업이익
41% 감소한 137억원 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	345	430	395	421	1,591	398	471	451	482	1,802
국내	188	230	218	217	853	205	250	239	244	938
중국	130	171	147	183	631	149	190	175	218	732
미국	31	34	36	31	132	45	42	45	36	168
영업이익	23	44	25	30	123	14	28	35	42	119
국내	16	20	21	21	78	10	12	18	21	61
중국	13	30	21	26	90	14	24	22	28	87
미국	-5	-9	-9	-10	-33	-9	-7	-5	-3	-24
세전이익	22	40	10	7	78	13	26	32	33	104
당기순이익	10	26	-2	0	34	10	18	23	22	73
지배주주순이익	16	32	11	15	74	15	27	34	19	95
영업이익률(%)	6.8	10.2	6.3	7.2	7.7	3.5	5.9	7.7	8.8	6.6
국내	8.4	8.9	9.5	9.5	9.1	4.7	5.0	7.5	8.5	6.5
중국	10.3	17.7	13.9	14.0	14.2	9.2	12.4	12.4	13.1	11.9
미국	-15.4	-27.3	-26.2	-32.3	-25.4	-20.3	-17.4	-10.2	-8.5	-14.3
세전이익률(%)	6.4	9.2	2.4	1.6	4.9	3.3	5.5	7.2	6.8	5.8
순이익률(%)	4.7	7.4	2.8	3.6	4.7	3.8	5.8	7.6	3.9	5.3
매출(YoY,%)	5.0	13.5	23.2	18.8	15.1	15.3	9.4	14.3	14.3	13.2
국내	-6.7	10.1	26.5	19.0	11.5	8.8	8.5	10.0	12.6	10.0
중국	48.1	33.1	37.7	37.6	38.4	15.0	11.1	18.9	19.1	16.0
미국	-4.3	-12.4	-27.6	-32.2	-20.7	41.7	22.4	26.9	16.9	26.9
영업이익(YoY,%)	45.2	67.5	79.7	190.1	84.0	-41.0	-36.5	38.6	39.5	-3.2
국내	-2.9	-1.8	80.4	19.1	17.7	-39.0	-38.8	-12.8	1.3	-21.3
중국	2781.7	125.4	125.2	47.2	122.1	2.9	-22.5	6.1	11.0	-2.7
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	51.5	83.0	103.2	흑전	흑전	-39.7	-35.2	237.8	383.1	33.5
당기순이익	721.3	89.4	적전	흑전	흑전	3.7	-30.8	흑전	11361.2	113.0
지배주주당기순이익	234.5	58.0	91.6	흑전	248.2	-4.9	-15.4	205.3	22.6	27.7

자료: 코스맥스, 하나금융투자

5) 클리오: 브랜드력 제고로 해외 사업 확대 중

H&B와 온라인 채널이 실적 견인

1분기 연결 매출 659억원(YoY 14%), 영업이익 36억원(YoY 78%)으로 시장 기대치(OP 34억)를 넘어서는 양호한 실적을 기록했다. 클럽클리오 매출(YoY 17%)이 매장수 감소(9개, YoY -7개)에도 큰 폭 증가한 게 인상적이다. H&B와 온라인 채널이 각각 23%, 9% 성장하면서 실적 개선을 견인했다. 해외 사업 매출이 264억원(YoY 9%)인데, 대 중국 매출이 28% 감소했다는 점을 감안하면 상당한 성과다. 대 일본 128억원(YoY 10%), 미국 30억원(YoY 131%), 동남아 18(YoY 50%)으로 해외 매출 비중은 40%(YoY -2%p)에 이르고 있다. 중국 이외 매출처가 다양화되고 있는게 긍정적이다. 도매 매출 비중이 상승하면서 GPM은 50.5%(YoY +4.2%p)로 올라갔고, 매출 증가에 따른 영업레버리지 효과로 영업이익률은 5.5%(YoY +2.0%p)까지 상승했다.

2분기 중국 사업 이외 국내외 매출 양호

2분기도 1분기와 유사하게 중국 사업 이외 국내외 매출 양호한 증가세를 지속하고 있다. 영업이익은 34억원(YoY 8%) 수준 이상은 무난하게 나올 수 있을 것으로 예상된다. 온라인 및 해외 매출 비중 확대는 비용구조와 성장 여력 확보 측면에서 긍정적이다. 국내외 브랜드력이 제고되고 있다는 증거이기도 하다. 현재 주가는 12MF PER 21배로 비중확대가 유효하다.

표 17. 클리오 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

1분기 연결 매출은 전년 동기대비 14% 증가한 659억원, 영업이익은 전년 동기대비 78% 증가한 36억원 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	58	56	59	59	233	66	61	66	66	259
클럽클리오	2	2	1	2	8	3	2	1	3	9
H&B	15	12	17	16	59	18	13	18	18	67
온라인	21	21	23	20	86	23	23	25	22	94
면세	8	7	6	7	28	9	8	7	8	31
글로벌	11	12	9	10	43	11	12	11	12	47
도매&홈쇼핑	1	2	3	3	9	2	2	4	4	11
영업이익	2.0	3.2	4.1	4.6	13.9	3.6	3.4	4.5	5.5	17.1
순이익	2.2	1.0	7.6	-1.6	9.3	0.8	0.7	1.2	11.4	14.1
영업이익률(%)	3.5	5.6	6.9	7.8	6.0	5.5	5.6	6.8	8.4	6.6
순이익률(%)	3.9	1.8	12.8	-2.7	4.0	1.2	1.1	1.8	17.3	5.4
매출(YoY,%)	-14.5	12.9	17.3	18.3	6.7	13.9	9.5	11.3	11.2	11.5
클럽클리오	-76.3	-69.2	-74.4	-39.4	-68.1	17.4	10.0	10.0	7.8	11.4
H&B	-13.4	11.1	27.5	26.3	11.0	23.1	15.0	10.0	9.2	14.0
온라인	16.7	30.5	45.3	28.2	29.7	9.4	10.0	10.0	10.6	10.0
면세	3.1	61.3	11.6	5.4	16.1	12.0	10.0	15.0	3.9	10.0
글로벌	21.4	48.5	28.8	23.3	30.3	3.1	3.0	15.0	21.2	10.0
도매&홈쇼핑	-86.7	-42.2	-21.9	26.3	-44.4	108.6	10.0	10.0	12.1	20.0
영업이익(YoY,%)	-41.1	1.2	290.8	흑전	123.2	77.9	8.9	9.9	20.0	23.0
순이익(YoY,%)	-42.2	-66.9	130.4	적지	-3.3	-64.9	-31.3	-84.6	흑전	52.0

자료: 클리오, 하나금융투자

6) 연우: 당분간 L사 부담 지속

국내 메이저 L사항 매출 63% 감소

1분기 연결 매출 675억원(YoY -5%), 영업이익 29억원(YoY -55%)으로 시장 기대치(OP 43억원)에 크게 못미치는 어닝쇼크를 기록했다. 내수 매출이 22% 감소하면서 실적 부진의 주요인으로 작용했다. L사항 매출이 63%나 감소했기 때문이다. 이외 판매 실적은 좋았다. 글로벌 경기가 회복되면서 해외 수출이 18% 증가했다. 미국은 이연 매출 70억원이 포함돼 있지만, 유럽 수출 108% 증가는 직접 영업 전환 덕분이다. 가동률 하락 영향 고정비 부담 증가, 상여금 이연 지급(14억원) 영향으로 영업이익률은 YoY 4.8%p나 하락했다(OPM 4.3%).

가동률 상승과 상여금 부재로
OPM 10% 수준 회복 전망

2분기 연결 영업이익은 68억원(YoY -32%)으로 부진한 실적을 이어갈 전망이다. A사항 매출은 전년도 수준으로 정상화되었지만, L사항 매출 부진은 계속되고 있다. 매출 규모는 1분기와 유사하지만, 가동률이 상승하고, 상여금이 없는 시기이므로 영업이익률은 10% 수준을 회복할 전망이다.

높은 경쟁력과 펀더멘탈에도 불구하고, L사항 매출 비중이 20%에 근접했던 만큼 당분간 실적 불확실성이 크다. 현재 주가는 12MF PER 10.4배, 조정시 매수 전략이 유효하다.

표 18. 연우 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

1분기 연결 매출 YoY 5% 감소한
675억원과 영업이익 YoY 55% 감소한
29억원 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	71.0	77.1	68.3	70.7	287.1	67.5	67.9	76.9	82.4	294.7
내수	41.2	45.7	39.2	35.2	161.3	32.3	32.4	44.3	41.0	150.0
수출	29.8	31.4	29.2	35.5	125.8	35.2	35.5	32.7	41.4	144.7
영업이익	6.4	9.9	6.4	7.2	29.9	2.9	6.8	7.1	9.8	26.5
순이익	5.9	8.1	6.6	5.9	26.4	2.7	5.7	6.0	8.4	22.9
영업이익률(%)	9.1	12.9	9.3	10.1	10.4	4.3	10.0	9.2	11.9	9.0
순이익률(%)	8.2	10.5	9.6	8.3	9.2	4.1	8.5	7.8	10.2	7.8
매출(YoY,%)	14.6	30.6	7.6	6.0	14.3	-5.0	-11.9	12.6	16.5	2.6
내수	19.2	43.8	18.2	-9.1	16.7	-21.6	-29.0	13.0	16.3	-7.0
수출	8.7	15.3	-4.0	27.0	11.4	18.0	13.0	12.0	16.7	15.0
영업이익(YoY,%)	140.4	113.0	221.7	7.7	87.2	-55.1	-31.7	10.8	36.3	-11.4
순이익(YoY,%)	91.3	122.2	385.9	76.6	132.0	-53.3	-28.9	-9.5	43.9	-13.3

자료: 연우, 하나금융투자

7) 애경산업: 중국 불확실성 불구 채널 다각화 긍정적

생활용품 부문 양호

1분기 연결 매출은 1,399억원(YoY 3%), 영업이익 78억원(YoY 2%)으로 기대치에 부합했지만, 부진한 실적이었다. 생활용품 부문은 양호했다. 매출이 YoY 6% 증가했는데, i) 1월 제품 가격 인상 효과와 ii) 프리미엄 홈케어 호조, iii) 미국/일본 등지로 수출 증가(YoY 27%), iv) 쿠팡 물류센터 기저효과 때문이다. 원가율이 상승했지만, 매출 증가로 고정비 부담이 완화되면서 영업이익도 YoY 25% 증가했다.

화장품 사업 부진

화장품 사업이 부진했다. 매출은 1% 감소했고, 영업이익 69억원, 전년도와 유사한 수준에 머물렀다. 홈쇼핑 채널 매출이 YoY 22% 감소했고, 중국 봉쇄조치로 수출 매출도 부진했다. H&B(YoY 24%)와 온라인(YoY 73%) 채널 선전은 위로가 된다. 온라인 채널 매출은 주로 쿠팡과 네이버스토어 통해서 발생하고 있는데, 매출 비중 7% 정도다.

2분기 연결 영업이익 84억원 (YoY 45%) 추정

2분기 연결 영업이익은 84억원(YoY 45%)으로 추정한다. 화장품 사업은 중국향 수출 불확실성이 여전하지만, 국내 탈마스크와 에이지20's 기초 출시 효과를 기대해본다. 온라인 및 H&B, 일본/미국 등지로 수출 확대는 지속될 전망이다. 생활용품 부문은 전년도 쿠팡 재고 축소 기저효과가 클 것으로 본다. 전반적으로 보면, 중국 봉쇄 및 원가부담에도 H&B, 대미국/일본 수출 및 온라인 채널 고신장은 긍정적인 현상이다. 현재 주가는 12MF PER 21배로 조정시 매수 전략이 유효하다.

표 19. 애경산업 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

1분기 연결 매출과 영업이익 각각
전년 동기 대비 3%, 2% 증가한
1,399억원, 78억원 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	135	143	146	150	574	140	145	154	156	594
생활용품	86	82	95	90	352	91	87	98	87	363
화장품	50	61	50	60	222	49	58	56	69	232
홈쇼핑	9	9	8	8	35	7	9	9	9	35
수출	35	46	36	48	165	35	41	39	53	168
기타	5	6	6	6	23	7	8	8	7	29
영업이익	7.7	5.8	6.2	4.7	24	7.8	8.4	7.5	6.5	30
생활용품	0.8	-3.3	0.8	-3.1	-5	1.0	0.2	1.7	-2.4	0
화장품	6.9	9.1	5.4	7.8	29	6.9	8.2	5.8	9.0	30
세전이익	10.0	4.0	5.7	0.8	20	8.0	8.6	7.7	2.8	27
순이익	8.1	3.2	4.4	0.1	16	6.3	6.7	6.0	1.7	21
영업이익률(%)	5.7	4.1	4.2	3.1	4.2	5.6	5.8	4.9	4.2	5.1
생활용품	0.9	-4.0	0.8	-3.5	-1.4	1.1	0.3	1.7	-2.8	0.1
화장품	13.8	14.9	10.7	12.9	13.2	14.1	14.0	10.5	13.1	12.9
세전이익률(%)	7.4	2.8	3.9	0.5	3.6	5.7	5.9	5.0	1.8	4.6
순이익률(%)	6.0	2.2	3.0	0.1	2.7	4.5	4.6	3.9	1.1	3.5
매출(YoY,%)	-15.6	17.3	-4.3	-2.4	-2.4	3.4	1.6	5.5	3.8	3.6
생활용품	-10.5	-8.3	-9.4	2.9	-6.6	6.1	6.1	3.0	-2.7	3.0
화장품	-23.3	87.2	7.0	-9.2	5.0	-1.2	-4.5	10.4	13.5	4.5
홈쇼핑	-36.6	0.3	-18.5	-37.9	-25.9	-22.0	0.0	10.0	16.2	0.0
수출	37.7	211.9	30.6	7.1	46.6	0.2	-10.0	8.0	10.3	2.0
기타	-41.0	-6.4	-8.3	29.8	-11.6	38.3	30.0	25.0	12.8	26.0
영업이익(YoY,%)	-38.8	흑전	-25.0	66.7	9.0	2.0	44.8	21.6	39.1	24.4
생활용품	-85.7	적전	-83.0	흑전	적전	25.0	흑전	110.4	적지	흑전
화장품	-1.1	흑전	52.0	49.4	118.9	0.3	-10.2	8.4	14.9	2.4
세전이익(YoY,%)	-18.9	흑전	-0.3	흑전	54.6	-19.5	114.0	35.9	262.0	32.7
순이익(YoY,%)	-11.7	흑전	-1.1	흑전	37.2	-22.4	113.2	36.8	1,969.8	32.0

자료: 애경산업, 하나금융투자

표 20. 화장품 커버리지 종목 2022년 2분기 및 연간 실적전망

(단위: 십억원, %)

종목	항목	2Q21	2Q22	YoY(%)	2021	2022F	YoY(%)	Con.(2Q22)	Con.(2022)
*아모레퍼시픽	매출	1,177	1,102	-6.3	4,863	5,038	3.6	1,166	5,510
	영업이익	91	88	-3.1	343	417	21.4	93	309
	순이익	61	67	9.8	194	333	72.1	62	210
	OPM	7.8	8.0		7.1	8.3		8.0	5.6
*LG생활건강	매출	2,021	1,767	-12.6	8,092	7,816	-3.4	1,745	7,489
	영업이익	336	267	-20.5	1,290	1,061	-17.7	210	891
	순이익	222	163	-26.4	845	685	-18.8	135	567
	OPM	16.6	15.1		15.9	13.6		12.0	11.9
*클리오	매출	56	61	9.5	233	259	11.5	63	265
	영업이익	3	3	8.9	14	17	23.0	4	18
	순이익	1	1	-31.3	9	14	52.0	4	14
	OPM	5.6	5.6		6.0	6.6		6.2	6.7
*한국콜마	매출	413	435	5.4	1,587	1,706	7.5	444	1,750
	영업이익	21	30	41.3	84	111	31.2	31	117
	순이익	13	25	93.6	36	69	93.6	19	60
	OPM	5.2	6.9		5.3	6.5		7.1	6.7
*코스맥스	매출	430	471	9.4	1,591	1,802	13.2	444	1,756
	영업이익	44	28	-36.5	123	119	-3.2	30	107
	순이익	32	27	-15.4	74	95	27.7	22	72
	OPM	10.2	5.9		7.7	6.6		6.8	6.1
*연우	매출	77	68	-11.9	287	295	2.6	82	308
	영업이익	10	7	-31.7	30	27	-11.4	11	31
	순이익	8	6	-28.9	26	23	-13.3	9	25
	OPM	12.9	10.0		10.4	9.0		13.0	9.9
*애경산업	매출	143	145	1.6	574	594	3.6	143	600
	영업이익	6	8	44.8	24	30	24.4	7	30
	순이익	3	7	113.2	16	21	32.0	0	23
	OPM	4.1	5.8		4.2	5.1		4.6	5.1

3. 투자전략: 펀더멘탈 좋은 기업으로 엄선할 것

1) 유통: 백화점/편의점 가장 방어적

온라인 사업 확장 중인 유통업체
불확실성 확대, 백화점/편의점
가장 방어적

유통 대기업들의 경우 신규 사업을 계속 확충하면서 사업구조가 복잡해졌다. 매크로를 갖고 간단하게 접근하기가 쉽지 않다. 백화점이 좋아진다고 롯데쇼핑과 현대백화점, 신세계가 다 좋아지는 게 아니고, 인플레이션 헷지로 대형마트와 편의점을 막연히 좋게 보기 어렵다. 특히 온라인 사업을 확대하고 있는 롯데쇼핑/이마트/GS리테일은 불확실성이 커지고 있다.

하반기 소비심리+글로벌 여행 재개
감안 주가모멘텀 큰 상승 어려울 듯

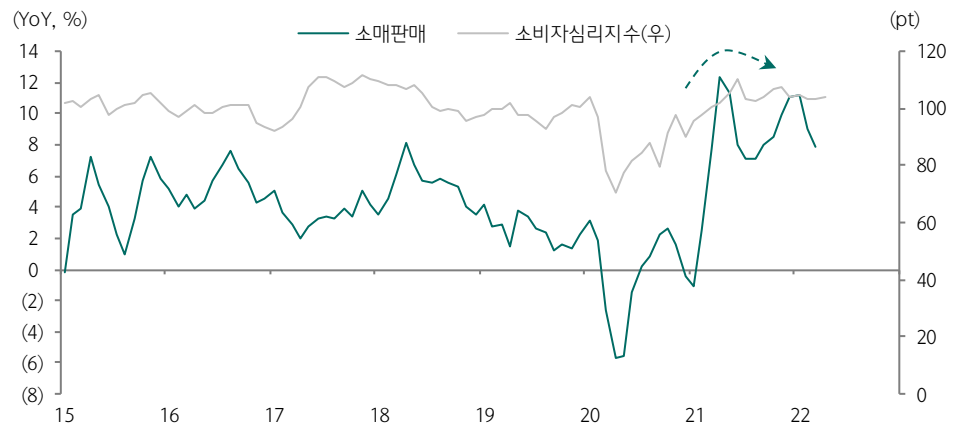
신세계와 현대백화점, BGF리테일 등 사업구조가 상대적으로 간단하고 백화점/편의점 매출 확대 효과가 큰 기업을 중심으로 가져가는 게 가장 방어적이다. 향후 소비심리와 글로벌 여행 재개 등 불확실성 요인이 있기 때문에 이들 종목의 주가 모멘텀을 크게 기대하기도 쉽지 않은 게 사실이다. 하지만, 전체 주식 시장 전망이 불확실한 가운데 양호한 실적을 기반으로 주가의 하방 경직성은 담보할 것으로 본다. 신세계는 SI와 신세계까사까지 실적이 좋아지고 있어 실적 모멘텀이 가장 클 듯 하다.

호텔신라와 GS리테일 경우에 따라
높은 실적 모멘텀

주가가 위로 향할 수 있는 업체로는 호텔신라와 GS리테일을 들 수 있다. 중국 불확실성이 해소된다면 호텔신라의 주가 모멘텀이 가장 좋을 것이다. GS리테일의 경우 쿠팡머스가 효과를 거둔다면 주가 모멘텀이 클 수 있다. 오프라인 유통 업체들의 온라인 사업이 의미 있는 성과를 내지 못하고 있어서 기대하기 쉽지 않지만, 사업구조 측면에서 분명히 유리한 것은 사실이다. 2분기 성과를 유심히 지켜볼 필요가 있다.

그림 2. 소매판매와 소비심리

4월 소비심리 103.8,
전월대비 0.6p 상승



자료: 한국은행, 통계청, 하나금융투자

2) 화장품: 중국 매크로 문제 해소를 가정한다면

미국/일본 수출 비중 확대 긍정적

화장품은 아모레퍼시픽과 애경산업, 클리오의 실적을 보더라도 대 미국/대 일본 수출 비중이 커지고 있는게 긍정적이다. 하지만, 대부분 업체들이 중국 매출 비중이 워낙 높기 때문에 중국 부진을 극복하는 데 한계가 있다. 클리오는 시가총액이 작고, 투자환기종목으로 지정돼 있는 게 아쉬움이지만, 브랜드 업체 가운데 가장 견조한 브랜드력 제고와 실적 개선을 보이고 있다는 점에서 주목할 필요가 있다.

중국 매크로 문제와 원가율 상승 부담이 해소된다면 아모레퍼시픽과 코스맥스, 한국콜마, 클리오의 펀더멘탈 개선이 더욱 부각될 것으로 기대한다. 하지만, 국내외에서 브랜드 인지도가 우려되는 LG생활건강과 애경산업, LG생활건강 매출 비중이 높은 연우는 좀더 세심하게 펀더멘탈 개선 여부를 뜯어볼 필요가 있다. 아모레퍼시픽은 사업 구조조정을 마치고, 설화수 브랜드 인지도를 기반으로 실적 턴어라운드 앞에 서 있다.

표 21. 투자 의견 및 목표주가 변경 내용

(주가 기준일자: 22.05.19, 단위: 원)

종목	현재주가	투자 의견		목표주가		파리율	비고 (사유)
		~에서	~으로	~에서	~으로		
이마트	115,500	Neutral		140,000	130,000	12.6%	실적 추정치 및 밸류에이션 하향 조정
롯데하이마트	21,400	Neutral		25,000	24,000	12.1%	
애경산업	16,900	Neutral		21,000	19,000	12.4%	
연우	21,100	BUY		32,000	28,000	32.7%	
클리오	17,150	BUY		28,000	25,000	45.8%	

자료: 하나금융투자

표 22. 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	2022F	16,019	437	205	7,255	13.9	0.3	10.2	2.0
			2023F	16,633	669	334	11,792	8.6	0.3	9.0	3.2
*신세계	BUY	320,000	2022F	7,342	625	304	30,849	8.3	0.6	6.6	7.8
			2023F	8,007	709	363	36,847	6.9	0.6	5.9	8.7
*이마트	Neutral	130,000	2022F	27,848	459	1,039	37,280	3.2	0.3	8.2	9.7
			2023F	29,408	574	345	12,377	9.7	0.3	7.4	3.0
*현대백화점	BUY	98,000	2022F	4,093	311	214	9,152	8.5	0.4	5.7	4.7
			2023F	4,468	405	272	11,612	6.7	0.4	4.6	5.7
*GS리테일	BUY	35,000	2022F	10,991	176	193	1,847	14.1	0.6	8.0	4.7
			2023F	11,521	241	254	2,421	10.8	0.6	8.4	6.0
*BGF리테일	BUY	220,000	2022F	7,522	245	183	10,610	17.6	3.4	7.0	21.0
			2023F	8,086	273	201	11,621	16.1	3.0	7.3	19.8
롯데하이마트	Neutral	24,000	2022F	3,665	42	14	604	35.6	0.3	7.8	0.8
			2023F	3,825	79	47	1,989	10.8	0.3	7.1	2.6
*아모레퍼시픽	BUY	240,000	2022F	5,038	417	333	4,827	32.3	2.1	11.9	6.8
			2023F	5,594	511	412	5,960	26.2	2.0	10.5	7.9
*아모레G	BUY	54,000	2022F	5,352	462	232	2,419	18.1	1.1	6.3	6.8
			2023F	5,883	577	285	2,964	14.7	1.1	5.3	7.9
*LC생활건강	Neutral	900,000	2022F	7,816	1,061	685	38,688	17.5	2.0	7.7	12.2
			2023F	8,373	1,221	804	45,371	14.9	1.8	6.9	13.0
*애경산업	Neutral	19,000	2022F	594	30	21	786	22.0	1.2	7.2	5.9
			2023F	614	35	25	931	18.6	1.2	6.1	6.6
*코스맥스	BUY	120,000	2022F	1,802	119	95	8,378	7.6	1.1	5.6	15.7
			2023F	2,003	177	143	12,624	5.0	0.9	3.7	19.9
*한국콜마	BUY	59,000	2022F	1,706	111	69	3,029	13.1	1.2	12.1	9.7
			2023F	1,848	131	85	3,718	10.7	1.1	10.5	10.9
*호텔신라	BUY	110,000	2022F	4,663	146	64	1,601	47.2	4.1	17.4	10.6
			2023F	5,388	281	173	4,313	17.5	3.3	11.5	24.1
*연우	BUY	28,000	2022F	295	27	23	1,845	11.7	1.0	4.7	9.0
			2023F	336	36	30	2,448	8.8	0.9	3.3	10.9
*클리오	BUY	25,000	2022F	259	17	14	797	22.0	1.6	10.4	8.1
			2023F	283	21	17	972	18.0	1.5	8.3	9.2

주: * 표시는 K-IFRS 연결기준, 우선주 포함

자료: 하나금융투자

Top Picks

신세계(004170)

35

아모레퍼시픽(090430)

39

2022년 5월 20일

신세계(004170)

리오프닝 효과 본격화

1분기 돋보이는 백화점 선전

1분기 연결 영업이익은 1,636억원(YoY 32%)으로 시장 기대치(OP 1,440억원)를 뛰어넘는 양호한 실적을 기록했다. 백화점 기존점 성장률은 YoY 16%에 달했다. 명품이 30% 성장하며 외형을 주도했지만, 여성/남성/스포츠 카테고리가 15% 내외 성장하면서 마진 개선에 기여했다. 동대구점은 명품 빅3 입점 효과로 30% 성장, 대전점은 흑자전환했다.

호텔과 까사 실적 개선은 플러스 알파

면세점 영업손실은 21억원(YoY -252억원)으로 부진했지만, 신세계인터내셔널 영업이익이 331억원(YoY 56%)까지 뛰어 오르면서 상쇄했다. 센트럴시티 영업이익은 호텔 특숙률 상승에도 신세계DF 강남점 철수에 따른 임대료 수입 감소로 153억원(YoY -3%)에 그쳤다. 까사미아가 흑자전환했다. 매출은 48%나 증가했다. 점포수가 97개(YoY +14개)로 늘어났으며, 지난 4분기 광고 효과가 매출로 이어진 듯 하다.

목표주가 32만원, 투자 의견 '매수' 유지

2분기 연결 영업이익은 1,180억원(YoY 23%) 추정한다. 거리 두기 완화로 백화점 4월 기존점 성장률은 21%로 올라섰으며, 패션 매출(YoY 28%)이 명품(YoY 26%)을 넘어섰다. 4~5월 역대 최대 실적이 예상되며, 상반기 백화점 영업이익은 YoY 50% 이상 증가할 전망이다. 메리어트 투숙률도 4월에는 65%까지 상승했다. 면세점이 여전히 불확실한 상황이지만, 백화점과 신세계인터내셔널, 센트럴시티 등 주요 사업 실적이 충분히 상쇄하고 남음이 있다. 현재 주가는 12MF PER 7.6배로 밸류에이션도 여유가 있다. 리오프닝 최대 수혜주로 비중 확대가 유효하다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 320,000원 | CP(5월19일): 250,500원

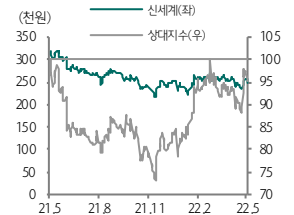
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,592.34
52주 최고/최저(원)	321,500/215,500
시가총액(십억원)	2,466.2
시가총액비중(%)	0.12
발행주식수(천주)	9,845.2
60일 평균 거래량(천주)	53.0
60일 평균 거래대금(십억원)	13.6
22년 배당금(예상, 원)	3,000
22년 배당수익률(예상, %)	1.18
외국인지분율(%)	26.99
주요주주 지분율(%)	
정유경 외 2인	28.56
국민연금공단	12.78
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.3) 6.6 (19.6)
상대	1.4 22.2 (1.6)

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	7,530.7	8,244.4
영업이익(십억원)	645.8	719.5
순이익(십억원)	431.4	478.6
EPS(원)	35,461	40,236
BPS(원)	414,093	451,452

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	4,769.3	6,316.4	7,342.3	8,007.3	8,631.5
영업이익	십억원	88.5	517.4	624.6	709.4	803.6
세전이익	십억원	(118.5)	517.6	512.3	611.9	719.1
순이익	십억원	(103.5)	306.8	303.7	362.8	426.3
EPS	원	(10,512)	31,165	30,849	36,847	43,297
증감율	%	적전	흑전	(1.01)	19.44	17.50
PER	배	(22.78)	8.15	8.12	6.80	5.79
PBR	배	0.68	0.67	0.61	0.57	0.52
EV/EBITDA	배	11.50	7.29	6.55	5.88	5.10
ROE	%	(2.81)	8.54	7.83	8.67	9.37
BPS	원	350,013	380,661	408,512	442,362	482,662
DPS	원	1,500	3,000	3,000	3,000	3,000



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

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

표 1. 신세계 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

1분기 연결기준 매출 1조 7,665억원
(YoY 34%), 영업이익 1,636억원
(YoY 32%) 기록

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출액	1,320	1,395	1,667	1,934	6,316	1,767	1,668	1,923	1,985	7,342
신세계	400	400	393	479	1,672	443	432	424	508	1,807
신세계인터	342	341	350	418	1,451	352	354	368	435	1,509
센트럴시티	60	66	60	77	263	70	72	66	81	289
신세계DF	479	561	797	823	2,660	772	673	940	887	3,272
영업이익	124	96	102	195	517	164	118	126	217	625
신세계	61	47	55	98	262	87	67	63	102	320
신세계인터	21	27	14	30	92	33	25	15	32	106
센트럴시티	16	4	10	22	53	15	4	15	24	58
신세계DF	23	19	23	12	78	-2	0	9	19	27
세전이익	121	40	220	136	518	192	73	81	167	512
지배주주순이익	70	4	176	57	307	121	44	49	90	304
영업이익률(%)	9.4	6.9	6.1	10.1	8.2	9.3	7.1	6.6	10.9	8.5
세전이익률(%)	9.2	2.9	13.2	7.0	8.2	10.8	4.4	4.2	8.4	7.0
순이익률(%)	5.3	0.3	10.5	3.0	4.9	6.9	2.6	2.5	4.5	4.1
매출액(YoY,%)	10.3	37.6	37.3	43.9	32.4	33.8	19.5	15.4	2.6	16.2
신세계	20.7	13.0	8.0	16.6	14.5	10.9	8.0	8.0	5.9	8.1
신세계인터	5.7	18.7	4.9	9.7	9.5	3.0	4.0	5.0	4.0	4.0
센트럴시티	7.4	24.1	3.8	24.2	14.9	16.4	10.0	10.0	5.1	10.0
신세계DF	-2.0	80.4	82.3	80.6	57.1	61.2	20.0	18.0	7.7	23.0
영업이익(YoY,%)	3659.2	흑전	307.1	89.2	523.0	32.4	22.7	23.4	11.0	20.7
신세계	170.8	231.5	95.9	58.3	106.2	42.7	41.9	13.6	4.8	22.3
신세계인터	77.3	흑전	101.4	73.0	172.1	55.6	-6.4	9.5	7.2	14.8
센트럴시티	35.0	흑전	-26.4	28.0	29.2	-3.2	-12.1	48.1	5.7	10.0
신세계DF	-171.3	흑전	흑전	373.1	흑전	적전	-100.0	-58.9	58.0	-65.5
세전이익(YoY,%)	3041.1	흑전	흑전	810.7	흑전	58.0	81.1	-63.2	22.9	-1.0
순이익(YoY,%)	흑전	흑전	흑전	367.6	흑전	72.9	970.1	-72.2	57.3	-1.0

자료: 신세계, 하나금융투자

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

(단위: 십억원)

2022년 연결 매출과 영업이익 각각
YoY 16%, 21% 성장한
7조 3,420억원과 6,250억원 전망

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	4,769	6,316	7,342	8,007	8,631
신세계	1,460	1,672	1,807	1,922	2,021
신세계인터	1,325	1,451	1,509	1,584	1,663
센트럴시티	229	263	289	304	319
신세계DF	1,693	2,660	3,272	3,694	4,097
영업이익	83	517	625	709	804
신세계	127	262	320	345	368
신세계인터	34	92	106	111	116
센트럴시티	41	53	58	61	64
신세계DF	-87	78	27	63	107
세전이익	-123	518	512	612	719
순이익	-74	389	385	460	540
지배주주순이익	-108	307	304	363	426
적정시가총액	2,663	2,876	3,106	3,355	3,623
주식수(천주)	9,845	9,845	9,845	9,845	9,845
적정주가(천원)	271	292	316	341	368
적정PER(배)	-24.6	9.4	10.2	9.2	8.5
EPS(원)	-11,004	31,166	30,850	36,847	43,298
영업이익률(%)	1.7	8.2	8.5	8.9	9.3
매출 (YoY,%)	-25.4	32.4	16.2	9.1	7.8
영업이익 (YoY,%)	-82.2	523	20.7	13.6	13.3
순이익 (YoY,%)	-120.6	-383.2	-1.0	19.4	17.5

자료: 신세계, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	4,769.3	6,316.4	7,342.3	8,007.3	8,631.5
매출원가	2,368.8	2,607.1	2,716.7	2,987.9	3,247.9
매출총이익	2,400.5	3,709.3	4,625.6	5,019.4	5,383.6
판매비	2,312.0	3,191.9	4,001.1	4,310.0	4,580.0
영업이익	88.5	517.4	624.6	709.4	803.6
금융손익	(85.2)	(75.3)	(70.8)	(66.4)	(62.0)
종속/관계기업손익	(1.9)	(11.3)	(3.9)	2.9	8.2
기타영업외손익	(119.9)	86.8	(37.6)	(34.0)	(30.7)
세전이익	(118.5)	517.6	512.3	611.9	719.1
법인세	(49.3)	128.7	127.4	152.2	178.8
계속사업이익	(69.1)	388.9	384.9	459.8	540.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(69.1)	388.9	384.9	459.8	540.2
비지배주주지분 순이익	34.4	82.0	81.2	97.0	114.0
지배주주순이익	(103.5)	306.8	303.7	362.8	426.3
지배주주지분포괄이익	(92.7)	260.9	290.8	347.3	408.1
NOPAT	51.6	388.7	469.3	533.0	603.7
EBITDA	744.8	1,169.0	1,169.1	1,164.4	1,183.8
성장성(%)					
매출액증가율	(25.41)	32.44	16.24	9.06	7.80
NOPAT증가율	(85.16)	653.29	20.74	13.57	13.26
EBITDA증가율	(34.47)	56.95	0.01	(0.40)	1.67
영업이익증가율	(81.08)	484.63	20.72	13.58	13.28
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	(1.01)	19.46	17.50
EPS증가율	적전	흑전	(1.01)	19.44	17.50
수익성(%)					
매출총이익률	50.33	58.72	63.00	62.69	62.37
EBITDA이익률	15.62	18.51	15.92	14.54	13.71
영업이익률	1.86	8.19	8.51	8.86	9.31
계속사업이익률	(1.45)	6.16	5.24	5.74	6.26

투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	(10,512)	31,165	30,849	36,847	43,297
BPS	350,013	380,661	408,512	442,362	482,662
CFPS	62,122	88,462	113,285	112,714	114,635
EBITDAPS	75,649	118,740	118,750	118,275	120,245
SPS	484,428	641,576	745,779	813,322	876,721
DPS	1,500	3,000	3,000	3,000	3,000
주가지표(배)					
PER	(22.78)	8.15	8.12	6.80	5.79
PBR	0.68	0.67	0.61	0.57	0.52
PCFR	3.86	2.87	2.21	2.22	2.19
EV/EBITDA	11.50	7.29	6.55	5.88	5.10
PSR	0.49	0.40	0.34	0.31	0.29
재무비율(%)					
ROE	(2.81)	8.54	7.83	8.67	9.37
ROA	(0.80)	2.32	2.20	2.54	2.84
ROIC	0.62	4.87	6.33	7.87	9.66
부채비율	152.49	136.78	127.72	123.68	118.44
순부채비율	90.85	69.47	50.21	33.10	17.81
이자보상배율(배)	0.70	4.83	6.47	7.94	9.12

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,663.7	1,910.4	2,458.8	3,440.4	4,415.3
금융자산	396.4	639.2	981.2	1,829.0	2,678.4
현금성자산	388.7	577.8	909.8	1,751.2	2,594.4
매출채권	216.9	272.9	317.2	346.0	372.9
재고자산	862.9	756.0	878.7	958.3	1,033.0
기타유동자산	187.5	242.3	281.7	307.1	331.0
비유동자산	11,105.4	11,734.1	11,456.0	11,173.7	10,955.5
투자자산	1,635.3	2,097.0	2,363.4	2,536.1	2,698.2
금융자산	558.6	1,120.8	1,228.7	1,298.6	1,364.2
유형자산	6,603.6	6,943.0	6,419.8	5,983.3	5,619.1
무형자산	381.8	428.2	406.9	388.4	372.3
기타비유동자산	2,484.7	2,265.9	2,265.9	2,265.9	2,265.9
자산총계	12,769.1	13,644.5	13,914.8	14,614.1	15,370.8
유동부채	3,609.0	3,570.5	3,476.9	3,795.9	4,098.3
금융부채	1,888.9	1,352.0	909.0	1,001.4	1,091.2
매입채무	72.1	91.8	106.7	116.4	125.4
기타유동부채	1,648.0	2,126.7	2,461.2	2,678.1	2,881.7
비유동부채	4,102.9	4,311.5	4,327.4	4,284.8	4,235.7
금융부채	3,101.8	3,290.5	3,140.5	2,990.5	2,840.5
기타비유동부채	1,001.1	1,021.0	1,186.9	1,294.3	1,395.2
부채총계	7,711.9	7,882.1	7,804.3	8,080.7	8,334.1
지배주주지분	3,442.4	3,744.1	4,018.3	4,351.6	4,748.3
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	347.8	402.6	402.6	402.6	402.6
자본조정	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
기타포괄이익누계액	260.7	211.4	211.4	211.4	211.4
이익잉여금	2,788.2	3,084.5	3,358.7	3,691.9	4,088.7
비지배주주지분	1,614.9	2,018.4	2,092.2	2,181.8	2,288.5
자본총계	5,057.3	5,762.5	6,110.5	6,533.4	7,036.8
순금융부채	4,594.3	4,003.3	3,068.3	2,162.9	1,253.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	552.4	1,104.5	1,267.7	1,134.1	1,126.3
당기순이익	(69.1)	388.9	384.9	459.8	540.2
조정	523.4	382.7	544.5	455.0	380.3
감가상각비	656.3	651.6	544.5	455.0	380.3
외환거래손익	(55.1)	35.7	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(13.5)	42.3	0.0	0.0	0.0
기타	(64.3)	(346.9)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	98.1	332.9	338.3	219.3	205.8
투자활동 현금흐름	(389.1)	(825.4)	(283.7)	(186.5)	(175.5)
투자자산감소(증가)	(25.8)	(461.8)	(273.8)	(180.0)	(169.4)
자본증가(감소)	(417.9)	(583.3)	0.0	0.0	0.0
기타	54.6	219.7	(9.9)	(6.5)	(6.1)
재무활동 현금흐름	48.0	(90.6)	(622.6)	(87.1)	(89.7)
금융부채증가(감소)	435.4	(348.1)	(593.1)	(57.6)	(60.2)
자본증가(감소)	(49.7)	54.8	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(318.0)	217.5	0.0	0.0	0.0
배당지급	(19.7)	(14.8)	(29.5)	(29.5)	(29.5)
현금의 증감	211.2	188.5	332.4	841.4	843.2
Unlevered CFO	611.6	870.9	1,115.3	1,109.7	1,128.6
Free Cash Flow	75.6	520.0	1,267.7	1,134.1	1,126.3

2022년 5월 20일

아모레퍼시픽(090430)

준비는 끝났다

실적 턴어라운드를 위한 사업구조 개선 완료

1분기 영업이익이 YoY 10% 감소하는 부진한 실적에도 평가하는 부분은 세가지다. 첫째, 채널/브랜드 믹스 구조 개선 효과가 가시화되고 있다. 국내 전통채널(방판/백화점/아리따움 등)의 경우 지난 4분기 매출이 YoY 증가세로 전환하더니 이번에는 흑자전환했다. 방판은 카운셀러 수가 10% 줄었는데도 매출은 증가했고, 아리따움과 백화점도 점포당 매출이 증가했다. 중국 사업 역시 애초 예상보다 영업이익률이 5%p 높았다. 오프라인 점포 구조조정 효과다. 주력 브랜드 설화수 매출 비중은 40%를 넘었으며, 이니스프리는 15%로 크게 줄었다.

대 중국 설화수 브랜드력 입증, 미국 기대

둘째, 중국의 설화수 인지도 제고를 입증했다. 전체 매출은 YoY 8%로 시장 성장률보다 높았고, 온라인 채널은 YoY 50%나 성장했다. 경쟁사들 럭셔리 브랜드가 물류/통관 문제 등으로 매출이 감소했다는 점을 감안하면 더욱 돋보이는 실적이다. 셋째, 미국 법인의 호조다. 미국 등 선진시장에서 브랜드 인지도 제고는 신규 매출처뿐 아니라 중장기 지속 성장을 위한 필수 과제이다. 북미 매출이 YoY 63% 성장하면서 해외사업 기대감을 높였다.

목표주가 24만원, 투자이전 '매수' 유지

지난해 4분기 실적이 턴어라운드를 위한 사업구조 개선 '가능성'을 엿보였다면, 이번에는 사업구조 개선 '완료'를 입증했다고 볼 수 있다. 사업구조 개선이란 i) 높은 브랜드력을 기반으로 한 ii) 채널과 iii) 브랜드 믹스 구조가 좋아지는 것이다. 그동안 국내외 실적 부진의 주 요인으로 작용했던 오프라인/중저가 중심 사업구조가 온라인/럭셔리로 개편되었다. 자음생 세럼 신규 런칭 효과로 중국 설화수 매출에서 자음생 비중이 40%를 향해 가고 있다. 미국 세포라에는 라네즈 호조에 따라 이니스프리도 입점하고 있다. 이제 중국 매크로만 남았다. 중국 소비 불확실성 해소를 기다리며 조금씩 비중을 늘릴 때다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 240,000원 | CP(5월19일): 153,000원

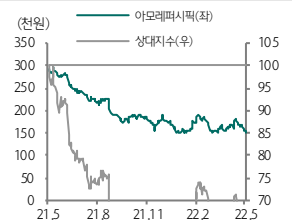
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,592.34
52주 최고/최저(원)	297,000/149,500
시가총액(십억원)	8,949.4
시가총액비중(%)	0.44
발행주식수(천주)	58,492.8
60일 평균 거래량(천주)	356.8
60일 평균 거래대금(십억원)	58.9
22년 배당금(예상, 원)	980
22년 배당수익률(예상, %)	0.55
외국인지분율(%)	26.16
주요주주 지분율(%)	
아모레퍼시픽그룹 외 7인	50.20
국민연금공단	6.38
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(7.8) (14.0) (48.0)
상대	(3.3) (1.5) (36.3)

Consensus Data

	2022	2023
매출액(십억원)	5,025.7	5,632.8
영업이익(십억원)	416.6	516.5
순이익(십억원)	280.6	353.9
EPS(원)	4,071	5,189
BPS(원)	72,137	76,617

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	십억원	4,432.2	4,863.1	5,038.0	5,594.5	6,185.2
영업이익	십억원	143.0	343.4	416.8	511.0	609.2
세전이익	십억원	25.3	297.9	409.5	505.7	605.7
순이익	십억원	35.1	193.7	333.3	411.6	492.9
EPS	원	509	2,806	4,827	5,960	7,139
증감율	%	(85.29)	451.28	72.02	23.47	19.78
PER	배	404.72	59.52	32.32	26.17	21.85
PBR	배	3.11	2.41	2.13	2.00	1.85
EV/EBITDA	배	20.11	13.87	13.82	12.32	10.76
ROE	%	0.78	4.20	6.81	7.92	8.83
BPS	원	66,205	69,222	73,070	78,051	84,210
DPS	원	800	980	980	980	980



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

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

1분기 연결 매출 YoY 7% 감소한
1조 1,650억원, 영업이익 YoY 10%
감소한 1,580억원 기록

표 1. 아모레퍼시픽 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021년	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2022년
매출	1,253	1,177	1,109	1,325	4,863	1,165	1,102	1,232	1,538	5,038
국내화장품	680	626	597.5	689.7	2,593	607	583	692	832	2,712
생활용품	134	116	124.0	109.3	483	126	108	126	118	479
해외화장품	447	445	384.2	525.6	1,802	420	411	414	601	1,847
영업이익	176	91	50	26	343	158	88	90	81	417
화장품	116	84	57	42	300	104	76	73	81	334
생활용품	9	-2	1	-8	0	8	-2	1	-5	2
해외화장품	52	9	9	-18	52	42	15	16	5	78
세전이익	181	88	54	-26	298	162	93	94	60	410
순이익	135	61	40	-42	194	117	67	68	81	333
영업이익률(%)	14.1	7.8	4.5	1.9	7.1	13.6	8.0	7.3	5.2	8.3
화장품	17.1	13.5	9.6	6.1	11.6	17.2	13.0	10.5	9.8	12.3
생활용품	6.7	-2.0	1.2	-7.1	0.0	6.2	-2.0	1.0	-3.8	0.5
해외화장품	11.7	2.1	2.2	-3.5	2.9	10.0	3.7	3.9	0.8	4.2
세전이익률(%)	14.5	7.5	4.9	-1.9	6.1	13.9	8.4	7.6	3.9	8.1
순이익률(%)	10.8	5.2	3.6	-3.2	4.0	10.1	6.1	5.5	5.3	6.6
매출(YoY,%)	10.8	11.5	1.9	14.5	9.7	-7.0	-6.3	11.1	16.1	3.6
국내화장품	9.9	17.9	11.8	31.1	17.3	-10.7	-7.0	15.7	20.6	4.6
생활용품	-5.9	-7.8	-10.3	20.9	-2.7	-5.8	-6.1	2.0	8.0	-0.8
해외화장품	19.6	9.8	-9.2	-3.2	3.3	-6.1	-7.6	7.8	14.4	2.5
영업이익(YoY,%)	189.2	158.9	-10.2	흑전	140.1	-10.4	-3.1	78.2	215.8	21.4
화장품	60.8	86.7	124.3	흑전	166.3	-10.5	-10.3	26.9	94.0	11.3
생활용품	-37.3	적전	-86.3	적지	-94.8	-12.4	흑전	-12.2	적지	897.6
해외화장품	흑전	흑전	-56.9	-135.7	189.4	-19.5	59.9	88.9	흑전	50.2
세전이익(YoY,%)	176.4	370.5	180.8	흑전	1077.7	-10.5	5.2	73.6	흑전	37.5
순이익(YoY,%)	88.6	454.7	314.4	흑전	451.3	-13.2	9.8	70.6	흑전	72.1

자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

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

(단위: 십억원)

2022년 연결 매출과 영업이익 각각
YoY 4%, 21% 증가한
5조 380억원과 4,170억원 전망

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출	4,432	4,863	5,038	5,594	6,185
화장품	2,210	2,593	2,712	3,057	3,411
생활용품	496	483	479	498	516
해외화장품	1,745	1,802	1,847	2,039	2,258
영업이익	143	343	417	511	609
화장품	113	300	334	397	460
생활용품	5	0	2	5	8
해외화장품	18	52	78	106	139
세전이익	25	298	410	506	606
순이익	22	181	311	384	460
지배주주순이익	35	194	333	412	493
적정시가총액	11,594	12,522	13,523	14,605	15,774
주식수(천주)	58,458	58,458	58,458	58,458	58,458
적정주가(천원)	198	214	231	250	270
적정PER(배)	330.0	64.7	40.6	35.5	32.0
EPS(원)	601	3,313	5,702	7,040	8,432
영업이익률(%)	3.2	7.1	8.3	9.1	9.8
화장품	4.2	9.7	10.5	11.2	11.7
생활용품	0.9	0.0	0.5	1.0	1.5
해외화장품	1.0	2.9	4.2	5.2	6.2
매출 (YoY,%)	-20.6	9.7	3.6	11.0	10.6
화장품	-26.3	17.3	4.6	12.7	11.6
생활용품	-4.7	-2.7	-0.8	4.0	3.6
해외화장품	-16.0	3.3	2.5	10.4	10.7
영업이익 (YoY,%)	-66.6	140.1	21.4	22.6	19.2
국내부문	-64.4	166.3	11.3	19.1	15.9
해외화장품	-82.8	189.4	50.2	36.6	30.8
순이익 (YoY,%)	-90.2	727.0	72.1	23.5	19.8

자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	4,432.2	4,863.1	5,038.0	5,594.5	6,185.2
매출원가	1,265.4	1,362.6	1,662.5	1,818.2	1,991.6
매출총이익	3,166.8	3,500.5	3,375.5	3,776.3	4,193.6
판매비	3,023.8	3,157.1	2,958.6	3,265.2	3,584.4
영업이익	143.0	343.4	416.8	511.0	609.2
금융손익	(5.1)	(0.9)	0.2	1.3	2.4
종속/관계기업손익	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0
기타영업외손익	(113.2)	(45.5)	(8.5)	(7.7)	(6.9)
세전이익	25.3	297.9	409.5	505.7	605.7
법인세	3.4	117.0	98.3	121.4	145.4
계속사업이익	21.9	180.9	311.2	384.3	460.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	21.9	180.9	311.2	384.3	460.3
비지배주주지분 순이익	(13.3)	(12.8)	(22.1)	(27.2)	(32.6)
지배주주순이익	35.1	193.7	333.3	411.6	492.9
지배주주지분포괄이익	46.9	178.5	336.2	415.1	497.2
NOPAT	123.6	208.5	316.8	388.4	463.0
EBITDA	601.5	705.2	715.2	757.1	812.0
성장성(%)					
매출액증가율	(20.57)	9.72	3.60	11.05	10.56
NOPAT증가율	(52.15)	68.69	51.94	22.60	19.21
EBITDA증가율	(34.14)	17.24	1.42	5.86	7.25
영업이익증가율	(66.57)	140.14	21.37	22.60	19.22
(지배주주)순이익증가율	(85.30)	451.85	72.07	23.49	19.75
EPS증가율	(85.29)	451.28	72.02	23.47	19.78
수익성(%)					
매출총이익률	71.45	71.98	67.00	67.50	67.80
EBITDA이익률	13.57	14.50	14.20	13.53	13.13
영업이익률	3.23	7.06	8.27	9.13	9.85
계속사업이익률	0.49	3.72	6.18	6.87	7.44

투자지표	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	509	2,806	4,827	5,960	7,139
BPS	66,205	69,222	73,070	78,051	84,210
CFPS	9,138	11,725	10,298	10,891	11,673
EBITDAPS	8,716	10,217	10,358	10,964	11,760
SPS	64,219	70,452	72,960	81,020	89,575
DPS	800	980	980	980	980
주가지표(배)					
PER	404.72	59.52	32.32	26.17	21.85
PBR	3.11	2.41	2.13	2.00	1.85
PCFR	22.54	14.24	15.15	14.32	13.36
EV/EBITDA	20.11	13.87	13.82	12.32	10.76
PSR	3.21	2.37	2.14	1.93	1.74
재무비율(%)					
ROE	0.78	4.20	6.81	7.92	8.83
ROA	0.60	3.28	5.33	6.23	6.96
ROIC	3.65	6.75	11.08	15.04	19.70
부채비율	27.72	28.93	28.22	28.65	28.77
순부채비율	(13.43)	(15.66)	(25.55)	(34.00)	(41.49)
이자보상배율(배)	8.40	30.09	40.59	55.29	35.78

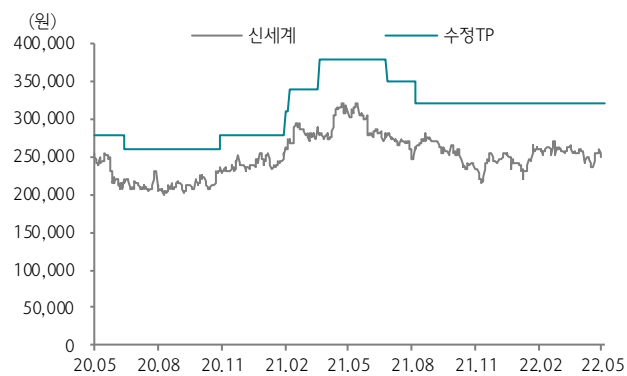
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,825.7	2,018.5	2,584.9	3,225.3	3,903.3
금융자산	1,020.4	1,133.3	1,668.1	2,208.1	2,779.4
현금성자산	793.7	537.7	1,068.8	1,596.7	2,155.4
매출채권	283.8	295.8	306.4	340.2	376.2
재고자산	414.5	493.2	511.0	567.4	627.3
기타유동자산	107.0	96.2	99.4	109.6	120.4
비유동자산	3,876.2	4,098.2	3,810.7	3,599.2	3,433.0
투자자산	92.9	411.5	422.4	456.9	493.6
금융자산	40.4	173.1	175.3	182.6	190.3
유형자산	2,566.3	2,541.4	2,243.0	1,997.0	1,794.1
무형자산	208.8	201.7	201.7	201.7	201.7
기타비유동자산	1,008.2	943.6	943.6	943.6	943.6
자산총계	5,701.9	6,116.7	6,395.6	6,824.5	7,336.3
유동부채	965.9	1,157.5	1,188.5	1,287.1	1,391.8
금융부채	287.0	293.9	297.3	308.1	319.6
매입채무	117.6	123.4	127.8	142.0	157.0
기타유동부채	561.3	740.2	763.4	837.0	915.2
비유동부채	271.6	214.9	219.2	232.8	247.2
금융부채	133.7	96.2	96.2	96.2	96.2
기타비유동부채	137.9	118.7	123.0	136.6	151.0
부채총계	1,237.5	1,372.4	1,407.7	1,519.9	1,639.0
지배주주지분	4,467.9	4,761.0	5,026.7	5,370.6	5,796.0
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	723.5	795.8	795.8	795.8	795.8
자본조정	(117.6)	(19.0)	(19.0)	(19.0)	(19.0)
기타포괄이익누계액	(20.3)	11.9	11.9	11.9	11.9
이익잉여금	3,847.7	3,937.8	4,203.5	4,547.4	4,972.7
비지배주주지분	(3.5)	(16.7)	(38.8)	(66.0)	(98.7)
자본총계	4,464.4	4,744.3	4,987.9	5,304.6	5,697.3
순금융부채	(599.6)	(743.2)	(1,274.6)	(1,803.7)	(2,363.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	554.4	691.4	616.1	651.0	685.1
당기순이익	21.9	180.9	311.2	384.3	460.3
조정	492.7	605.0	298.4	246.1	202.9
감가상각비	458.5	361.9	298.4	246.0	202.9
외환거래손익	7.1	(3.6)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.7)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
기타	27.8	247.6	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	39.8	(94.5)	6.5	20.6	21.9
투자활동 현금흐름	(206.4)	(708.4)	(14.6)	(46.5)	(49.4)
투자자산감소(증가)	(44.5)	(318.6)	(10.8)	(34.5)	(36.7)
자본증가(감소)	(158.3)	(87.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(3.6)	(301.9)	(3.8)	(12.0)	(12.7)
재무활동 현금흐름	(216.0)	(226.0)	(64.2)	(56.8)	(56.1)
금융부채증가(감소)	(144.1)	(30.7)	3.4	10.8	11.5
자본증가(감소)	0.0	72.3	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.3)	(212.7)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(68.6)	(54.9)	(67.6)	(67.6)	(67.6)
현금의 증감	132.0	(243.0)	506.2	528.0	558.6
Unlevered CFO	630.7	809.3	711.1	752.0	806.0
Free Cash Flow	371.3	600.3	616.1	651.0	685.1

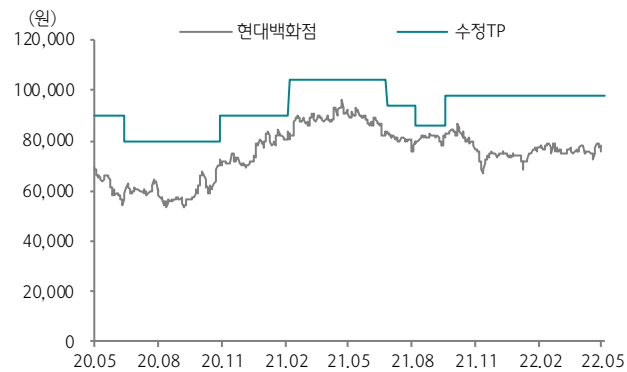
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

신세계



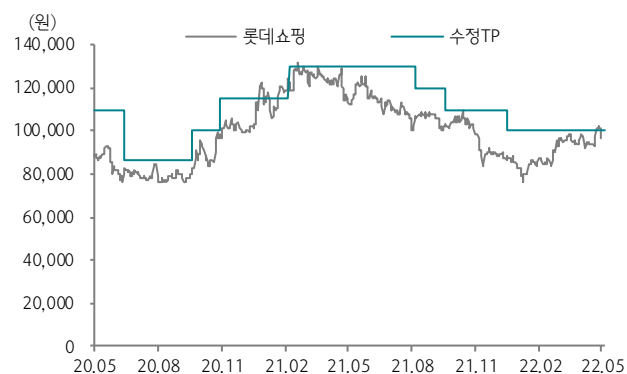
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.8.26	BUY	320,000	-23.51%	-19.43%
21.7.15	BUY	350,000	-22.37%	-15.26%
21.4.8	BUY	380,000	-16.88%	-13.24%
21.2.24	BUY	340,000	-14.68%	-11.61%
21.2.18	BUY	310,000	-14.24%	-8.93%
20.11.17	BUY	280,000	-18.04%	-14.79%
20.7.1	BUY	260,000		
20.4.1	BUY	280,000		

현대백화점



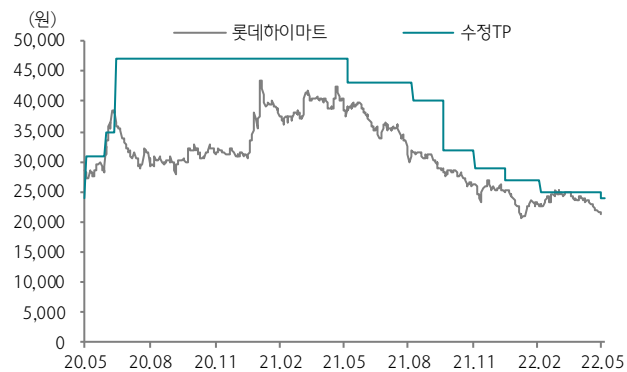
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.10.8	BUY	98,000	-5.51%	-3.37%
21.8.26	Neutral	86,000	-14.63%	-11.60%
21.7.15	BUY	94,000	-14.79%	-7.02%
21.2.24	BUY	104,000	-15.60%	-6.33%
20.11.17	BUY	90,000	-25.05%	-11.88%
20.7.1	BUY	80,000	-27.95%	-16.44%
20.4.12	BUY	90,000		

롯데쇼핑



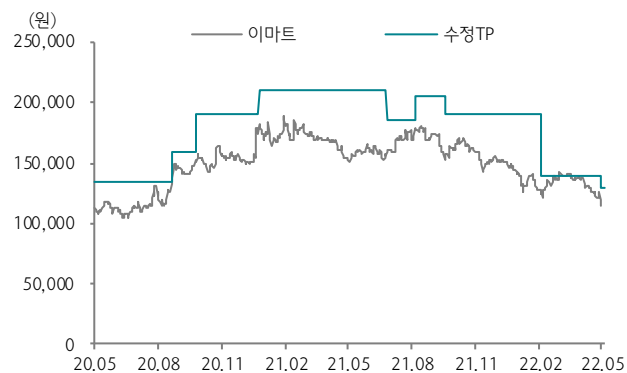
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.1.5	Neutral	100,000	-12.12%	-0.45%
21.10.8	Neutral	110,000	-11.63%	-9.17%
21.8.26	Neutral	120,000	-8.89%	1.15%
21.2.24	Neutral	130,000	0.54%	-8.26%
21.1.12	Neutral	115,000	-11.17%	-1.30%
20.11.17	BUY	115,000	-9.92%	-1.00%
20.10.8	BUY	100,000	-7.87%	-2.09%
20.7.1	Neutral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

롯데하이마트



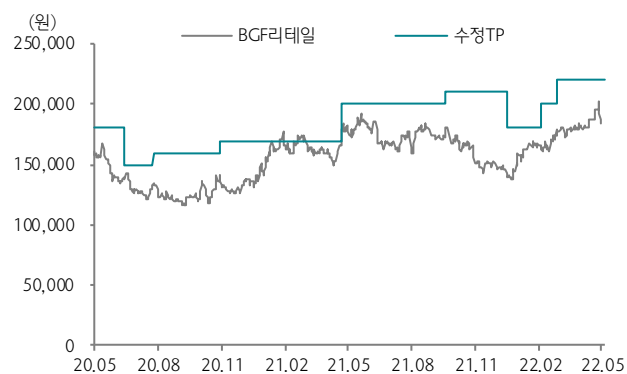
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.5.19	Neutral	24,000		
22.2.23	Neutral	25,000	-4.87%	0.80%
22.1.5	Neutral	27,000	-14.66%	-6.30%
21.11.22	Neutral	29,000	-12.18%	-6.90%
21.10.8	Neutral	32,000	-13.97%	-10.31%
21.8.26	BUY	40,000	-23.68%	-20.88%
21.7.15	BUY	43,000	-20.14%	-15.35%
21.5.26	Neutral	43,000	-12.96%	-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%

이마트



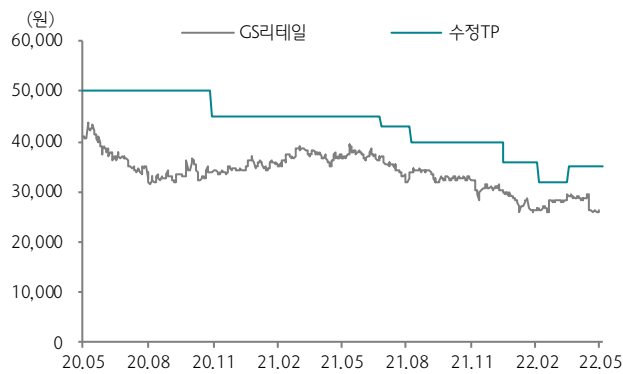
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.5.19	Neutral	130,000		
22.2.23	Neutral	140,000	-4.21%	1.79%
21.10.8	BUY	190,000	-20.63%	-9.74%
21.8.26	BUY	205,000	-16.63%	-11.71%
21.7.15	BUY	185,000	-8.34%	-3.51%
21.1.12	BUY	210,000	-20.20%	-10.00%
20.10.13	BUY	190,000	-18.71%	-5.79%
20.9.9	BUY	160,000	-9.33%	-5.00%
20.2.27	BUY	135,000	-16.11%	-1.48%

BGF리테일



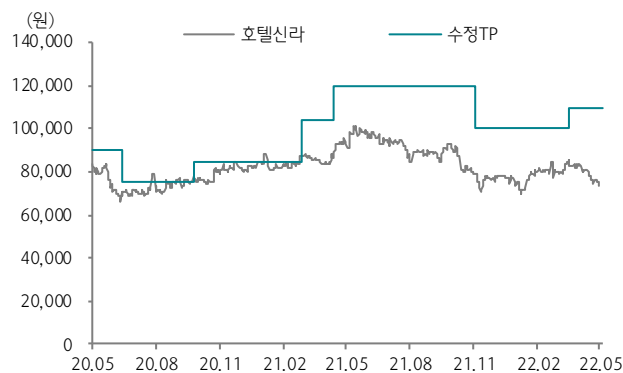
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.3.17	BUY	220,000		
22.2.23	BUY	200,000	-15.71%	-10.50%
22.1.5	BUY	180,000	-12.82%	-5.83%
21.10.8	BUY	210,000	-25.02%	-16.90%
21.7.15	BUY	200,000	-13.78%	-8.25%
21.5.26	Neutral	200,000	-10.57%	-4.00%
21.5.10	BUY	200,000	-10.60%	-7.75%
21.2.24	Neutral	170,000	-4.43%	2.65%
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%

GS리테일



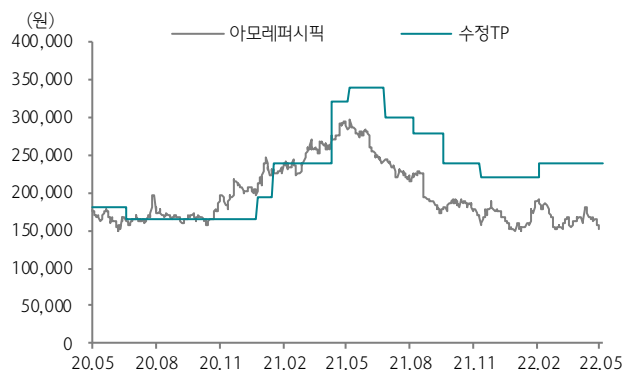
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.4.6	BUY	35,000		
22.2.23	BUY	32,000	-13.33%	-8.28%
22.1.5	BUY	36,000	-22.76%	-17.08%
21.8.26	BUY	40,000	-19.36%	-13.50%
21.7.15	BUY	43,000	-19.70%	-14.07%
20.11.17	BUY	45,000	-19.19%	-12.78%
20.4.28	BUY	50,000	-28.02%	-12.30%

호텔신라



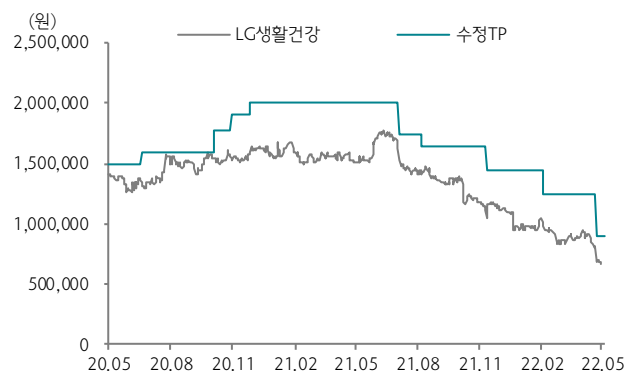
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.4.6	BUY	110,000		
21.11.22	BUY	100,000	-22.19%	-15.00%
21.5.3	BUY	120,000	-23.87%	-15.42%
21.3.17	BUY	104,000	-17.59%	-14.81%
20.10.13	Neutral	85,000	-4.27%	4.12%
20.7.1	Neutral	75,000	-3.11%	5.20%
20.4.1	BUY	90,000	-14.19%	-5.33%

아모레퍼시픽



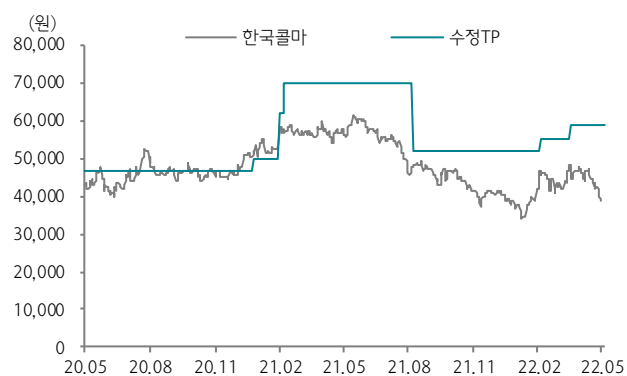
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.2.23	BUY	240,000		
21.11.30	BUY	220,000	-23.65%	-13.18%
21.10.8	BUY	240,000	-23.73%	-19.79%
21.8.26	BUY	280,000	-29.11%	-18.75%
21.7.15	BUY	300,000	-24.01%	-18.50%
21.5.24	BUY	340,000	-21.16%	-12.65%
21.4.29	BUY	320,000	-11.22%	-7.97%
21.2.4	Neutral	240,000	2.71%	13.33%
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%

LG생활건강



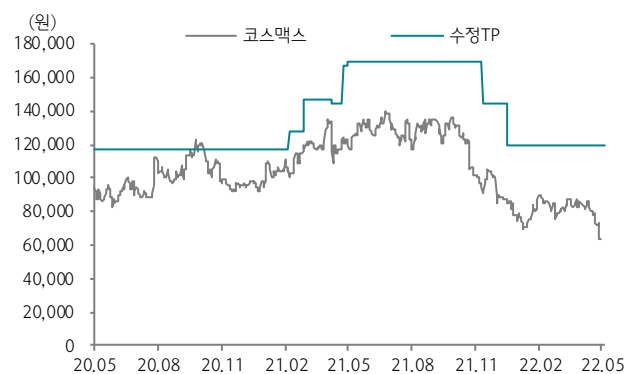
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.5.12	Neutral	900,000		
22.2.23	BUY	1,250,000	-29.10%	-23.28%
21.11.30	BUY	1,450,000	-27.62%	-18.41%
21.10.8	BUY	1,650,000	-24.50%	-15.76%
21.8.26	Neutral	1,650,000	-15.95%	-10.73%
21.7.23	Neutral	1,750,000	-17.06%	-14.57%
20.12.14	BUY	2,000,000	-20.24%	-11.50%
20.11.17	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%

한국콜마



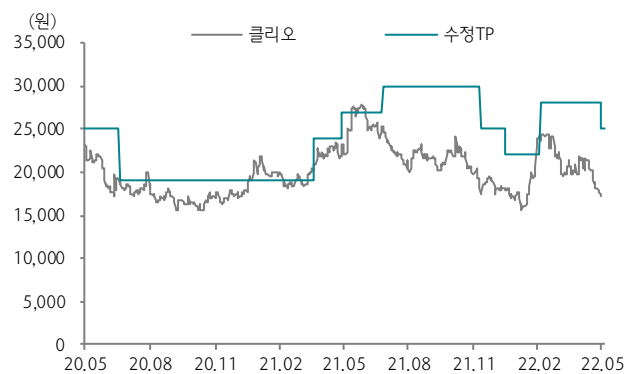
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.4.6	BUY	59,000		
22.2.23	BUY	55,000	-19.99%	-12.36%
21.11.17	BUY	52,000	-23.92%	-10.29%
21.8.26	Neutral	52,000	-11.44%	-5.19%
21.2.24	BUY	70,000	-19.40%	-11.71%
21.2.18	BUY	62,000	-6.99%	-5.97%
21.1.12	Neutral	50,000	5.32%	1.40%
20.7.7	Neutral	47,000	-0.75%	11.49%
20.4.1	BUY	47,000	-9.26%	1.49%

코스맥스



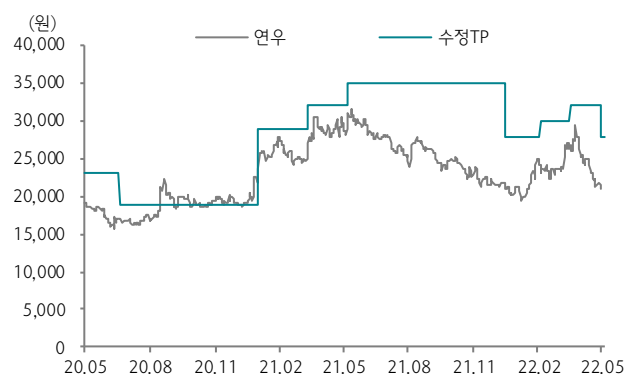
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.1.5	BUY	120,000		
21.11.30	BUY	145,000	-34.36%	-27.24%
21.5.20	BUY	170,000	-25.86%	-17.65%
21.5.12	BUY	166,640	-26.64%	-26.19%
21.4.27	Neutral	144,095	-19.09%	-14.63%
21.3.17	BUY	147,036	-16.80%	-8.00%
21.2.24	BUY	127,431	-13.52%	-8.85%
20.5.15	BUY	117,628	-15.67%	5.00%

클리오



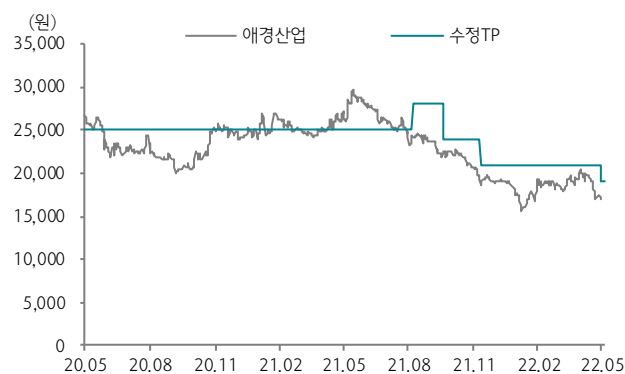
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.5.19	BUY	25,000		
22.2.23	BUY	28,000	-24.87%	-12.68%
22.1.5	BUY	22,000	-15.89%	10.00%
21.11.30	BUY	25,000	-26.17%	-21.80%
21.7.15	BUY	30,000	-27.49%	-17.83%
21.5.17	BUY	27,000	-4.85%	2.96%
21.4.8	BUY	24,000	-7.18%	-2.50%
20.7.7	Neutral	19,000	-5.15%	15.26%
20.4.1	BUY	25,000	-16.93%	-6.40%

연우



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.5.19	BUY	28,000		
22.4.6	BUY	32,000	-22.98%	-8.28%
22.2.23	BUY	30,000	-19.70%	-9.50%
22.1.5	BUY	28,000	-22.87%	-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%

애경산업



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.5.19	Neutral	19,000		
21.11.30	Neutral	21,000	-11.49%	-2.86%
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%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비공개시

- 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	95.20%	4.80%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 05월 19일

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 5월 19일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2022년 5월 19일 현재 해당회사의 유가증권을 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.