

하나금융투자 Retail Weekly



3.7 Retail Weekly Letter | 한국과 중국 소비 회복에 기대어 보자

Analyst 박중대(02-3771-8544) RA 서현정(7552)

1. 주가 분석과 투자전략

- 1. **Top Picks:** 이마트/신세계/LG생활건강/한국콜마
- 2. **Neutral:** 롯데쇼핑/아모레퍼시픽/아모레G/애경산업/호텔신라/클리오/BGF리테일
- 3. **주간 Top Picks:** LG생활건강/코스맥스

*Investment Focus

1. 4분기 실적발표 단상: 코스맥스, 시장의 신뢰 회복

4분기 연결 영업이익은 전년 동기대비 38% 감소한 105 억원으로 어닝쇼크를 기록했다. 국내와 중국이 모두 예상보다 좋았는데, 미국에서 일회성비용이 크게 나오면서 어닝쇼크의 주요인으로 작용했다. 일회성비용 아니었으면 영업이익 245 억원으로 어닝서프라이즈다. 일단 중국 사업, 특히 광저우 법인 매출이 YoY 28% 증가하면서 영업이익률 17%를 기록했다는 점이 고무적이다. 중국 화장품 수요 회복 수혜를 온전히 크게 받을 수 있다는 말이기 때문이다. 미국 법인도 매출은 좋았다. 미국 사업 연결 매출이 116%나 증가했다. 이번 일회성비용의 성격이, 안좋은 상황에서 마지못해 나온 비용이 아니라, 훌가분하게 2021년을 시작하기 위한 빅베스 성격이 짙다는 판단이다. 올해 글로벌 M/E/L 사 항 매출이 본격화된다는 점을 감안하면 더욱 그렇다. 실적의 잦은 변동성으로 투자자들 사이 불신이 작지 않기 때문에 중국 사업의 긍정적인 측면보다는 미국 사업 불확실성에 더 방점을 찍을 것으로 예상했다. 하지만, 주가는 예상과 달리 오히려 급등했다. 신뢰 회복이라는 측면에서 긍정적이다. 한국과 중국의 펀더멘탈 개선, 중국 화장품 수요 회복 수혜에 초점을 둘 필요가 있다. 미국 사업 정상화 가능성도 배제할 수 없다.

1분기 증익 가능성도 높다(OP 170 억원, YoY 9% 추정). 상반기는 손소독제 매출로 국내 사업 베이스가 높아 부담이지만, 1분기에는 중국 사업 기저효과, 2분기에는 미국 사업 낮은 베이스가 증익 가능성을 높일 것으로 예상된다. 전년도 1분기 중국 사업은 BEP 에 머물렀고, 2분기 미국 사업은 손세정제 매출이 좋았지만, 갑작스런 수요 증가를 생산 Capa가 감당하지 못해 오히려 영업손실이 증가한 바 있다. 현재 주가는 12MF PER 14 배로 한국콜마 대비 밸류에이션이 오히려 낮은 상태다. 당분간 갭 메우기 측면에서도 코스맥스 주가 모멘텀을 좀더 기대할 수 있을 듯 하다.

표 1. 코스맥스 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

4분기 연결기준 매출 전년동기대비
0.4% 증가한 3,545억원, 영업이익
38% 감소한 105억원 기록

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	2020년	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021년
매출	328	379	321	354	1,383	356	404	376	410	1,546
국내	202	209	172	182	765	197	207	191	203	799
중국	87	129	107	133	456	107	144	119	155	525
미국	33	39	49	45	166	40	41	56	39	177
영업이익	16	26	14	10	67	18	29	22	35	104
국내	16	21	11	17	66	14	18	13	19	64
중국	0	13	9	17	40	7	15	10	17	50
미국	-4	-7	-5	-25	-41	-4	-4	-2	-3	-13
세전이익	15	22	5	-41	0	13	25	18	31	87
당기순이익	1	14	1	-45	-29	8	15	11	18	52
지배주주순이익	5	20	6	-45	-15	12	22	16	28	78
영업이익률(%)	4.9	6.9	4.3	3.0	4.8	4.9	7.2	5.9	8.5	6.7
국내	8.1	9.9	6.6	9.5	8.6	7.0	8.5	7.0	9.4	8.0
중국	0.5	10.5	8.5	13.1	8.9	7.0	10.4	8.5	11.1	9.5
미국	-13.4	-19.2	-9.8	-54.4	-24.9	-10.0	-10.0	-3.5	-6.5	-7.2
세전이익률(%)	4.4	5.7	1.5	-11.5	0.0	3.8	6.1	4.8	7.5	5.6
순이익률(%)	1.5	5.3	1.8	-12.8	-1.1	3.4	5.5	4.3	6.7	5.1
매출(YoY,%)	0.2	14.1	1.0	0.4	3.9	8.3	6.5	17.2	15.8	11.8
국내	6.2	8.4	0.4	-1.2	3.6	-2.5	-0.8	11.2	11.6	4.4
중국	-14.5	10.8	0.3	-9.4	-3.3	22.1	11.8	11.7	16.3	15.1
미국	-25.6	6.6	12.7	116.3	14.5	23.3	6.5	13.0	-13.5	6.3
영업이익(YoY,%)	18.4	99.2	33.7	-37.9	23.4	9.4	10.4	60.1	232.3	55.5
국내	111.7	95.1	33.1	30.8	63.9	-15.8	-15.1	17.3	10.6	-2.9
중국	적전	79.7	624.7	100.6	61.7	1474.3	10.7	11.0	-1.1	22.8
미국	적지	적지	적지	적지	적지	-7.9	-44.6	-59.7	-89.7	-69.4
세전이익	39.2	119.2	-47.3	적전	-99.7	-8.0	14.1	282.6	흑전	흑전
당기순이익	-82.0	134.9	-57.0	적전	적전	572.6	8.1	1,638.8	흑전	흑전
지배주주당기순이익	-46.7	117.1	53.9	적전	적전	151.2	10.2	179.4	흑전	흑전

자료: 코스맥스, 하나금융투자

2. 면세점의 가치 제고 가능성: 호텔신라 전망 제대로 보기

한국 면세점의 중국 면세점 대비 경쟁력 저하 가능성을 논하기에는 아직 이르다는 판단이다. 물론, 중장기적으로는 한국 면세점 시장 패권이 DFS에서 국내 면세점 업체로 이동했던 것과 같이, 중국 면세점 수요를 상당히 중국 내부적으로 흡수할 수 있다. 중국 아웃바운드 여행객들이 한국 면세점이 아니라, 중국 공항 면세점에서 출국할 때 쇼핑하는 모습을 충분히 상상해볼 수 있다.

하지만, 그러기 위해서는 중국 면세점 업체들의 바이파워가 상당히 올라와야 한다. 하지만, 바이파워를 대변하는 상품 가격/카테고리 다양성/재고 수량 측면에서 아직 중국 면세점은 한국 면세점을 따라가지 못하고 있다는 판단이다(한국 면세점 제품이 명품시장을 거쳐, 하이난 면세점으로 유통되고 있다는 뉴스까지 있을 정도다). 물론, 전년도 글로벌 화장품 브랜드들이 하이난 면세점에서 매출을 많이 올렸던 것이 사실이지만, 한국 면세점 업체들의 화장품 매출도 결코 떨어지지 않았다. 중국향 매출 비중이 높은 시내점 매출을 보면, 호텔신라의 경우 하반기 YoY 25% 정도 감소했는데, 패션/시계 등의 매출이 거의 부재했다는 점을 감안하면 화장품 매출은 거의 전년도 수준까지 올라선 것이라고 분석할 수 있다.

2020년 기준 글로벌 면세점 매출 1위는 중국 면세점 업체가 됐지만, 이는 중국인 해외여행 수요가 자국내 여행으로 이동했기 때문이라는 분석이 합리적이다(또한, 중국 면세점의 상품 믹스는 한국 면세점 대비 화장품 비중이 현저히 낮은 것으로 파악되고 있다). 글로벌 여행이 재개되면 하이난에서 서울로 중국인들의 면세 소비 판도는 다시 바뀔 가능성이 크다. 아울러, 호텔롯데와 호텔신라 등 메이저 면세점 업체들의 실적은 수익성 측면에서 상당히 긍정적일 수 있다. 고객 믹스와 임차료 부담 완화 때문이다.

호텔신라를 예를 들어 보면, 2019년 시내면세점에서 영업이익을 2,900억원 이상을 기록했지만, 인천공항은 여전히 손실이였다. 매출은 괜찮았지만 막대한 임대료 부담이 컸기 때문이다. 2020년 인천공항점은 최악이었다. 매출이 80% 가까이 감소했지만 임대료는 고정비로 그대로 지급해야 했기 때문이다(물론, 2분기 이후 완화되지 않았다면 더 손실 폭은 컸을 것이다).

2021년 가장 바뀌는 것은 인천공항 임대료다. 매출 요율제로 바뀌면서 매출 저하에도 영업손실이 크게 줄어들게 된다. 2022년 글로벌 여행과 중국 인바운드가 서서히 재개된다는 가정할 때, 시내점의 수익성 개선을 크게 기대할 수 있다. 글로벌 여행 재개는 개인 여행객과 소형 다이공 비중 확대를 의미하므로, 기업형 다이공 협상력이 약화되기 때문이다. 아울러, 사드보복조치까지 소멸된다고 하면, 중국 개별 여행객 비중이 크게 상승하면서 시내점 영업이익률은 10% 이상으로 상승할 수 있다. 이 경우 호텔신라의 영업이익 규모는 3,000억원을 훌쩍 넘을 수도 있다. 과거 실적에 큰 부담으로 작용했던 인천공항점 손실이 사라지기 때문이다. 밸류에이션 측면에서는 다이공 규제 불확실성이 완화되므로 2018~19년보다 한단계 레벨업 될 수 있다.

인천공항공사는 과거와 같은 협상력 우위를 갖기 어려워졌다. 2018년까지 국내 면세점 업체들은 i) 바잉파워 확대를 위한 매출 규모 증대, ii) 글로벌 공항 면세점 입점을 위한 평판 쌓기 측면에서 영업손실을 감수하고 입점하기 위해 경쟁했다. 하지만, 이제 호텔신라를 비롯 국내 면세점 업체들에게 인천공항 입점 필요성이 대단히 낮아졌다. 매출 규모는 시내 면세점만으로도 충분히 글로벌 브랜드를 소싱할 수 있을 정도로 크다. 홍콩/싱가폴 등 글로벌 공항 면세점도 이미 입점 완료했다. 이번 코로나 19 사태로 인천공항에서 면세점 업체로의 협상력 이전은 더 가속화되었다. 향후 인천공항에 입점하더라도 BEP 이상은 전제될 가능성이 크다.

물론, 중국 면세점 업체로 글로벌 브랜드 공급량이 증가하고 있는 것이 사실이고, 글로벌 브랜드 업체들의 면세점 물량이 한정돼 있다는 점을 감안하면 국내 3~4위 면세점 업체들의 경우 소싱 물량 제약을 경험할 수 있다. 하지만, 최소한 1~2위(호텔롯데와 호텔신라) 업체에 대해 소싱 물량 문제를 제기할 필요는 없어 보인다.

면세점 업체들은 백신 접종률이 30% 정도를 넘어서고, 해외 여행 재개에 대한 뉴스들이 증가하면서 하반기부터 기대감이 커질 수 있다. 호텔신라의 경우 단기적인 추가 모멘텀을 기대하기에는 아직 무리지만, 조금씩 비중을 늘려나가는 전략이 바람직해 보인다.

표 2. 호텔신라 연도별 국내 면세점 채널별 실적 추이와 전망

연도	매출		영업이익		비고
	시내점	인천공항점	시내점	인천공항점	
2019년	3조2,740억원(YoY 34%)	8,780억원(YoY 9%)	2,940억원(OPM 9%)	-150억원	시내점: 다이공 중심, - 수요 증가로 마진 상승 공항점: 매출 증가 불구, 임대료 부담
2020년	2조2,960억원(YoY -30%)	1,840억원(YoY -79%)	100억원(OPM 0.5%)	-1,300억원	시내점: 기업형 다이공 주도 - 협상력 저하로 마진 하락 공항점: 매출 급락, 임대료 부담 확대
2021년	2조7,220억원(YoY 19%)	1,030억원(YoY -44%)	680억원(OPM 2.5%)	-370억원	시내점: 다이공 중심, 중국 소비 증가 - 수요 증가로 마진 소폭 상승 공항점: 매출 저하, 임대료 부담 완화
2022년	3조3,870억원(YoY 24%)	1,910억원(YoY 86%)	2,530억원(OPM 7%)	10억원(OPM 0.7%)	시내점: 다이공 → 중국 개인 여행객 - 수요 증가+고객 믹스 개선 공항점: 수요 회복, 임대료 부담 완화

주: 각각 시내점 영업이익, 인천공항점 매출과 영업이익은 모두 추정치
자료: 하나금융투자

3. 뉴스 코멘트: 이베이코리아 매각 빠르게 보기

쿠팡 상장이 PSR 2배 이상으로 가치화되면서 국내 오픈마켓 업체들에 대한 관심이 상승하고 있다. 지난 리포트에서 언급한 바와 같이 쿠팡이 고밸류에이션을 받는 이유는 한국 온라인 유통시장에서 절대적 점유율을 확보할 수 있을 것이라는 가능성 때문이며, 이는 경쟁사들 특히, 공산품 거래액이 대부분인 오픈마켓 업체들의 도태를 전제로 하는 것이다. 따라서, 11 번가/이베이코리아(G마켓+옥션)/티몬/위메프 등의 기업가치가 상승할 하등의 이유가 없다는 판단이다.

기업가치를 갖기 위해서는 두가지 중에 하나가 필요하다. 자산가치 또는 사업가치다. 온라인 유통업체는 특별한 유형자산이 없기 때문에 사업가치만을 따져야 한다. 사업가치가 있으려면 현금을 창출하고 있거나, 또는 창출할 수 있는 가능성이 높아야 한다. 온라인 유통시장은 절대적 시장 점유율을 갖고 있지 않으면 구조적으로 이익을 내기 힘든 완전경쟁시장이다.

그런데, 이베이코리아의 시장점유율은 2020년 기준 10% 내외로 파악되고 있다. 국내 공산품 온라인 유통 시장 패권은 쿠팡/네이버로 패권이 이동하고 있고 이베이코리아 시장점유율은 하락하고 있다. 절대적 시장점유율에 기반한 막대한 트래픽이 '줄기세포'와 같은 사업과 현금창출의 기반이 되는 사업인데, 그 가능성이 낮아지고 있다면, PSR 밸류에이션을 적용하기 어렵다. PER이나 DCF 등 다른 밸류에이션 방식을 채택해야 한다. 성장이 정체돼 있고, 시장점유율이 떨어지고 있다면, 시장대비 프리미엄을 주기도 쉽지 않다. 쿠팡과 Peer 그룹이라는 막연한 환상에서 벗어날 필요가 있다.

물론, 기존 사업과 큰 시너지를 낼 수 있다면 얘기가 다르다. 예를 들어 이마트의 경우, 두가지 시너지를 생각해볼 수 있다. 첫째, 식품 온라인 카테고리 판매 점점 확대다. G마켓과 옥션을 통해 식품 카테고리를 공격적으로 확대할 수 있을 것이다. 하지만, 이는 쓱닷컴의 네임밸류가 떨어질 때 얘기다. 이미 쓱닷컴은 장보기 쇼핑의 포털 업체로 자리매김을 하고 있는 상황이다. 지금 11 번가에 샵인샵으로 전개하고 있지만, 성과가 신통치 않다. 기본적인 고객군 성격이 다르기 때문이다. 즉, 기존 사업과 시너지 확대를 통한 시장점유율 상승을 기대하기 어렵다는 말이다.

둘째, 상품 카테고리 확대를 통한 시장 점유율 확대다. 이 전략은 상당한 위험을 감수해야 한다. 만일 소극적 상품 카테고리 확대 전략으로 기존 장보기 쇼핑 고객들에게 공산품도 어렵지 않게 쇼핑할 수 있게 하기 위한 서비스 차원이라면, 또는 쓱닷컴의 집객력을 기반으로 고정비 부담이 크지 않은 오픈마켓 사업을 통해 수수료 수익을 추가로 기대하는 전략이라면, 기존 쓱닷컴의 인프라를 활용해도 충분하다. 이미 쓱닷컴 거래액의 1/4이 이런 오픈마켓 성격을 갖고 있다. 굳이 4~5 조원을 들여서 사업을 도모할 필요가 없다. ROIC가 나오지 않는 투자다.

결국, 이베이코리아를 인수한다는 말은, 이마트가 식품 온라인 시장을 넘어 공산품 온라인 시장까지 영역을 공격적으로 확대한다는 말이다. 이는 쿠팡과 전면전을 가정하는 것이다. 쿠팡의 막강한 배송 인프라와 경쟁을 해야하기 때문에 이베이코리아 인수 후에도 추가적인 물류센터 투자가 적지 않게 소요될 수있다. 쿠팡의 역마진 정책을 감안하면 GPM 하락과 막대한 손실이 불가피하다.

쿠팡과 쓱닷컴은 공산품과 식품 카테고리로 분리된 시장으로 보는 게 합리적이다. 쿠팡이 홈플러스를 4~5 조원에 인수하면서 식품 온라인 시장에 진출하는 것과 이마트가 이베이코리아를 4~5 조원에 인수하면서 공산품 온라인 시장에 진출하는 것 모두 '승자의 저주'로 끝날 가능성이 크다는 판단이다.

표 3. 이베이코리아 연간 실적

(단위: 억 원)

	2016		2017		2018		2019		2020	
매출		8,663		9,518		9,811		10,954		15,000
영업이익		669		623		485		615		850

주: 2020년 매출은 미국 이베이본사 발표 기준, 영업이익은 이를 토대로 추정된 수치
 자료: 이베이코리아, 하나금융투자

4. 투자전략: 매크로와 마이크로가 모두 좋다

국내 소비가 빠른 회복세에 있다. 3월 첫 주말 백화점 3사 매출은 YoY 80% 이상 증가한 것으로 보도되고 있다. 소비심리 회복과 백신 접종 기대감, 전년도 기저효과가 복합적으로 작용한 결과로 분석된다. 1분기 백화점 업체들의 영업이익은 4분기와 확연히 달라질 가능성이 크다. YoY 300%, 1,000% 증익을 기대할 수 있는 상황이다. 신세계와 현대백화점을 중심으로 백화점/편의점 업체들 가운데 한 두개 기업은 꼭 포트폴리오에 담아둘 필요가 있다.

아울러, 중국 화장품 소비 수요 회복을 눈여겨 볼 필요가 있다. 아직 1~2월 통계가 나오지 않았지만, 4분기 중국 화장품 소매판매는 YoY 30% 증가하면서 2분기 대비 성장 폭을 키웠으며, 한국의 1~2월 대 중국 화장품 수출은 70% 이상 증가한 사실을 미루어 볼 때, 1~2월 중국 화장품 소매판매 증가율은 더 높을 가능성이 크다. LG 생활건강과 아모레퍼시픽, 코스맥스와 한국콜마 등 주요 화장품 브랜드/ODM 업체들의 4분기 중국 사업 실적은 예상보다 좋았다. 대 중국 매출 비중이 높은 화장품/ODM 업체들에 대한 관심이 필요하다.

특히, LG 생활건강의 저평가에 주목할 필요가 있다. 아래 표에서 보는 바와 같이 글로벌 브랜드 업체들과 비교했을 때, 4분기 전반적인 실적과 중국 사업 성과 측면에서 압도적인 우위에 있다. 에스티로더 정도만 LG 생활건강을 따라온 상태다. 그런데, 현재 주가는 12MF PER 24.3 배로(우선주 제외) 현저한 저평가 상태에 있다. 2021년에 대한 보수적 가이던스와 높은 전년도 베이스 부담 때문일 수 있다. 생활용품/음료 사업은 감익이 예상되지만, 영업이익 비중 70%를 차지하는 화장품 사업은 오히려 베이스가 낮다. 1분기 YoY 10% 내외 증익하는 모습이 나온다면 높은 주가 모멘텀을 기대할 수 있다. 저가 매수가 유효하다.

표 4. 국내외 화장품 업체들 4분기 실적비교(10~12월)

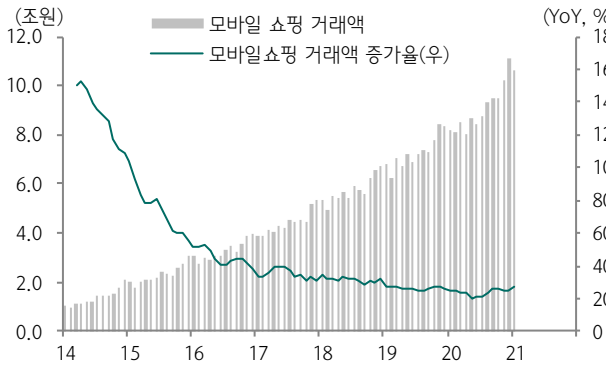
업체명	매출	영업이익	중국 매출	면세점 매출	비고
LC생활건강	2조 944억원 (YoY 4%)	2,563억원 (YoY 6%)	3,948억원 (YoY 41%)	4,795억원 (YoY 7%)	중국 후 매출 3,100억원(YoY 45%)
아모레퍼시픽	1조 1,569억원 (YoY -13%)	-92억원 (YoY -551억원)	3,926억원 (YoY 5% 추정)	2,712억원 (YoY -31%)	온라인 매출 YoY 40% 이상(비중 60%) 중국 설화수 YoY 60%
로레알	79억유로 (YoY 5%)	29억유로(YoY 7%) * 하반기 기준	YoY 31% * 하반기 기준	YoY Flat * 하반기 기준	중국 럭셔리 매출 YoY 30%(연간기준)
시세이도	2,672억엔 (YoY -6%)	61억엔 (YoY -42%)	808억엔 (YoY 40%)	229억엔 (YoY -19%)	중국 본토 매출 YoY 35% 중국 럭셔리 매출 YoY 75% 이커머스 매출 YoY 70%(비중 50%) 아시아지역 면세점 YoY 10% 후반
에스티로더	48.5억달러 (YoY 5%)	10.6억달러 (YoY 307%) 전년도 2분기 영업 권 및 무형자산상각, 환율 영향 제외시 10% 성장)	높은 두 자릿수 성장(약 YoY 40% 이상)	한 자릿수 성장	중국 오프라인/온라인 모두 두 자릿수 성장 온라인 매출비중 50%

자료: 각 사, 하나금융투자

주간 Top Picks	LC생활건강 (TP 200만원)	높은 대 중국 브랜드력, 견조한 실적 개선 가능성, 12MF PER 24배, 저평가
	코스맥스 (TP 13만원)	국내외 사업 역량 제고, 중국 화장품 소비 회복 수혜, 12MF PER 14배, 저평가

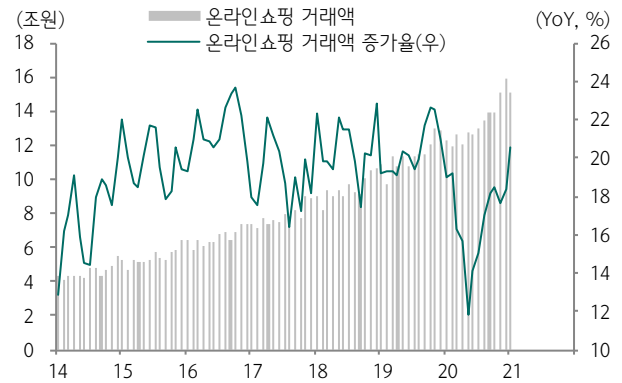
II. 산업동향과 매크로 분석

그림 1. 모바일쇼핑 거래액과 증가율(3MA)



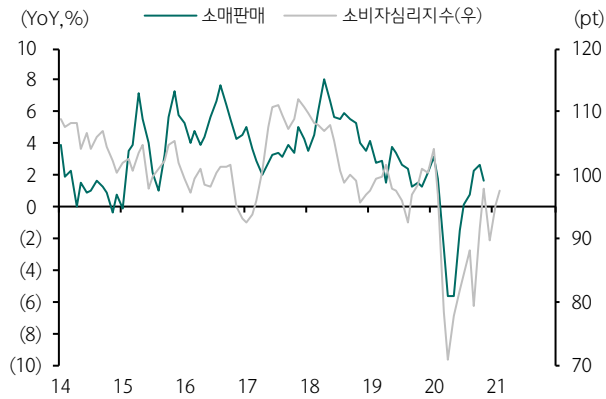
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 2. 온라인쇼핑 거래액과 증가율(3MA)



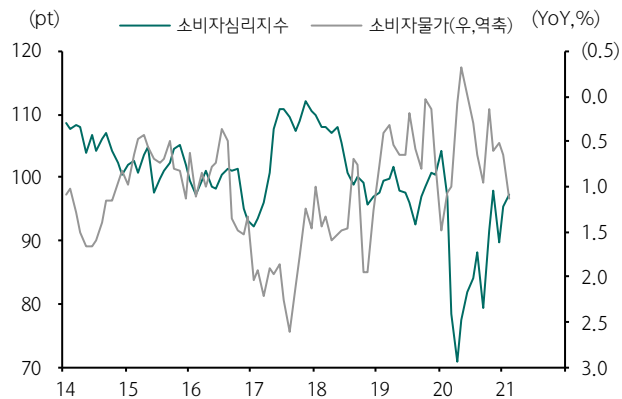
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 3. 소매판매(차량,연료 제외,3MA)&소비심리



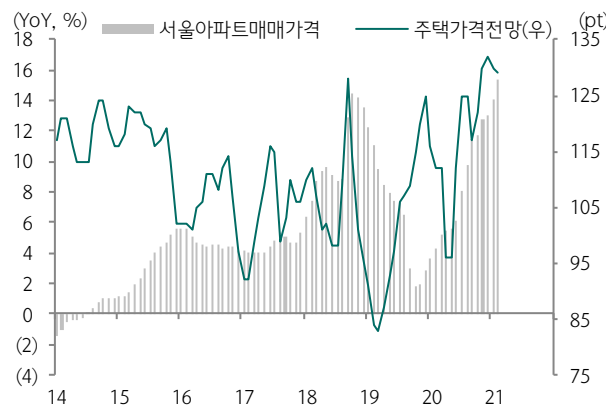
자료: 통계청, 한국은행, 하나금융투자

그림 4. 물가&소비심리



자료: 한국은행, 하나금융투자

그림 5. 서울아파트매매가격과 주택가격전망



자료: 한국은행, 하나금융투자

- 2월 소비자물가지수 107.0(YoY 1.1%)
- 2월 서울아파트매매가격지수 120.1(MoM 1.6%)
- 1월 온라인 거래액 15조 623억원(YoY 22%), 인터넷 거래액 4조 4,431억(YoY 9%)
- 1월 모바일 거래액 10조 6,192억(YoY 29%) 온라인에서 비중 70.5%
- 1월 소매판매액(자동차 및 연료제외) 31.6조원 (YoY -1.3%)

표 1. 유통업체 매출 동향

구 분	2020년												2021년
	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	1월
전체 유통업체 매출 증가율(%)	6.6	9.1	(3.3)	3.9	2.0	4.6	4.4	6.6	8.5	8.4	6.3	9.0	6.1
오프라인	4.1	(7.5)	(17.6)	(5.5)	(6.1)	(3.0)	(2.1)	(2.4)	1.0	2.1	(2.4)	(4.4)	(5.8)
온라인	10.2	34.3	16.9	16.9	13.5	15.9	13.4	20.1	20.0	17.1	17.0	27.2	22.6
기존점성장률(전년동월비 %)													
백화점	2.5	(21.4)	(40.3)	(14.8)	(7.4)	(3.4)	(2.1)	(6.5)	(6.2)	4.2	(4.3)	(16.9)	(6.3)
할인점	6.2	(10.6)	(13.8)	(1.0)	(9.7)	(5.3)	(5.5)	(2.3)	5.3	2.3	(4.1)	2.1	(11.7)
편의점(전점)	6.0	7.8	(2.7)	(1.9)	0.8	2.4	3.7	2.3	2.3	2.9	3.3	2.7	2.4
SSM(전점)	(6.7)	8.2	5.5	(2.6)	(12.4)	(14.7)	(11.9)	(7.6)	4.6	(12.4)	(9.8)	4.0	(3.3)
백화점 - 여성캐주얼	(12.7)	(41.3)	(58.7)	(37.0)	(32.4)	(24.1)	(27.2)	(31.1)	(37.4)	(10.8)	(25.2)	(44.0)	(30.5)
- 명품	22.9	4.2	(19.4)	8.2	19.1	22.1	32.5	27.6	15.3	23.8	17.9	9.1	21.9
- 구매단가 증감율	10.9	17.4	24.7	24.4	16.1	28.2	29.0	29.1	32.0	26.0	24.8	28.5	25.2
- 구매건수 증감율	(7.5)	(33.0)	(52.1)	(31.5)	(20.3)	(24.6)	(24.1)	(27.5)	(28.9)	(17.3)	(23.4)	(35.3)	(25.2)
할인점 - 식품	7.0	(2.9)	(3.3)	5.9	(9.1)	(7.1)	(2.7)	(0.6)	14.9	1.7	(0.3)	12.4	(8.4)
- 구매단가 증감율	6.7	6.6	11.6	12.9	10.3	11.4	11.0	13.1	16.1	11.7	9.8	12.3	8.0
- 구매건수 증감율	(0.5)	(16.1)	(22.8)	(12.3)	(18.1)	(15.0)	(14.9)	(13.7)	(9.3)	(8.4)	(12.7)	(9.2)	(18.3)
편의점 - 식품	7.6	5.6	(5.3)	(5.9)	(3.8)	(1.1)	1.0	(0.9)	1.0	2.1	1.3	4.9	4.4
- 담배 등 기타	2.6	8.7	2.3	4.2	6.1	6.0	6.2	5.7	4.9	4.0	6.6	2.0	2.4
- 구매단가 증감율	2.7	5.3	14.9	16.7	15.4	9.7	9.2	11.9	15.3	12.9	12.5	20.1	19.0
- 구매건수 증감율	3.2	2.3	(15.3)	(15.9)	(12.7)	(6.7)	(5.0)	(8.6)	(11.3)	(8.9)	(8.2)	(14.5)	(14.0)
- 점포 증가율	6.2	6.2	5.9	6.0	5.9	6.0	6.0	5.9	5.9	5.8	5.8	5.7	5.7
- 점포당 매출액	(0.2)	1.5	(8.1)	(7.4)	(4.9)	(3.5)	(2.2)	(3.5)	(3.4)	(2.8)	(2.4)	(2.8)	(3.1)

자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

III. 국내기업 Update

코스맥스: 미국 부진보다 중국 회복 돋보이는 실적

1. 4분기 실적	<ul style="list-style-type: none"> • 연결 매출 3,545억원(YoY 0.4%), OP 105억원(YoY -38%), 당기순익 -446억원(적전, YoY -490억원) • 국내: 매출 YoY -1%, OP 173억원(YoY 31%), OPM 9.5%(YoY+2.3%p), 온라인 고객사 비중 30%(2019년 15~20%) Top 고객사: 클리오/카버코리아/로레알/룸앤/스타일난다 제로투세븐 등 • 상해: 매출 YoY -18%, OP 102억원(YoY 90%, OPM 10.5%), 온라인 고객사 비중 50% 턴키 축소(B사 용기매입 연간 680억원) 기존 기준 적용시 연간 매출 10% 성장 • 광저우: 매출 YoY 28%, OP 72억원(YoY 116%, OPM 17%), 립틴트 히트, 온라인 고객사 비중 70% • USA: 매출 283억원(YoY 44%), OP -64억원(추정), 순이익 -79억원(YoY-39억원), 일회성비용 40억원(재고자산폐기+매출채권상각) • 누월드: 매출 267억원(YoY 69%), OP -180억원(추정), 순이익 -181억원(YoY -113억원), 손소독제 매출 연간 270억원(미국법인 전체) 하드캐디 OBM→ODM, 일회성비용 156억원(원가반영: 재고충당금 58억원+단종 제품 할인판매 44억원, 기타 영업외) * OBM 방식은 재고와 마케팅까지 누월드가 책임 ⇒ 미국법인 합산 영업손실 245억원(추정) 가운데 일회성비용 140억원 • 인도네시아: 매출 44억원(YoY -62%), 순이익 2억원(YoY -92%), 글로벌 U사와 전략적 파트너, 2021년 정상화 • 태국: 매출 61억원(YoY 9%), 순이익 1억원(흑자전환, YoY +7억원), 온라인 신규 고객사 확대 • 연결 당기순손실 446억원(적전, YoY -490억원), 누월드 영업권손상 -446억원 * 별도 영업외손실 미국법인 대여금 총당금 542억원+누월드 투자주식 124억원 전액 손상 인식(연결로는 상쇄) @ 2021년 가이던스 • 연결 매출 YoY 8~10%, 영업이익 900억원(시장 컨센서스) 이상 • 본사: 매출 YoY 8~10%, OPM 유지, 중국 매출 YoY 15%, OPM 개선 지속 • 미국: USA/누월드 매출 각각 900억원, BEP, 글로벌 M/E/L/사 향 매출 본격화 예상
2. 2021년 1분기 전망	<ul style="list-style-type: none"> • 영업이익 170억원(YoY 9%) 추정 • 국내 손소독제 높은 베이스 불구하고 중국 사업 기저효과 클 듯 • 1~2월 국내 선방, 중국 사업 호조, 동남아 회복 중 • 2021년 연간 영업이익 1,030억원(YoY 55%) 추정
6. 투자판단(BUY, TP 13만원)	<ul style="list-style-type: none"> • 기대치 큰 폭 하회하는 어닝 쇼크(일회성 비용 제외시 OP 245억원) • 국내/중국 수익성 개선, 특히 광저우법인 고성장 고무적 but 미국 일회성비용 아쉬움 • 12MF PER 13배, 미국 사업 불확실성으로 단기 주가 조정 가능성 but 중국 사업 실적 모멘텀 확대 주목, 2021년 미국 사업 정상화 가능성, 조정시 매수

종목 시가총액	투자의견/TP PER(20년,배) PBR(20년,배)	항목	1Q20	1Q21F	YoY(%)	2020	2021F	YoY(%)	Con. (1Q21)	Con. (2021)
*코스맥스	BUY/12만원	매출	328	356	8.3	1,383	1,546	11.8	359	1,537
1,000	12.8	영업이익	16	17	9.0	67	103	55.1	19	94
	2.5	순이익	5	12	150.2	-15	78	흑전	13	61
		OPM	4.9	4.9		4.8	6.7		5.4	6.1

코웨이: 매출 양호, 수익성 유지가 관건

1. 가이드스	<ul style="list-style-type: none"> • 2021년 영업이익 6,100억원(YoY 0.6%), OPM 17.3% , 보수적 전망 • 서비스매니저 정규직 비용 연간 +300억원 • 신제품/마케팅비 증가 가능성
2. 1분기 현황	<p>1) 국내</p> <ul style="list-style-type: none"> • 서비스매니저 정규직 전환 이후 영업 정상화, 해약률 1% 미만 • 렌탈: 연간 하이싱글 성장 목표, 신규 라인업/마케팅 확대 • 매트리스: 가장 높은 신장세, 계정수 YoY 20% 증가 중 • 일시불: 렌탈서비스 정상화로 회복 기대, 안마의자 비중 40%, 다음 청정기 순 <p>2) 말레이시아</p> <ul style="list-style-type: none"> • 금융리스 비중 30%, 대부분 정수기, 매트리스 신규 출시 • 코로나19 완화/영업활동 재개, 고신장 지속, 2021년 OPM 17~18% 예상 <p>3) 미국</p> <ul style="list-style-type: none"> • 시판 비중 확대(청정기 비중 40%), 전년도 높은 청정기 베이스 부담 • 마케팅비 증가, OPM 10% 이하로 하락 가능성 • OPM 시판 10%/렌탈 1~2% <p>4) 기타 해외</p> <ul style="list-style-type: none"> • 인도네시아: 1월 1,000대 이상 판매, 계정수 8천, 본사인력 4~5명(판매인력 500명) • 베트남: 2020년 진출, 아직 초기 단계
6. 투자판단(BUY, TP 9만원)	<ul style="list-style-type: none"> • 1분기 영업이익 1,460억원(YoY 5%) 추정 • 국내외 코로나19 완화 및 영업 정상화, 제반 불확실성 해소 긍정적 • 보수적 가이드스/마케팅비 증가 아쉬움 • 12MF PER 11.3배 저평가, 1분기 증익시 투자심리 회복 예상, 비중확대 유효

종목 시가총액	투자의견/TP PER(20년,배) PBR(20년,배)	항목	4Q19	4Q20P	YoY(%)	2019	2020	YoY(%)	Con. (4Q20)	Con. (2020)
*코웨이	BUY/9만원	매출	769	839	9.1	3,237	3,608	11.4	844	3,540
5,365	12.6	영업이익	139	146	5.0	606	629	3.8	152	623
	3.1	순이익	102	98	-3.7	405	426	5.2	109	447
		OPM	18.1	17.4		18.7	17.4		18.0	17.6

IV. News Clipping

"온라인 쇼핑 소비자 피해, 앞으로 네이버·쿠팡 등 플랫폼 기업도 배상책임"...공정위 전자상거래법 개정 예고 3/7 <https://bit.ly/3cb18fg>

- 공정위, 전자상거래법 제정 20년만에 개정 작업 착수, 모바일/플랫폼 시대 반영해 소비자 보호 강화에 초점
- 앞으로는 플랫폼 업체가 중개 역할을 했어도 그 책임과 관여도에 따라 입점업체와 연대책임을 질 예정
- 또한 SNS, 중고거래앱 등도 분쟁 시 판매자 신원정보 제공 등을 의무화 할 계획

명품 '큰손'으로 떠오른 2030...백화점 명품 매출 절반 차지 3/7 <https://bit.ly/2OvuQTY>

- 신세계백화점 명품 매출에서 2030대 비중이 50.7%로 절반 이상 차지, 2018년과 2019년에는 모두 49.3%
- 롯데백화점의 2030 명품 매출 비중 역시 2018년 38.1%, 2019년 41%에서 지난해 46%로 상승
- 특히 20대의 명품 구매가 빠른 속도로 늘어나는 추세

봄바람 타고 '보복 소비' 붐물 터졌다...백화점·호텔 '방긋' 3/7 <https://bit.ly/3rnQqll>

- 주말 이틀 간 (3/5일~6일) 백화점 3사 매출 전년 동기 대비 두 자릿수 성장: 롯데 82%, 신세계 96%, 현대 80%
- '사회적 거리두기'로 억눌린 소비 심리가 터지면서 해외명품 등 고가 상품 백화점 매출 견인
- 소비심리가 회복과 따뜻한 날씨 영향 야외활동이 증가하자 특급호텔 및 주요 관광지의 리조트도 빠르게 회복세

홈플러스 "2023년 온라인 매출 목표는 2조4000억" 3/4 <https://bit.ly/3c89eVV>

- 홈플러스, 2023년까지 온라인 매출 2조 4,000억원까지 달성한다는 목표 제시, 2020년 회계연도 온라인 매출은 1조원으로 추정
- 홈플러스는 오프라인 인프라를 중심으로 온라인 사업을 위한 '올라인(Online+Offline)' 강자로 도약한다는 전략
- 향후 3년 안에 피커 인력을 4,000명으로 콜드체인 배송차량은 1,400여대에서 3,200여대로 늘려 배송규모를 큰 폭으로 키울 계획

신세계, 제주소주 접는다...적자 누적에 사업 철수 3/4 <https://bit.ly/38zqHpB>

- 신세계그룹은 2016년 185억원을 들여 인수한 제주소주를 적자 누적에 사업 철수 결정
- 제주소주의 적자규모는 매년 확대, 2019년 -141억원, 지난해에는 -100억원을 넘는 것으로 추정
- 신세계그룹은 인수비용을 포함해 그동안 총 750억원을 투입했지만 시장점유율 확대에 어려움을 겪은 것으로 확인

쿠팡이 당긴 방아쇠, 이베이코리아 매각 '깜짝 흥행' 3/4 <https://bit.ly/3kUkMQx>

- 수년간 관심을 보이지 않던 이베이코리아의 매각전에 롯데그룹과 신세계 등 유통공룡들 인수 참여
- 쿠팡의 미국시장 상장에 따른 불안감이 대형 유통사들을 움직였다는 평가
- 하지만 이베이코리아 셀러 이탈 가속화가 지속되고 있는 상황에서 기업가치 5조원은 롯데/신세계가 감당하기 어려운 규모일 것이라는 지적

지난 1월 네이버·쿠팡에서만 5조원 결제했다 3/3 <https://bit.ly/3c88Zdt>

- 지난 1월 한국인이 가장 많이 결제한 온라인 쇼핑은 네이버(2.8조원), 쿠팡(2.4조원), 이베이코리아(1.6조원) 순
- 배달의 민족(1.5조원), 11번가(1조원), SSG닷컴(4,596억원), 티몬(4,242억원) 기록
- 네이버는 스마트스토어/웹툰/네이버페이로 결제한 금액의 합이며, 쿠팡은 쿠팡과 쿠팡이츠 결제 총액

일본은 기회의 땅? K뷰티, 日 시장 개척 '속도' 3/3 <https://bit.ly/3ehfLAK>

- 작년 대 일본 화장품 수출액 YoY 59.2% 증가한 7,200억원 기록, 색조 화장품 외에 기초 화장품 수요까지 증가하면서 일본 수출 급증
- 이에, 국내에서 고전하던 로드샵 업체들은 일본 시장을 새로운 판로 확대의 기회로 삼는다는 계획
- 미샤, 'M 매직쿠션' 일본 누적판매량 2,000만개 돌파, 클리오도 구달 신규 론칭 힘입어 작년 일본 매출액 350억원 기록

쿠팡 공모희망가 주당 27~30달러..."기업가치 57조" 3/2 <https://bit.ly/3qoAJQb>

- 쿠팡이 미국 뉴욕증권거래소 상장으로 최대 36억달러(4조원)을 조달할 계획
- 주식 1억 2,000만주를 주당 27~30달러에 팔 계획이며, 주당 30달러 기준으로 한 기업 가치는 510억달러
- 만약 쿠팡이 36억달러를 조달할 경우 미 증시에서 IPO에 나선 아시아 기업 역사상 네번째로 큰 규모

건본품 사용 제한 풀리니...백화점 화장품 매출 50~60% '경중' 3/2 <https://bit.ly/3bpljFS>

- 백화점들은 지난해 12월24일부터 방역 지침에 따라 매장 내 건본품 사용을 중단했지만, 지난달 15일 사용 재개
- 이에 따라 주요 백화점 화장품 매출 일제히 증가, 15~24일 롯데백화점 화장품 매출 YoY 52%, 현대 50%, 신세계 63% 신장
- 전년도 기저효과 및 최근 온화한 날씨가 이어지면서 외출이 많아진 것도 영향을 끼친 것으로 풀이

1월 면세점 방문객 34만명...코로나 유행 후 최저 3/1 <https://bit.ly/38kj4C>

- 1월 국내 면세점 방문객 수가 40만명 아래로 떨어지며 코로나19 사태 이래 최저치 기록
- 이로써 지난해 1월 383만명에 이르렀던 면세점 방문객 수는 1년 만에 10분의 1 수준으로 급감
- 면세점을 찾는 대부분이 '보따리상'인데 코로나19 진단검사를 두 차례 받아야 하는 등 입출국 절차가 한층 까다로워졌기 때문

V.Coverage 실적 추정과 Valuation

(기준일자: 20.3.5 단위: 십억원, X, %)

	종목코드	FY	매출액	영업이익	순이익	EPS	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
*롯데쇼핑	023530	2021F	16,202	630	160	5,666	22.6	0.4	10.2	1.6
		2022F	16,594	741	294	10,409	12.3	0.4	10.1	3.0
*신세계	004170	2021F	5,541	331	178	18,102	16.3	0.7	10.1	4.6
		2022F	6,128	408	240	24,356	12.1	0.7	9.4	5.9
*이마트	139480	2021F	24,112	347	318	11,392	15.5	0.5	8.6	3.4
		2022F	25,553	413	338	12,113	14.6	0.5	7.8	3.5
*현대백화점	069960	2021F	2,731	292	197	8,430	10.6	0.5	6.1	4.5
		2022F	2,870	355	234	10,013	8.9	0.4	5.3	5.1
*GS리테일	007070	2021F	9,251	281	190	2,462	15.2	1.2	9.0	8.1
		2022F	9,662	336	238	3,093	12.1	1.1	8.9	9.5
*BGF리테일	282330	2021F	6,594	195	148	8,551	19.6	3.6	8.4	19.7
		2022F	6,965	220	167	9,668	17.4	3.2	8.4	19.4
롯데하이마트	071840	2021F	4,249	191	131	5,546	6.8	0.4	3.1	6.6
		2022F	4,447	216	152	6,436	5.8	0.4	(0.2)	7.2
현대홈쇼핑	057050	2021F	2,347	168	152	12,692	6.1	0.5	2.0	8.1
		2022F	2,399	175	159	13,210	5.8	0.4	1.3	7.9
GS홈쇼핑	028150	2021F	1,251	170	138	21,072	6.9	0.7	1.2	10.7
		2022F	1,332	185	152	23,212	6.3	0.6	0.6	10.9
*아모레퍼시픽	090430	2021F	4,999	385	395	5,725	41.4	3.5	19.8	8.7
		2022F	5,573	450	498	7,209	32.9	3.3	19.1	10.4
*아모레G	002790	2021F	5,369	410	111	1,156	56.2	1.7	9.1	3.3
		2022F	5,854	491	139	1,453	44.7	1.7	8.5	4.0
*LG생활건강	051900	2021F	9,113	1,412	937	52,908	28.6	4.8	14.9	18.2
		2022F	10,134	1,600	1,077	60,774	24.9	4.1	12.8	18.0
*애경산업	018250	2021F	614	33	19	706	36.2	2.0	12.1	5.5
		2022F	669	45	29	1,081	23.7	1.9	9.2	8.1
*코스맥스	192820	2021F	1,546	104	78	7,794	15.0	3.0	12.1	22.1
		2022F	1,656	125	94	9,335	12.5	2.5	10.4	21.7
*한국콜마	161890	2021F	1,488	142	75	3,269	18.0	2.1	12.8	12.1
		2022F	1,587	158	89	3,889	15.1	1.8	11.6	12.9
*네오팜	092730	2021F	95	28	23	2,784	11.5	1.9	5.2	18.1
		2022F	109	33	27	3,265	9.8	1.7	3.9	18.5
*호텔신라	008770	2021F	3,696	36	(2)	(55)	N/A	4.7	29.9	(0.4)
		2022F	4,981	262	173	4,318	19.4	3.8	12.2	25.2
*코웨이	021240	2021F	3,608	629	426	5,771	11.2	2.9	5.3	29.3
		2022F	3,982	700	480	6,507	9.9	2.4	4.6	27.7
*연우	115960	2021F	287	27	19	1,543	16.9	1.4	6.9	8.4
		2022F	315	33	24	1,950	13.3	1.2	5.5	9.8
*클리오	237880	2021F	241	14	10	617	30.6	1.9	12.4	6.7
		2022F	267	21	15	890	21.2	1.8	9.7	9.2

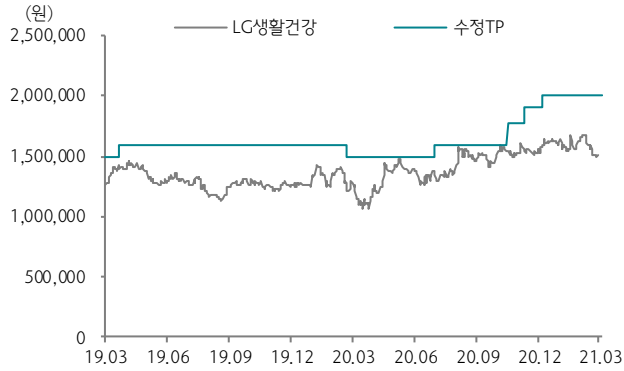
주1: * 표시하지 않은 종목은 별도기준으로 지분법이익 등이 배제된 만큼 자회사 이익비중이 큰 종목은 밸류에이션이 높게 나옴

주2: 우선주 포함한 수치로 아모레퍼시픽 등 우선주 비중이 높은 종목들은 PER 등의 멀티플이 높게 나옴

자료: 하나금융투자

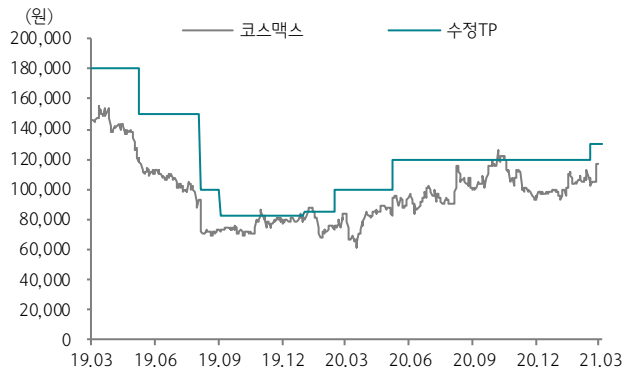
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

LG생활건강



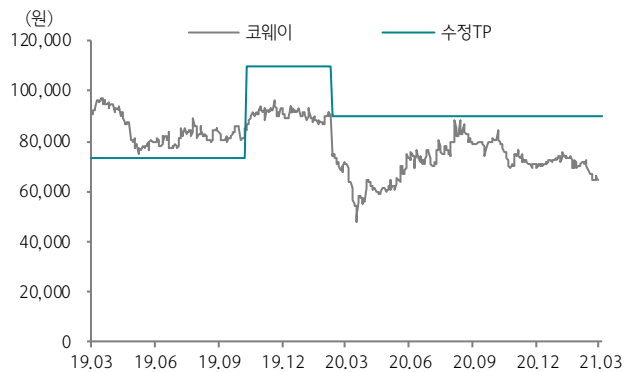
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.12.14	BUY	2,000,000		
20.11.17	BUY	1,900,000	-18.83%	-17.32%
20.10.23	BUY	1,780,000	-13.73%	-9.72%
20.7.7	BUY	1,600,000	-8.66%	-0.94%
20.2.27	BUY	1,500,000	-13.89%	-1.67%
19.3.28	BUY	1,600,000	-19.16%	-9.19%
19.2.24	BUY	1,500,000	-11.91%	-5.20%

코스맥스



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.2.24	BUY	130,000		
20.5.15	BUY	120,000	-15.67%	5.00%
20.2.21	BUY	100,000	-20.67%	-9.00%
20.1.8	Neutral	85,000	-8.73%	3.53%
19.9.9	Neutral	82,000	-6.44%	6.10%
19.8.11	Neutral	100,000	-28.50%	-25.50%
19.5.16	BUY	150,000	-29.56%	-22.00%
18.8.21	BUY	180,000	-23.79%	-9.44%

큐웨이



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.16	BUY	90,000		
20.2.17	Neutral	90,000	-26.20%	-15.00%
19.10.16	BUY	110,000	-17.56%	-12.27%
18.10.30	Neutral	73,000	12.72%	32.88%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 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	92.69%	7.31%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 03월 05일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 회사가 1%이상의 주식을 보유 한 법인(5%미만)
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2021년 3월 8일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조연 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%이하)

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 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.