

글로벌 소비재 (중립)

China

차이나 리오프닝의 ‘숨은 승자’

정우창 wchung@miraesasset.com

김지은 jinzhien@miraesasset.com



Contents

Executive Summary	3
I. 23년 G2 소비 전망	4
II. 글로벌 럭셔리 시장 전망	12
III. 글로벌 밸류에이션 비교	22
Global Company Analysis	28
케링 (KER FP) <small>Top Pick</small>	
CTG면세점 (601888 CH) <small>Top Pick</small>	
루이 비통 (MC FP)	
귀주모태주 (600519 CH)	

Executive Summary

글로벌 소비재 중립으로 하향 조정

- 1) 23년 상반기 소비 시장 성장 모멘텀 둔화 (미국), 2) 리오프닝으로 인한 기저 효과를 제외한 소비 펀더멘털 제한적 개선 (중국) 및 3) 4Q22 이후 주가 상승 등을 감안, 글로벌 소비재 업종 비중을 기존 “비중확대”에서 “중립”으로 하향 조정
- 소비 사이클 민감 업종 (의류, 가전, 유통)보다는 소비 사이클에 상관없이 성장할 수 있는 구조적 성장 업종에 투자 집중 필요. 글로벌 럭셔리 업종이 이에 해당

매력적인 글로벌 럭셔리 시장

- 미국 소비 성장 둔화로 인한 미국 럭셔리 시장 둔화는 이미 컨센서스에 반영. 그러나, 중국 리오프닝과 해외 여행 수요 증가 및 이에 따른 중국 국적 럭셔리 소비 회복은 아직 컨센서스에 충분히 반영되지 않은 것으로 판단
- 중국 소비자들은 해외에서 럭셔리 구매 비중이 매우 높음. 따라서, 코로나 기간 중 중국 국적 소비자들의 럭셔리 소비 대폭 감소 (코로나 19 이전 대비 63% 수준)
- 리오프닝 이후 중국 국적 소비자들의 럭셔리 펜트업 (pent-up) 수요 급증 예상. 미국 럭셔리 시장 성장 둔화를 상쇄하고도 남을 것
- 중국의 높은 저축률의 대부분은 고소득자로부터 나왔음. 따라서, 높은 저축률이 중국 전체 소비 회복보다는 해외 여행, 럭셔리 등 하이엔드 (high-end) 소비 산업에 긍정적 영향을 미칠 가능성 높음

Top Picks 케링, CTG면세점

케링 Kering SA (KER FP): 제2의 디자인 혁신 가능성

견고한 글로벌 럭셔리 시장, 크리에이티브 디렉터 변경으로 인한 디자인 혁신 가능성 등을 감안하면 현저히 저평가

CTG면세점 CTG Duty Free (601888 CH) : 2023년이 더욱 기대된다

고강도 방역에 따른 22년 실적 부진 등으로 단기 추가 조정 가능성. 그러나, 독점적 시장 지위, 22년 낮은 기저와 23년 리오프닝 및 내수 확대의 대표 수혜주. 단기 주가 조정은 장기 매수의 기회

I. 23년 G2 소비 전망

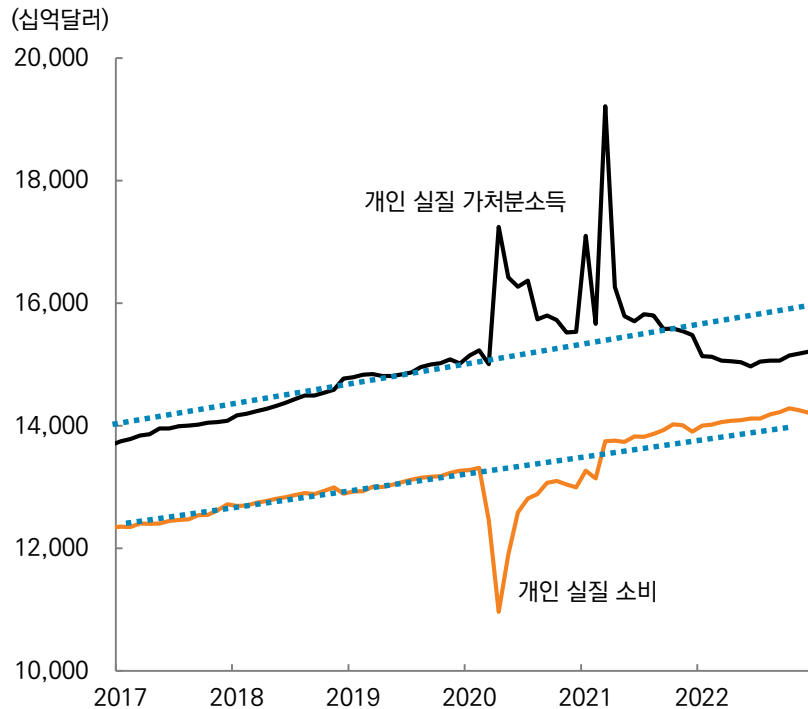


I. 23년 G2 소비 전망: 중국 > 미국, 그러나 중국도 소비 펀더멘털 회복 강도는 약할 듯

미국 소비: 1H23 성장 모멘텀 둔화

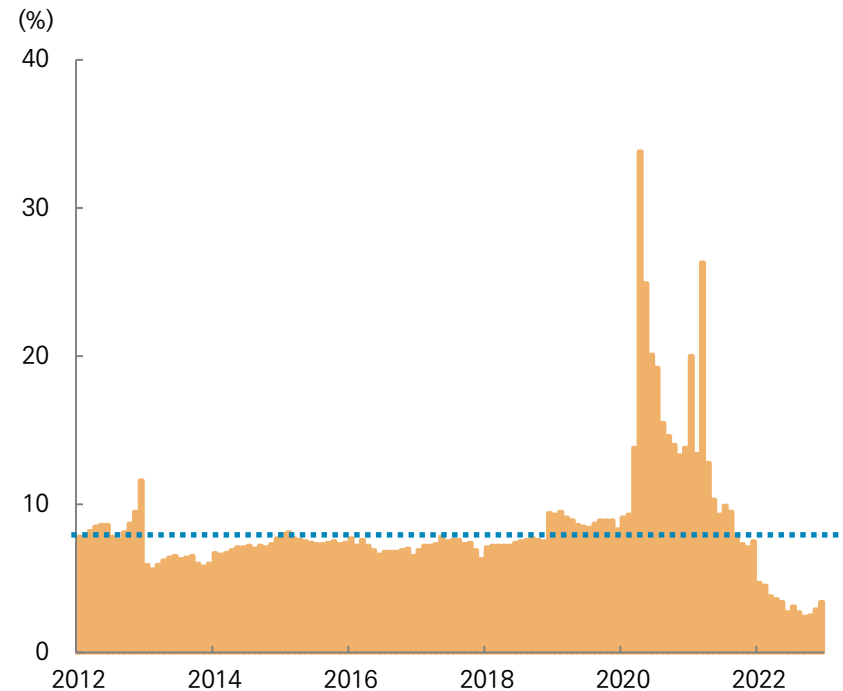
- 22년 역기저와 인플레이션으로 인한 실질 구매력 저하로 23년 상반기 미국 전반적 소비 모멘텀은 약화 예상. 그러나, 타이트한 고용 시장 상황을 고려하면, 소비 침체가 빨리 오지는 않을 것. 개인 실질 구매력 및 저축률이 22년 4Q를 바닥으로 더 악화되지는 않는 상황
- 1H23 미국 소매 시장 성장률은 +4.8% 수준으로 예상 (2H22는 7.3%). 2H23부터 +8.3% YoY로 회복 시작할 것으로 예상

미국 개인 실질 소비와 가처분 소득 추이



자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

미국 개인 저축률



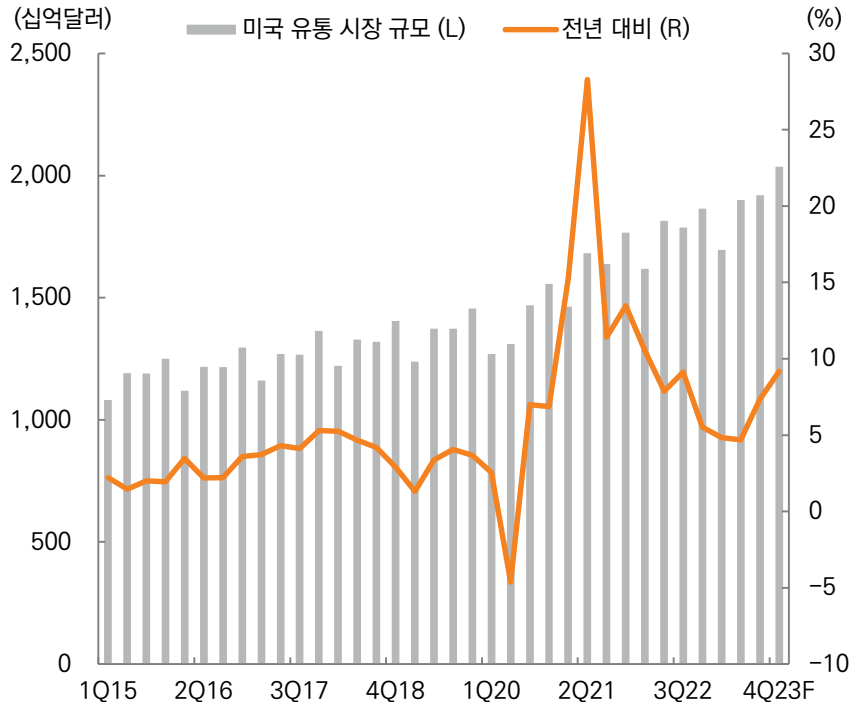
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

I. 23년 G2 소비 전망: 중국 > 미국, 그러나 중국도 소비 펀더멘털 회복 강도는 약할 듯

미국 소비: 전자상거래 시장도 1H23 성장 둔화

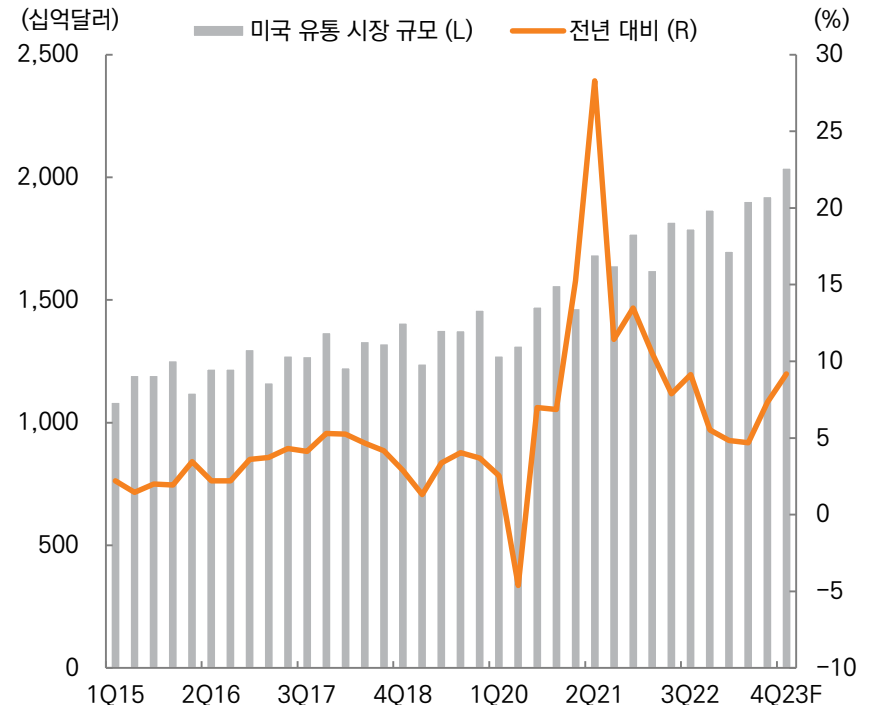
- 4Q22 미국 전자 상거래 시장 (전체 상거래 시장의 16%) 성장률은 +6% YoY로 4Q 기준으로 최근 5년간 가장 낮은 성장률 기록할 것으로 전망
- 1Q23 미국 전자 상거래 성장률은 +8% 수준으로 예상. 2H23부터 두 자릿수 (+13% YoY) 성장 회복 예상 (1H23은 +9% YoY)

분기별 미국 소매 시장 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터

분기별 미국 전자 상거래 시장 전망



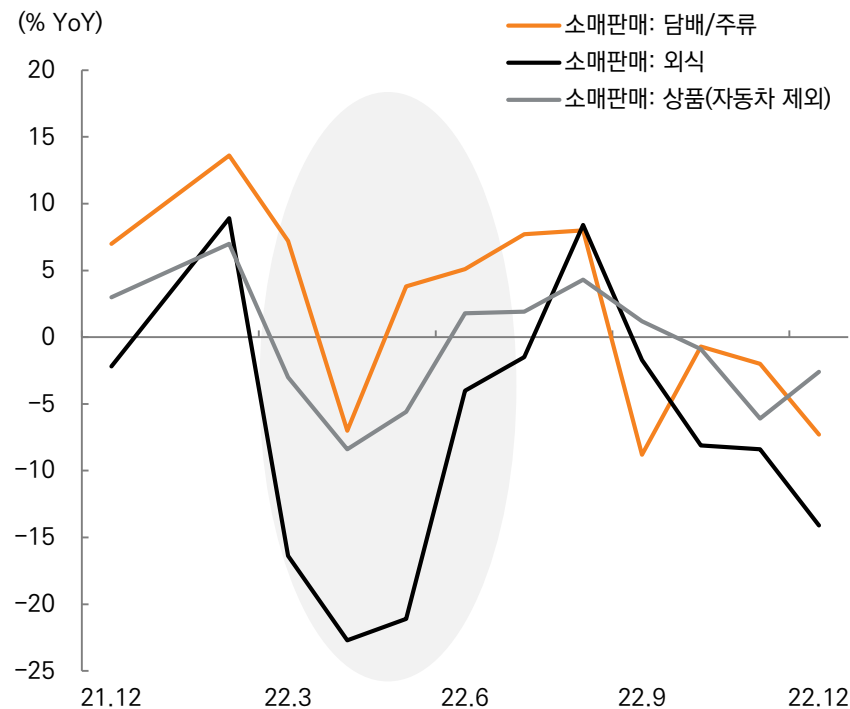
자료: 미래에셋증권 리서치센터

I. 23년 G2 소비 전망: 중국 > 미국, 그러나 중국도 소비 펀더멘털 회복 강도는 약할 듯

23년 중국 소비: 낮은 기저에 대한 시장의 큰 기대

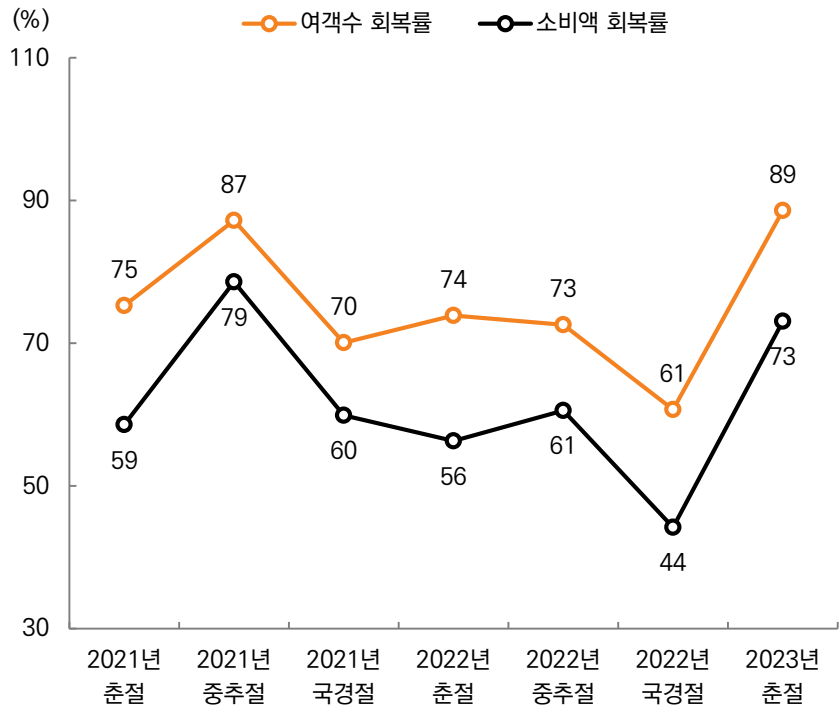
- 고강도 방역 정책의 낮은 기저, 규제 철폐, 부양책, 역대 최대 ‘초과 저축’ → 23년 소비 회복
- 3년 만에 맞이한 명절이동 기간 소비는 시장에서 기대한 ‘보복소비’보다는 이성적인 소비에 그침: 19년 국내 관광 여객 수 기준의 89% 및 소비액 73% 기록 / 소비 관련 기업 매출액은 전년 대비 12.2% 증가 (19년 이후 연평균 성장률 12.4%와 유사)

22년: 고강도 방역 정책에 따른 낮은 기저



자료: 중국국가통계국, 미래에셋증권 리서치센터

23년 연휴기간 19년 대비 국내 관광 여객수 89% / 소비액 73%불과



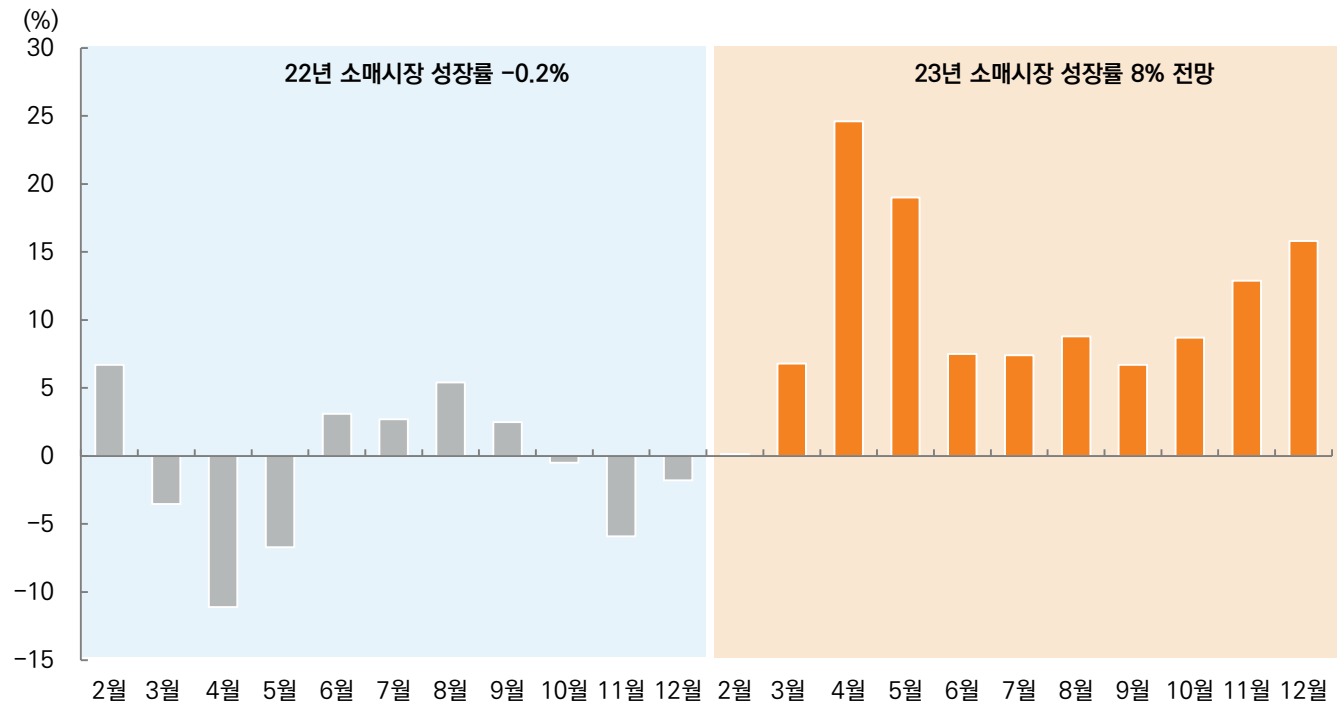
자료: 중국문화관광부, 미래에셋증권 리서치센터

I. 23년 G2 소비 전망: 중국 > 미국, 그러나 중국도 소비 펀더멘털 회복 강도는 약할 듯

중국 소비: 회복, 그러나
본격적 소비 펀더멘털
개선은 쉽지 않을 듯

- 중국 소비: 리오프닝으로 회복. 그러나, 23년 회복의 상당 부분은 22년 방역 정책으로 인한 기저 효과. 본격적 소비 펀더멘털 개선은 쉽지 않을 듯
- 23년 중국 소매판매 성장률은 8%수준으로 예상, 코로나19 이전 8% 이상 성장률 대비 낮은 수준

중국 소매시장 성장률 추이 및 전망



주: 23년부터는 Wind 전망치
자료: Wind, 미래에셋증권 리서치센터

I. 23년 G2 소비 전망: 중국 > 미국, 그러나 중국도 소비 펀더멘털 회복 강도는 약할 듯

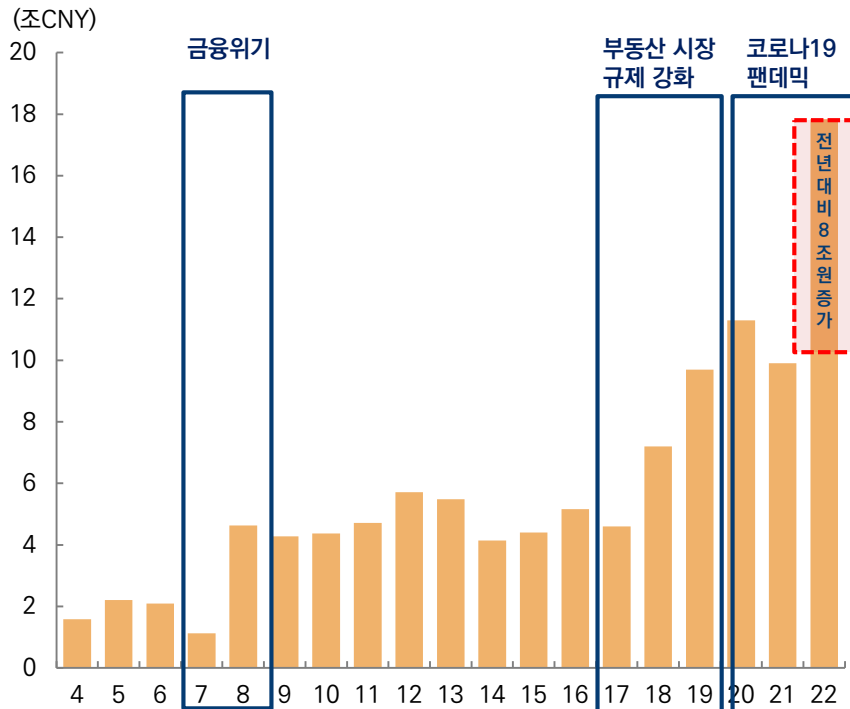
중국 소비:

中, 역대 최대 '초과저축'

=> '보복소비' 전환 가능성 ↓

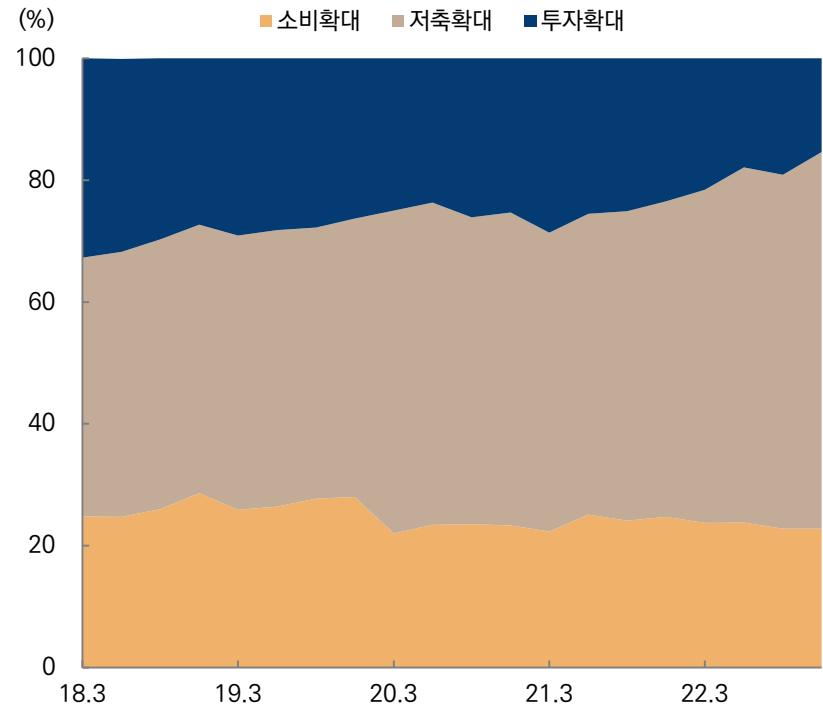
- 22년 중국 가계 신규 저축액은 18조 위안, 역대 최대치 기록, 그 중 21년 대비 약 8조 위안 초과 저축 (이는 21년 GDP의 약 7%, 21년 소매액의 약 18% 수준)
- 초과 저축분 재원: 1) 소비 지출 감소분 (소비 환경 제한 & 예비성), 2) 부동산 및 주식 등 투자 감소분
- 현재 신규 저축액 중 절반 이상은 1년 이상 정기 예금 가입 / 중국은 재난지원금 지급이 없어, 저축은 미래 불확실성에 대한 '방어' 수단으로써 예비성 성격이 강함. 향후 투자 심리 개선 시, 상당부분 부동산 및 주식 투자로 이어질 것으로 예상되며, 22년 초과 저축분의 약 20%만 소비로 이어질 가능성이 높음

중국 연도별 가계 신규 저축액, 17년부터 저축액 성장률이 가파르게 상승



자료: 중국인민은행, 미래에셋증권 리서치센터

22년 4분기 저축을 선호하는 가구가 사상 최고치인 61.8%까지 늘어



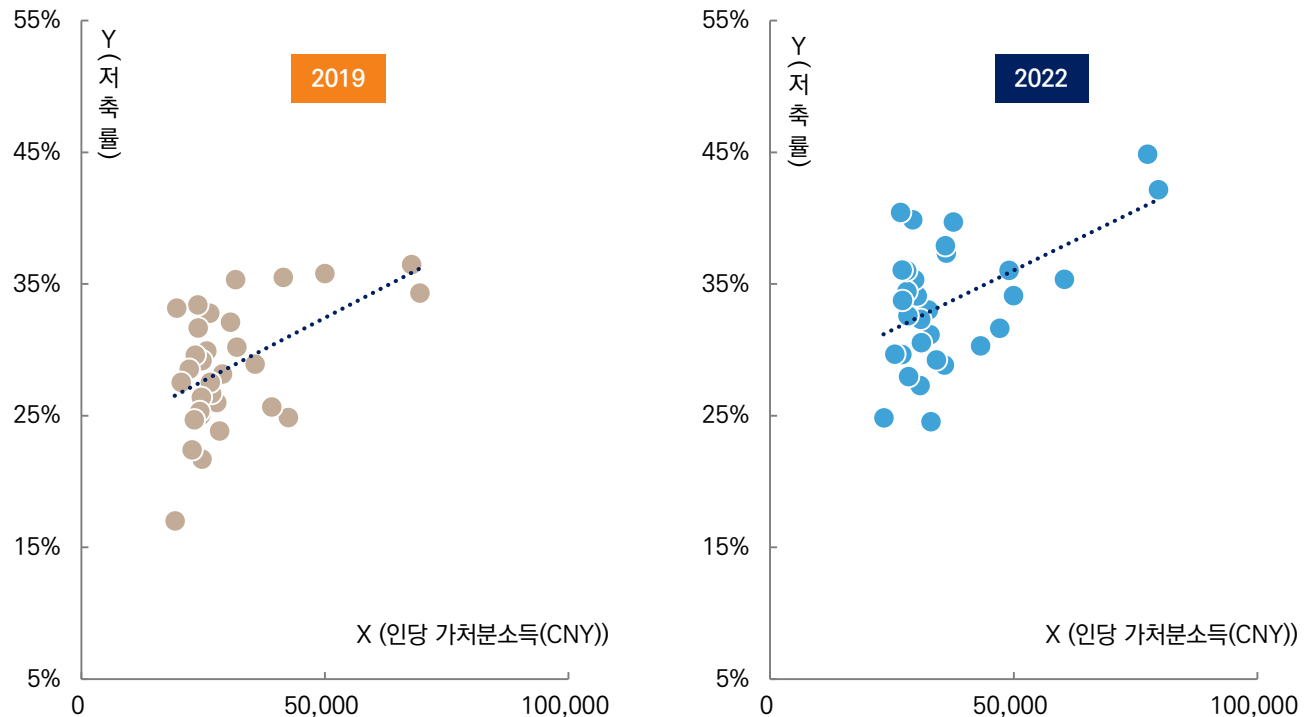
주: 전국 50개 도시의 2만명의 예금주를 대상으로 설문조사
자료: 중국인민은행, 미래에셋증권 리서치센터

I. 23년 G2 소비 전망: 중국 > 미국, 그러나 중국도 소비 펀더멘털 회복 강도는 약할 듯

중국 소비: 23년 소비 시장 양극화 현상 심화 전망

- 22년 청년 실업률 최고치 기록, 단기적으로는 방역 완화로 기술적 소비 반등의 여지가 있지만, 제조-고용-소비의 선순환으로 이어지기까지는 시간 소요
- 또한, 코로나19 이전과 대비 시 고소득층의 가계저축률이 가파르게 상승함. 초과 저축의 대부분도 고소득층에 집중되었 있음 → 23년 소비 양극화 현상 심화 예상
- 리오프닝으로 소비가 회복되더라도 고소득층의 소비 회복이 우선적 나타날 것으로 전망, 이에 고소득자들이 선호하는 해외 여행, 럭셔리 소비재에는 긍정적

초과 저축은 고소득층에 집중 (2019년 vs. 2022년)



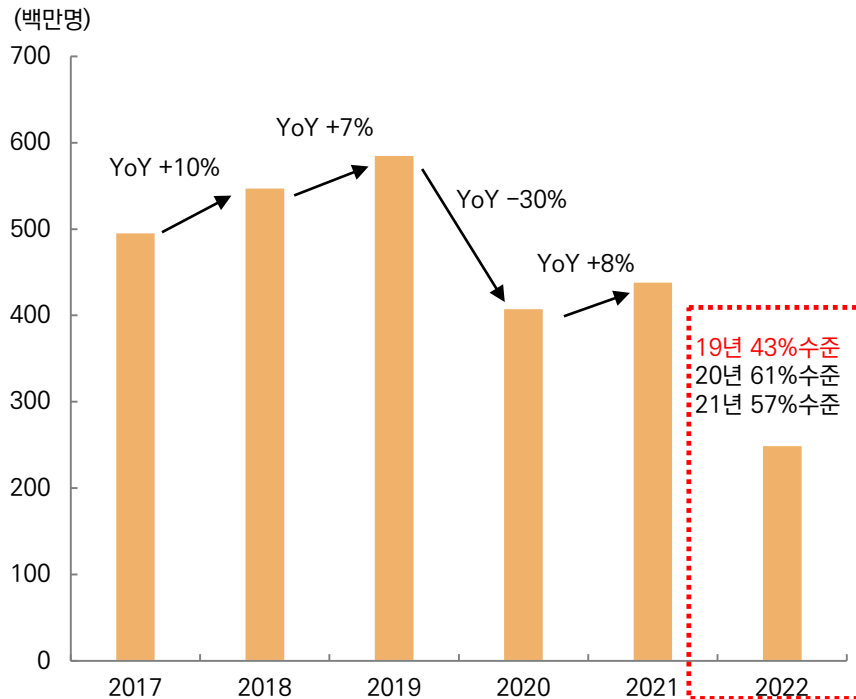
자료: 중국국가통계국, 미래에셋증권 리서치센터

I. 23년 G2 소비 전망: 중국 > 미국, 그러나 중국도 소비 펀더멘털 회복 강도는 약할 듯

해외 여행 재개에 따른 중국 국적 해외 럭셔리 소비 회복 기대

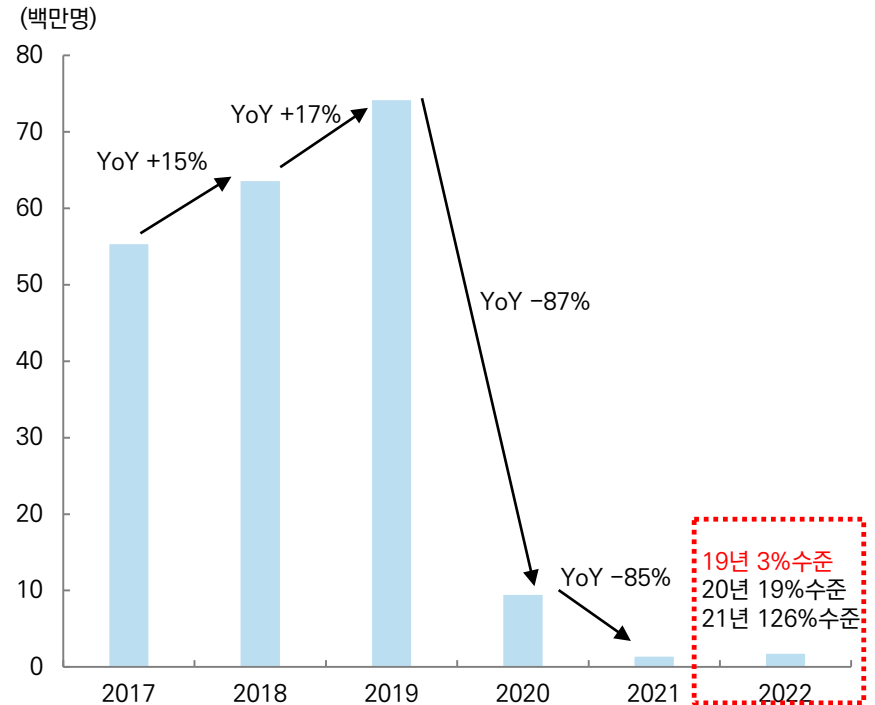
- 2월 6일, 중국 본토와 홍콩 이동이 완전 개방, 격리 및 쿼터 제한 철폐 / 20개국 해외 단체여행 재개
- 22년말 기준, 중국 국내 여객 수송량은 19년의 43%, 해외 여객 수송량은 19년의 3%수준에 그쳐, 향후 해외 여행 회복 속도는 국내보다 더 가파르게 진행 될 것 → **중국 국적 해외 럭셔리 소비 회복 기대**

중국 국내 여객 수송량 추이 (19년의 43%수준)



자료: 중국민용항공총국, 미래에셋증권 리서치센터

중국 해외 여객 수송량 추이 (19년의 3%수준)



자료: 중국민용항공총국, 미래에셋증권 리서치센터

II. 글로벌 럭셔리 시장 전망

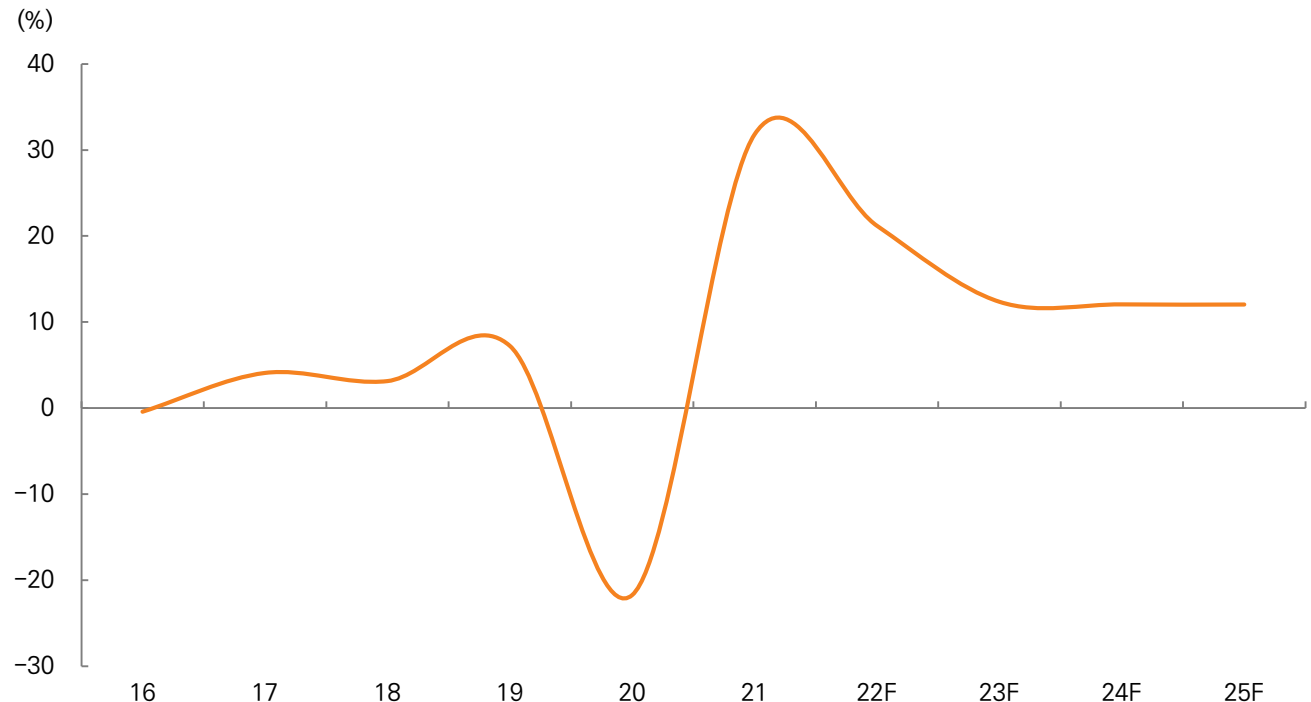


II. 글로벌 럭셔리 시장 전망: 중국 럭셔리 소비 본격화

리오프닝에 따른 중국
럭셔리 보복 수요(pent-up
수요)로 23~25년 연평균
12% 성장 예상

- 22년 글로벌 럭셔리 시장은 예상보다 견고한 미국/유럽 국적 소비로 전년 동기 대비 21% 증가, 코로나 이전에 2019년 대비 125% 까지 회복. 중국 국적 럭셔리 소비는 코로나 관련 봉쇄 및 해외 여행 제재로 전년동기 대비 3% 감소하면서, 코로나 이전 수준의 63% 수준에 그침
- 올해는 미국 소비 둔화 및 높은 베이스에도 불구하고, 중국 국적 보복 수요 (pent-up 수요)로 글로벌 럭셔리 시장 성장률은 12.4%로 시장 기대치 (7~10% 초반)를 상회할 것으로 전망. 25년까지 강력한 중국 럭셔리 수요에 힘입어 (중국인 럭셔리 구매 23~25년 연평균 35% 증가), 글로벌 럭셔리 시장은 23~25년까지 연평균 12% 성장 예상

글로벌 럭셔리 시장 연간 성장률 전망



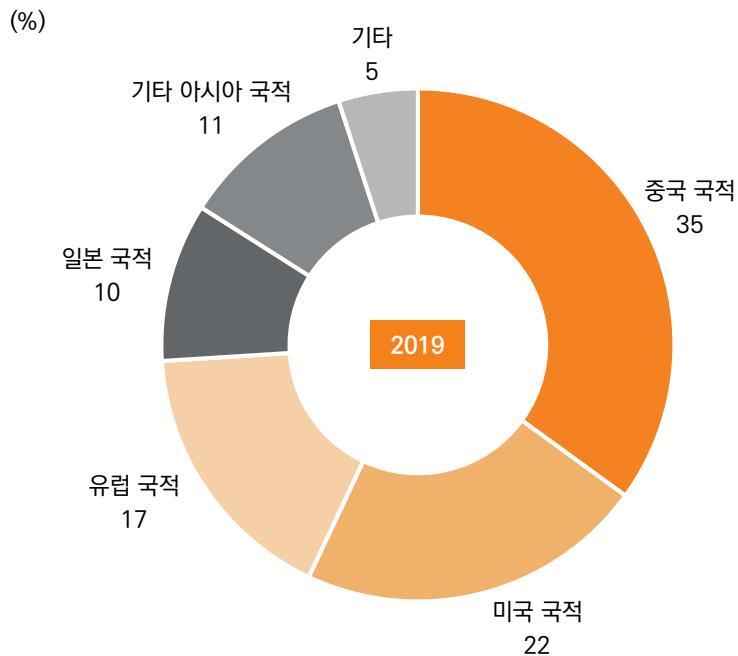
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

II. 글로벌 럭셔리 시장 전망: 중국 럭셔리 소비 본격화

중국: 24년부터 럭셔리 시장 여왕으로 재등극 예상

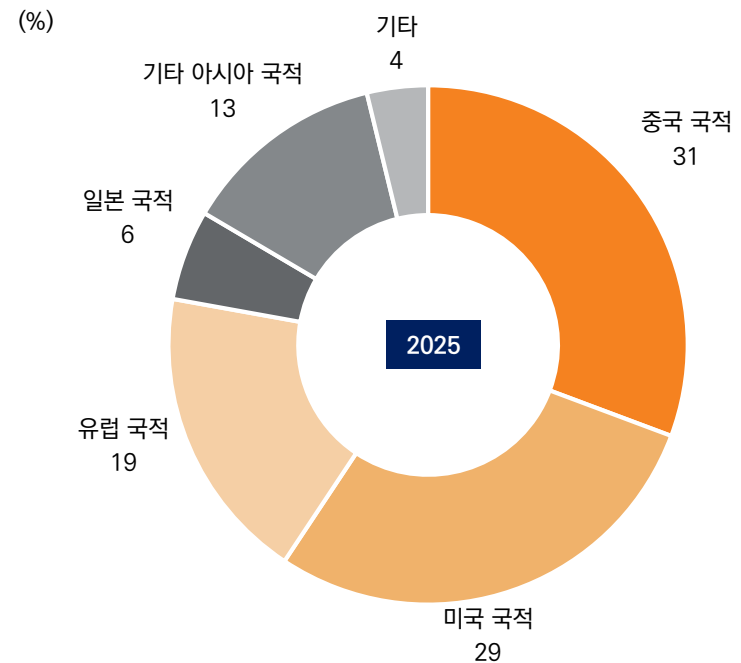
- 21년에 이어, 22년에도 미국 국적 소비자들이 전체 글로벌 럭셔리 시장에서 차지하는 비중은 33%로 가장 큼 (21년 31%)
- 반면, 중국 국적 소비자 비중은 22년에 18%로 지속적으로 하락
- 올해부터 리오프닝에 따른 해외여행 확대로 중국 국적 소비자 비중 빠르게 회복, 25년 31% 수준까지 회복 예상

국적별 럭셔리 소비 비중 (2019년)



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

국적별 럭셔리 소비 비중 (2025년)



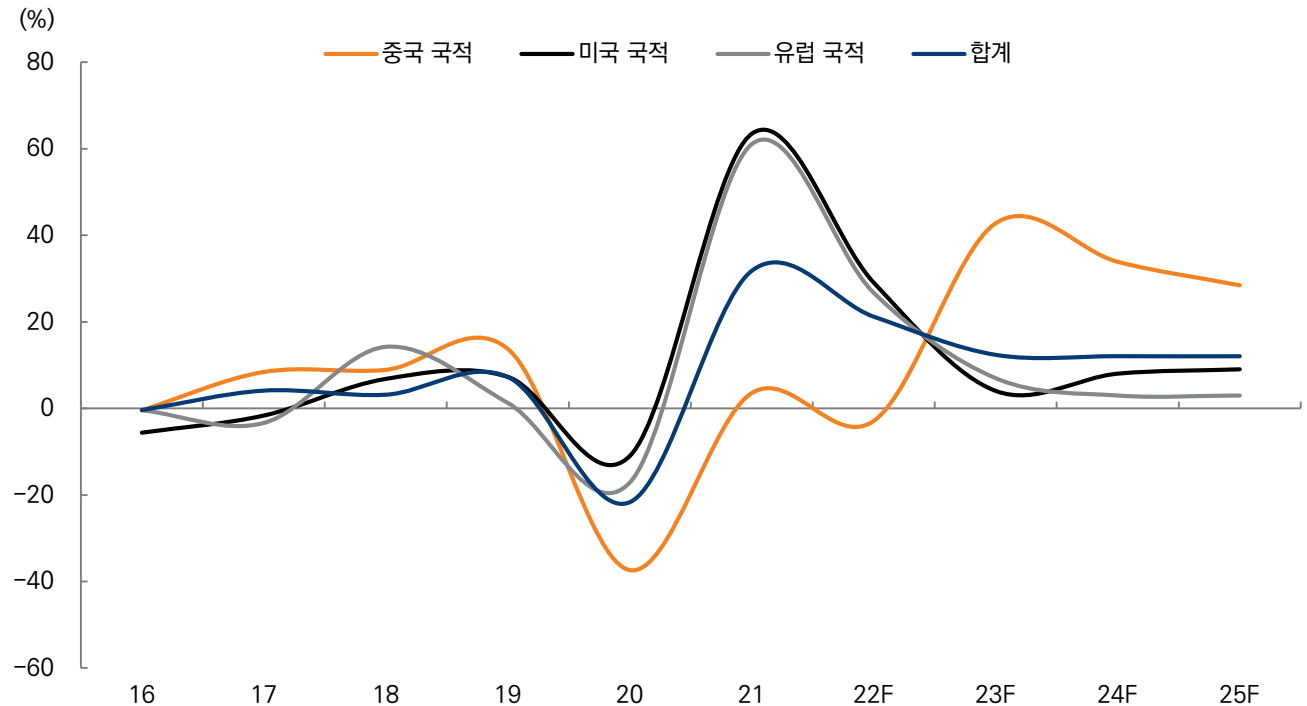
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

II. 글로벌 럭셔리 시장 전망: 중국 럭셔리 소비 본격화

중국인 국적 럭셔리 소비:
해외 여행 제한으로
22년에도 코로나 이전
(100% 기준) 대비
63% 회복에 머물러

- 중국 국적 소비자들은 다른 국적 소비자들에 비해 해외 여행시, 공항 면세점 및 해외 매장에서 럭셔리 구매 비중이 매우 높음 (19년 기준 63%)
- 코로나 기간 동안 (20~22년) 해외 여행 제한으로 럭셔리 구매 급감. 해외 여행 재개 시, 보복 (pent-up) 수요가 매우 강할 수 밖에 없음
- 반면, 미국 소비자들의 럭셔리 구매는 코로나 이전 대비 큰 폭 상승. 22년 기준으로 19년 대비 188% 수준까지 증가. 올해 미국 소비 둔화로 23년은 전년 대비 4% 성장에 그칠 것으로 예상

국적별 럭셔리 소비 연간 증가율 전망



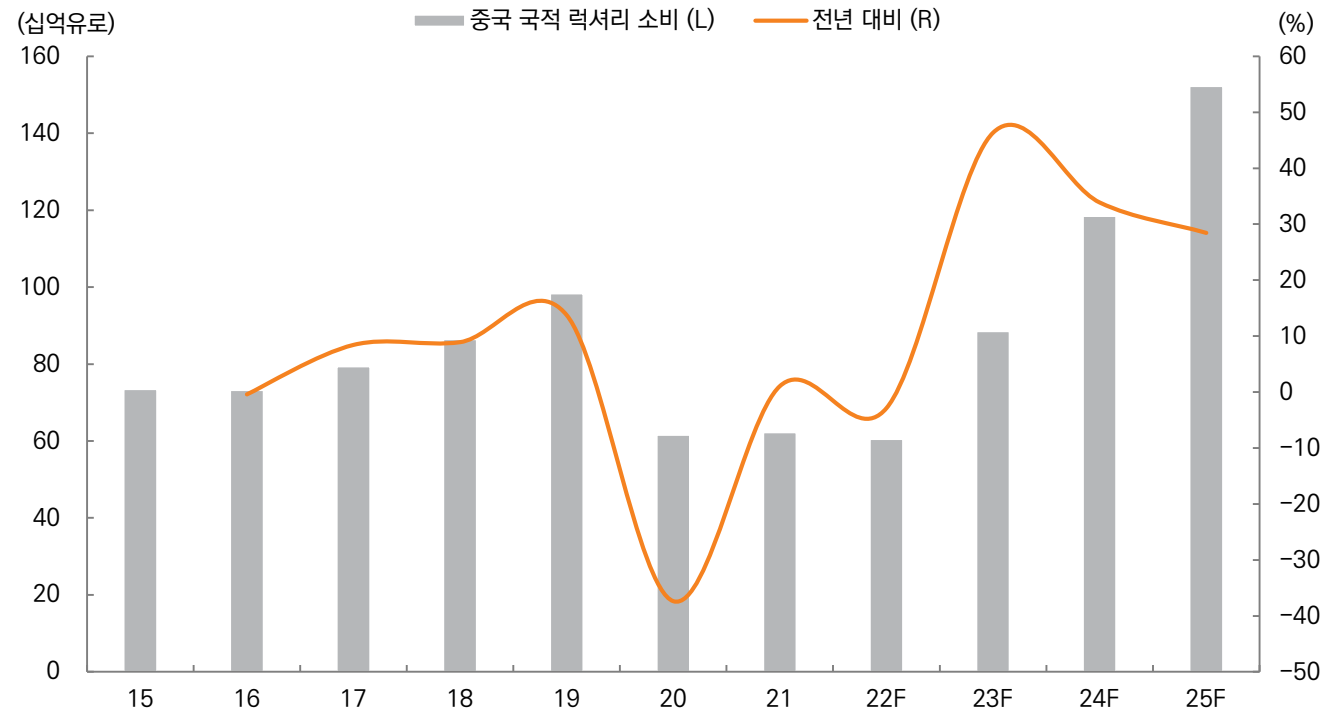
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

II. 글로벌 럭셔리 시장 전망: 중국, 럭셔리 시장의 성장 엔진

럭셔리 시장에 우호적인 중국 정책

- 리오프닝 및 해외여행 재개, 고소득층의 높은 저축률에 힘입어, 23년의 중국 국적 럭셔리 소비는 22년 대비 43% 성장, 19년의 90% 수준까지 회복 예상
- 중국 정부는 장기적으로 (35년까지) 20년 GDP 2배 달성과 도시화율 상승을 중요 목표로 설정
- 향후 럭셔리 시장의 주요 성장 엔진인 중산층 비중 확대 및 가처분 소득 증가를 위한 정책 발표 지속 전망

중국 국적 럭셔리 시장 규모 및 성장률 추이



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

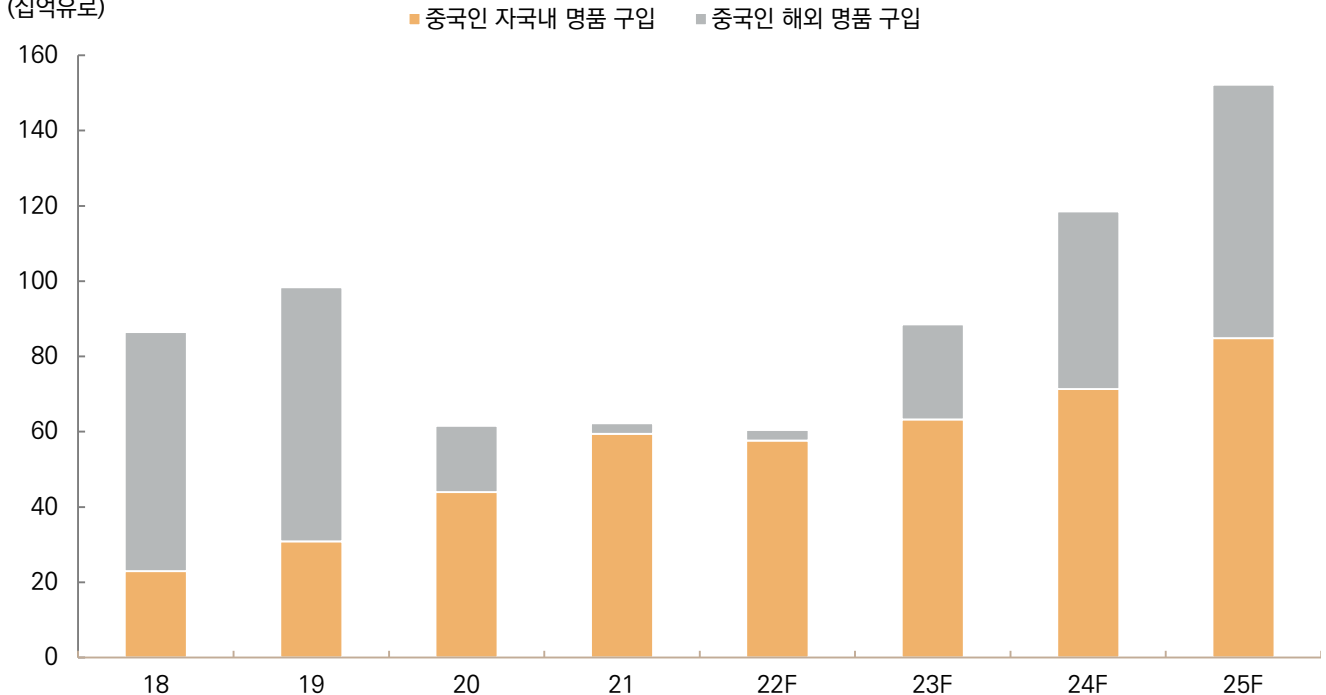
II. 글로벌 럭셔리 시장 전망: 중국, 럭셔리 구입 비중 국내 > 해외

중국: 장기적으로 자국내
명품 구입 비중 확대를
위한 정부 정책 강화 예상

- 외화 유출 통제 및 내수 소비 촉진을 위해 중국 정부는 면세사업을 지속 가능한 성장산업으로 격상할 전망이다이며 이에 따른 정책적 수혜는 지속될 것으로 예상
- 또한, 중국에 진출한 럭셔리 브랜드 업체들도 중국 투자 확대로 구매 채널 편리화, 서비스 향상 중 → 해외 여행 재개 불구 25년까지 중국인 자국내 명품 구입 비중은 해외 구입 비중을 지속 상회할 전망

중국인 자국내 / 해외 명품 구입 추이

(십억유로)



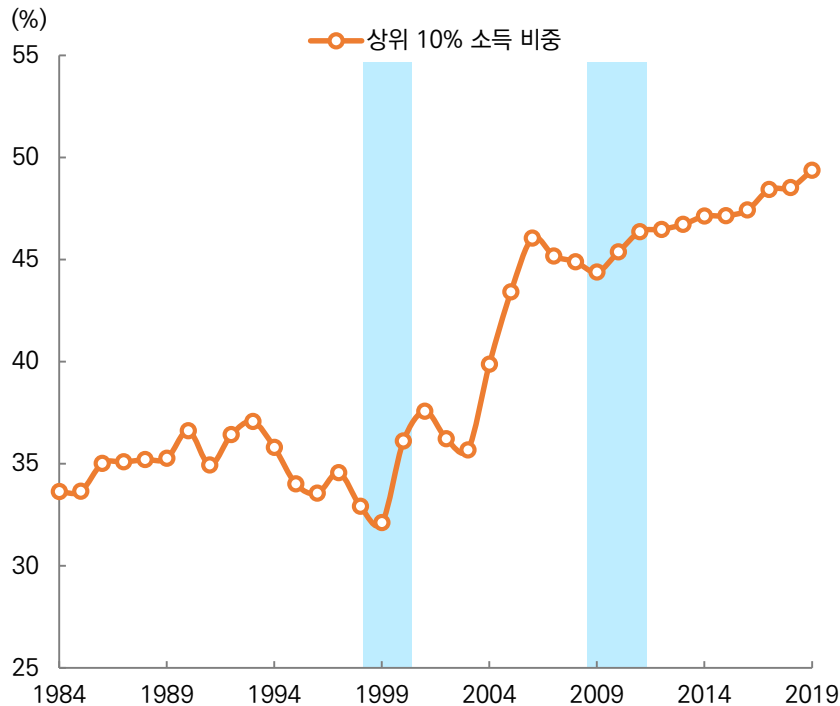
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

II. 글로벌 럭셔리 시장 전망: 경기 둔화 < 심화되는 양극화

**빠르게 진행되는
양극화가 경기 둔화로
인한 부정적 효과를
상쇄할 것으로 전망**

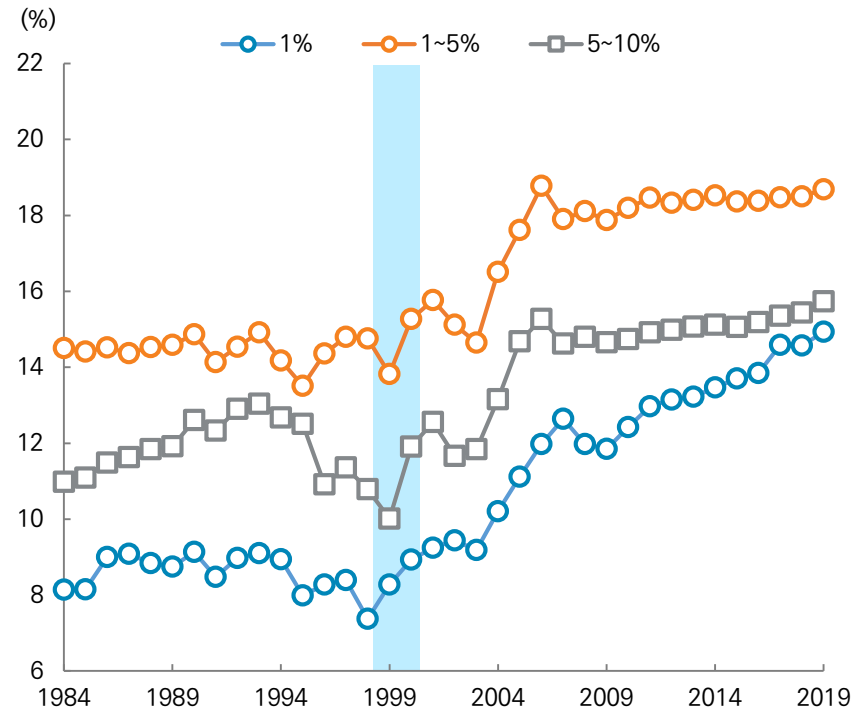
- 경기 둔화=>소비 부진=>럭셔리 시장 위축 우려가 존재. 그러나, 점점 더 심화되고 있는 소득 양극화 현상으로 인한 상위 소득자 소득 급증. 이전 사이클 대비 경기 둔화가 럭셔리 시장에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상
- 대부분의 글로벌 주요 국가의 소득 불평등 완화 노력에도 불구하고, 빈부격차 확대에 의한 소득 불균형 심화. 특히 금융 위기와 같은 글로벌 경제 위기 후, 상위 소득자의 소득 비중이 급격히 증가 하였음. 코로나 19 후 소득 불균형이 확대=> 이로 인해 상위 소득자 비중 증가 가속화=> 럭셔리 수요에 긍정적

한국 상위 10% 소득 비중 추이



자료 : 한국노동연구원, 경제발전연구, 미래에셋증권 리서치센터

한국 상위 소득 비중 추이



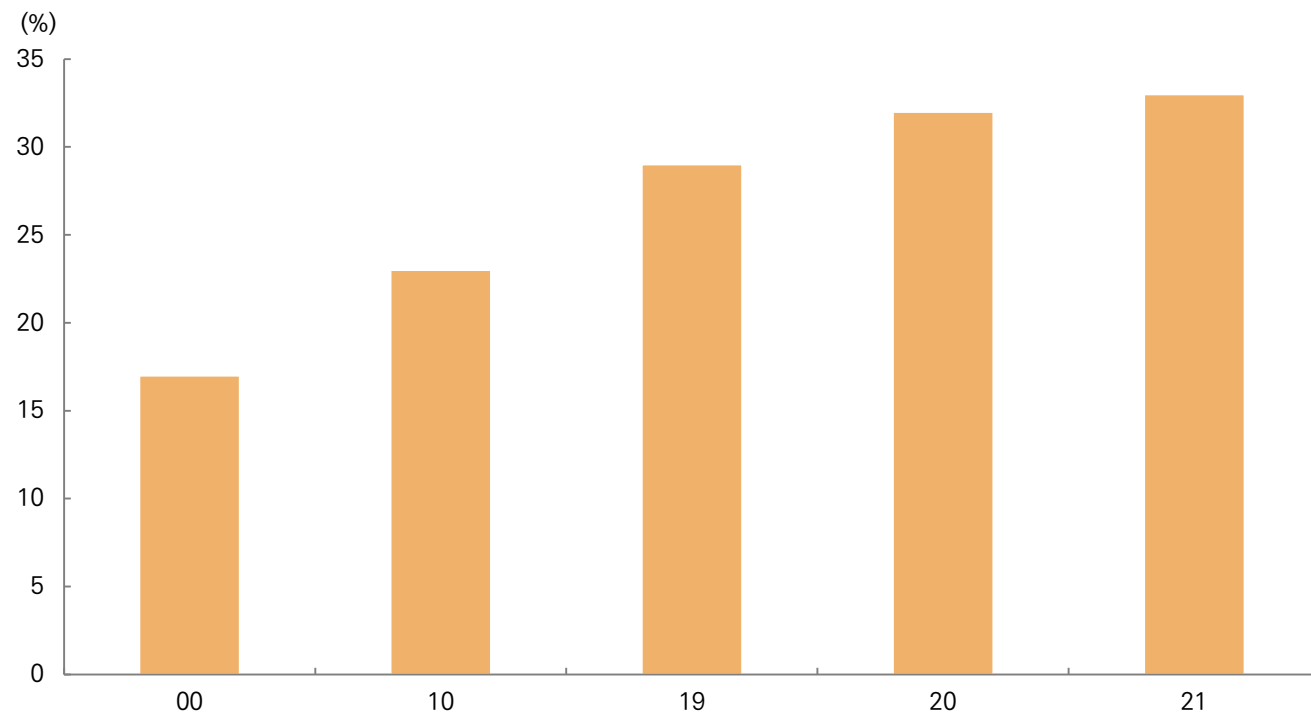
자료 : 한국노동연구원, 경제발전연구, 미래에셋증권 리서치센터

II. 글로벌 럭셔리 시장 전망: 경기 둔화 < 심화되는 양극화

럭셔리 브랜드 업체들의 양극화 역시 심화

- 코로나 기간 동안 하이엔드 (high-end) 럭셔리 브랜드와 로우엔드 (low-end) 럭셔리 브랜드의 매출 성장률 차이 심화. 글로벌 럭셔리 상위 7개 브랜드의 합산 시장 점유율은 2000년 17%에서 2021년 33%까지 상승
- 지난 10년간 상위 업체들의 시장 지배력 확대 (+10pct) 속도는 그 이전 10년 (+6pct)에 비해 가속화
- 향후 하이엔드 업체들과 로우엔드 업체들의 실적 차별화는 더욱 가속화되어, 럭셔리 산업 내에서의 부익부 빈익빈 현상이 가속화될 것으로 전망

글로벌 럭셔리 상위 7개 브랜드 합산 점유율

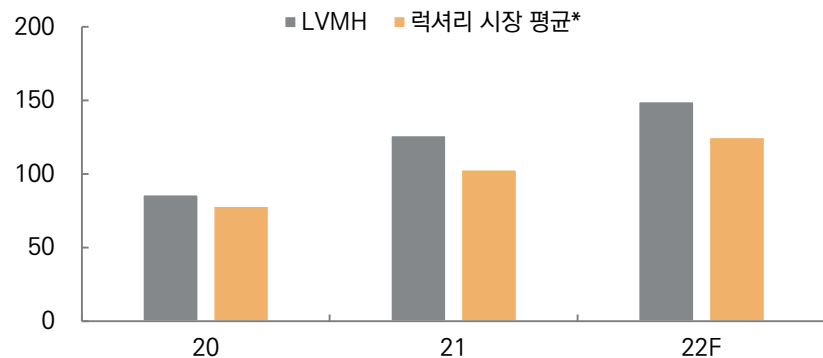


자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

II. 글로벌 럭셔리 시장 전망: 경기 둔화 < 심화되는 양극화

루이 비통: 코로나 이전 대비 코로나 기간 매출 동향

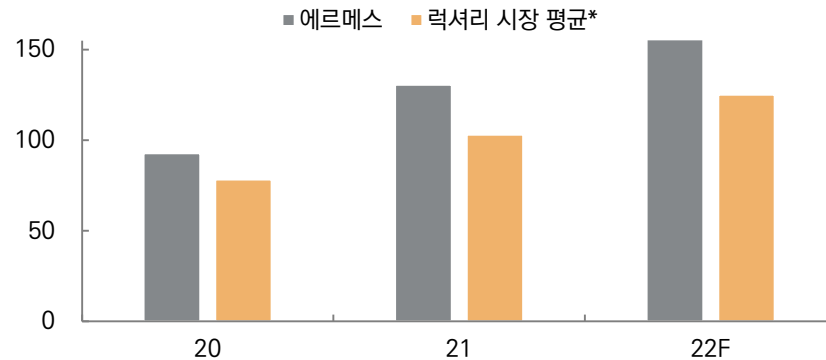
(2019=100)



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

에르메스: 코로나 이전 대비 코로나 기간 매출 동향

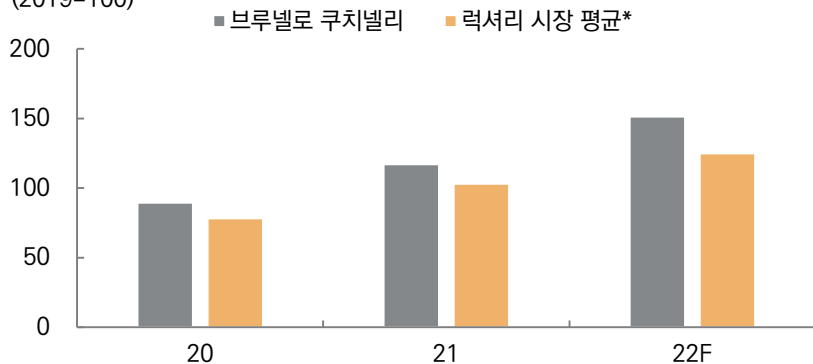
(2019=100)



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

브루넬로 쿠치넬리: 코로나 이전 대비 코로나 기간 매출 동향

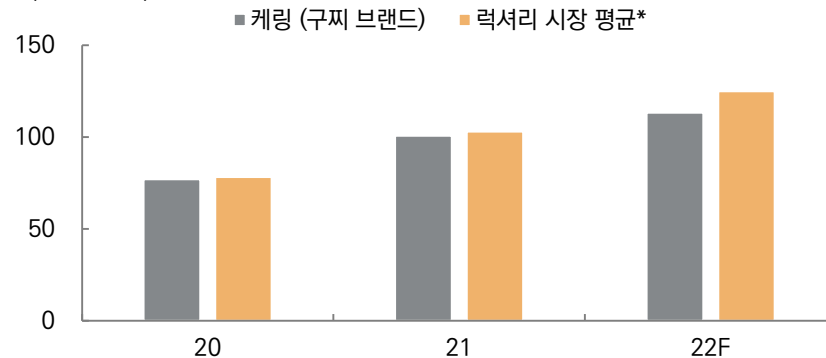
(2019=100)



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

케링 (구찌): 코로나 이전 대비 코로나 기간 매출 동향

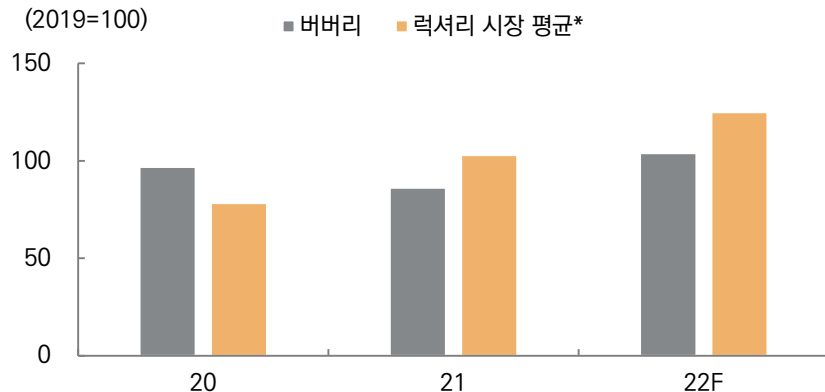
(2019=100)



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

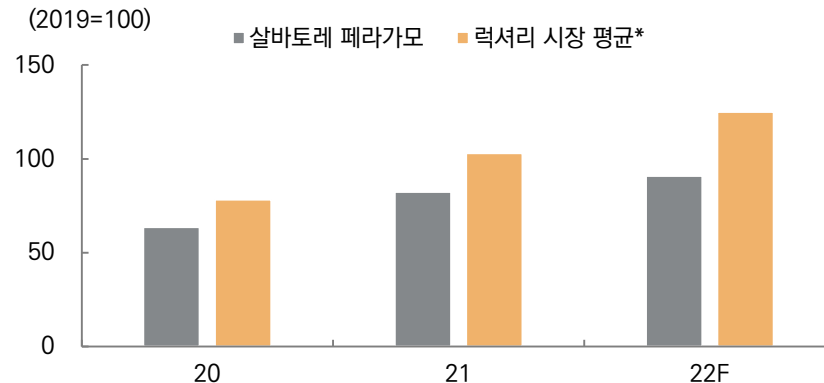
II. 글로벌 럭셔리 시장 전망: 경기 둔화 < 심화되는 양극화

버버리: 코로나 이전 대비 코로나 기간 매출 동향



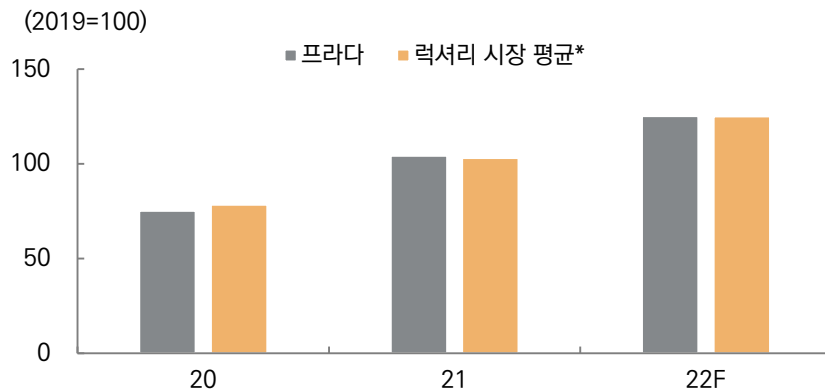
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

살바토레 페레가모: 코로나 이전 대비 코로나 기간 매출 동향



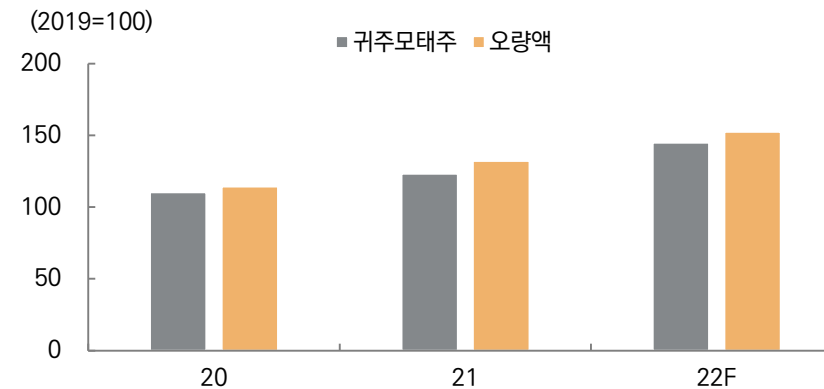
자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

프라다: 코로나 이전 대비 코로나 기간 매출 동향



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

귀주모태주 & 오랑액: 코로나 이전 대비 코로나 기간 매출 동향



자료: 산업자료, 미래에셋증권 리서치센터

III. 글로벌 밸류에이션



III. 글로벌 밸류에이션

글로벌 럭셔리 패션 업체 밸류에이션 비교

기업명		Kering	LVMH	Moncler	Brunello Cucinelli	Hermes	Prada
블룸버그 코드		KER FP Equity	MC FP Equity	MONC IM Equity	BC IM Equity	RMS FP Equity	PRP GR Equity
지역 통화		EUR	EUR	EUR	EUR	EUR	EUR
현재 주가 (유로)		560	798	55	77	1,675	6
매출액 (십억유로)	2020	13.1	44.7	1.4	0.5	6.4	2.4
	2021	17.6	64.2	2.0	0.7	9.0	3.4
	2022F	20.6	*79.2	2.5	1.0	11.5	4.0
	2023F	21.8	85.2	2.8	1.1	12.9	4.4
영업이익률 (%)	2020	25.2	17.9	25.6	-2.7	32.4	0.8
	2021	27.2	26.7	28.3	10.8	39.3	14.5
	2022F	28.1	*26.5	29.6	14.8	39.8	18.0
	2023F	28.0	27.4	30.2	14.9	40.1	19.2
순이익률 (%)	2020	16.4	10.5	20.9	-6.1	21.7	-2.2
	2021	18.0	18.7	19.2	7.5	27.2	8.7
	2022F	19.5	*17.8	22.1	9.4	27.8	11.3
	2023F	18.9	18.8	20.9	9.8	28.1	12.4
ROE (%)	2020	19.5	12.7	20.5	-11.9	19.9	-1.9
	2021	25.2	28.5	19.1	18.5	29.1	9.9
	2022F	26.7	*27.6	20.3	24.6	29.8	13.8
	2023F	24.9	25.8	18.7	24.1	27.6	15.1
EPS 성장률 (%)	2020	-6.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	2021	48.2	156.2	24.4	260.5	N/A	647.6
	2022F	23.7	*17.6	40.4	81.9	30.1	54.8
	2023F	5.5	13.1	5.7	13.3	13.3	18.5
EV/EBITDA (x)	2020	14.7	18.9	21.9	37.8	35.2	23.9
	2021	14.3	17.0	21.5	24.8	37.8	14.5
	2022F	9.5	*13.6	14.7	17.7	32.6	11.2
	2023F	9.1	14.2	12.9	16.7	28.5	10.0
P/E (x)	2020	34.4	54.8	42.1	N/A	66.3	N/A
	2021	27.8	30.4	43.3	77.4	65.7	48.9
	2022F	17.7	*24.2	26.6	54.0	55.1	34.9
	2023F	16.8	25.1	25.2	47.6	48.6	29.5

*주: 루이 비통 (LVMH) 2022년은 확정실적 기준

자료: Bloomberg (2023.02.10 기준), 미래에셋증권 리서치센터

III. 글로벌 밸류에이션

중국 프리미엄 백주 업체 밸류에이션 비교

기업명		Kweichow Moutai	Wuliangye	Laojiao	Fen Wine Factory	Yanghe Brewery	Swellfun
블룸버그 코드		600519 CH Equity	000858 CH Equity	000568 CH Equity	600809 CH Equity	002304 CH Equity	600779 CH Equity
지역 통화		CNY	CNY	CNY	CNY	CNY	CNY
현재 주가 (위안)		1810	205	247	287	172	81
매출액 (십억위안)	2020	98.0	57.3	16.7	14.0	21.1	3.0
	2021	109.5	66.2	20.6	20.0	25.4	4.6
	2022F	127.2	74.6	25.3	25.9	30.2	4.9
	2023F	147.6	85.0	30.5	32.4	35.2	5.7
영업이익률 (%)	2020	67.8	45.8	45.8	30.1	40.8	31.3
	2021	67.4	46.4	49.3	34.7	34.3	35.2
	2022F	69.1	48.8	53.2	40.4	41.6	34.6
	2023F	69.2	49.3	54.9	41.8	42.2	35.4
순이익률 (%)	2020	47.7	34.8	36.1	22.0	35.5	24.3
	2021	47.9	35.3	38.5	26.6	29.6	25.9
	2022F	49.2	36.0	40.2	30.1	31.5	25.7
	2023F	49.6	36.4	41.1	31.2	32.3	26.0
ROE (%)	2020	31.4	24.9	28.3	35.4	20.0	34.4
	2021	29.9	25.3	31.1	42.5	18.5	50.3
	2022F	31.0	24.0	30.6	38.2	20.3	37.1
	2023F	31.6	23.8	30.5	36.3	21.5	36.1
EPS 성장률 (%)	2020	13.3	14.7	29.3	56.5	1.7	(11.5)
	2021	12.3	17.2	32.4	72.5	0.6	63.9
	2022F	19.3	14.9	27.2	46.1	26.4	5.7
	2023F	17.0	15.1	23.1	29.5	19.6	18.1
EV/EBITDA (x)	2020	36.9	40.0	40.9	73.9	40.9	38.3
	2021	34.0	24.9	33.7	52.6	21.3	32.9
	2022F	25.1	19.7	25.5	32.9	18.3	22.5
	2023F	21.5	16.8	20.8	24.9	15.1	19.1
P/E (x)	2020	53.7	56.8	55.2	105.7	47.3	55.5
	2021	49.1	37.0	46.8	72.2	32.9	48.9
	2022F	36.3	29.6	35.8	44.9	27.1	31.2
	2023F	31.0	25.7	29.1	34.7	22.7	26.4

자료: Bloomberg (2023.02.10 기준), 미래에셋증권 리서치센터

III. 글로벌 밸류에이션

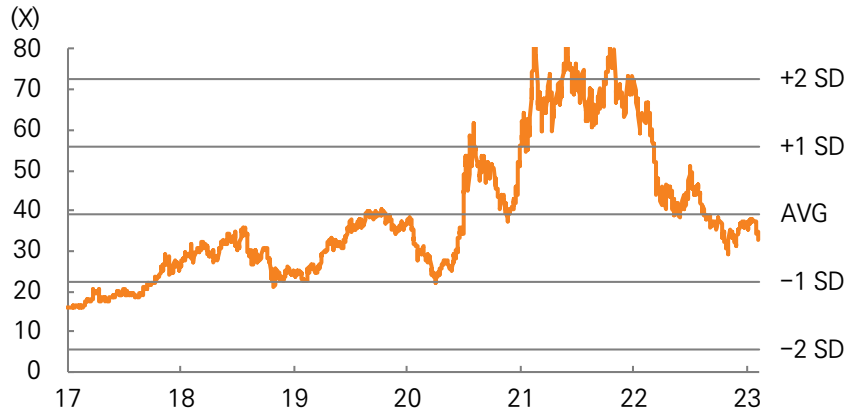
주요 글로벌 면세점 업체 밸류에이션 비교

기업명		CTG Duty Free	Hotel Shilla	Shinsegae	Dufry	Lagardere
블룸버그 코드		601888 CH Equity	008770 KS Equity	004170 KS Equity	Dufn SW Equity	MMB FP Equity
지역 통화		CNY	KRW	KRW	CHF	EUR
현재 주가 (지역 통화)		204	83,200	219,000	40	20
매출액 (백만 지역 통화)	2020	52.6	3188.1	4769.3	2.6	4.4
	2021	67.7	3779.1	6316.4	3.9	5.1
	2022F	56.8	5623.8	8359.0	6.6	6.8
	2023F	95.4	6530.7	9066.3	8.6	7.4
영업이익률 (%)	2020	17.4	-5.8	1.9	-97.6	-11.1
	2021	22.2	3.1	8.2	-1.7	1.3
	2022F	16.5	3.7	8.6	5.5	5.9
	2023F	19.6	4.6	8.9	6.8	6.4
순이익률 (%)	2020	11.7	-8.9	-2.2	-98.1	-14.9
	2021	14.4	0.7	4.9	-9.8	-2.0
	2022F	11.0	2.1	4.5	2.0	2.7
	2023F	13.4	2.9	4.8	3.1	3.3
ROE (%)	2020	29.0	-36.2	-2.9	-144.3	-58.7
	2021	37.7	4.4	8.5	-42.9	-13.1
	2022F	16.9	19.8	8.8	9.1	20.9
	2023F	26.9	25.4	9.3	30.6	19.9
EPS 성장률 (%)	2020	32.6	N/A	N/A	N/A	N/A
	2021	58.4	112.3	390.5	70.3	77.7
	2022F	-39.7	321.3	19.6	121.1	259.4
	2023F	101.3	64.8	16.2	140.1	36.8
EV/EBITDA (x)	2020	57.3	1,038.9	13.5	37.1	15.0
	2021	31.8	28.5	10.0	7.5	9.3
	2022F	38.7	13.5	5.4	4.7	7.3
	2023F	20.8	10.0	4.9	4.0	5.7
P/E (x)	2020	89.8	N/A	N/A	N/A	N/A
	2021	44.0	109.2	8.1	N/A	N/A
	2022F	68.1	27.7	5.9	40.4	15.3
	2023F	33.8	16.8	5.0	16.8	11.2

자료: Bloomberg (2023.02.10 기준), 미래에셋증권 리서치센터

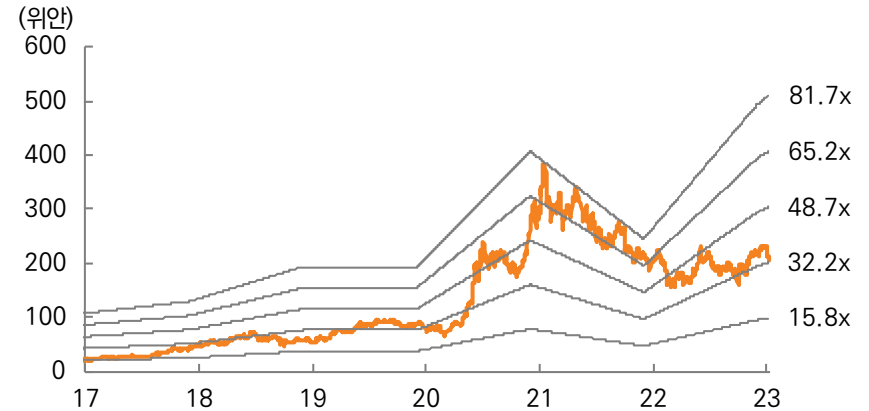
III. 글로벌 밸류에이션

CTG면세점 12개월 선행 P/E 밴드 차트 I



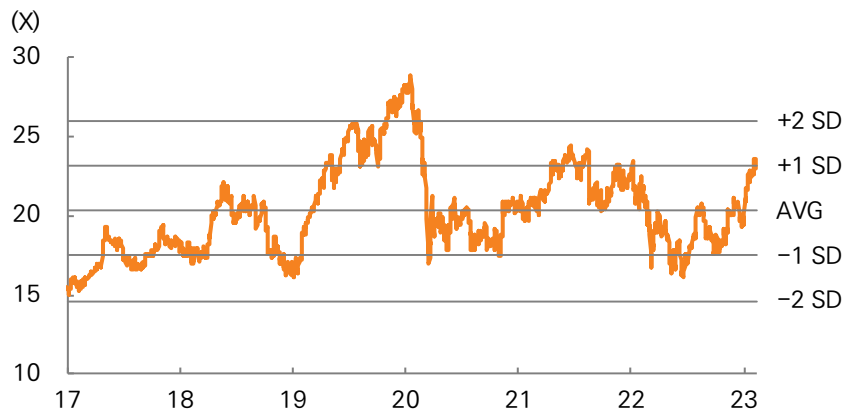
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

CTG면세점 12개월 선행 P/E 밴드 차트 II



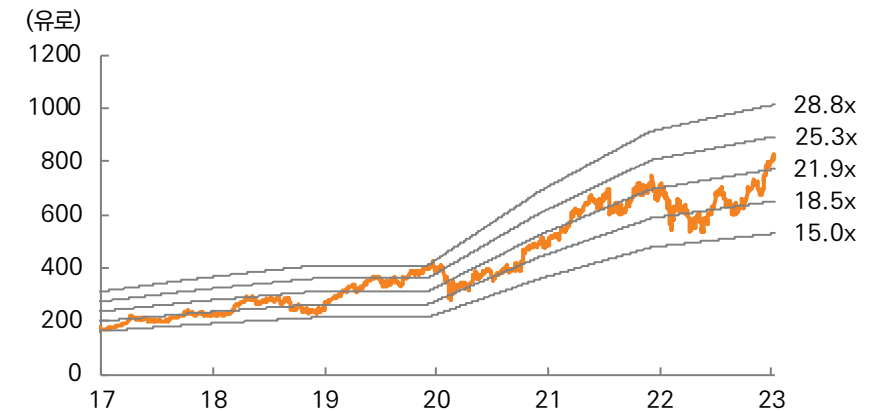
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

루이 비통 12개월 선행 P/E 밴드 차트 I



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

루이 비통 12개월 선행 P/E 밴드 차트 II



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

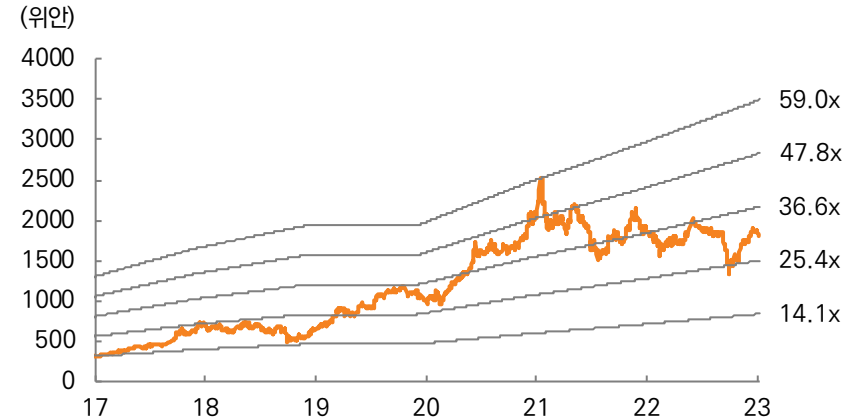
III. 글로벌 밸류에이션

귀주모태주12개월 선행 P/E 밴드 차트 I



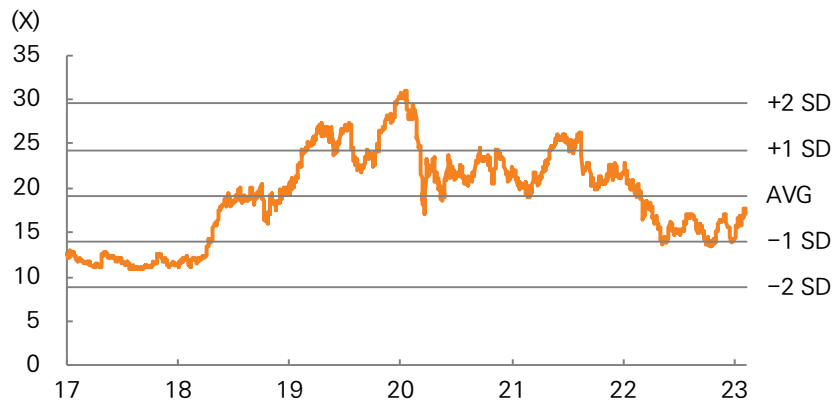
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

귀주모태주12개월 선행 P/E 밴드 차트 II



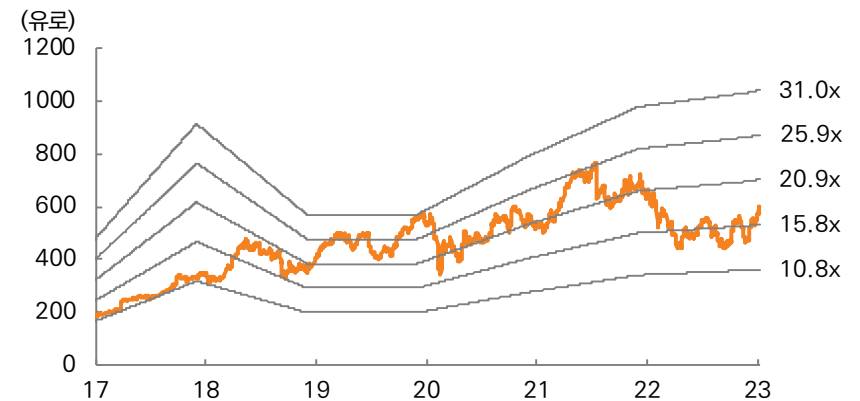
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

케링 12개월 선행 P/E 밴드 차트 I



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

케링 12개월 선행 P/E 밴드 차트 II



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis



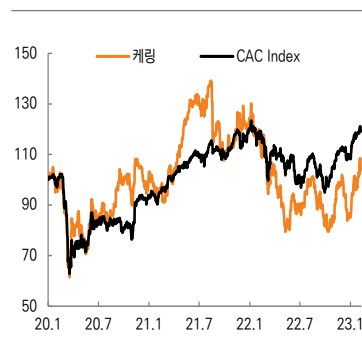
제2의 디자인 혁신 가능성

Refinitiv 평균목표주가	EUR 608.19		
현재주가 (23/02/10)	EUR 559.50		
상승여력	8.7%		
국가	프랑스		
거래소	EN Paris		
Bloomberg Rating			
매수	보유	매도	
61%	39%	0%	
EPS 성장률 (23F,%)			5.5
P/E(23F,x)			16.8
MKT P/E(23F,x)			11.6
배당수익률(%)			2.32
시가총액 (십억EUR)			69.4
시가총액 (조원)			93.4
주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.0	-0.3	-9.7
상대주가	-0.5	-8.3	-11.2

[글로벌 소비재] 정우창
wcchung@miraeeasset.com

투자포인트

- 코로나 이전까지 대표 구찌 브랜드 (전체 연결 매출의 57%)는 파격적 디자인 혁신과 뛰어난 디지털 마케팅 전략으로 글로벌 럭셔리 시장 점유율을 끌어올렸음. 그러나, 코로나 이후 시장 점유율은 정체. 이는 그동안의 맥시멀리스트 (Maximalist) 패션 트렌드에서 세련되고 절제된 미니멀리스트 (Minimalist) 럭셔리 트렌드로 변했기 때문인 것으로 추정 (구찌 브랜드는 맥시멀리스트 성향)
- 동사는 지난 1월 알레산드로 미켈레가 떠난 구찌 브랜드 크리에이티브 디렉터 후임으로 사바토 데사르노 (Sabato De Sarno)를 선임. 경영진은 데사르노 신임 크리에이티브 디렉터는 풍부한 경험을 바탕으로 구찌 브랜드의 새로운 챕터를 이끌어 갈 수 있는 독창적인 시각에 기대. 데사르노는 발렌티노 브랜드 디자이너 출신
- 현지 시간 2월 15일, 4Q22 실적을 발표 예정임. 중국 지역 코로나 영향 등으로 4Q22 매출은 전년 대비 3~4% 감소할 것으로 시장은 예상. 23년 시장의 5% EPS 성장 예상치는 지나치게 보수적
- 동사는 현재 23년 P/E 17배에 거래되고 있어, 역사적 평균 대비 -1 표준편차 수준에서 거래 중. 중국 리오프닝으로 인한 글로벌 럭셔리 시장 강세 지속, 크리에이티브 디렉터 변경으로 인한 디자인 혁신 가능성 등을 감안하면 여전히 저평가



결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억EUR)	15.9	13.1	17.6	20.6	21.8	23.5
영업이익 (십억EUR)	4.6	3.3	4.8	5.8	6.1	6.7
영업이익률 (%)	29.0	25.2	27.2	28.1	28.0	28.5
순이익 (십억EUR)	2.3	2.2	3.2	4.0	4.1	4.6
EPS (EUR)	18.4	17.2	25.5	31.5	33.3	36.7
ROE (%)	22.9	19.5	25.2	26.7	24.9	24.0
P/E (배)	33.6	34.4	27.8	17.7	16.8	15.2
P/B (배)	7.2	6.3	6.6	4.5	4.0	3.4

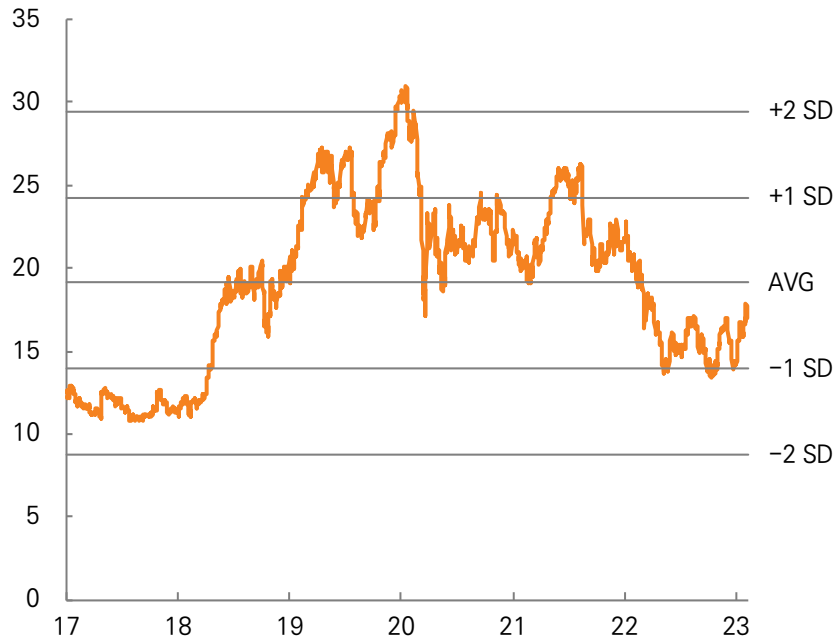
자료: 케링, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

여전히 저평가

- 동사는 현재 23년 P/E 17배에 거래되고 있어, 역사적 평균 대비 -1 표준편차 수준에서 거래 중
- 중국 리오프닝으로 인한 글로벌 럭셔리 시장 강세 지속, 크리에이티브 디렉터 변경으로 인한 디자인 혁신 가능성 등을 감안하면 현저히 저평가

12개월 선행 P/E 밴드 차트 I

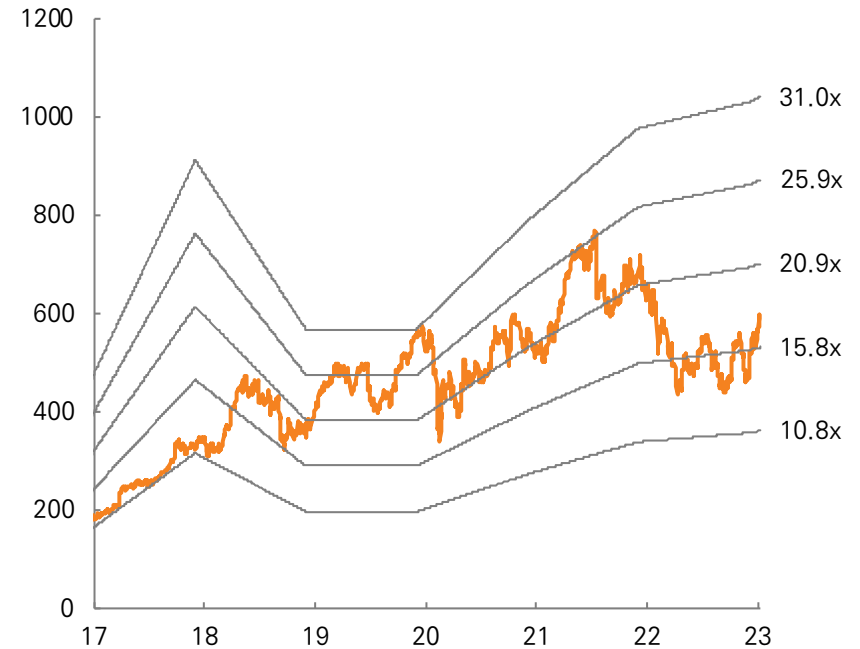
(X)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

12개월 선행 P/E 밴드 차트 II

(유로)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

요약 손익계산서

(십억유로)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	11.6	12.4	10.8	13.7	15.9	13.1	17.6	20.6	21.8	23.5
영업이익	1.3	1.4	2.5	3.7	4.6	3.3	4.8	5.8	6.1	6.7
세전이익	1.0	1.2	2.3	3.5	4.3	3.0	4.5	5.4	5.7	6.4
순이익	0.7	0.8	1.8	3.7	2.3	2.2	3.2	4.0	4.1	4.6
현금성 영업이익(EBITDA)	2.1	2.3	3.1	4.4	6.0	5.5	6.5	7.4	7.6	8.3
(성장률, YoY)										
매출액		6.9%	-12.7%	26.3%	16.2%	-17.5%	34.7%	16.6%	6.0%	7.7%
영업이익		10.1%	83.1%	47.3%	23.9%	-28.5%	45.5%	20.5%	5.6%	9.5%
순이익		16.9%	119.5%	108.0%	-37.9%	-6.9%	47.7%	26.1%	3.1%	10.3%
현금성 영업이익(EBITDA)		12.7%	34.7%	42.0%	35.8%	-8.8%	17.8%	14.0%	2.5%	9.4%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

요약 대차대조표

(십억유로)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	5.4	5.6	7.3	7.1	7.5	9.0	11.4	N/A	N/A	N/A
현금 및 단기금융자산	1.2	1.2	2.3	2.3	2.3	3.5	5.3	N/A	N/A	N/A
비유동자산	18.5	18.5	18.3	14.3	19.6	19.0	19.6	N/A	N/A	N/A
자산총계	23.9	24.1	25.6	21.4	27.1	28.0	31.1	N/A	N/A	N/A
유동부채	5.1	4.9	5.8	6.4	8.1	6.7	8.8	N/A	N/A	N/A
단기차입금	2.0	1.5	0.9	0.7	2.0	1.8	2.4	N/A	N/A	N/A
비유동부채	7.1	7.3	7.2	4.9	8.6	9.2	8.6	N/A	N/A	N/A
장기차입금 및 사채	4.0	4.1	4.2	3.1	3.1	3.8	3.0	N/A	N/A	N/A
부채총계	12.2	12.2	13.0	11.3	16.7	16.0	17.3	N/A	N/A	N/A
자본총계	11.6	12.0	12.6	10.1	10.4	12.0	13.7	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

요약 현금흐름표

(십억유로)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	1.1	1.6	2.6	3.6	2.2	2.6	4.7	N/A	N/A	N/A
투자활동현금흐름	(0.8)	(0.7)	(0.6)	(0.9)	(1.2)	(0.2)	(0.5)	N/A	N/A	N/A
설비투자금액	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
재무활동현금흐름	(0.2)	(1.1)	(1.0)	(2.7)	(1.1)	(1.3)	(2.7)	N/A	N/A	N/A
연간현금변동	0.1	-0.1	1.1	-0.1	0.0	1.2	1.5	N/A	N/A	N/A
잉여현금(FCF)	0.5	1.0	2.0	2.8	1.2	1.8	3.8	4.0	4.2	4.6

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주요 주당데이터 및 비율 분석

(유로, 십억유로, %)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
회식 주당순이익(EPS)	5.5	6.5	14.2	29.5	18.4	17.2	25.5	31.5	33.3	36.7
주당장부가액(BPS)	86.7	89.2	94.6	78.4	81.4	94.6	107.6	124.3	141.6	164.0
주당배당액(DPS)	4.0	4.6	6.0	10.5	8.0	8.0	12.0	14.4	15.4	16.7
자기자본수익률(ROE)	6.4	7.3	15.4	34.0	22.9	19.5	25.2	26.7	24.9	24.0
총자산수익률(ROA)	3.0	3.4	7.2	15.8	9.5	7.8	10.8	11.8	11.9	12.6
배당성향	77.1	70.4	45.3	50.6	46.3	46.3	47.1	45.6	46.3	45.5
순차입금	4.8	4.4	2.8	1.6	2.8	2.1	0.2	N/A	N/A	N/A
순차입금비율	82.3	46.1	25.3	16.6	40.0	45.9	2.4	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

2023년이 더욱 기대된다

Refinitiv 평균목표주가	CNY 247.83		
현재주가 (23/02/10)	CNY 204.42		
상승여력	21.2%		
국가	중국		
거래소	Shanghai		
Bloomberg Rating			
매수	보유	매도	
98%	2%	0%	
EPS 성장률 (23F,%)	101.3		
P/E(23F,x)	33.8		
MKT P/E(23F,x)	9.4		
배당수익률(%)	0.73		
시가총액 (십억CNY)	421.0		
시가총액 (조원)	77.9		
주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.5	4.5	-9.3
상대주가	-12.3	5.0	-3.7

[중국 소비자] 김지은
jinzhien@miraeeasset.com

투자포인트

- 중국 정부가 최대주주이며 면세 전 영역에서 라이선스를 보유한 글로벌 1위 면세업체
- 22년 잠정 실적: 매출 544.6억위안(-19.5%YoY), 지배주주순이익 50.2억위안(-48.0%YoY), 시장 기대치 각각 7% / 28% 하회
- **실적 부진 요인:** 1) 수요측: 중국 국내외 지역간 이동 통제 강화로 관광객 감소 / 공급측: 코로나 방역 강화로 면세점 운영 일시 중단 발생 빈번, 2) 21년 하이난 지역 기업소득세 혜택분 및 베이징 서우두공항 임대료 감면 반환분으로 역기저 존재(21년 지배주주순이익에 총 18.8억위안 기여)
- **PQ 동반상승 기대:** 품목 다변화 + 럭셔리 브랜드 유치 + 서비스 향상, 인당 평균 면세 소비액 증가 국내 중심 '위드코로나' 관광 수요 선제적 회복에 따른 국내 면세점 영업 정상화, 해외 여행 재개에 따른 공항 면세 매출 회복 기대(19년 수준까지 회복 시 매출 성장에 약 15~20% 기여 예상)
- **향후 이벤트:** 인천국제공항 면세점 입찰 참여 여부 주목(2.21), 허브 공항 상징성 및 외형성장 기대
- 현재 23년 P/E 34배 수준으로 과거 평균 표준편차에 거래 중. 단, 연말 / 설연휴 쇼핑 관광 성수기 모멘텀 소멸, 소비 개선 속도 기대치 하회 가능성에 따른 리오프닝주 조정 가능성 존재. 23년 내수 소비 확대의 대표 수혜주로서 단기 주가 조정은 장기적 매수의 기회가 될 것으로 판단

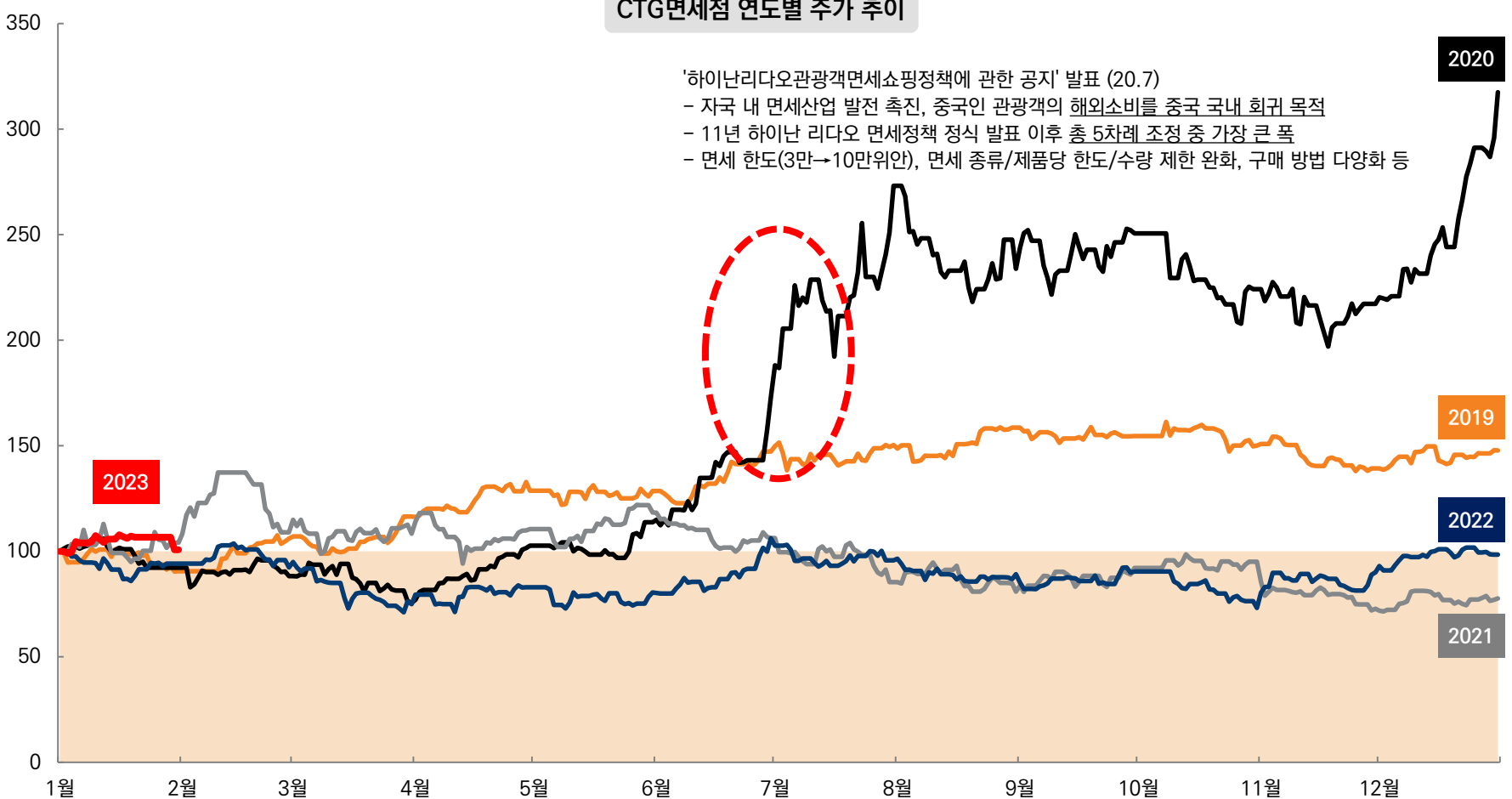


결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억CNY)	48.6	52.6	67.7	56.8	95.4	124.6
영업이익 (십억CNY)	6.4	9.1	15.0	9.4	18.7	24.8
영업이익률 (%)	13.2	17.4	22.2	16.5	19.6	19.9
순이익 (십억CNY)	4.6	6.1	9.7	6.2	12.7	16.6
EPS (CNY)	2.4	3.1	5.0	3.0	6.0	8.1
ROE (%)	25.5	29.0	37.7	16.9	26.9	27.8
P/E (배)	37.8	89.8	44.0	68.1	33.8	25.3
P/B (배)	8.6	24.7	14.6	10.9	8.4	6.6

자료: CTG면세점, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

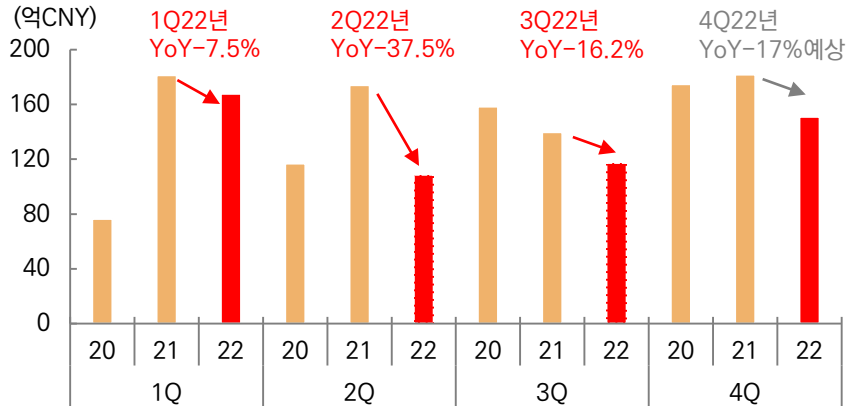
20년 주가 급등은 코로나19 반사수혜보다 중국 정부 주도의 정책적 수혜 / 23년 내수소비 확대의 수혜주

(1월 1일=100)



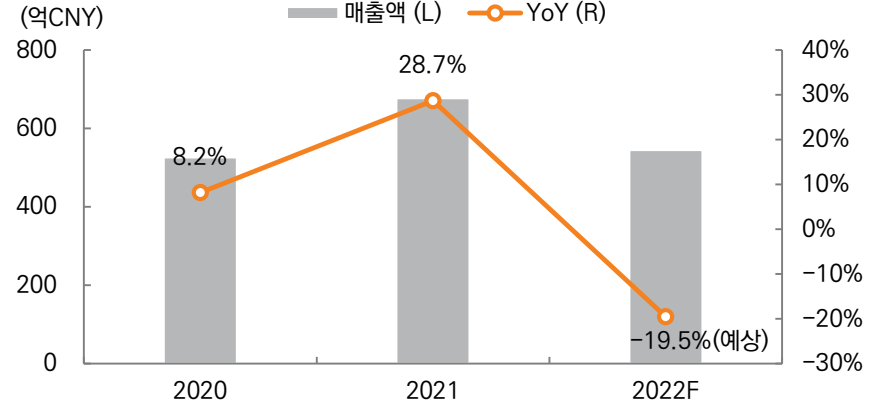
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

CTG면세점 분기별 매출 추이



자료: CTG면세점, 미래에셋증권 리서치센터

CTG면세점 연도별 성장률



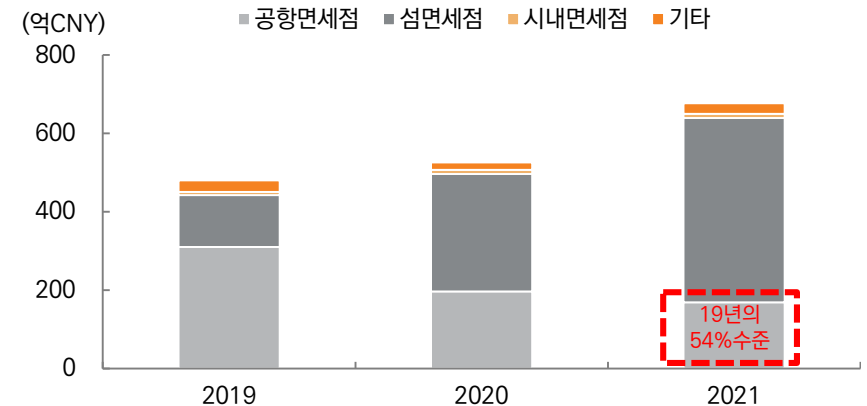
자료: CTG면세점, 미래에셋증권 리서치센터

주요 공항면세점 계약 현황, 해외 여행 정상화에 따른 수혜 기대

주요 국제공항	면세점 면적(m²)	계약기간
상하이 푸둥	16,915	2019.1.1~2025.12.31(7년)
상하이 홍치아오	2,080	2019.1.1~2025.12.31(7년)
베이징 서우두	15,003	2018.2.11~2026.2.10(8년)
베이징 다싱	5,133	2019~2029(10년)
광저우 바이윈	4,644	입국 T1: 2018~2028 입국T2: 2018~2024+3 출국: 2018.2.1~2026.1.31

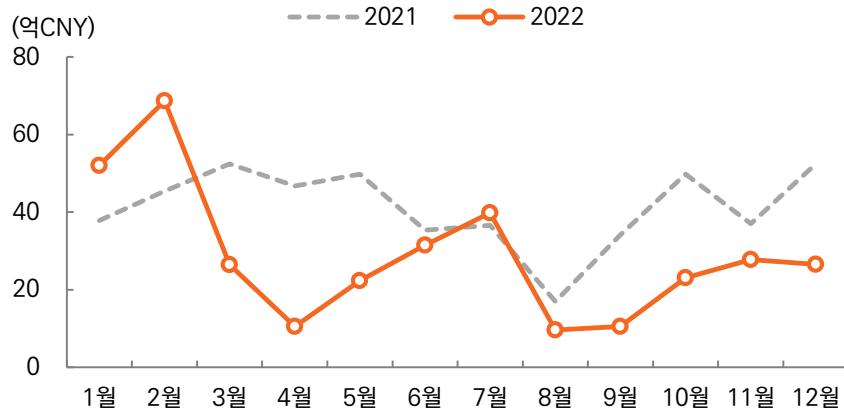
자료: CTG면세점, 미래에셋증권 리서치센터

리오프닝에 따른 공항면세점 매출 회복 및 외형성장 기대



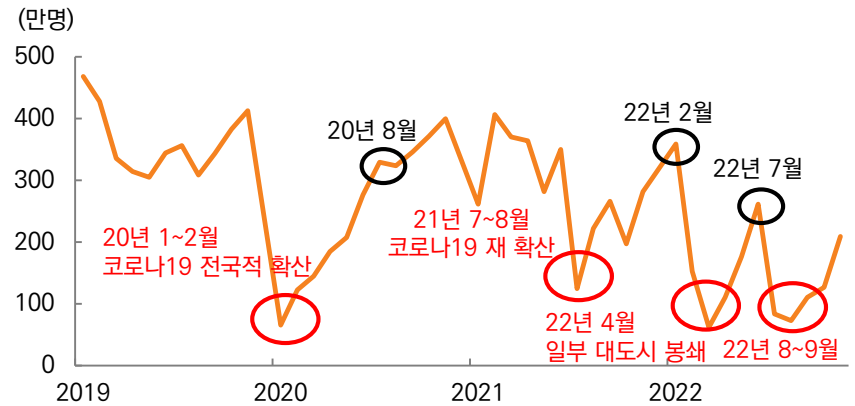
자료: CTG면세점, 미래에셋증권 리서치센터

하이난 고강도 방역 정책 (면세품 소비액 21년 대비 29% 하회)



자료: 하이커우해관, 미래에셋증권 리서치센터

하이난 공항 여객 처리량 추이 (19년 수준 회복 미달)



자료: 하이난성통계국, 미래에셋증권 리서치센터

세계 최대 규모 단일 면세점 '하이커우국제면세점' 개업 (22년 10월 28일)



자료: 신화사(新华社), 미래에셋증권 리서치센터

세계 최대 규모 단일 면세점 '하이커우국제면세점' 실내 사진



자료: 신화사(新华社), 미래에셋증권 리서치센터

단기적 주가 약세 가능성 그러나 장기 주가 리레이팅 모멘텀 충분

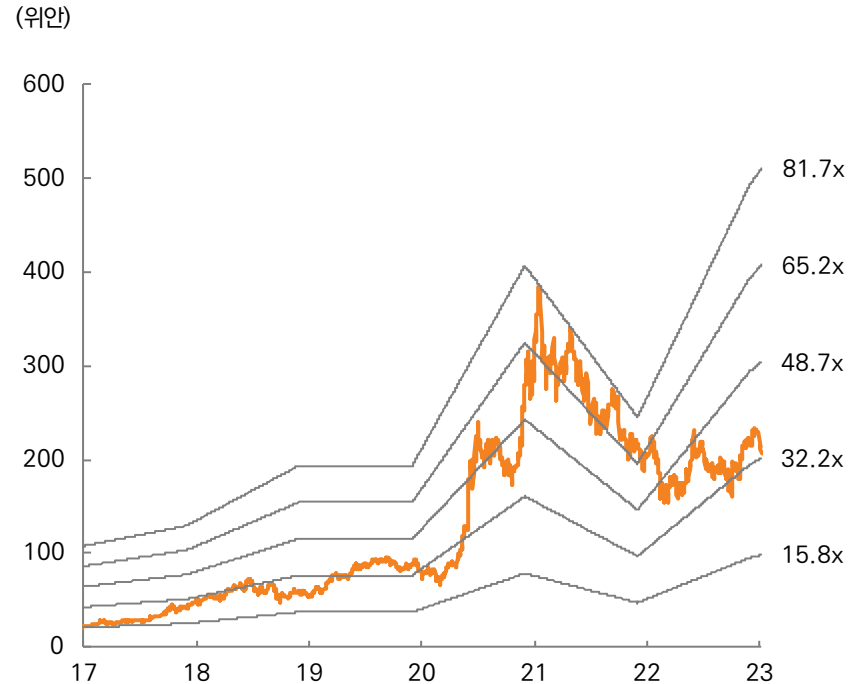
- 현재 23년 P/E 34배 수준으로 과거 평균 표준편차에 거래 중
- 1) 고강도 방역에 따른 22년 실적 부진, 2) 연말 / 설연휴 쇼핑 관광 성수기 모멘텀 소멸, 소비 개선 속도 기대치 하회 가능성으로 단기 주가 조정 가능성 존재
- 동사는 중국 면세점 전 영역 라이선스 보유로 균형적인 매출 성장 실현이 예상되며, 22년 낮은 기저와 23년 리오프닝 및 내수 확대의 대표 수혜주로서 단기 주가 조정은 장기 매수의 기회로 판단

12개월 선행 P/E 밴드 차트 I



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

12개월 선행 P/E 밴드 차트 II



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

요약 손익계산서

(십억위안)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	21.0	22.4	28.3	47.0	48.6	52.6	67.7	56.8	95.4	124.6
영업이익	2.1	2.4	3.5	5.4	6.4	9.1	15.0	9.4	18.7	24.8
세전이익	2.3	2.7	3.8	5.3	7.4	9.7	14.9	9.2	17.7	23.4
순이익	1.5	1.8	2.5	3.1	4.6	6.1	9.7	6.2	12.7	16.6
현금성 영업이익(EBITDA)	2.3	2.6	3.7	5.6	6.9	9.4	13.3	10.4	19.4	25.7
(성장률, YoY)										
매출액		6.4%	26.3%	66.2%	3.4%	8.2%	28.7%	-16.1%	68.0%	30.6%
영업이익		13.1%	45.7%	53.0%	19.5%	42.3%	64.2%	-37.4%	99.2%	32.7%
순이익		20.1%	40.0%	22.3%	49.7%	32.6%	58.4%	-36.0%	104.9%	30.1%
현금성 영업이익(EBITDA)		12.5%	42.9%	53.4%	22.4%	37.3%	40.7%	-21.5%	86.3%	32.4%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

요약 대차대조표

(십억위안)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	11.8	13.5	17.1	19.6	23.1	31.0	38.5	N/A	N/A	N/A
현금 및 단기금융자산	5.7	9.4	11.4	11.1	12.0	14.7	16.7	N/A	N/A	N/A
비유동자산	3.9	3.8	3.8	7.3	8.7	10.9	16.6	N/A	N/A	N/A
자산총계	15.7	17.3	20.9	26.8	31.8	41.9	55.1	N/A	N/A	N/A
유동부채	3.7	3.9	5.8	7.8	8.4	15.7	17.1	N/A	N/A	N/A
단기차입금	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	0.4	0.5	N/A	N/A	N/A
비유동부채	0.2	0.1	0.2	0.5	0.5	0.1	3.5	N/A	N/A	N/A
장기차입금 및 사채	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
부채총계	3.8	3.9	5.9	8.3	8.9	15.7	20.7	N/A	N/A	N/A
자본총계	11.9	13.4	15.0	18.6	23.0	26.2	34.4	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

요약 현금흐름표

(십억위안)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	1.7	2.1	2.8	2.7	3.1	8.3	8.3	N/A	N/A	N/A
투자활동현금흐름	(5.5)	4.4	1.3	(2.0)	(0.7)	(3.8)	(2.3)	N/A	N/A	N/A
설비투자금액	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
재무활동현금흐름	(0.5)	(0.6)	(1.4)	(1.1)	(1.7)	(1.4)	(3.7)	N/A	N/A	N/A
연간현금변동	(4.3)	6.0	2.5	(0.2)	0.8	2.7	2.0	N/A	N/A	N/A
잉여현금(FCF)	1.0	2.0	2.5	1.1	1.6	7.0	6.1	5.8	8.3	14.0

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주요 주당데이터 및 비율 분석

(위안, 십억위안, %)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
회식 주당순이익(EPS)	0.8	0.9	1.3	1.6	2.4	3.1	5.0	3.0	6.0	8.1
주당장부가액(BPS)	5.7	6.5	7.2	8.3	10.3	11.4	15.0	18.8	24.3	30.9
주당배당액(DPS)	0.3	0.5	0.5	0.6	0.7	1.0	1.5	1.0	1.8	2.4
자기자본수익률(ROE)	14.2	15.2	19.0	20.4	25.5	29.0	37.7	16.9	26.9	27.8
총자산수익률(ROA)	9.9	11.0	13.2	13.0	15.8	16.6	20.0	11.2	17.5	19.1
배당성향	32.4	54.0	40.1	34.7	30.6	31.8	30.1	33.9	30.4	30.1
순차입금	(5.6)	(9.2)	(11.3)	(10.8)	(11.8)	(14.3)	(16.1)	N/A	N/A	N/A
순차입금비율	-93.7	-166.4	-169.5	-131.4	-115.6	-98.4	-93.6	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

루이 비통 Moët Hennessy Louis Vuitton (MC FP)

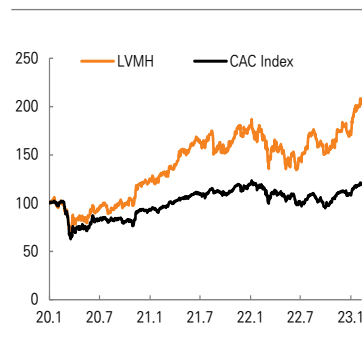
명불허전

Refinitiv 평균목표주가		EUR 855.19	
현재주가 (23/2/10)		EUR 797.60	
상승여력		7.2%	
국가		프랑스	
거래소		EN Paris	
Bloomberg Rating			
매수	보유	매도	
81%	14%	6%	
EPS 성장률 (23F,%)		13.1	
P/E(23F,x)		25.1	
MKT P/E(23F,x)		11.6	
배당수익률(%)		1.50	
시가총액 (십억EUR)		400.4	
시가총액 (조원)		539.2	
주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.1	14.8	16.4
상대주가	1.6	5.6	14.5

[글로벌 소비재] 정우창
wcchung@miraesasset.com

투자포인트

- 루이 비통, 크리스찬디올, 헤네시 등의 럭셔리 의류 및 주류 브랜드를 보유한 글로벌 1위의 럭셔리 소비재 기업. 여타의 다른 글로벌 럭셔리 기업 대비 포트폴리오가 매우 잘 분산
- 루이 비통의 강력한 브랜드력(노 세일 럭셔리 브랜드)을 바탕으로 글로벌 럭셔리 시장 점유율 상승 (22년: 23.4%, 19년 19.6%)
- 지난 1월말 발표한 4Q22 매출은 전년 동기 9% 성장으로 시장 기대치(+7~8% YoY)를 소폭 상회
- 코로나 관련 중국 봉쇄로 인해 일본 제외 아시아 지역 매출 성장률이 전년 동기 대비 8% 감소하였으나, 유럽 매출 성장률 (환율 효과 제외)이 시장 기대치인 10% 초반대를 크게 상회하는 22%를 기록. 경영진은 올 1월도 매출면에서 순조로운 출발을 하고 있다고 밝힘
- 현재 2023년 P/E 25배 수준으로 과거 평균 대비 +1 표준편차에 거래 중으로 단기 밸류에이션 측면에서는 다소 부담스러움. 그러나, 동사의 다변화되어 있는 럭셔리 사업 포트폴리오와 경영진의 높은 실행력, 중국 럭셔리 시장의 높은 성장력의 수혜를 감안할 때, 장기 투자 매력도는 여전히 높다고 판단



결산기 (12월)	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억EUR)	44.7	64.2	79.2	85.2	92.1	97.8
영업이익 (십억EUR)	8.0	17.1	21.0	23.3	25.7	28.1
영업이익률 (%)	17.9	26.7	26.5	27.4	27.9	28.7
순이익 (십억EUR)	4.7	12.0	14.1	16.0	17.6	18.9
EPS (EUR)	9.3	23.9	28.1	31.7	35.0	37.6
ROE (%)	12.7	28.5	27.6	25.8	34.8	23.5
P/E (배)	54.8	30.4	24.2	25.1	22.8	21.2
P/B (배)	6.9	7.8	6.2	6.1	5.4	4.8

자료: 루이 비통, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

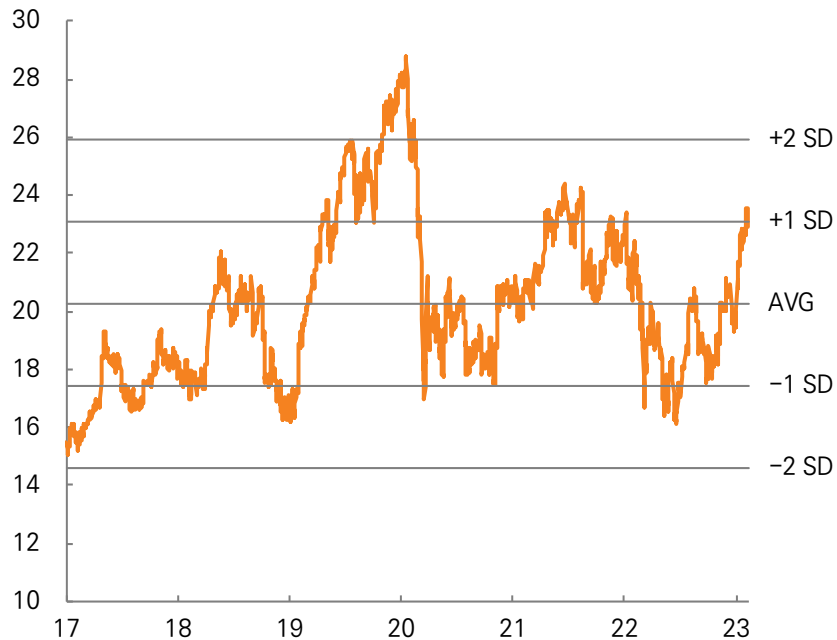
루이 비통 Moët Hennessy Louis Vuitton (MC FP)

단기 밸류에이션 측면에서는 다소 부담스러움

- 현재 2023년 P/E 25배 수준으로 과거 평균 대비 +1 표준편차에 거래 중으로 단기 밸류에이션 측면에서는 다소 부담스러움
- 그러나, 동사의 다변화되어 있는 럭셔리 사업 포트폴리오와 경영진의 높은 실행력, 중국 럭셔리 시장의 높은 성장력의 수혜를 감안할 때, 장기 투자 매력도는 여전히 높다고 판단

12개월 선행 P/E 밴드 차트 I

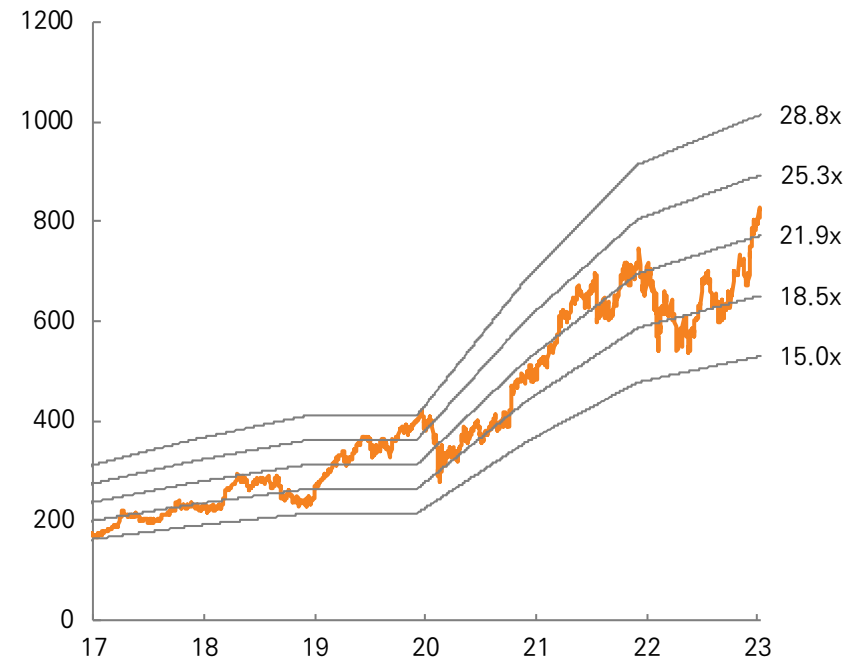
(X)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

12개월 선행 P/E 밴드 차트 II

(유로)



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

루이 비통 Moët Hennessy Louis Vuitton (MC FP)

요약 손익계산서

(십억유로)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	37.6	42.6	46.8	53.7	44.7	64.2	79.2	85.2	92.1	97.8
영업이익	6.9	8.1	9.9	11.2	8.0	17.1	21.0	23.3	25.7	28.1
세전이익	6.6	8.1	9.5	10.7	7.4	17.2	20.1	22.9	25.2	27.3
순이익	4.1	5.4	6.4	7.2	4.7	12.0	14.1	16.0	17.6	18.9
현금성 영업이익(EBITDA)	9.1	10.6	12.3	16.6	14.6	23.0	27.0	28.7	31.1	33.8
(성장률, YoY)										
매출액		13.4%	9.8%	14.6%	-16.8%	43.8%	23.3%	7.6%	8.1%	6.2%
영업이익		17.6%	21.4%	14.1%	-28.7%	113.9%	22.3%	11.3%	10.2%	9.2%
순이익		31.9%	18.4%	12.9%	-34.4%	156.0%	17.0%	13.5%	10.0%	7.5%
현금성 영업이익(EBITDA)		16.3%	15.5%	35.1%	-12.1%	57.4%	17.7%	6.1%	8.4%	8.7%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

요약 대차대조표

(십억유로)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	19.4	21.1	23.6	26.5	40.0	34.3	39.7	N/A	N/A	N/A
현금 및 단기금융자산	3.9	4.3	5.3	6.4	20.7	10.6	10.9	N/A	N/A	N/A
비유동자산	40.2	48.7	50.7	70.0	68.7	91.0	94.9	N/A	N/A	N/A
자산총계	59.6	69.8	74.3	96.5	108.7	125.3	134.6	N/A	N/A	N/A
유동부채	12.8	15.0	16.8	22.6	25.3	28.0	31.5	N/A	N/A	N/A
단기차입금	2.1	2.8	4.0	5.8	9.2	5.0	7.9	N/A	N/A	N/A
비유동부채	18.9	24.4	23.5	35.5	44.5	48.4	46.5	N/A	N/A	N/A
장기차입금 및 사채	3.9	7.0	5.6	5.1	14.1	12.2	10.4	N/A	N/A	N/A
부채총계	31.7	39.4	40.3	58.1	69.8	76.4	78.0	N/A	N/A	N/A
자본총계	27.9	30.4	34.0	38.4	38.8	48.9	56.6	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

루이 비통 Moët Hennessy Louis Vuitton (MC FP)

요약 현금흐름표

(십억유로)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동현금흐름	6.2	7.0	8.5	11.6	10.9	18.7	17.8	N/A	N/A	N/A
투자활동현금흐름	(2.4)	(8.6)	(3.5)	(5.9)	(3.0)	(16.0)	(5.9)	N/A	N/A	N/A
설비투자금액	(2.2)	(1.9)	(2.6)	N/A	N/A	(2.5)	(4.4)	N/A	N/A	N/A
재무활동현금흐름	(4.0)	2.2	(4.3)	(4.7)	7.4	(15.2)	(12.7)	N/A	N/A	N/A
연간현금변동	(0.1)	0.3	0.8	1.1	14.3	(12.0)	(0.7)	N/A	N/A	N/A
잉여현금(FCF)	4.1	5.1	5.9	8.4	8.4	16.1	13.5	17.0	18.7	20.5

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주요 주당데이터 및 비율 분석

(유로, 십억유로, %)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
회석 주당순이익(EPS)	8.1	10.6	12.6	14.2	9.3	23.9	28.0	31.7	35.0	37.6
주당장부가액(BPS)	52.6	57.6	64.2	72.6	74.2	93.6	110.0	130.5	147.0	167.8
주당배당액(DPS)	4.0	5.0	6.0	4.8	6.0	10.0	17.0	13.6	15.0	16.1
자기자본수익률(ROE)	16.0	19.4	20.7	20.8	12.7	28.5	27.6	25.8	34.8	23.5
총자산수익률(ROA)	6.9	8.3	8.8	8.4	4.6	10.3	10.8	11.7	11.6	11.7
배당성향	49.4	46.9	47.5	33.7	64.3	41.8	60.5	42.8	42.7	42.8
순차입금	2.1	5.6	4.3	4.5	2.5	6.6	7.4	N/A	N/A	N/A
순차입금비율	-13.3	17.5	10.9	10.0	23.9	27.0	26.2	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

귀주모태주 Kweichow Moutai (600519 CH)

기승전 ‘마오타이’

투자 의견(유지)	매수
목표주가	CNY 2,400.0
현재주가 (22/02/10)	CNY 1,810.0
상승여력	32.6%
국가	중국
거래소	Shanghai
EPS 성장률 (23F, %)	17.0
P/E(23F, x)	31.0
MKT P/E(23F, x)	9.4
배당수익률(%)	1.7
시가총액 (십억CNY)	2,273.7
시가총액 (조원)	423.1
유통주식수 (백만주)	474.7
52주 최저가 (CNY)	1,316.2
52주 최고가 (CNY)	2,050.9
주가상승률 (%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-1.3 -4.9 -0.9
상대주가	-3.3 -4.5 5.2

[중국 소비자] 김지은
jinzhien@miraesasset.com

투자포인트

- 귀주모태주의 프리미엄 입지, 지속적인 가격 인상 가능성, 제한적 공급 대비 높은 수요, 재테크 용도 등을 감안, ‘에르메스’같은 명품 브랜드 비견될 만큼 중국의 대표적인 프리미엄 백주기업
- 19년 이래 가장 높은 성장률 실현 : 22년 매출액 약 1,272억위안(+16.2%YoY), 지배주주순이익 약 626억위안(+19.3%YoY), 동사는 22년 중국 정부 고강도 방역 속 주력제품 출고가 인상없이, 연초 제시한 매출 성장 가이드스 15%와 19년/20년/21년 매출성장률 15%/10%/12% 모두 상회
- 23년 주요 키워드 ‘내수소비 확대’, ‘리오프닝’ 기대감으로 안정적인 성장 기대: ‘다채널 + 다제품 + 다양성 + 화제성’ 전략을 통한 기존 소비자 유치 지속, 동시에 신규 소비자 적극 확보로 23년 매출 전년 동기 대비 16% 성장 전망(가이드스 15% 예상)
가격(P): 직판비중 지속 확대, 평균판매단가 상승 견인(직판비중: 19년 8% → 22년 1~3분기 37%)
수량(Q): 23년 마오타이 완제품 수량은 전년대비 약 16% 이상 증가, 계열주 3만톤 확대 사업 준공
- 현재 23년 P/E 31배로 과거 평균 수준에 거래 중. 22년 위기 속에서 적극적인 시장과의 소통 및 마케팅 전략 개선으로 새 경영진의 위기대처 능력 부각. 23년은 회복 속 안정적인 성장 예상. 특히 중가제품 품질 개선 및 선호도 증가와 함께 시장지배력 지속 확대 기대

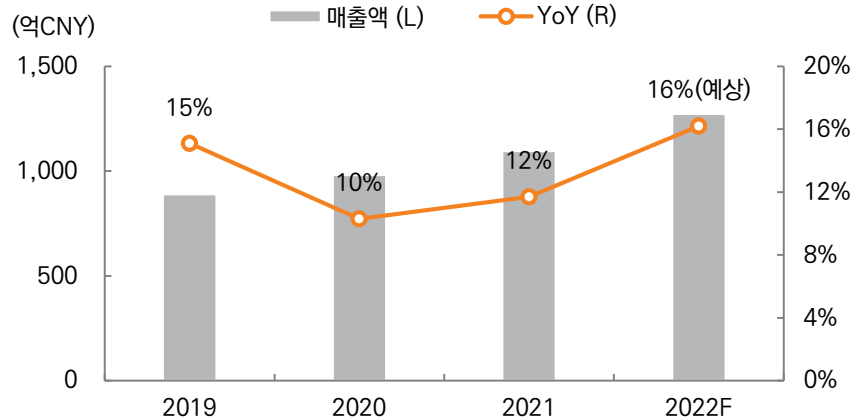


결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억CNY)	88.9	98.0	109.5	127.2	147.6	171.1
영업이익 (십억CNY)	59.1	66.4	73.8	87.8	102.2	117.7
영업이익률 (%)	66.5	67.8	67.4	69.1	69.2	68.8
순이익 (십억CNY)	41.2	46.7	52.5	62.6	73.3	84.5
EPS (CNY)	32.8	37.2	41.8	49.8	58.3	67.3
ROE (%)	33.1	31.4	29.9	31.0	31.6	31.5
P/E (배)	36.1	53.7	49.1	36.3	31.0	26.9
P/B (배)	10.9	15.6	13.6	10.6	9.1	7.9

자료: 귀주모태주, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

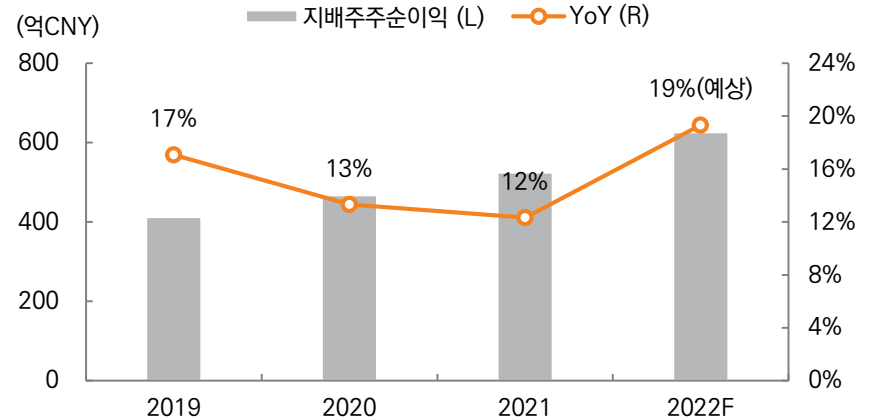
귀주모태주 Kweichow Moutai (600519 CH)

귀주모태주 매출액 및 성장률 추이



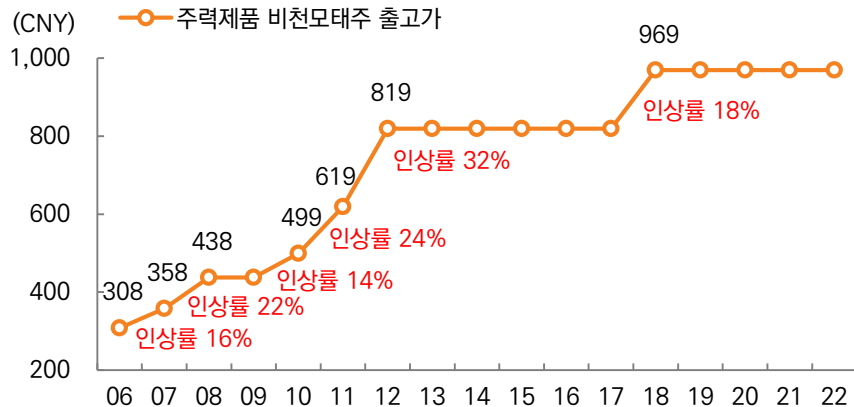
자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

귀주모태주 지배주주순이익 및 성장률 추이



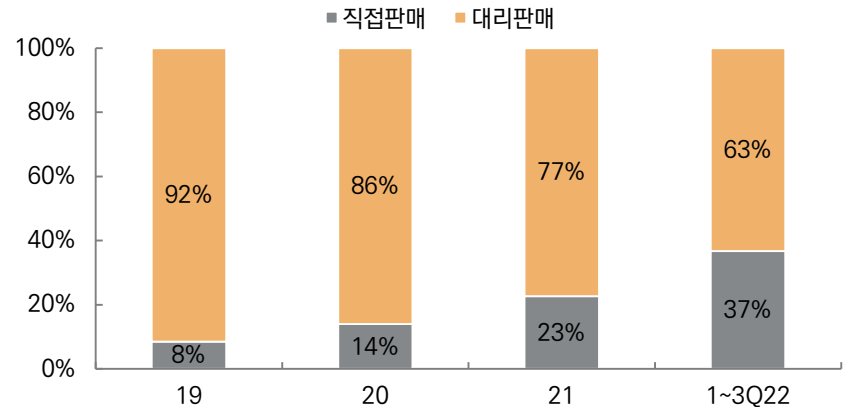
자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

주력제품 비천모태주(53%vol, 500ml) 출고가 인상 추이



자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

귀주모태주 판매 채널별 매출 비중 추이



자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

귀주모태주 Kweichow Moutai (600519 CH)

귀주모태주 'i茅台' APP 정식 운영 (22년 5월 19일부터)



자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

메타버스 플랫폼 '순풍' 런칭 2일차 100만명 돌파 (넷이즈社 공동)



주: 2023년 1월 1일 런칭
자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

계묘년 기념주 신규 출시 (약 46만원)



주: 환율 1CNY=184KRW 적용 / 2023년 1월 5일 출시
자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

귀주모태주 캐릭터 굿즈 출시



자료: 귀주모태주, 미래에셋증권 리서치센터

귀주모태주 Kweichow Moutai (600519 CH)

22년: 위기 속 적극적 대응

23년: 회복 속 안정적 성장

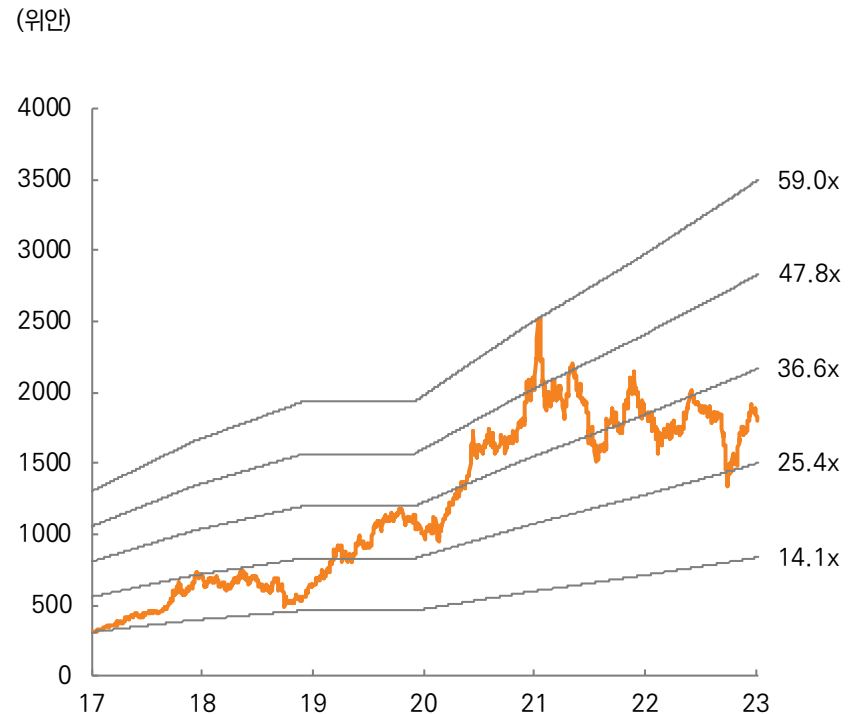
- 현재 23년 P/E 31배로 과거 평균 수준에 거래 중
- 22년: 위기 속에서 적극적인 시장과의 소통 및 마케팅 전략 개선, 투자자 및 시장 신뢰 구축
→ 유통채널 다변화(자사업 출시), 품목별·가격대별 제품 다각화 추진 / 22년 연간 7번 호실적 공시 (기존 연간 4번), 소비 부진으로 인한 시장 우려 해소 / 상장 이래 첫 특별 배당 실시 및 자사주 매입
- 23년: 회복 속 안정적인 성장 예상, 중가제품 선호도 증가세와 함께 시장지배력 지속 확대 기대

12개월 선행 P/E 밴드 차트 I



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

12개월 선행 P/E 밴드 차트 II



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

귀주모태주 Kweichow Moutai (600519 CH)

요약 손익계산서

(십억위안)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	30.0	40.2	61.1	77.2	88.9	98.0	109.5	127.2	147.6	171.1
영업이익	22.1	24.2	38.9	51.3	59.0	66.4	73.8	87.8	102.2	117.7
세전이익	22.0	24.0	38.7	50.8	58.8	66.2	74.5	87.6	102.1	118.4
순이익	15.5	16.7	27.1	35.2	41.2	46.7	52.5	62.6	73.3	84.5
현금성 영업이익(EBITDA)	22.9	25.2	40.0	52.5	60.3	67.7	75.3	89.6	104.1	119.8
(성장률, YoY)										
매출액		33.9%	52.1%	26.4%	15.1%	10.3%	11.7%	16.2%	16.1%	15.9%
영업이익		9.7%	60.5%	32.0%	15.0%	12.4%	11.1%	19.1%	16.4%	15.2%
순이익		7.8%	62.0%	30.0%	17.1%	13.3%	12.3%	19.3%	17.0%	15.4%
현금성 영업이익(EBITDA)		9.7%	59.0%	31.3%	14.8%	12.3%	11.3%	18.9%	16.2%	15.1%

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

요약 대차대조표

(십억위안)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	65.0	90.2	112.2	137.9	159.0	185.7	220.8	252.1	289.1	341.3
현금 및 단기금융자산	34.8	62.8	74.9	98.2	3.9	29.3	45.4	60.1	76.6	111.0
비유동자산	21.3	22.8	22.4	22.0	24.0	27.7	34.4	39.3	45.1	53.2
자산총계	86.3	112.9	134.6	159.8	183.0	213.4	255.2	291.4	334.2	394.5
유동부채	20.1	37.0	38.6	42.4	41.1	45.7	57.9	66.1	71.2	88.3
단기차입금	6.0	10.8	10.5	11.5	11.0	14.2	21.9	25.0	22.0	23.5
비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.3	0.3	0.4	0.5
부채총계	20.1	37.0	38.6	42.4	41.2	45.7	58.2	66.5	71.5	88.7
자본총계	66.2	75.9	96.0	117.4	141.9	167.7	197.0	224.9	262.6	305.8

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

귀주모태주 Kweichow Moutai (600519 CH)

요약 현금흐름표

(십억위안)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	17.4	37.4	22.2	41.4	44.8	52.1	64.0	252.1	289.1	341.3
투자활동현금흐름	(2.1)	(1.1)	(1.1)	(1.6)	(3.2)	(1.8)	(5.6)	60.1	76.6	111.0
재무활동현금흐름	(5.5)	(8.3)	(8.9)	(16.4)	(18.8)	(24.6)	(26.6)	39.3	45.1	53.2
연간현금변동	9.8	28.0	12.1	23.3	22.8	25.7	31.9	291.4	334.2	394.5
잉여현금(FCF)	15.3	36.4	21.0	39.8	41.6	50.0	60.6	52.1	66.4	81.4

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주요 주당데이터 및 비율 분석

(위안, %)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
회석 주당순이익(EPS)	12.3	13.3	21.6	28.0	32.8	37.2	41.8	49.8	58.3	67.3
주당장부가액(BPS)	50.9	58.0	72.8	89.8	108.3	128.4	150.9	170.7	198.1	229.1
주당배당액(DPS)	6.2	6.8	11.0	14.5	17.0	19.3	21.7	29.9	30.9	36.3
자기자본수익률(ROE)	26.4	24.4	33.0	34.5	33.1	31.4	29.9	31.0	31.6	31.5
총자산수익률(ROA)	20.4	16.8	21.9	23.9	24.0	23.6	22.4	22.9	23.4	23.2
배당성향	50.0	51.0	51.0	51.9	51.9	51.9	51.9	60.0	53.0	54.0
순차입금비율	(43.5)	(68.5)	(67.1)	(73.9)	5.0	(9.0)	(11.8)	(15.4)	(20.7)	(28.5)

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.