

소비업종 연간전망

Overweight

18년, 수출증가와 분수효과가 만나는 해

음식료/유통

Analyst 차재현

☎ 02 369 3378

✉ mcjh@db-fi.com

생활용품/의류

Analyst 박현진

☎ 02 369 3477

✉ hjpark@db-fi.com

경제

Analyst 권아민

☎ 02 369 3490

✉ ahminkwon@db-fi.com



Summary



2018년, 수출과 분배정책으로 점진적 내수 회복 전망: 낙수효과라는 미명하에 진행된 기업 중심의 변화 노력은 부작용만 심화시켰다. 새 정부의 분배정책과 미중물 차원의 수출 증가 효과는 18년 가계의 가처분 소득과 내수소비 회복에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단한다.

음식료 : 옥수수, 원당, 대두 등 주요 곡물가격이 안정세이며, 원달러 환율은 1,000원대로 하락했다. 오투기의 뒤늦은 가격 정상화는 15~16년 과도하게 늘어났던 업계 전반의 판촉비를 안정화시킬 것으로 추정한다. 18년 KOSPI 대비 업종 전반의 주가는 아웃퍼폼할 가능성이 있고, 당사의 관심 종목은 CJ제일제당, 하이트진로, 대상, 농심, KT&G 등 대형주에 있다.

유통 : 18년 내수 회복에도 전 채널의 유통기업 주가가 강세를 보이지는 않을 것으로 판단한다. 중국 관련 리스크 하락, 낮은 Valuation, 채널 경쟁력 강화, 혁신적 콘텐츠 보강 등의 관점에서 종목별 선별 투자를 권고한다. 관심종목은 신세계, CJ오쇼핑, 이마트 등이며, 일부 편의점 기업에 대해서는 여전히 Valuation 측면에서 조심해야 할 것으로 판단한다

화장품 : 중국 현지 내 프리미엄 브랜드 위주의 실적 성장은 18년에도 견조할 전망이다. 북미나 아세안 지역으로의 시장 점유율 확대에 따른 결과물만 도출된다면 중장기 전망은 밝다. 3년 전처럼 밸류에이션의 할증은 어려우며, 어닝의 상황만이 주가의 추세를 만들 구실이라고 판단한다. 좀 더 안정적인 ODM사 한국콜마, 코스맥스를 선호한다.

의류 : 내수 패션기업들은 지속적인 구조조정과 비용 통제 노력으로 유지 가능한 최소 수준의 영업 이익률을 개선시키고 있는 것으로 추정된다. 캐주얼룩 소비 회복에 따른 볼륨 증가와 사업 다각화에 따른 효과가 예상되는 LF에 관심이 필요하다. OEM은 바이어별로, 카테고리별로 전방 수요의 방향성이 갈리는 것으로 보여 비탐-업 관점에서의 종목 선별 전략을 선호하며 화승엔터프라이즈에 대해 최선호주 관점을 제시한다.

Contents

I. 수출 증가에 때맞춘 분수효과 기대하며.....	4
선진국의 수요 개선과 신흥국 경기 회복.....	4
한국 교역 조건 개선.....	5
낙수효과(Trickle Down Effect)는 없다.....	7
글로벌 경기회복에 따른 수출 증가, 분수 효과의 마중물.....	8
2017 년 VS 2018 년 영업이익 증가 업종 : 내수소비재 중심.....	10
II. 업종별 전망.....	11
음식료업종.....	11
유통업종.....	14
화장품업종.....	16
의류업종.....	19
III. Coverage Recommendation	23
CJ 제일제당(097950).....	24
하이트진로(000080).....	27
신세계(004170).....	30
CJ 오쇼핑(035760).....	33
코스맥스(192820).....	37
한국콜마(161890).....	40
LF(093050).....	43
화승엔터프라이즈(241590).....	45

I. 수출 증가에 때맞춘 분수효과 기대하며...

선진국의 수요 개선과 신흥국 경기 회복

선진국의 투자 수요가 양호하고, 민간소비의 본격적 회복이 예상되어 2018년에도 선진국의 경기호조가 지속될 것으로 예상된다. 2017년에 본격화되었던 선진국의 수요 개선이 2018년 신흥국 경기를 부양할 것으로 전망한다. 수요를 주도하는 것은 선진국이며, 이는 곧 수출 비중이 높은 신흥국의 경기개선 요인이 되기 마련이다. 즉 물량(Q) 관점에서 선진국의 수요 개선을 파악하기 위해 가격(P)효과가 제거된 수입량의 증가율에 주목할 필요가 있다. 특히 미국의 2Q17~3Q17 주거용 투자가 소폭 부진했지만 기업의 설비투자가 양호하며 기업의 투자 수요는 2017년 미국의 본격적인 성장을 견인하고 있다. 최근까지 투자지표 호조는 IT투자가 절대 다수였으나, 향후 금리 인상 및 원자재 가격 강세와 맞물려 IT 중심의 설비투자가 비IT투자자로 확산될 전망이다.

도표 1. 미국 성장률과 수입량 증가율 추이



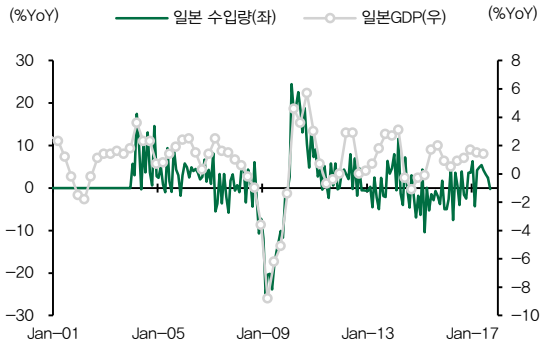
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 2. 유로존 성장률과 수입량 증가율 추이



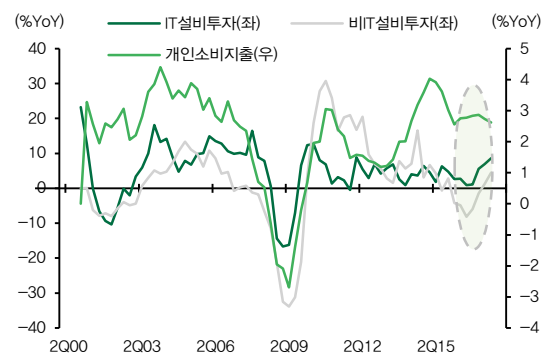
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 3. 일본 성장률과 수입량 증가율 추이



자료: Bloomberg, DB금융투자

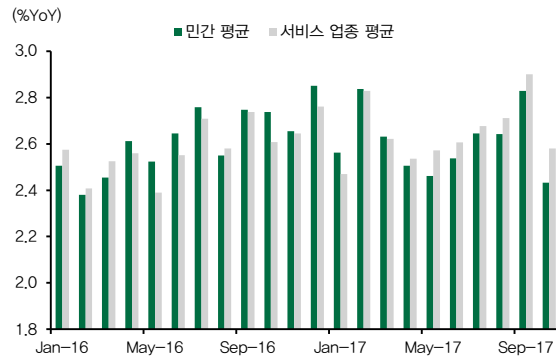
도표 4. 비IT부문으로의 투자 확대에 개인소비지출 반등



자료: Bloomberg, DB금융투자

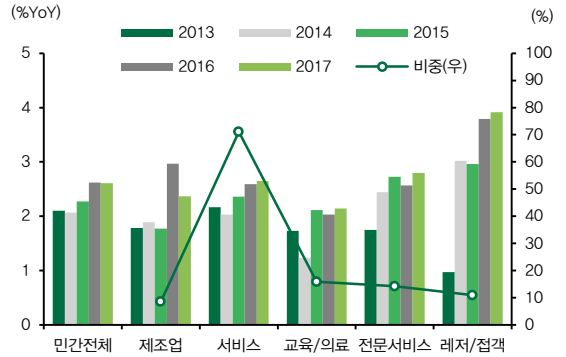
미국은 2009년부터 시작된 정부 주도의 사이클을 지나 기업 주도의 사이클을 지나고 있다. 2018년에는 우호적인 대내외 여건들을 바탕으로 민간 소비가 주도하는 사이클로 진입할 것으로 전망한다. 서비스업종의 임금상승률이 전체 평균을 상회하는 모습이 지속되고 있으며, 과거와 달리 임금의 양극화는 점차 줄어들어 업종별 임금상승률은 평균에 수렴하는 양상으로 가고 있다. 이러한 고용지표의 양적, 질적 개선은 임금 상승률을 우상향 추세로 만드는 요인이 될 것이다.

도표 5. 서비스업종 임금 상승률이 민간 평균을 상회



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 6. 레저/접객업종의 평균 임금상승률 가장 높아



자료: Bloomberg, DB금융투자

한국 교역 조건 개선

선진국의 수요 개선이 신흥국의 수출 경기 호조로 이어진다는 전제하에 한국도 물량 중심의 수출 호조가 예상된다. 순상품 교역조건지수는 지난 7월을 기점으로 (+)국면에 들어섰으며, 소득교역조건지수는 직전 2달 두자릿수 성장을 이어나가며 물량 회복을 증명한 바 있다. 특히 소득교역조건지수에 주목할 필요가 있는데 순상품 교역조건지수가 가격 변동만을 고려한다면 소득교역조건지수는 수출 총액으로 수입할 수 있는 상품의 양, 즉 Q(물량)의 증가를 의미하기 때문이다. 교역 조건의 개선은 체감경기를 결정한다는 차원에서 중요한 포인트이다.

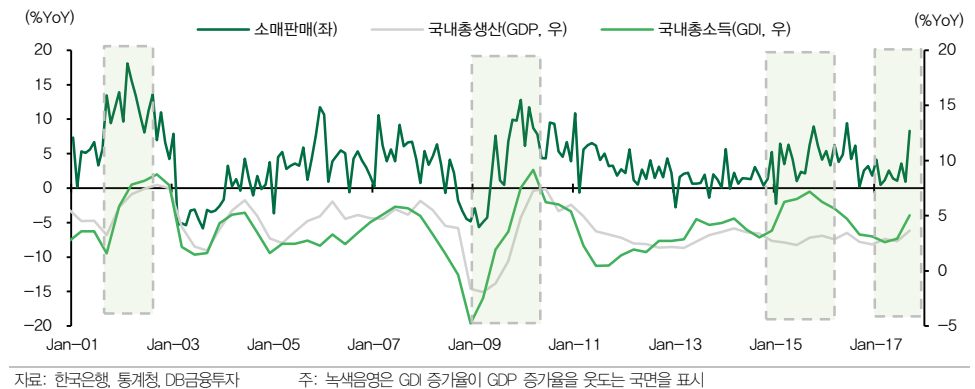
도표 7. 소득교역조건지수와 소매판매와의 상관관계수 0.94



자료: Bloomberg, DB금융투자

지난 상반기 수출 호조에도 소비 회복이 미진했던 이유는 체감경기가 악화되었기 때문인데 최근 실질 무역손익은 1Q17에 역성장을 딛고 빠르게 회복되고 있어 물량 호조에 따른 교역조건이 개선중인 것으로 추측된다. 이는 국내 상품의 구매력 증가, 상대적으로 국내 소비와 투자에 이용 가능한 재원이 증대되는 효과가 있다. 즉 소득을 포함한 경제적 후생증가가 예상된다. 과거 체감경기를 의미하는 소득지표인 GDI가 GDP를 상회할 때 유의미한 소비확대가 나타났던 사례가 있다.

도표 8. 교역조건이 개선되면서 GDI증가율이 GDP 증가율을 상회하는 국면 예상, 내수에 긍정적



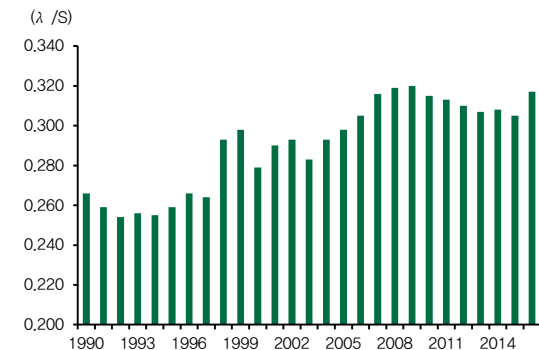
또한 정부 정책의 핵심인 '소득주도' 성장에 주목해볼 필요가 있다. 공격적 추경집행 등 정책 모멘텀은 이미 3Q17에 GDP 정부소비 기여도 상승, 공공부문 일자리 증가 및 공공행정 부문 생산 증가에서 나타났다. 근로소득은 0.5%YoY 증가해 2016년 2Q 대비 처음으로 상승했고, 전체 가계소득에서 근로소득이 차지하는 비중 역시 66.2%로 전분기 대비 소폭 반등했다. 전체 신규 고용에서 공공부문이 차지하는 비중은 16년 9월 19%에서 올해 9월 31%까지 확대됐다. 국내 전체 고용에서 가장 큰 비중을 차지하는 제조업 부문에서는 양적인 개선보다 질적인 개선이 향후 내수소비를 지지할 것으로 예상된다.

낙수효과(Trickle Down Effect)는 없다.

선성장 후분배를 주장하는 사람들은 아직도 “전체 GDP가 증가해 저소득층에게도 혜택이 돌아가서 소득 양극화가 해소된다” 는 낙수 효과를 강조하지만 외환위기 이후 한국에서의 낙수 효과는 사라진 듯하다. 외환위기 이전까지는 기업의 성장과 국민 개개인의 소득이 동반 성장했을지도 모르지만 이후 부터는 분명히 상황이 달라졌다. 실제로 2000~2010년까지 기업소득은 연평균 16.4%씩 증가했지만 가계소득은 연평균 2.4% 정도만 늘었다. 이명박 정부는 낙수 효과를 유도하기 위해 수출 대기업을 위주로 한 지원 정책을 펼친 결과 2008~2011년 30대 재벌의 자산은 12.6% 증가했지만 같은 기간 5인 이상 사업체 근로자의 실질임금은 0.5% 감소했다(네이버 지식백과 낙수효과 무용론 인용).

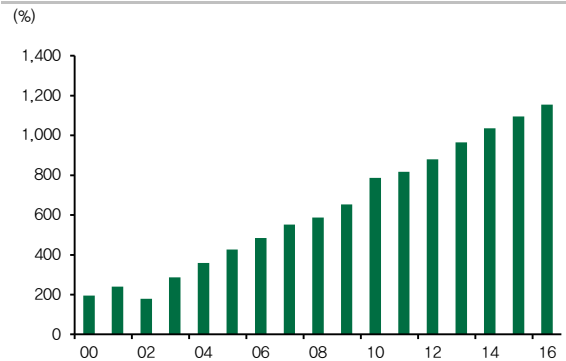
한국의 경제적 불평등이 확대된 시기는 외환위기 이후다. 지니계수는 외환위기 이후 이전과는 다른 양상을 보이기 시작했고, 04년 이후 빠르게 악화됐다. 가계의 가처분소득 증가율은 11년이후 빠르게 둔화됐고, 평균소비성향의 하락도 같은 방향성을 보였다. 글로벌한 성장률 둔화와 노령화의 과정에서 낙수효과라는 미명하에 진행된 기업중심의 변화 노력은 부장용만 심화시켰다. 시장논리에 맞춘 구조개혁, 기업하기 좋은 환경, 규제 완화, 인위적인 환율 절하 등의 결과가 낮은 경제성장률과 불평등의 심화라면 다른 선택이 필요하다. 사회적 공감대는 기업이 정신이 악화되고 특권익식에 사로잡힌 일부 재벌 3세에게 대단한 혁신을 기대하지 않는 듯 하다.

도표 9. 한국의 지니계수, 외환위기 이후 상승



자료: 통계청, DB금융투자

도표 10. 04년 이후 급상승하는 상장기업(MKF2000) 유보율



자료: 통계청, DB금융투자

문재인 정부 출범 이후 경제정책과 관련해, 가장 많이 등장한 표현중 하나가 소득주도 성장이다. 가계 소득을 늘려줌으로써 가계의 소비여력을 증대시키고, 결과적으로 사회 전체의 소비가 늘어 생산과 일자리도 함께 증가해 가계, 기업 그리고 국가의 부(富)도 키우는 선순환 생태계를 만들자는 것이다.

가계의 소득주도 성장론이 등장한 이유는 한국사회 자본주의 도입 이후 줄곧 추구했던 기업의 이윤주도 성장론이 역할을 다했다는 판단 때문이다. GDP로 평가되는 국가경제가 커지고, 그것 이상 대기업의 국제경쟁력은 강화된 반면 가계는 쪼그라든 현실을 바꾸기 위한 대안이 소득주도 성장론이다. 대기업 성장에 따른 떡고물을 받아먹는 낙수효과가 더 이상 작동하지 않음을 인정하고, 가계소비를 증대시켜 기업의 성장을 도모하는 분수효과를 보기 위한 발상의 전환이다.

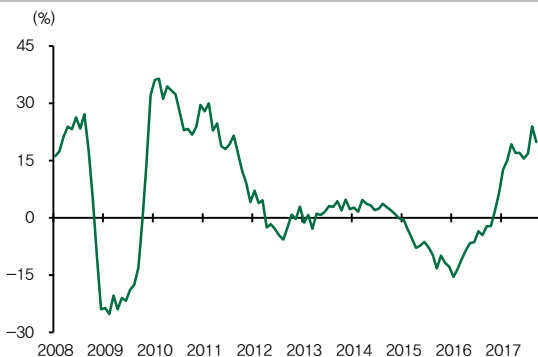
글로벌 경기회복에 따른 수출 증가, 분수 효과의 마중물

한국의 수출 증가율은 16년 11월 이후 11개월 연속 개선되면서 2015~2016년 부진에서 벗어났고, 금융위기 이후 최대 수준의 회복이다. 3Q17 수출은 24%YoY 증가한 1,510억달러로 금액기준 사상 최대를 기록하고 있다(10월 누적 기준 17.3%증가). 17년 1~8월 기준 세계 10대 수출국의 평균 수출 증가율은 7.6%수준이며 이중 한국의 수출증가율 16.4%로 가장 높다. 세계 경기가 좋고 그 중 한국이 레버리지가 가장 큰 게 나타나고 있다.

글로벌 환경에서 경쟁력을 잃은 산업의 구조조정과 그에 수반한 노동의 유연성은 의미가 있다. 그러나, 막연히 기존 기업이 기업하기 좋은 환경을 만들기 위한 노동의 유연성이나 그들 기업들이 투자할 수 있게 기를 살려 줘야한다는 개발 시대의 논리는 아닌 듯 싶다. 기존 대기업의 추가적 유보금 증가보다는 배당 증가와 임금상승을 통한 사외 유출이 있을 것으로 기대한다.

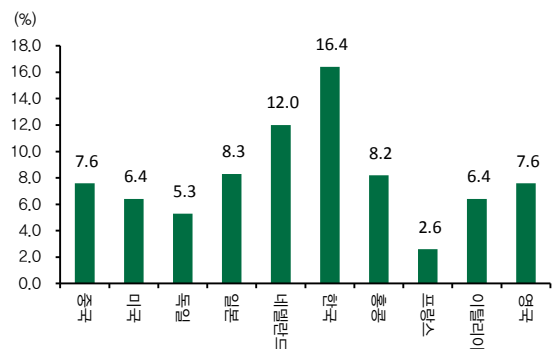
새 정부의 정책과 수출 증가에 따른 긍정적 파급효과는 가계의 가처분소득에 긍정적 영향을 줄 것이다. 새로운 분배정책에 마중물 차원의 수출증가 효과는 18년 내수소비 회복에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단한다. 수출이 경제 성장에 기여하는 비율은 79%에 육박하며 2012년(93%)이후 가장 높은 수준이다. 최근 글로벌 경기 회복과 동반한 한국의 수출 호조가 제조업의 매출 증대와 함께 일자리 증가로 연결될 가능성이 높아졌다. 새 정부의 정책과 수출 증가에 따른 긍정적 파급효과는 가계의 가처분소득에 긍정적 영향을 줄 것으로 판단한다.

도표 11. 한국의 수출 증가율(3개월 이동평균)



자료: 통계청, DB금융투자

도표 12. 17년 1~8월 상위 10개국 수출 증가율



자료: 한국무역협회, DB금융투자

도표 13. 수출금액 증가율과 KOSPI대표 기업의 급여 및 직원수 증가율의 상관관계

(단위: %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
수출금액 증가율	12.0	13.5	13.7	10.2	-16.0	31.4	19.2	1.7	2.8	2.0	-9.1	-5.4	17.0
연간급여총액	18.6	6.9	11.7	2.9	5.4	17.1	4.7	3.0	12.5	5.0	4.4	2.7	?
직원수 증가율	5.5	2.8	1.2	0.7	-0.7	5.5	1.7	0.9	3.6	3.4	0.3	-0.5	?

자료: 한국은행, Delatguide, DB금융투자 * KOSPI200 종목중 시계열이 살아 있는 103개 기업

도표 14. 문재인 정부 소득 주도 성장 주요 내용

문재인 정부 국정운영 5개년 계획 中
소득주도 성장 내용

부채 주도, 낙수효과 의존 ->
성장과 분배의 악순환 발생 ->
일자리 창출을 통해 가계소득, 소비, 내수확대로 경제성장

일자리 중심
국정운영
인프라 구축

실직/은퇴 대비한
일자리 안전망 강화

공공/사회 서비스
일자리 창출

성별/연령별
일자리 지원

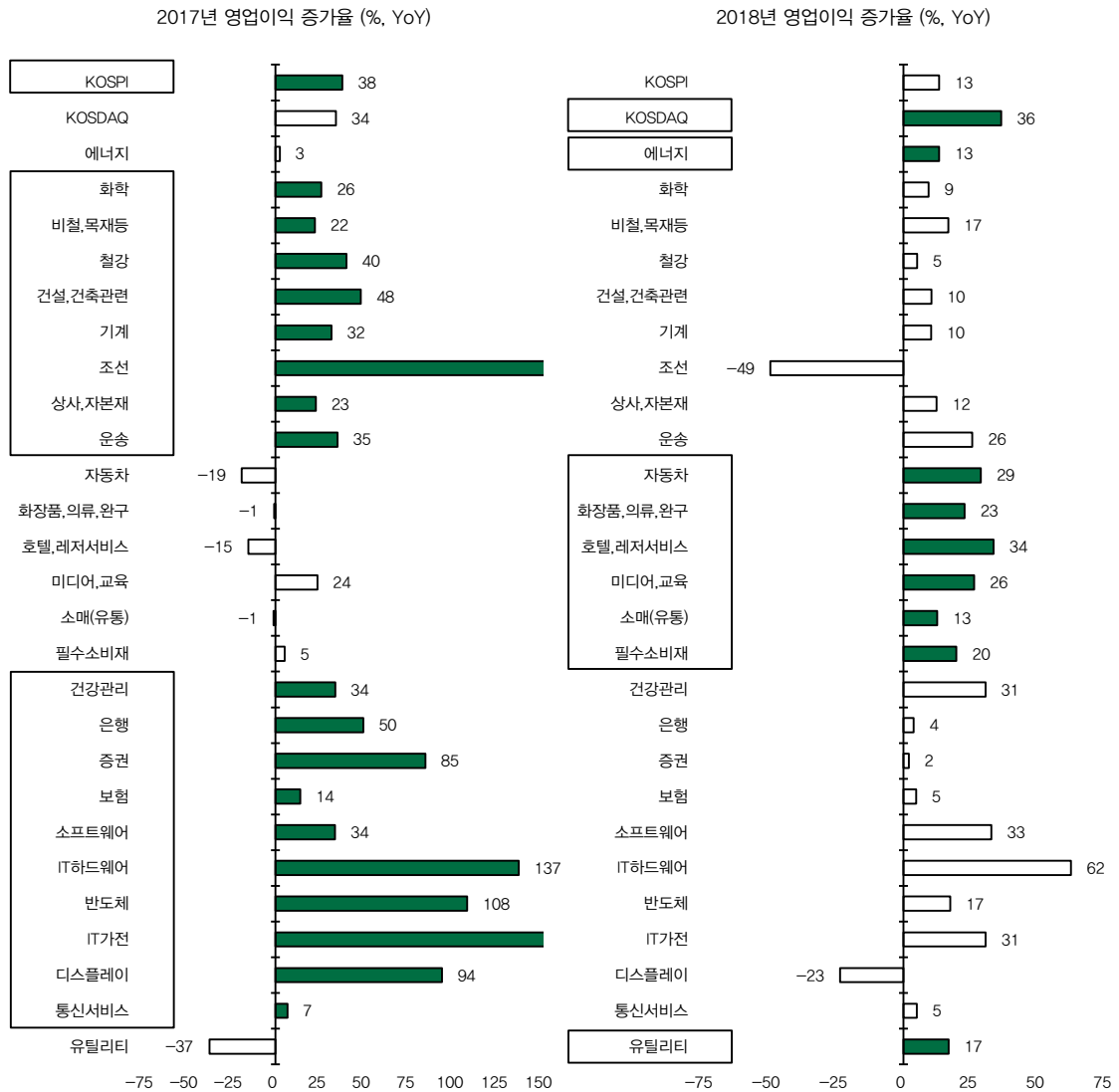
최저임금
1만원 실현

일/생활 균형실천

자료: 중기이코노미신문, DB금융투자

2017년 VS 2018년 영업이익 증가 업종 : 내수소비재 중심

도표 15. 2017년 vs. 2018년 업종별 영업이익 증가율 컨센서스



자료: WISEIN, DB금융투자 주식전략팀

II. 업종별 전망

음식료업종

①곡물가격

주요 곡물가격은 연초대비 하향 안정세를 보이고 있다. 소맥이 연초대비 4.7%상승했지만 옥수수, 대두가 2.6%, 0.6%하락했고 원당도 21.2%하락하며 전체적인 곡물 가격의 안정세가 지속되고 있다. 유가 상승으로 전반적인 원가하락 효과가 다소 반감되는 효과가 있을 것으로 판단하지만, 현재의 안정적인 곡물수급 요인을 감안시 당분간 국제곡물가격의 안정세는 지속될 가능성이 높다. 원달러 환율 하락과 함께 18년 음식료 업종의 원가는 이익 개선에 긍정적인 영향을 줄 것으로 판단한다.

도표 16. 주요 원가변수 변동 현황

(단위: 원, %)

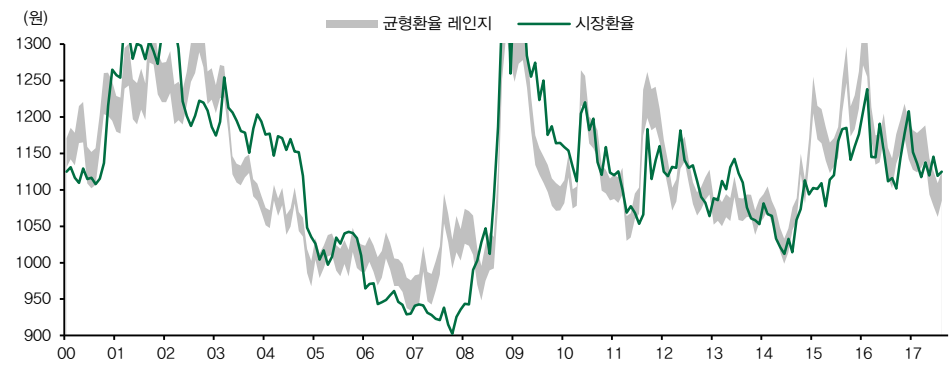
	단위	가격	1주일	1개월	3개월	6개월	연초대비
원달러 환율	KRW	1,095.6	2.3	3.3	4.0	2.1	10.1
소맥	USD/부셸	427.3	-1.0	-1.7	3.2	0.1	4.7
옥수수	USD/부셸	343.0	-0.1	-2.0	-2.1	-7.7	-2.6
대두	USD/부셸	990.5	1.4	0.6	6.5	1.5	-0.6
원당	USD/부셸	15.4	2.7	9.6	15.7	-5.7	-21.2
대두박	USD/부셸	318.2	1.2	-1.1	7.5	0.9	1.7
커피	USD/톤	123.8	-2.9	-0.3	-3.6	-6.4	-9.7

자료: DB금융투자

②원달러 환율

환율이 장중 1,100원선을 하회했다. 당사 채권전략팀의 균형환율모델에 따르면 적정 환율은 1,050~1,100원이며 내년 중 1차적으로 1,050원선까지 하락을 전망한다. 환율이 급락한 것처럼 보이지만 진짜에 하락했어야 할 환율이 북핵 이슈와 같은 노이즈에 의해 하락이 막히다가 한-캐나다 통화 스왑을 계기로 정상화된 것이다. 정부는 환율 변동성 조절에 나서겠지만 현정부의 정책기조와 미국의 통상 압력을 고려하면 과거와 같은 환율 방어는 없을 것이다. 원달러 환율 하락은 전반적인 내수소비 회복과 내수관련주의 주가에 긍정적인 영향을 줄 것으로 전망한다.

도표 17. 당사 채권전략팀 모델이 제시하는 균형 환율은 1,050~1,100원

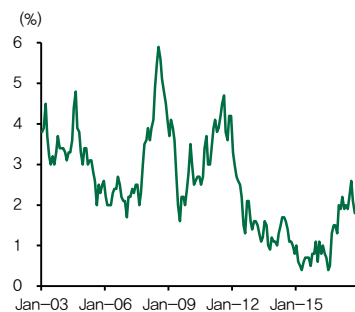


자료: DB금융투자 채권전략팀

③제품가격과 판매량

소비자물가지수 상승세가 나타나고 있고 생산자물가도 동반 상승하고 있다. 18년 임금상승 등으로 효과로 더 강화될 것으로 판단한다. 수입물가도 상승 반전했지만, 원달러 환율 안정 등으로 강한 반등세가 나타나지는 않을 것으로 판단한다. 2007년 이후 10여년간 제품가격 전가에 어려움을 겪었던 음식료 기업들의 가격인상은 향후 다소 수월해질 가능성이 있다. 내수에서는 인구 감소로 판매량 증가가 크게 나타나기는 어렵겠지만, 아시아 지역에서의 활발한 진출을 지속해온 오리온, CJ제일제당, 농심, KT&G 등 주요 음식료 대형사의 가시적인 성과가 기대된다.

도표 18. 소비자물가 상승률



자료: 통계청, DB금융투자

도표 19. 생산자물가 상승률

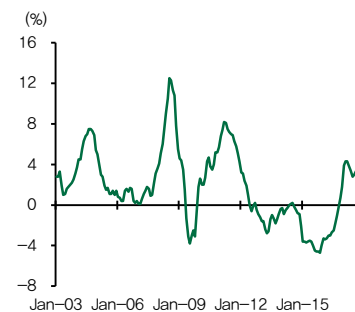
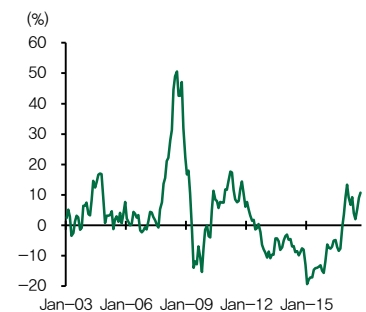


도표 20. 수입물가 상승률



④경쟁비용

최근 오투기가 참치캔 가격을 5년만에 3~5%를 인상했다. 18년초에는 라면가격을 인상할 가능성이 있고 이는 경쟁사 대비 1년 이상 뒤늦게 반영하는 것이다. 오투기는 강력한 영업망을 바탕으로 거의 모든 가공식품 부문에서 경쟁사와 강력한 가격 경쟁을 통해 시장점유율을 높여왔다. 오투기의 뒤늦은 가격인상은 18년 내수 회복과 함께 오투기를 중심으로 진행됐던 품목별 경쟁 비용 감소 가능성을 시사한다.

⑤주가동향 및 투자전략

연초대비 음식료 업종 주가는 KOSPI대비 약세를 보였지만, 업종내에서는 경쟁력을 갖춘 실적 개선 기업을 중심으로 종목별 차별화 양상이 나타났다. KT&G, CJ제일제당, 오뚜기, 하이트진로 등 대형주를 중심으로 안정적인 주가 상승이 있었고 15년~16년 강세를 보였던 중소형주는 약세를 보였다. IT등 주도주의 탄력이 약화되고 원달러 환율이 강세를 보이고 있으며 음식료 업황은 점진적인 개선세를 보이고 있다. 18년 KOSPI대비 업종 전반의 주가는 아웃퍼폼할 가능성이 있다. 관심종목은 CJ제일제당, 하이트진로, 대상, 농심, KT&G 등 대형주다.

도표 21. 음식료 주요 기업 주가 동향 및 컨센서스 기준 Valuation 현황

(단위: 억원, %, 배)

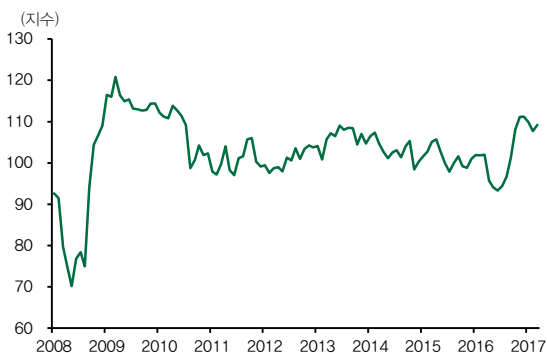
기업명	시가총액	1M	3M	6M	YTD	17E			18E		
						P/E	P/B	ROE	P/E	P/B	ROE
KT&G	161,319	7.3	3.1	14.1	16.3	14.2	2.1	17.5	13.3	1.9	18.6
CJ제일제당	54,256	9.4	16.1	13.7	15.2	15.4	1.6	5.6	14.3	1.4	7.6
오리온	48,033	28.3	27.4	-	-	-	-	-	-	-	-
롯데제과	45,978	-2.5	-17.0	-24.4	-9.3	26.3	0.8	3.0	18.5	0.7	2.8
오뚜기	28,345	6.9	6.6	3.4	24.5	22.0	2.5	11.9	20.2	2.3	13.9
농심	21,745	4.2	5.5	6.6	7.5	21.1	1.2	7.4	18.3	1.1	11.6
롯데칠성	10,152	-6.0	-17.0	-27.4	-12.8	32.8	0.6	3.9	16.4	0.5	2.7
하이트진로	17,638	-2.3	-1.9	6.1	19.2	52.2	1.4	4.1	22.0	1.4	2.9
SPC삼립	13,245	16.7	-1.0	-28.3	-9.4	27.7	4.2	15.7	21.6	3.6	18.1
동원산업	10,779	21.2	16.5	-0.5	-11.8	8.0	1.2	1.7	7.7	1.0	10.0
대상	9,459	14.0	11.5	2.1	3.2	13.4	1.1	7.3	11.4	1.0	7.5
롯데푸드	6,508	-3.4	-2.7	-10.2	-9.5	11.2	0.7	5.9	10.6	0.6	6.3
동원F&B	8,548	10.2	8.3	-14.3	11.9	16.6	1.5	11.4	14.1	1.3	9.9
빙그레	6,226	4.1	2.9	-10.1	-0.9	22.1	1.1	4.9	16.4	1.1	5.5
팜스코	4,481	5.2	-0.4	-9.3	3.4	10.0	1.4	4.1	9.2	1.2	9.6

자료: DB금융투자 11월 19일 현재가 기준

유통업종

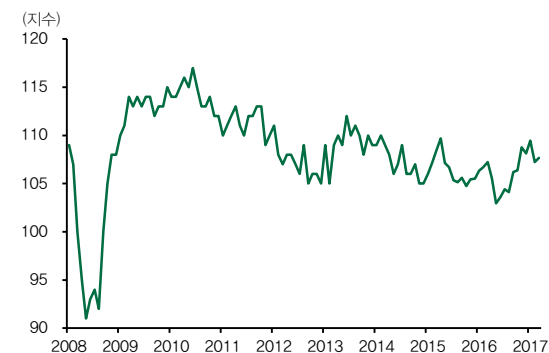
연초 급등세를 보였던 소비자 기대지수가 조정후 상승세를 보이고 있다. 여러가지 경제지표의 개선과 함께 완만한 소비심리 개선이 지속될 것으로 전망한다. 소비자판매가 하반기 들어 점진적인 회복세를 보이고 있고 특히 내구재판매 증가율이 가파르게 나타나고 있다는 점에서 주목한다. 전반적 내수 회복의 시그널이 17년말 ~ 18년초 강화될 것으로 전망한다.

도표 22. 소비자 기대지수, 조정후 재반등



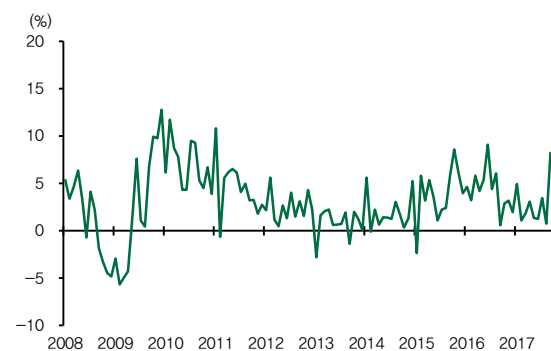
자료: 통계청, DB금융투자

도표 23. CSI, 소비자출판장지수



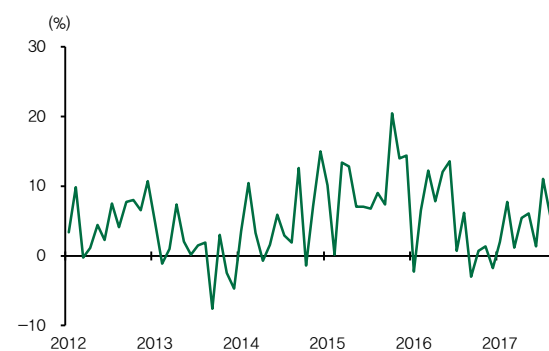
자료: 통계청, DB금융투자

도표 24. 소비자판매 증가율



자료: 통계청, DB금융투자

도표 25. 내구재판매 증가율



자료: 통계청, DB금융투자

3개월 이동 평균기준 백화점, 대형마트의 전년동기대비 매출 성장률은 부진한 상황이 지속중이다. 고 성장세를 유지하던 편의점의 성장률은 점포출점 증가율 수준을 하회하면서 18년 실적 부진을 예고하고 있다. 슈퍼마켓은 큰 비중은 아니지만 각사별 구조조정 노력 등으로 역신장에서 벗어났다. 온라인 판매가 지속 증가하고 있고 이는 이마트, 신세계 등 기존 오프라인 사업자의 온라인 확장에 따른 영향이 있을 것으로 판단한다.

내수소비 회복을 가정해도 18년 전통 백화점의 성장률이 큰 폭의 개선되기는 어려움이 있을 것으로 추정한다. 그렇지만 물가 상승율과 MD개선을 감안시 2~3%수준의 기존점 성장은 가능할 것으로 전망한다. 대형마트의 경우도 물가상승율 수준의 매출 성장이 가능할 것으로 판단한다. 편의점의 경우 업계 전반의 공격점 신규 출점 자제로 성장률 하락이 두드러질 전망이며, 온라인 매출성장은 물류와 자금 경쟁력을 갖춘 종합물 중심으로 높은 성장세를 유지할 것으로 전망한다.

도표 26. 유통채널별 매출 동향(3개월 이동평균)

(단위: %)

	16년				17년								
	9월	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월
백화점	5.1	4.7	2.4	2.2	1.7	2.2	1.9	0.5	0.3	0.3	0.7	-0.2	-2.6
대형마트	-0.9	-1.3	-3.0	-2.5	1.0	-3.4	-1.9	-4.9	2.1	1.7	0.5	-0.3	0.9
편의점	15.8	15.8	15.6	15.1	15.1	13.1	12.1	10.6	11.0	10.8	10.8	10.4	10.8
SSM	-2.0	0.4	1.4	3.8	4.0	1.2	0.4	-1.0	2.2	2.4	2.9	1.9	1.6
온라인판매중개	23.4	19.8	20.2	17.3	13.8	9.7	8.4	10.4	9.5	9.4	4.4	3.6	6.1
온라인판매	7.1	8.6	7.3	8.8	8.8	14.9	20.4	26.7	28.2	30.5	31.8	31.0	35.4

자료: 산업통상자원부, DB금융투자

* 온라인판매중개 : G마켓, 옥션, 11번가, 인터파크, 쿠팡

** 온라인판매 : 이마트, 신세계, AK몰, 홈플러스, 갤러리아몰, 롯데닷컴, 롯데마트몰, 위메프, 티몬

17년 부진했던 유통업 업황에도 주가는 종목별 차별화 양상을 보였다. 성장성 정체가 예상된 편의점의 주가가 부진했고, 순수 백화점과 과도한 Valuation상황에 있던 식자재 유통회사의 주가는 하락했다. 상대적으로 신세계, 하이마트, 홈쇼핑의 경우 양호한 주가 흐름을 보였고 KOSPI대비로도 아웃퍼폼했다. 18년 내수 회복에도 전 채널의 유통기업의 주가가 모두 강세를 보일 수는 없을 것으로 판단한다. 중국관련 리스크 하락, 낮은 Valuation, 채널 경쟁력 강화, 혁신적 콘텐츠 보강 등의 관점에서 종목별 선별 투자를 권고한다. 관심종목은 신세계, CJ오쇼핑, 이마트 등이며, 일부 편의점 기업에 대해서는 여전히 Valuation측면에서 조심해야할 것으로 판단한다.

도표 27. 유통업종 주요 기업 주가 동향 및 컨센서스 기준 Valuation 현황

(단위: 억원, %, 배)

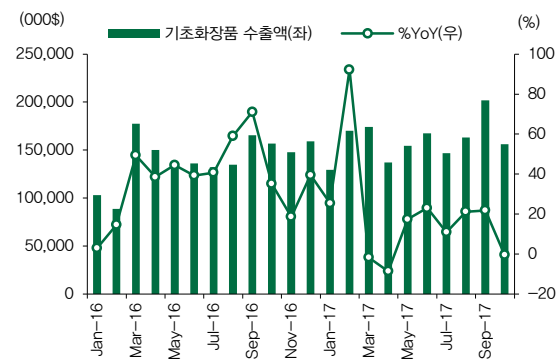
기업명	시가총액	1주일	1개월	3개월	6개월	연초대비	17E			18E		
							P/E	P/B	ROE	P/E	P/B	ROE
롯데쇼핑	64,681	-2.1	1.8	-6.2	-9.3	13.3	-	0.4	-0.2	17.3	0.4	2.3
BGF리테일	39,192	0.0	-6.1	-12.4	-36.5	-3.3	18.1	3.6	21.3	17.7	3.1	19.0
GS리테일	27,104	-4.9	1.0	-14.4	-35.9	-26.1	19.1	1.3	7.0	16.6	1.3	7.8
현대백화점	20,805	0.9	0.9	-6.9	-19.2	-18.4	7.2	0.5	7.4	7.4	0.5	6.7
호 텔신라	32,654	0.6	36.2	33.8	33.3	72.8	100.9	4.7	4.7	33.3	4.2	13.4
신세계	26,090	7.7	25.6	33.8	14.0	50.6	13.8	0.8	5.6	12.8	0.7	5.7
현대홈쇼핑	14,940	-0.8	2.9	-9.1	-5.3	11.7	10.9	1.0	9.2	10.1	0.9	9.3
하이마트	16,691	0.3	-5.0	8.6	13.3	67.5	10.8	0.8	8.0	9.7	0.8	8.2
GS홈쇼핑	14,943	2.5	8.8	2.5	9.8	32.4	13.4	1.4	10.7	12.2	1.3	11.2
CJ오쇼핑	12,866	-1.7	6.0	-3.5	6.9	27.1	11.6	1.1	11.1	10.1	1.0	11.2
현대그린	14,753	-1.0	-2.3	-12.5	-7.1	-1.9	13.2	0.9	7.3	12.2	0.8	7.3
CJ프레시웨이	4,535	-1.7	0.9	-16.8	-1.5	-2.1	61.6	2.8	3.9	20.7	2.5	10.5

자료: DB금융투자

화장품업종

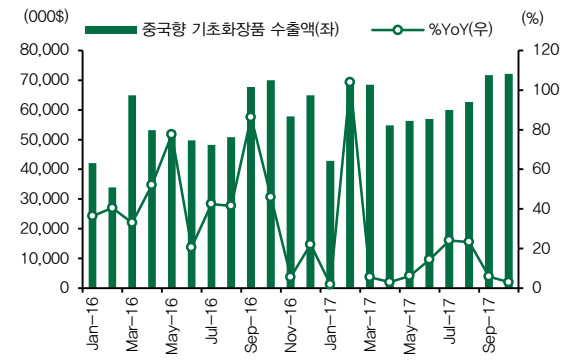
2017년은 화장품 기업들에게 참 다사다난한 해였다. 지난 3월 사드 배치에 대한 구체적 액션이 취해지기 시작한 이후 방한 중국인 객수가 급감하기 시작했고, 이는 곧 고스란히 화장품 기업들의 면세점 채널이나 관광상권 내 오프라인 매장 영업 부진으로 이어졌다. 과거 3~4년간의 국내 실적 성장은 모두 중국인의 덕이었나 싶을 정도로 대부분의 화장품 유통채널은 최악으로 치닫는 듯 했지만 한중 통화스와프 연장이 결정되고, 동시에 6월부터 한국산 기초 화장품의 해외 수출, 특히 중국향 수출이 다시 급증하면서 화장품 기업들의 실적 회복에 대한 기대감이 매우 높아져 있는 상황이다. 실제로 화장품 기업들의 3Q17 실적에서 확인했지만 중국 현지 법인들의 실적은 한중 간 갈등이 최고조에 이르렀던 지난 3~4월 대비 개선되는 듯한 모습을 보였다. 하지만 9~10월 중국향 수출 성장률은 다시 급격히 둔화되면서 전년 동월 수준을 유지하는 정도에 그쳤고, 중국 타이공들의 우회 통로로 알려진 홍콩이나 몽골향 수출 실적은 감소세가 지속되고 있다.

도표 28. 10월 한국 기초화장품 수출 실적 부진



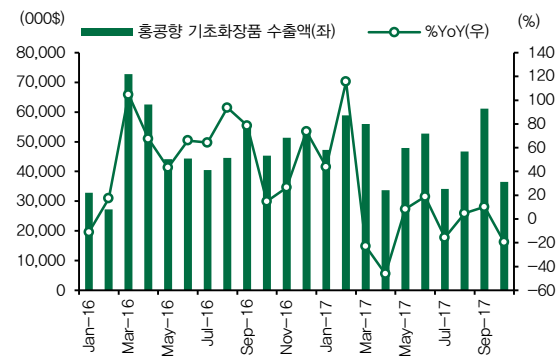
자료: 한국무역협회, DB금융투자

도표 29. 중국향 수출 실적 9~10월 다시 둔화



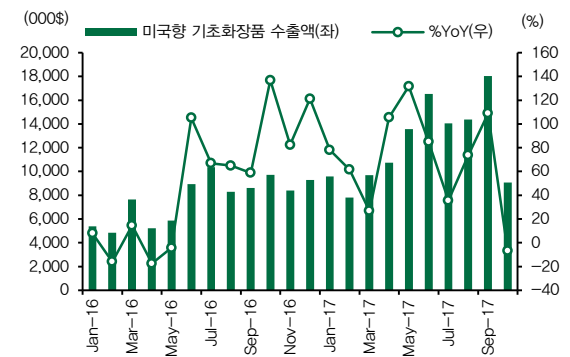
자료: 한국무역협회, DB금융투자

도표 30. 홍콩향 기초화장품 수출 실적 부진 지속



자료: 한국무역협회, DB금융투자

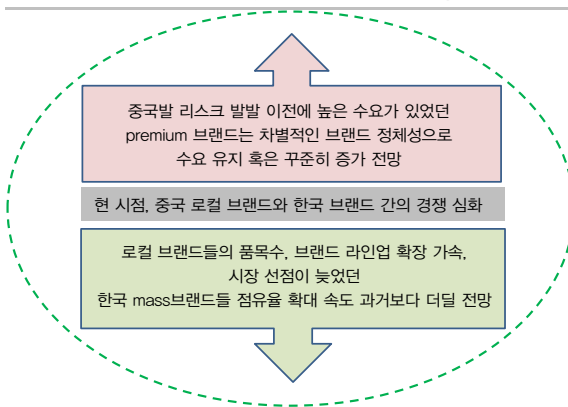
도표 31. 미국향 수출은 9월까지 급증 이후 단기 조정



자료: 한국무역협회, DB금융투자

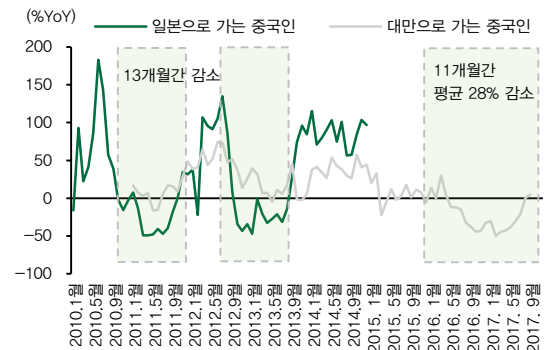
아모레퍼시픽의 '설화수', LG생활건강의 '후'와 같은 초고가 럭셔리 브랜드의 실적 성장은 견조해 사드 리스크 발발 이전이나 이후 수요에 큰 차이가 없다는 것이 개인적 견해이다. 하지만 Mass 시장은 다르다. 중국시장 내 확고한 인지도를 갖고 있는 한국 럭셔리 브랜드와는 달리 중저가 브랜드들은 중국 로컬 브랜드와 경쟁이 심해질 수 있다. 또한 바로 잡아야 할 사실 중에 최근 부쩍 한중 간의 관계 개선을 기대하는 뉴스 플로우가 넘치지만 여전히 중국이 한국의 사드 배치를 부정하는 기초의 발언은 이전과 지금이나 달라진 것이 없다는 것이다. 즉 중국이 자발적으로 한국행 단체 관광 재개를 언급하진 않을 것이라는 점이다. 내년 2월 평창동계올림픽이 있어 중국인을 포함한 해외 관광객 유입이 급증할 것으로 보이는 점은 긍정적이다. 내년 동계올림픽 때 중국인 관광객을 포함한 해외 관광객의 증가가 크지 않다면 중국인 인바운드 회복은 내년 상반기 이후로 미뤄봐야 될 것으로 예상된다.(9/13일 발간 내용 중 대만, 일본의 중국인 관광객 추이 참고)

도표 32. 중국 현 시점과 향후 브랜드별 경쟁상황 전망



자료: DB금융투자

도표 33. 중국인 입국 감소는 최소한 12개월 지속



자료: 일본 관광청, 대만 관광청, DB금융투자

국내 사업의 경우 집중하고 있는 유통채널별로 실적 성장의 편차는 클 것으로 예상된다. H&B스토어나 온라인 채널 위주로의 시장 점유율 확장 추세는 2018년에도 지속될 전망이며, 반대로 전문점 채널이나 대형마트 채널에서의 구매 요인이 약해진 채로 내년에도 각자의 영업효율을 높이기 위한 방식을 택하게 될 가능성이 높다고 보여진다. 타이공 도매 수요가 높은 중소형 로드샵 브랜드들의 실적 회복이 가장 느릴 것으로 판단되며, 중국 내 정식 유통채널을 통하는 아모레퍼시픽이나 LG생활건강과 같은 대형주들의 실적 회복이 가장 빠를 전망이다. 사실상 LG생활건강은 17년 하반기 들어서면서 면세 점이나 중국 내 현지 실적이 사드 리스크가 발발하기 이전 수준으로 이미 회복된 것처럼 보인다.

중국발 수요가 겹치면서 중국인 수요에 가려져 있었던 순수 내수 채널의 안정화를 위해 디지털 채널을 강화하는 등의 노력을 하고 있다. 노후화된 채널 중 하나인 전문점 채널은 다수의 브랜드를 아우르는 멀티샵 혹은 H&B샵 형태로 변모하여 소비자의 구색을 맞추고 있으며, 더불어 온라인과 오프라인 유통채널 간의 연결 고리를 만들어 옴니채널을 현실화하기도 한다. 품목별로 선호하는 유통채널도 조금씩 차이가 있다. 전반적으로는 원브랜드숍과 드럭스토어의 소비자 의존도가 절대적으로 높은 하나 기초케어제품의 경우 기존의 전통채널과 온라인 구매비중이 동등하며, 시제품 시연이 구매의 단서가 되는 색조제품의 경우는 온라인보다 오프라인 매장에서의 구매를 선호하는 경향이 높은 것으로 보인다. 온라인 채널이 커진다고 해도 오프라인 매장만이 갖는 기능이 있기 때문에 온라인 속에 오프라인, 오프라인 속에 온라인이 공생한다고 표현하는 것이 적절하다.

도표 34. 최근 1년 내 제품 구매 채널

(단위: %)

		클렌징	스킨/로션	베이스제품	색조제품	향수	바디제품	헤어제품	뷰티기기
오프라인	원브랜드숍	39.0	46.0	39.5	45.6	7.0	25.3	14.9	8.4
	드럭스토어	32.7	41.3	31.3	35.1	18.7	28.5	28.5	13.0
	백화점	10.3	29.3	24.0	26.6	22.5	9.9	5.5	7.8
	멀티브랜드샵	15.5	27.6	22.8	24.9	5.6	8.9	7.9	6.3
	면세점	10.2	26.6	20.0	23.4	26.1	6.8	4.5	6.9
	홈쇼핑	8.1	22.4	16.9	5.9	2.9	6.5	10.3	19.2
	대형 할인점	16.7	19.7	14.1	12.5	3.7	32.8	44.5	17.4
	방문판매	5.4	12.9	8.9	5.7	2.2	4.1	3.3	2.5
	편의점	0.6	0.9	0.9	0.7	0.4	0.7	0.9	1.3
	동네 슈퍼	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	3.1	5.1	1.3
온라인	인터넷 오픈마켓	19.9	28.7	21.6	17.7	11.8	20.5	27.1	23.3
	소셜커머스	15.7	23.5	18.5	16.5	10.7	16.9	22.7	15.7
	종합 쇼핑몰	9.6	22.2	16.3	12.6	7.1	10.5	11.3	15.5

자료: 오픈서베이, DB금융투자

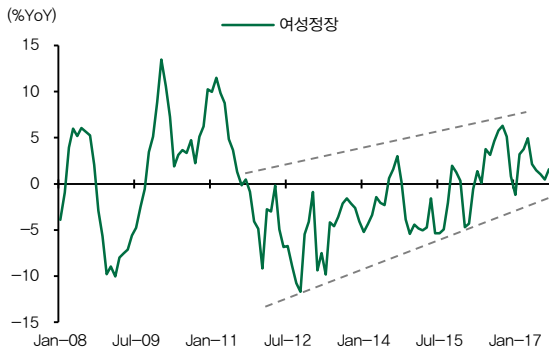
주: 국내 거주하는 20~49세 여성 응답 표본수 1,500명

2017년 실적 부진이 두드러졌던 화장품 기업들은 2Q18부터 기저효과가 예상되며, 전반적으로는 소비재기업들에게 어려웠던 시기가 지나가면서 회복이란 단어가 어색하지 않을 전망이다. 2018년 주요 키워드는 ‘프리미엄’, ‘온라인’을 꼽으며, 북미나 아세안 지역으로의 시장 점유율 확대에 따른 결과물에 대한 리부가 지속된다면 화장품 업종에 대한 중장기 전망은 밝다. 사드 배치로 인해 냉각된 한중 간의 관계 개선이 신속하게 진행될 가능성은 크지 않아 보이며, 일반적으로 중국에 치우친 사업 전개는 미래에 지속적으로 리스크 요인이 될 수 있다. 중국사업 의존도를 낮추기 위한 노력을 지속해야 될 것이며, 화장품 기업들의 주가는 이미 현재 처한 부정적 상황의 정상화를 가정할 때를 충분히 선반영한 것으로 보인다. 업황의 회복이 숫자로 드러날 때 비로소 주가는 추세를 형성할 것으로 판단하며, 그 전까지 방어적 관점에서 LG생활건강, 그리고 해외법인의 증설효과가 지속될 것으로 보이는 OEM사 코스맥스, 한국콜마에 대한 관심을 높일 것을 선호한다.

의류업종

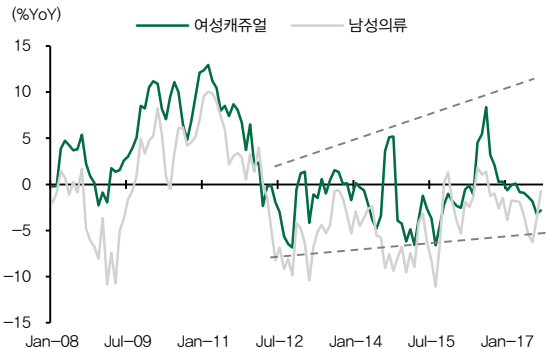
의류 내수 브랜드 기업들은 Top line 성장의 한계를 느끼거나, 또한 OEM기업들은 예상보다 전방 수요 회복 속도가 더딘 것으로 드러나면서 하반기 들어 이들의 추가 수익률은 시장 수익률에 미달한채로 박스권을 형성해왔다. 하지만 내수 패션기업들도 2010년 이후 지속적인 구조조정과 비용 통제 노력이 실적으로 연결되고 있어 내년에는 내수 소비 회복에 따른 이익률 개선이 커보일 수 있을 전망이다. 국내 백화점 여성정장 및 캐주얼 판매 실적 성장률은 2012년부터 차츰 개선되고 있다. 물론 여성정장류의 실적 성장률이 상단과 하단을 좁히면서 성숙기&쇠퇴기로 접어드는데 반해 캐주얼쪽은 추세의 진폭을 더욱 키워 성장 잠재력이 높게 유지되고 있다. 아동/스포츠 부문에서도 2015~2016년 대비 수요가 회복되고 있는 것으로 보이며, 가성비비를 중시하는 소비 트렌드에서 가치소비로 변모하여 희소성을 갖는 명품 수요도 내년에 더 커질 것으로 전망한다. (준명품/명품 수요 증가 기대)

도표 35. 국내 여성정장류의 백화점 판매 회복 중, 폭은 작은 편



자료: 산업통상자원부, DB금융투자

도표 36. 국내 백화점 내 여성캐주얼 부문의 판매 회복 추세



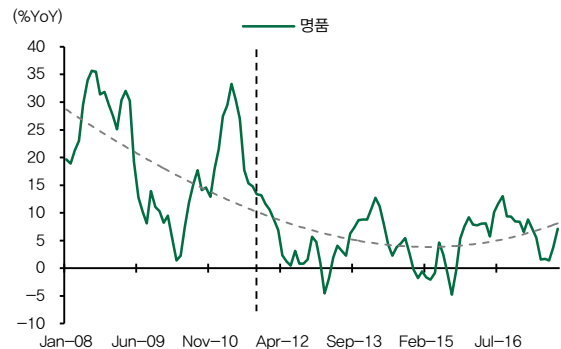
자료: 산업통상자원부, DB금융투자

도표 37. 국내 백화점 내 아동/스포츠 카테고리 매출 회복세



자료: 산업통상자원부, DB금융투자

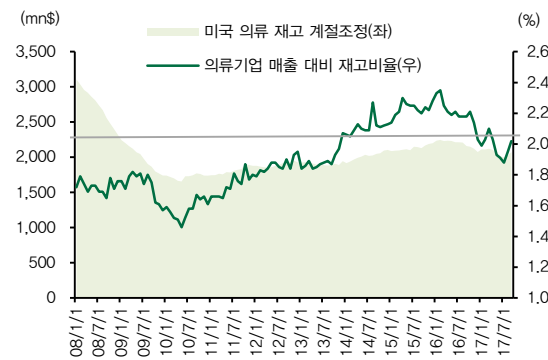
도표 38. 국내 명품 수요 회복 약하지만 추세 회복 중



자료: 산업통상자원부, DB금융투자

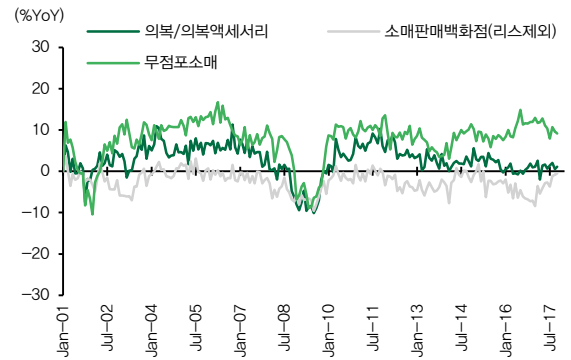
의류OEM의 경우는 지난 6/1일 발간한 '의류OEM-업사이클의 시초'에서 전방 수요 회복에 따른 OEM 업황 회복을 예상했고, 이후 방향성은 회복 기조를 유지하고 있으나 예상보다 회복속도가 느리다. 미국 의류기업들의 재고비율은 작년 초 이후 하락 추세를 띄다가 최근 1~2달 사이 다시 상승하였고, 의류 소매판매 성장률도 낮은 한자릿수 내에서 다소 저조한 성장 흐름을 보이고 있다. 2017년부터 실적이 회복 기조를 띄는 일부 캐주얼 패션 기업들의 경우와는 달리 최근 나이키나 언더아머가 북미지역에서의 의류 부문 매출 성장이 저조한 점을 반영하고 있는 것으로 판단된다. 채널 측면에서는 국내와 마찬가지로 오프라인 채널의 부진과 온라인 채널의 고성장이 두드러지는 현상을 띄고 있어 바이어들의 채널 확장 전략이 OEM사들의 성장 방향성에도 영향을 줄 것이다.

도표 39. 미국 의류 재고비율 개선되다가 최근 다시 증가



자료: Bloomberg, DB금융투자

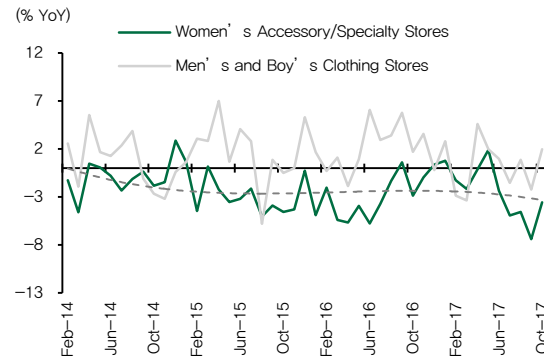
도표 40. 미국 의류소매판매 저조, 온라인 강세, 오프라인 부진



자료: Bloomberg, DB금융투자

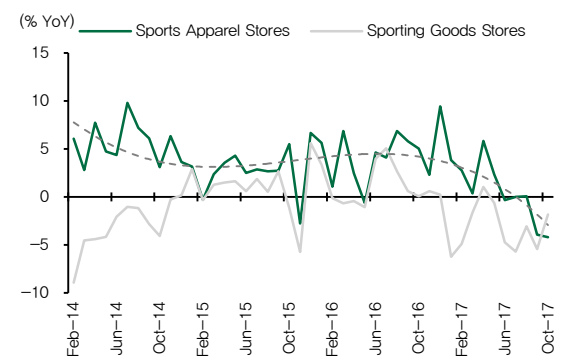
카테고리별로 살펴보면 여성복 매장의 POS 매출 추이가 17년 상반기에 감소세를 멈추고 (+)성장으로 전환되어 기대감을 높였으나 9~10월 들어서면서 다시 감소세가 나타나고 있고, 스포츠웨어/용품 매장의 POS 매출은 급격히 하락 반전하면서 최근 나이키나 언더아머 등의 북미 지역 실적 부진을 대변하는 듯 보인다. 상반기 미국 의류 소비가 회복될 것이란 기대감이 다소 꺾이는 듯 보일 수 있다.

도표 41. 미국 여성복 매장 실적 회복되다가 다시 부진 가속



자료: Bloomberg, DB금융투자

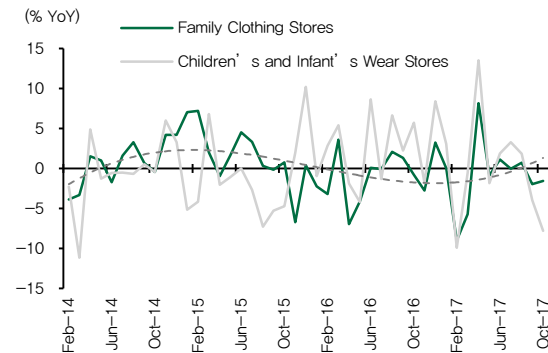
도표 42. 미국 스포츠웨어/용품매장의 POS 매출 성장 부진



자료: Bloomberg, DB금융투자

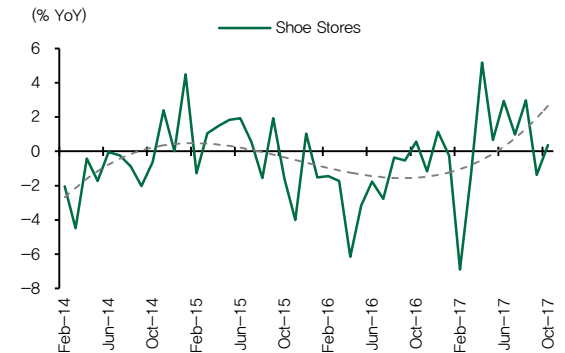
회복을 띠는 카테고리는 패밀리룩과 신발 쪽이다. 미국에서도 한국과 유사하게 여성복이나 남성복 수요가 지속적으로 저조한 가운데 패밀리 캐주얼 라인은 회복 국면에 있는 것으로 추정되며, 예상대로 강한 것은 신발 수요였다. 아디다스 신발 수요가 강해 화승엔터프라이즈가 국내에선 유일하게 수혜를 받는 상황을 긍정적 사례로 꼽는다. 즉 2018년에는 여성/남성복 시장의 축소와 캐주얼/패밀리룩의 수요 증가가 예상되며, 이는 사실 한국의 장기적인 의류 구매 트렌드와 유사하다.

도표 43. 패밀리캐주얼 라인의 매장 POS 매출 성장 회복추세



자료: Bloomberg, DB금융투자

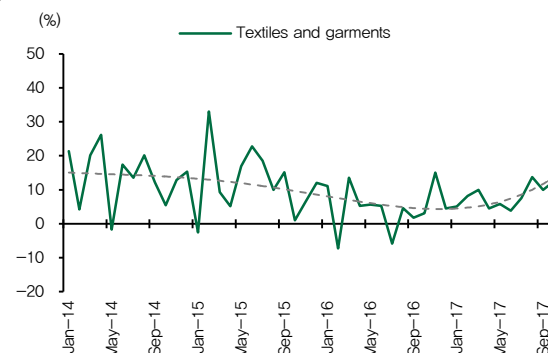
도표 44. 미국 신발 매장 POS 매출의 강한 성장



자료: Bloomberg, DB금융투자

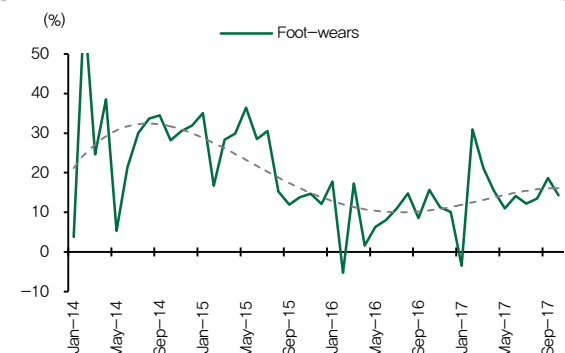
베트남에서 미국으로 향하는 섬유 및 의류 완제품 수출 실적은 작년에 급격히 둔화되어 월별로는 전년동월대비 감소할 때도 있었으나 2017년 하반기부터는 기저효과 및 전방수요 회복에 따라 성장률이 2014~2015년 수준까지 회복하고 있는 것으로 보인다. 신발 수출은 지속해서 10% 중후반 성장률을 유지하고 있어 의류 대비 차별화된 성장을 띄고 있다. 결론적으로 전체 의류 소비가 회복된다고 단정하기 어려운 현 시점에서 '온라인' 채널 위주로, 그리고 '이지캐주얼, 신발' 위주의 수요 회복은 지속되고 있음을 알 수 있고, 글로벌 OEM사들의 실적 추이를 살펴볼 때 빅 브랜드보다 중소 브랜드들의 신규 수주가 늘어나는 OEM 기업 위주로 실적 호전세가 강해 2018년에는 어떤 바이어들을 보유하고 있으며, 어떤 카테고리의 제조 비중이 높은지에 따라 OEM기업별로 주가의 움직임은 차이를 댈 것으로 전망한다.

도표 45. 베트남~미국 섬유/의류완제품 수출은 회복세



자료: 베트남 관세청, DB금융투자

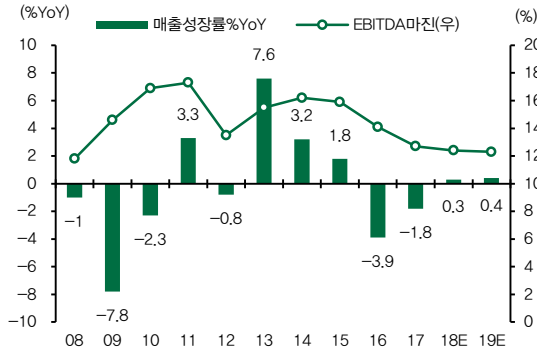
도표 46. 베트남 제조~미국향 신발 수출 고성장세 지속



자료: 베트남 관세청, DB금융투자

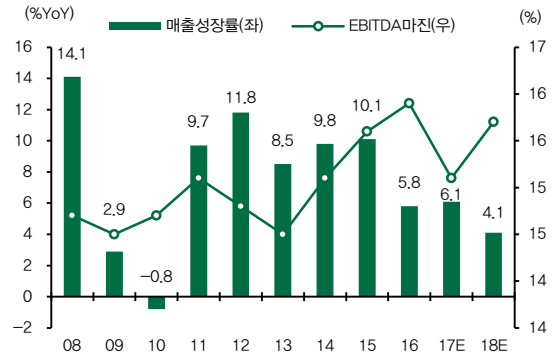
(참고) 글로벌 주요 바이어 실적 전망: GAP 실적 회복, 나이키와 언더아머 성장 둔화

도표 47. GAP 실적 컨센서스 추이



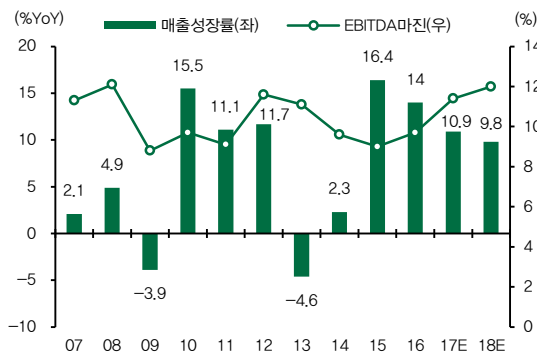
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 48. NIKE 실적 컨센서스 추이



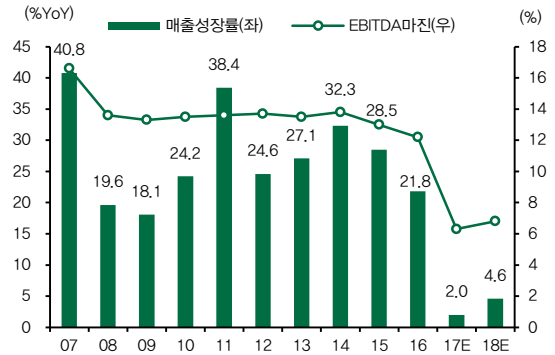
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 49. Adidas 실적 컨센서스 추이



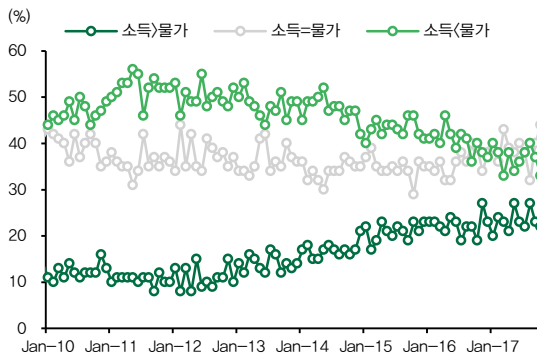
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 50. Under Armour 실적 컨센서스 추이



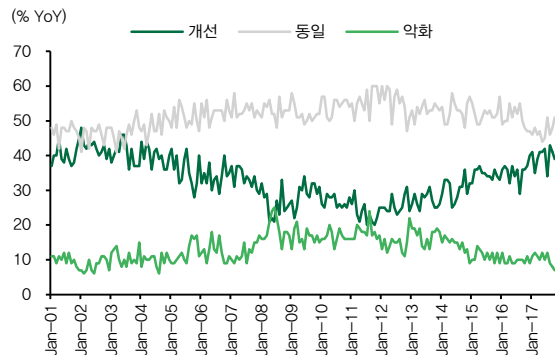
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 51. 미국 심리지수: 소득 증가 기대감 높아



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 52. 미국 소비 심리 개선 기대감 상승



자료: Bloomberg, DB금융투자



Coverage Recommendation

- › CJ제일제당 (097950)
- › 하이트진로 (000080)
- › 신세계 (004170)
- › CJ오쇼핑 (035760)
- › 코스맥스 (192820)
- › 한국콜마 (161890)
- › LF (093050)
- › 화승엔터프라이즈 (241590)

Buy

CJ제일제당

097950

목표주가(상향)

500,000원

현재주가(11/20)

415,000원

Up/Downside

+20.5%

투자의견(유지)

Buy

2017. 11. 21

전형적인 주가 상승 모멘텀 발생

전형적인 주주가치 상승 모멘텀 발생: ①주력 사업 집중(가공), ②부진 사업 턴어라운드(소재/사료), ③비주력 사업 매각(제약 검토중), ④유류자산 매각(삼성생명), ⑤공급과잉 우려 해소(바이오) 등 전형적인 기업 가치 상승 이벤트가 몰아서 발생중이다. 오랜만에 실적 가이던스를 충족시켰고, 유류자산 매각에도 영업외 손실 반영은 크지 않았다. 현재의 원달러 환율 추세라면 이번 주가 상승은 과거와 다를 수 있다. 지금까지와는 다르게 CJ제일제당의 성장이 주주가치로 연결될 개연성이 높아졌다.

2Q18까지 실적 개선 싸이클 진입: 4Q17 대한통운 제외 기준 영업이익은 42.5%YoY증가한 1,472억원으로 높은 이익 개선을 이어갈 것이다. 주력 사업 부문인 가공식품의 고성장이 지속되고, 원당/대두 등 소재원가는 안정세이며, 바이오는 제품포트폴리오 다변화로 공급과잉 우려가 해소될 수 있으며, 사료는 판가만 회복되면 턴어라운드 가능성이 높다. 2018년까지 실적 개선은 담보되어 있고 장기적 이익 전망의 상황 가능성이 열려있다.

목표주가 50만원으로 상향, 투자의견 BUY유지: 18년 대한통운 제외후 동사의 매출액은 가공식품성장과 M&A효과, 바이오 부문 판매량 증가 등으로 11.2%YoY증가한 11조 1,135억원을 기록할 것으로 추정한다. 주요 원재료 부담 완화와 원달러 환율 안정, 고부가가치 제품 판매확대, 바이오 마진율 안정 등으로 영업이익은 28.4%YoY증가한 7,777억원을 기록할 것으로 추정한다. 긍정적 대내외 환경 변화와 지속 가능한 성장성을 감안하여 동사의 목표주가는 500,000원으로 상향하면서, 투자의견 BUY를 유지한다.

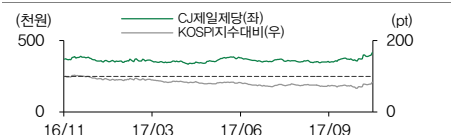
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
FYE Dec					
매출액	12,924	14,563	16,548	18,285	19,722
(증가율)	10.4	12.7	13.6	10.5	7.9
영업이익	751	844	830	1,022	1,142
(증가율)	29.6	12.3	-1.6	23.2	11.7
지배주주순이익	189	276	401	391	461
EPS	14,136	20,708	30,229	29,445	34,730
PER (H/L)	33.2/21.3	20.7/16.2	13.2	13.5	11.5
PBR (H/L)	2.2/1.4	1.8/1.4	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (H/L)	11.0/9.3	10.3/9.4	9.2	7.9	7.1
영업이익률	5.8	5.8	5.0	5.6	5.8
ROE	6.2	8.4	11.2	9.9	10.6

52주 최저/최고	335,000/415,000원
KOSDAQ /KOSPI	785/2,528pt
시가총액	54,651억원
60일-평균거래량	36,865
외국인지분율	27.8%
60일-외국인지분율변동주이	+1.7%p
주요주주	CJ 외 6인 37.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	10.2	16.9	9.2
상대기준	8.6	9.1	-14.7

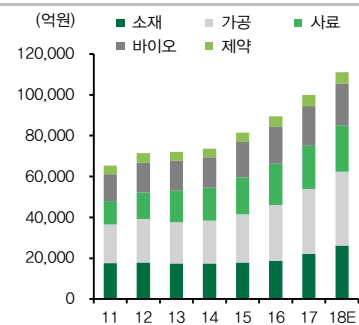
도표 53. 대한통운 제외후 CJ제일제당 분기 실적 전망

(단위: 억원, %)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
대한통운 제외	매출액	23,995	23,270	26,746	25,941	27,542	26,374	29,327	27,892	89,413	99,985	111,135
	가공	7,824	7,133	9,059	7,795	9,076	8,203	10,237	8,590	27,423	31,811	36,105
	소재	5,414	4,682	5,957	6,016	6,900	6,000	6,900	6,462	18,702	22,069	26,262
	사료	5,004	5,446	5,268	5,518	5,404	5,882	5,479	5,957	20,129	21,236	22,722
	바이오	4,523	4,692	5,109	5,036	4,870	4,906	5,291	5,227	18,016	19,393	20,294
	제약	1,230	1,317	1,353	1,577	1,292	1,383	1,421	1,656	5,143	5,477	5,751
	영업이익	1,442	1,041	2,102	1,472	1,961	1,664	2,342	1,810	6,245	6,057	7,777
	%YoY	-21.2	-31.6	12.9	42.5	36.0	59.9	11.4	22.9	6.5	-3.0	28.4
	가공	759	517	1,163	424	899	615	1,177	631	2,554	2,863	3,322
	소재	111	25	334	347	407	354	421	394	965	817	1,576
	사료	13	-9	-12	50	54	82	104	100	627	42	341
	바이오	378	329	421	424	414	412	434	445	1,420	1,551	1,705
	제약	181	179	196	227	187	201	206	240	679	783	834
	영업이익률	6.0	4.5	7.9	5.7	7.1	6.3	8.0	6.5	7.0	6.1	7.0
	가공식품	9.7	7.2	12.8	5.4	9.9	7.5	11.5	7.3	9.3	9.0	9.2
	소재식품	2.1	0.5	5.6	5.8	5.9	5.9	6.1	6.1	5.2	3.7	6.0
	사료	0.3	-0.2	-0.2	0.9	1.0	1.4	1.9	1.7	3.1	0.2	1.5
	바이오	8.4	7.0	8.2	8.4	8.5	8.4	8.2	8.5	7.9	8.0	8.4
	제약	14.7	13.6	14.5	14.4	14.5	14.5	14.5	14.5	13.2	14.3	14.5
연결기준	매출액	38,665	39,089	44,107	43,585	43,795	43,877	48,525	46,656	145,633	165,480	182,852
	영업이익	1,925	1,644	2,693	2,041	2,492	2,328	2,992	2,413	8,436	8,303	10,225
	세전이익	1,252	719	3,645	617	1,540	1,593	2,003	1,613	5,284	6,233	6,749
	지배주주순이익	820	301	2,564	328	895	924	1,161	933	2,759	4,013	3,913

자료: 감사보고서, DB금융투자

도표 54. CJ제일제당 매출 전망



자료: DB금융투자

도표 55. 가공식품 매출, 지속성장

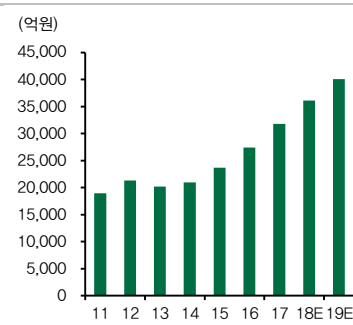
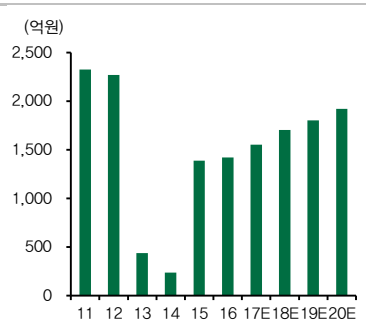


도표 56. 바이오 영업이익, 안정성회복



대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,019	4,881	5,476	6,158	6,752
현금및현금성자산	530	644	980	1,167	1,136
매출채권및기타채권	1,771	2,201	2,218	2,408	2,593
재고자산	1,098	1,280	1,399	1,522	1,639
비유동자산	9,733	10,886	10,902	10,946	11,179
유형자산	6,690	7,281	7,392	7,525	7,841
무형자산	1,737	2,334	2,239	2,150	2,068
투자자산	740	817	817	817	817
자산총계	13,751	15,766	16,378	17,104	17,931
유동부채	4,336	4,699	4,897	5,169	5,455
매입채무및기타채무	1,584	1,939	2,109	2,381	2,667
단기차입금및단기차입	1,441	1,801	1,831	1,831	1,831
유동상장기부채	1,148	773	778	778	778
비유동부채	4,030	5,007	5,007	5,007	5,007
사채및장기차입금	3,089	4,054	4,054	4,054	4,054
부채총계	8,366	9,706	9,903	10,175	10,461
자본금	72	72	72	72	72
자본잉여금	923	924	924	924	924
이익잉여금	2,334	2,567	2,933	3,288	3,713
비지배주주지분	2,242	2,651	2,700	2,798	2,914
자본총계	5,385	6,060	6,475	6,929	7,470

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,155	800	1,282	1,239	1,383
당기순이익	254	354	450	489	576
현금유출이없는비용및수익	922	957	951	969	1,026
유형및무형자산상각비	484	531	622	636	664
영업관련자산부채변동	77	-359	54	-33	2
매출채권및기타채권의감소	175	-175	-17	-190	-186
재고자산의감소	-27	-171	-119	-124	-117
매입채무및기타채무의증가	-61	75	170	272	286
투자활동현금흐름	-693	-1,409	-764	-836	-1,196
CAPEX	-673	-845	-639	-680	-897
투자자산의순증	-44	-77	0	0	0
재무활동현금흐름	-364	726	-182	-217	-217
사채및차입금의 증가	-204	927	35	0	0
자본금및자본잉여금의증가	9	2	0	0	0
배당금지급	-42	-54	-35	-35	-35
기타현금흐름	-3	-3	0	0	0
현금의증가	94	115	336	186	-31
기초현금	436	530	644	980	1,167
기말현금	530	644	980	1,167	1,136

자료: CJ제일제당, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	12,924	14,563	16,548	18,285	19,722
매출원가	10,038	11,275	13,127	14,486	15,648
매출총이익	2,886	3,288	3,421	3,800	4,074
판매비	2,135	2,444	2,590	2,777	2,932
영업이익	751	844	830	1,022	1,142
EBITDA	1,235	1,375	1,452	1,658	1,805
영업외손익	-387	-315	-207	-348	-344
금융손익	-263	-212	-248	-225	-222
투자손익	21	1	0	0	0
기타영업외손익	-145	-104	41	-123	-122
세전이익	365	528	623	675	798
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	254	354	450	489	576
지배주주지분순이익	189	276	401	391	461
비지배주주지분순이익	64	78	49	98	116
총포괄이익	242	384	450	489	576
증감률(%YoY)					
매출액	10.4	12.7	13.6	10.5	7.9
영업이익	29.6	12.3	-1.6	23.2	11.7
EPS	107.7	46.5	46.0	-2.6	17.9

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당주요지표(원)					
EPS	14,136	20,708	30,229	29,445	34,730
BPS	216,981	235,302	260,436	284,971	314,306
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
Multiple(배)					
P/E	26.7	17.3	13.2	13.5	11.5
P/B	1.7	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.1	9.6	9.2	7.9	7.1
수익성(%)					
영업이익률	5.8	5.8	5.0	5.6	5.8
EBITDA마진	9.6	9.4	8.8	9.1	9.2
순이익률	2.0	2.4	2.7	2.7	2.9
ROE	6.2	8.4	11.2	9.9	10.6
ROA	1.9	2.4	2.8	2.9	3.3
ROIC	5.2	5.2	5.2	6.4	7.0
안정성및기타					
부채비율(%)	155.4	160.1	152.9	146.8	140.0
이자보상배율(배)	4.2	4.7	4.6	5.6	6.3
배당성향(배)	12.6	9.1	7.1	6.5	5.6

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

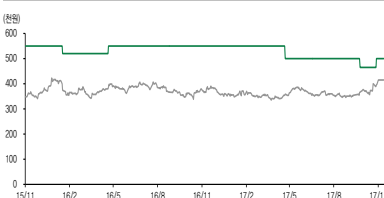
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

CJ제일제당 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
15/06/23	Buy	550,000	-29.7 -18.8				
16/02/05	Buy	520,000	-29.8 -25.4				
16/05/10	Buy	550,000	-32.8 -26.1				
17/05/10		1년경과	-35.6 -35.6				
17/05/11	Buy	500,000	-27.7 -22.6				
17/10/13	Buy	465,000	-19.4 -14.0				
17/11/21	Buy	500,000	-				

Buy

하이트진로

000080

목표주가(유지) 33,000원 현재주가(11/20) 25,000원 Up/Downside +32.0% 투자의견(유지) Buy

2017. 11. 21

18년 강한 턴어라운드 지속된다

18년 영업이익 93.9%YoY증가한 1,635억원 전망: 18년 연결기준 하이트진로의 매출액은 3.0%YoY 증가한 19,569억원을 달성할 것으로 전망한다. 영업이익은 소주 시장점유율 상승과 필라이트 판매량 증가, 가동률 상승과 인력 감축에 따른 고정비 효율화, 원가안정화 등에 힘입어 93.9%YoY증가한 1,635억원을 달성할 것으로 추정한다.

맥주 부문 고정 효율화 효과 18년 본격화된다: 맥주 시장점유율은 필라이트 판매량 증가와 레굴러 맥주의 점유율 방어로 35.2%를 기록할 것으로 전망한다. 맥주 부문의 공장 가동률은 48.7%로 상승할 것으로 추정하며 마산공장 등의 설비 효율화 작업이 추가적으로 진행될 경우 더 높은 가동률 상승 가능성이 상존한다. 임금 인상을 반영해도 인력 감축에 따른 고정비 효율화가 예상된다. 롯데에 의해 촉발된 유흥시장에서의 레굴러 맥주 경쟁 완화시 영업이익 개선의 레버리지 효과가 더 확대될 가능성이 있다고 판단한다.

소주시장 점유율 지속 상승, 턴어라운드 감안 BUY지속: 필라이트 판매량은 17년 400만 상자를 달성할 것으로 추정되며, 18년에는 800만 상자에 육박할 수 있다. 부산/경남, 경북, 전라도, 제주 등 거의 모든 지방에서 참이슬의 시장점유율이 상승하고 있고 이러한 현상은 18년에도 지속될 가능성이 높다. 레굴러 맥주 부문의 경쟁이 완화된다면 더 좋겠지만 그렇지 않아도 18년 실적 개선의 강도는 당사의 예상 수준을 기록할 수 있다. 파업으로 인한 영향이 18년 펀더멘탈에 미치는 영향이 거의 없을 것으로 판단하여 투자의견과 목표주가를 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
FYE Dec					
매출액	1,907	1,890	1,901	1,957	2,011
(증가율)	1.9	-0.9	0.5	3.0	2.7
영업이익	134	124	84	163	184
(증가율)	43.0	-7.4	-32.0	93.9	12.8
지배주주순이익	53	38	25	93	112
EPS	743	532	343	1,307	1,575
PER (H/L)	34.2/27.6	59.9/37.9	73.4	19.2	16.0
PBR (H/L)	1.4/1.1	1.8/1.1	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA (H/L)	10.8/9.6	13.0/9.7	12.8	9.1	8.3
영업이익률	7.0	6.6	4.4	8.4	9.2
ROE	4.0	2.9	2.0	7.3	8.5

Stock Data

52주 최저/최고	19,900/27,150원
KOSDAQ /KOSPI	785/2,528pt
시가총액	17,533억원
60일-평균거래량	214,921
외국인지분율	20.6%
60일-외국인지분율변동주이	+3.1%p
주요주주	하이트진로홀딩스 외 13 인 53.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-2.9	-2.5	19.3
상대기준	-4.4	-9.1	-6.8

도표 57. 하이트진로 연결기준 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
매출액	4,134	4,914	5,283	4,676	4,240	5,071	5,283	4,976	18,902	19,006	19,569
%YoY	1.0	-1.8	7.9	-4.8	2.6	3.2	-0.0	6.4	-0.9	0.5	3.0
맥주	1,402	2,000	2,331	1,887	1,416	2,060	2,354	1,942	7,667	7,620	7,772
소주	2,490	2,612	2,626	2,595	2,577	2,703	2,692	2,701	10,093	10,324	10,673
기타/조정	241	301	326	194	246	307	237	334	1,142	1,062	1,124
영업이익	-274	350	566	201	271	492	512	359	1,240	843	1,635
%YoY	-200.7	26.7	103.9	-51.4	흑자전환	40.6	-9.4	78.4	-7.4	-32.0	93.9
맥주	-344	-91	165	-160	-80	41	140	-71	-217	-430	30
소주	63	438	386	348	342	450	361	413	1,403	1,235	1,566
기타/조정	6	3	15	14	9	1	11	17	55	38	39
OP%	-6.6	7.1	10.7	4.3	6.4	9.7	9.7	7.2	6.6	4.4	8.4
맥주	-24.5	-4.5	7.1	-8.5	-5.6	2.0	5.9	-3.7	-2.8	-5.6	0.4
소주	2.5	16.8	14.7	13.4	13.3	16.6	13.4	15.3	13.9	12.0	14.7
기타/조정	2.7	1.0	4.6	7.0	3.8	0.3	4.8	5.2	4.8	3.6	3.5
세전이익	-274	229	435	27	178	422	430	208	612	416	1,237
지배주주순이익	-212	139	306	19	132	316	323	156	384	251	927

자료: 감사보고서, DB금융투자

도표 58. 맥주, 소주 생산량 전망과 가동율 전망

(단위: kl, %)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
맥주생산량	984,592	893,836	804,913	738,926	745,320	662,708	660,000	730,000	760,000
맥주CAPA	1,604,410	1,509,800	1,499,750	1,499,750	1,499,750	1,499,750	1,499,750	1,499,750	1,399,000
가동율	61.4	59.2	53.7	49.3	49.7	44.2	44.0	48.7	54.3
소주생산량	565,147	594,692	579,435	622,936	636,989	654,539	667,630	684,321	701,429
소주CAPA	923,810	923,810	923,810	1,022,161	1,022,161	1,022,161	1,022,161	1,022,161	1,022,161
가동율	61.2	64.4	62.7	60.9	62.3	64.0	65.3	66.9	68.6
인당맥주생산량	290	259	244	222	225	198	219	242	251
인당소주생산량	166	173	176	187	192	196	222	227	232

자료: 감사보고서, DB금융투자

도표 59. 하이트 맥주 생산량과 시장점유율

(단위: kl, %)

수량기준맥주M/S	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
시장규모	2,031,271	2,062,054	2,055,761	2,040,833	2,165,000	2,066,000	2,075,040	1,972,700
하이트 생산량	893,836	804,913	738,926	745,320	662,708	660,000	730,000	760,000
하이트 시장점유율	44.0	39.0	35.9	36.5	30.6	31.9	35.2	38.5
오비맥주 추정생산량	1,137,435	1,257,141	1,316,835	1,295,513	1,437,292	1,306,000	1,230,040	1,200,000
오비맥주 추정시장점유율	56.0	61.0	64.1	63.5	66.4	63.2	59.3	60.8

자료: 감사보고서, DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	852	958	1,011	1,137	1,235
현금및현금성자산	158	159	197	307	383
매출채권및기타채권	521	512	519	532	550
재고자산	138	130	137	140	144
비유동자산	2,609	2,443	2,392	2,336	2,306
유형자산	2,241	2,104	2,061	2,013	1,991
무형자산	213	205	197	189	181
투자자산	55	56	56	56	56
자산총계	3,460	3,401	3,403	3,473	3,542
유동부채	1,436	1,410	1,449	1,489	1,509
매입채무및기타채무	772	739	778	819	838
단기차입금및단기차대	453	466	466	466	466
유동상장기부채	200	180	180	180	180
비유동부채	700	699	699	699	699
사채및장기차입금	469	444	444	444	444
부채총계	2,136	2,109	2,148	2,189	2,209
자본금	369	369	369	369	369
자본잉여금	709	709	709	709	709
이익잉여금	336	294	256	286	335
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	1,325	1,292	1,254	1,284	1,333

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	304	185	213	272	259
당기순이익	53	38	25	93	112
현금유출이없는비용및수익	239	231	179	187	187
유형및무형자산상각비	120	119	124	118	115
영업관련자산부채변동	54	-41	25	24	-2
매출채권및기타채권의감소	-12	30	-7	-13	-18
재고자산의감소	-2	7	-7	-3	-4
매입채무및기타채무의증가	54	-18	39	40	20
투자활동현금흐름	-78	-86	-71	-61	-83
CAPEX	-118	-124	-73	-63	-85
투자자산의순증	4	-1	0	0	0
재무활동현금흐름	-123	-102	-103	-102	-100
사채및차입금의 증가	-52	-32	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-70	-70	-63	-63	-63
기타현금흐름	2	4	0	0	0
현금의증가	104	0	39	109	77
기초현금	54	158	159	197	307
기말현금	158	159	197	307	383

자료: 하이트진로, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,907	1,890	1,901	1,957	2,011
매출원가	1,087	1,066	1,074	1,084	1,110
매출총이익	820	824	827	873	901
판매비	696	700	742	709	716
영업이익	134	124	84	163	184
EBITDA	254	243	208	282	299
영업외손익	-54	-63	-43	-39	-35
금융손익	-43	-40	-38	-36	-34
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-11	-23	-5	-3	-1
세전이익	80	61	42	124	149
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	53	38	25	93	112
지배주주지분순이익	53	38	25	93	112
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	66	37	25	93	112
증감률(%YoY)					
매출액	1.9	-0.9	0.5	3.0	2.7
영업이익	43.0	-7.4	-32.0	93.9	12.8
EPS	161.0	-28.4	-35.6	281.4	20.5

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존에 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	743	532	343	1,307	1,575
BPS	18,579	18,118	17,588	18,007	18,690
DPS	1,000	900	900	900	900
Multiple(배)					
P/E	31.5	39.7	73.4	19.2	16.0
P/B	1.3	1.2	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.3	10.0	12.8	9.1	8.3
수익성(%)					
영업이익률	7.0	6.6	4.4	8.4	9.2
EBITDA마진	13.3	12.8	11.0	14.4	14.9
순이익률	2.8	2.0	1.3	4.7	5.6
ROE	4.0	2.9	2.0	7.3	8.5
ROA	1.6	1.1	0.7	2.7	3.2
ROIC	3.6	3.3	2.2	5.4	6.3
안정성및기타					
부채비율(%)	161.2	163.3	171.3	170.4	165.7
이자보상배율(배)	2.9	3.0	2.1	4.2	5.0
배당성향(배)	128.7	160.7	244.9	66.6	55.3

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

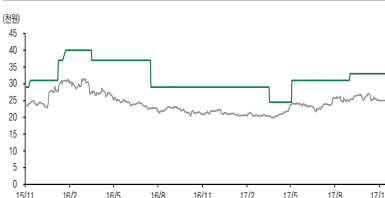
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

하이트진로 현주와 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)
			평균 최고/최저				평균 최고/최저
15/11/13	Buy	29,000	-19.2 -17.1	17/05/23	Buy	31,000	-22.5 -15.6
15/11/30	Buy	31,000	-17.8 -6.0	17/09/20	Buy	33,000	-
16/01/27	Buy	37,000	-18.1 -16.5				
16/02/11	Buy	40,000	-24.9 -21.3				
16/04/05	Buy	37,000	-31.9 -22.7				
16/08/05	Buy	29,000	-26.1 -20.0				
17/04/07	Buy	24,500	-13.8 -3.1				

Buy

신세계

004170

목표주가(상향) 330,000원 현재주가(11/20) 275,500원 Up/Downside +19.8% 투자의견(유지) Buy

2017. 11. 21

면세점, 드라마틱한 반전 모멘텀

면세점, 18년 영업이익 440억 추정: 중국과의 관계 개선을 적극적으로 감안하지 않아도 신세계 면세점의 연간 순매출 규모는 18년 1.3조원, 영업이익은 440억원을 기록할 것으로 추정한다. 면세점의 일매출이 40억원대를 유지한다면 신세계 면세점은 평효율 측면에서 3위, 단일점 매출로는 2위권에 위치할 수 있다. 승객수수로 부문의 빠른 안정을 기대하기 어렵고 개점 초기 판촉비용 집행이 크다는 점을 감안해도 신세계 면세점의 시작은 매우 성공적이다. 같은 구조의 비용 체계라면 판촉비 감소후에도 어느 정도 평효율이 유지될 수 있을 것이다.

인천점 영업중단에도 18년 연결기준 실적 개선 기대: 신세계 연결기준 총매출은 면세점, 동대구점의 매출 가세에도 불구하고 인천점 영업중단으로 17년 수준을 유지할 것으로 추정한다. 영업이익은 6.3%YoY증가한 3,490억원으로 양호한 성장세를 보일 것으로 추정한다.

목표주가 상향, 투자의견 BUY유지: 신세계의 목표주가는 330,000원으로 상향하면서 투자의견 BUY를 지속한다. 목표주가는 삼성생명 가치와 영업가치를 합산하여 산출했으며 18년 예상 실적 기준 P/E 15배 수준에 해당한다. 면세점 부문의 실적이 예상치를 상회할 가능성이 상존한다. 면세점의 평효율과 영업이익이 롯데호텔과 호텔신라와 비교가 가능해질수록 이는 동사의 추가적 주가 상승의 강한 모멘텀으로 작용할 것으로 추정한다. 동사의 주가는 18년 추정실적 기준 P/E 12.7배, P/B 0.7배 수준에서 거래중이다.

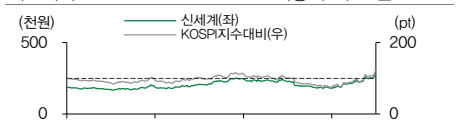
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원 배, %)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
FYE Dec					
매출액	2,564	2,947	3,900	4,272	4,499
(증가율)	2.9	15.0	32.3	9.5	5.3
영업이익	262	251	328	349	376
(증가율)	-4.1	-4.1	30.5	6.3	7.8
지배주주순이익	402	227	195	214	231
EPS	40,843	23,071	19,789	21,697	23,460
PER (H/L)	7.3/3.9	10.1/7.5	13.9	12.7	11.7
PBR (H/L)	1.0/0.5	0.7/0.5	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (H/L)	13.2/10.2	13.4/12.2	8.8	8.5	8.0
영업이익률	10.2	8.5	8.4	8.2	8.4
ROE	14.3	7.3	5.9	6.1	6.2

Stock Data

52주 최저/최고	166,000/275,500원
KOSDAQ /KOSPI	785/2,528pt
시가총액	27,123억원
60일-평균거래량	71,539
외국인지분율	23.6%
60일-외국인지분율변동주이	-0.8%p
주요주주	이명희 외 2인 28.1%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	30.6	39.1	44.2
상대기준	28.6	29.8	12.7

도표 60. 신세계 개별기준 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
총매출액	3,974	4,430	4,687	4,667	4,866	5,054	5,240
백화점	3,353	3,574	3,658	3,494	3,564	3,635	3,708
온라인몰	621	856	1,029	1,173	1,302	1,419	1,533
순매출액	1,486	1,644	1,739	1,731	1,805	1,875	1,944
판관비	944	1,062	1,123	1,106	1,153	1,188	1,231
영업이익	185	198	211	194	198	209	210
백화점	196	206	211	191	194	204	204
온라인몰	-12	-8	1	3	4	5	6
판관비율	23.8	24.0	24.0	23.7	23.7	23.5	23.5
영업이익률	4.7	4.5	4.5	4.2	4.1	4.1	4.0
백화점	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
온라인몰	-1.9	-0.9	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4

자료: 공정공시, DB금융투자

도표 61. 신세계 연결기준 실적 전망

(단위: 십억원)

연결기준	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
총매출액	5,052	5,836	7,142	7,113	7,476	7,815	8,115
순매출액	2564	2,947	3,900	4,272	4,499	4,707	4,878
매출총이익	1635	1,890	2,413	2,743	2,888	3,022	3,132
판관비	1372	1,639	2,085	2,394	2,512	2,618	2,708
영업이익	262	251	328	349	376	404	423
세전이익	583	415	313	343	371	400	419
당기순이익	433	323	232	254	275	296	310
지배주주	402	227	195	214	231	249	261

자료: 공정공시, DB금융투자

도표 62. 주요 연결 법인 실적 전망

(단위: 십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
신세계인터내셔널						
매출	1,022	1,075	1,096	1,118	1,141	1,164
영업이익	16	23	24	24	25	26
센트럴시티						
매출	227	259	262	264	267	270
영업이익	358	98	103	108	113	119
신세계디에프						
순매출	308	935	1,290	1,419	1,532	1,609
영업이익	-50	15	44	52	61	70
신세계동대구						
순매출	-	139	146	154	161	169
영업이익	-5	-17	-5	5	7	10
기타 및 내부거래	-163	-217	-224	-230	-237	-244

자료: 공정공시, DB금융투자

대차대조표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
12월 결산(십억원)					
유동자산	589	988	1,263	1,341	1,425
현금및현금성자산	44	78	307	306	318
매출채권및기타채권	201	296	295	323	339
재고자산	288	393	436	485	511
비유동자산	7,329	8,967	9,028	9,269	9,521
유형자산	5,194	6,626	6,702	6,956	7,219
무형자산	274	304	289	276	266
투자자산	1,327	1,041	1,041	1,041	1,041
자산총계	7,918	9,955	10,291	10,610	10,946
유동부채	1,907	2,435	2,552	2,630	2,704
매입채무및기타채무	889	1,187	1,304	1,382	1,456
단기차입금및단기차대	341	284	284	284	284
유동성장기부채	180	465	465	465	465
비유동부채	1,950	2,827	2,827	2,827	2,827
차입금및차입금	1,397	1,791	1,791	1,791	1,791
부채총계	3,857	5,262	5,379	5,456	5,530
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	400	400	400	400	400
이익잉여금	1,899	2,100	2,283	2,484	2,702
비지배주주지분	1,038	1,459	1,496	1,536	1,579
자본총계	4,061	4,693	4,912	5,154	5,416

현금흐름표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	279	339	776	734	781
당기순이익	433	323	232	254	275
현금유출이없는비용및수익	25	171	554	570	599
유형및무형자산상각비	175	209	399	414	434
영업관련자산부채변동	-49	27	73	0	3
매출채권및기타채권의감소	-11	-88	1	-28	-17
재고자산의감소	5	-108	-44	-48	-26
매입채무및기타채무의증가	5	51	117	78	74
투자활동현금흐름	-151	-896	-462	-650	-683
CAPEX	-620	-793	-460	-654	-686
투자자산의순증	248	449	0	0	0
재무활동현금흐름	-152	591	-86	-86	-86
사채및차입금의 증가	-517	735	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	-1	0	0	0	0
배당금지급	-4	-9	-12	-12	-12
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	-24	34	229	-1	12
기초현금	69	44	78	307	306
기말현금	44	78	307	306	318

자료: 신세계, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
12월 결산(십억원)					
매출액	2,564	2,947	3,900	4,272	4,499
매출원가	929	1,057	1,487	1,530	1,611
매출총이익	1,635	1,890	2,413	2,743	2,888
판매비	1,372	1,639	2,085	2,394	2,512
영업이익	262	251	328	349	376
EBITDA	438	460	727	762	810
영업외손익	321	164	-15	-6	-5
금융손익	-27	-26	-64	-49	-50
투자손익	29	187	21	22	24
기타영업외손익	319	3	28	21	21
세전이익	583	415	313	343	371
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	433	323	232	254	275
지배주주지분순이익	402	227	195	214	231
비지배주주지분순이익	31	96	37	40	44
총포괄이익	137	328	232	254	275
증감률(%YoY)					
매출액	2.9	15.0	32.3	9.5	5.3
영업이익	-4.1	-4.1	30.5	6.3	7.8
EPS	156.8	-43.5	-14.2	9.6	8.1

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존 기 타 영업 수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
12월 결산(원 % 배)					
주당지표(원)					
EPS	40,843	23,071	19,789	21,697	23,460
BPS	307,084	328,499	347,039	367,487	389,698
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
Multiple(배)					
P/E	5.6	7.6	13.9	12.7	11.7
P/B	0.7	0.5	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	11.8	12.2	8.8	8.5	8.0
수익성(%)					
영업이익률	10.2	8.5	8.4	8.2	8.4
EBITDA마진	17.1	15.6	18.6	17.8	18.0
순이익률	16.9	11.0	5.9	5.9	6.1
ROE	14.3	7.3	5.9	6.1	6.2
ROA	5.5	3.6	2.3	2.4	2.5
ROIC	4.0	3.5	3.8	4.0	4.1
안정성및기타					
부채비율(%)	95.0	112.1	109.5	105.9	102.1
이자보상배율(배)	3.9	4.0	4.5	4.8	5.1
배당성향(배)	2.8	3.8	5.3	4.8	4.5

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

신세계 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
15/04/17	Buy	270,000	-14.9 9.1				
16/04/17		1년경과	-29.7 -18.5				
17/03/06	Buy	230,000	-18.4 -13.0				
17/04/17	Buy	255,000	-18.6 -13.5				
17/05/12	Buy	275,000	-20.8 -8.5				
17/11/08	Buy	300,000	-16.1 -13.7				
17/11/21	Buy	330,000	-				

Buy

CJ오쇼핑

035760

목표주가(유지)	290,000원	현재주가(11/20)	209,100원	Up/Downside	+38.7%	투자의견(유지)	Buy
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------	----------	-----

2017. 11. 21

20년간 성장해온 Valuation 매력주

18년 안정적 실적 개선 지속: 18년 CJ오쇼핑의 개별기준 취급고는 5.5%YoY성장한 38,974억원, SO수수료 안정화 등으로 영업이익은 8.9%YoY증가한 1,851억원을 기록할 것으로 추정한다. 개별기준 순이익은 12.7%YoY증가한 1,340억원으로 추정되며 P/E 9.5배 수준이다. CJ 오쇼핑의 주가는 이미 18년 개별기준 실적 기준으로 만으로도 충분히 매력적이다.

20년간 지속 성장해온 CJ오쇼핑, 너무 박한 시장의 평가: CJ오쇼핑의 취급고 98년 이후 20년간 CAGR 20%성장했고 영업이익은 24.8%성장했다. 동 기간동안 생활패턴 변화와 경기침체, SO비용 상승, 정부규제 심화 등으로 중간중간 굴곡이 있기는 했지만, Top-line성장과 수익성의 훼손이 없었다. 해외법인의 부실요인은 17년 대부분 정리를 끝냈고, 인도법인의 적자 부담도 18년부터는 거의 소멸될 것으로 판단한다.

목표주가 290,000원, 투자의견 BUY지속: 99년 이후 CJ오쇼핑의 TV취급고의 취급고 증감을 패턴을 살펴보면 99년~06년까지 급속 성장후 07년 ~ 08년 정체를 겪었고, 09년~12년 급성 성장후 13년~16년 극심한 침체를 겪었다. CJ오쇼핑의 17년 CATV취급고는 21%성장할 것으로 추정되며 이는 물론 렌탈 비중 증가와 T커머스의 영향도 있지만 생활패턴 변화에 맞는 경쟁력있는 상품 믹스 개선이 주요인이라고 판단한다. 취급고 성장 사이클이 다시 한번 도래하고 있다고 판단한다. 18년 동사의 CATV 취급고 성장률을 5.5%로 가정하고 있지만, 이를 상회하는 성장률이 발현될 경우 이익 개선폭은 큰 폭으로 확대될 가능성이 높다. 삼성생명, CJ헬로비전 등의 가치를 감안시 동사의 주가는 분명 저평가 상황에 있다.

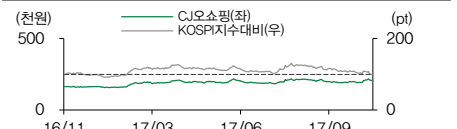
Investment Fundamentals (IFRS개별)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

FYE Dec	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,119	1,096	1,127	1,189	1,248
(증가율)	-12.4	-2.1	2.8	5.5	5.0
영업이익	114	145	170	185	198
(증가율)	-19.7	27.0	17.3	8.9	7.2
지배주주순이익	60	16	119	134	144
EPS	9,713	2,587	19,199	21,629	23,138
PER (H/L)	27.6/18.0	78.0/57.8	10.7	9.5	8.9
PBR (H/L)	2.4/1.6	1.8/1.4	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA (H/L)	12.5/8.0	7.1/5.2	5.6	4.6	3.6
영업이익률	10.2	13.2	15.1	15.6	15.9
ROE	9.1	2.4	16.2	15.9	14.8

52주 최저/최고	156,500/218,100원
KOSDAQ / KOSPI	785/2,528pt
시가총액	12,997억원
60일-평균거래량	25,519
외국인지분율	30.8%
60일-외국인지분율변동추이	+2.2%p
주요주주	CJ 외 1인 40.3%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	7.1	-2.6	29.1
상대기준	-8.3	-20.1	1.9

도표 63. CJ오쇼핑 개별기준 실적 전망

(단위: 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
취급고	7,375	7,596	7,728	8,911	9,040	9,182	8,897	9,823	9,411	9,723	9,377	10,464
CATV	3,918	4,131	4,192	4,676	4,992	5,190	5,040	5,248	5,192	5,527	5,292	5,585
인터넷	3,137	3,154	3,222	3,898	3,745	3,651	3,520	4,238	3,895	3,841	3,731	4,521
기타	320	311	314	337	303	341	337	338	325	354	353	358
매출액	2,642	2,709	2,579	3,029	2,749	2,904	2,590	3,024	2,823	3,014	2,813	3,237
영업이익	362	325	270	492	386	466	304	543	424	496	333	599
세전이익	397	296	57	-301	412	452	295	475	462	500	331	539
당기순이익	300	203	69	-411	309	325	221	338	346	365	242	393

자료: 감사보고서, DB금융투자

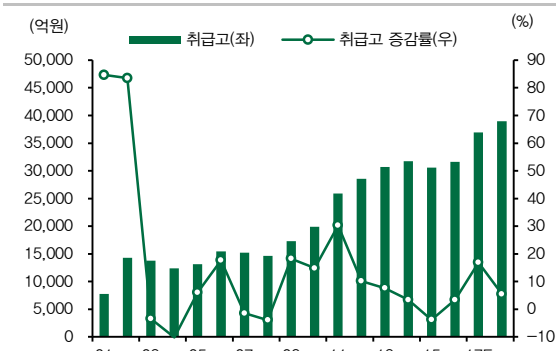
도표 64. CJ오쇼핑 TV취급고, 싸이클상 회복 국면 진입중

(단위: 억원, %)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
취급고	13,781	15,459	15,235	14,636	17,313	19,883	25,056	28,538	30,715	31,762	30,556	31,610	36,942	38,974
CATV	9,348	10,014	8,819	8,736	10,735	12,541	15,006	17,456	18,229	18,294	16,958	16,917	20,470	21,596
카탈로그	1,352	1342	1,556	1,613	1,586	1,494	1,424	1,400	1,188	753	585	552	508	523
인터넷	2,624	3958	4,582	3,888	4,739	5,604	8,198	9,285	10,716	12,103	12,336	13,411	15,154	15,988
기타	457.0	143.0	278.0	400.0	250.0	244.3	427.4	403	583	610.6	737.0	730.0	810	867.0
증감률														
취급고	11.3	12.2	-1.4	-3.9	18.3	14.8	26.0	15.1	7.6	3.4	-3.8	3.4	16.9	5.5
CATV	12.3	7.1	-11.9	-0.9	22.9	16.8	19.7	16.3	4.4	0.4	-7.3	-0.2	21.0	5.5
인터넷	-1.5	50.8	15.8	-15.2	21.9	18.3	46.3	13.3	15.4	12.9	1.9	8.7	13.0	5.5
기타	22.8	-68.7	94.4	43.9	-37.5	-2.3	75.0	-5.6	44.5	4.8	20.7	-0.9	11.0	7.0
매출총이익	4,400	3,850	5,064	5,161	5,799	6,159	7,551	8,348	9,215	9,592	9,422	9,714	10,085	10,796
영업이익	780	851	709	873	1,024	1,208	1,326	1,388	1,572	1,422	1,141	1,449	1,699	1,851
GP%	31.9	24.9	33.2	35.3	33.5	31.0	30.1	29.5	30.0	30.2	30.8	30.7	27.3	27.7
OP%	5.7	5.5	4.7	6.0	5.9	6.1	5.3	4.7	5.1	4.5	3.7	4.6	4.6	4.8

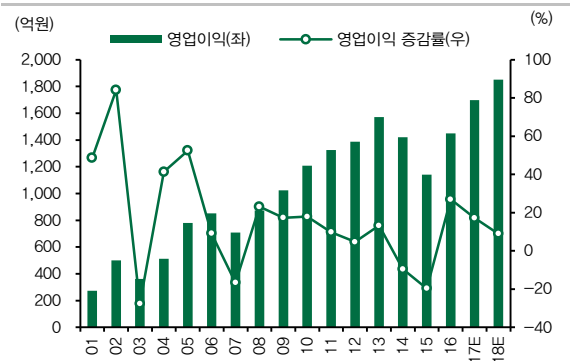
자료: 감사보고서, DB금융투자

도표 65. CJ오쇼핑 장기 취급고, 우상향



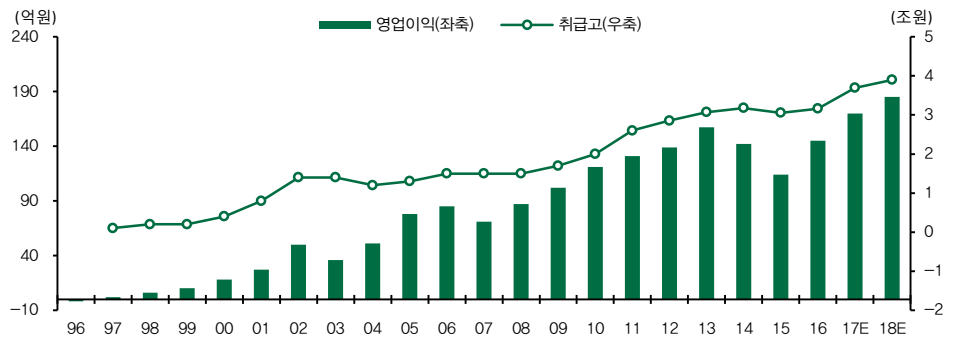
자료: 감사보고서, DB금융투자

도표 66. 영업이익, 굴곡은 있어도 성장 추세 지속



자료: 감사보고서, DB금융투자

도표 67. CJ오쇼핑 취급고, 영업이익의 장기 시계열, 살아있네



자료: 감사보고서, DB금융투자

도표 68. 해외법인, 더 부실해질 것도 없다. 향후 손실 반영 제한적

(단위: 억 원)

지역	계열사	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	3Q16누계	3Q17누계
중국	DONG FANG CJ	33	60	29	37	29	42	35	122	106
	TIAN TIAN CJ	1	2	-	2	-	-3	-2	3	-5
	NAM FANG CJ	-	-1	-14	2	-	-	-	-15	-
	BCJ	-	-	-	-	-	-1	-1	-	-2
인도	SHOP CJ	-35	-41	-29	-31	-34	-22	-19	-105	-75
베트남	SCJ TV	1	2	2	2	1	2	1	5	4
터키	CJ MEDIASA	-	-9	-11	-65	-	-3	-	-20	-3
태국	GMM CJ	-1	-1	-1	-3	-1	-	1	-3	-
필리핀	ACJ	1	1	1	2	1	-	-	3	1
멕시코	TELEVISA CJ GRAND	-10	-9	-9	-9	-8	-17	-	-28	-25
말레이시아	MEDIA PRIME CJ	-	-10	-4	-8	-5	-6	-4	-14	-15
합계		-10	-6	-37	-71	-16	-8	12	-53	-12

자료: 감사보고서, DB금융투자

대차대조표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
12월 결산(십억원)					
유동자산	353	340	453	583	734
현금및현금성자산	198	30	144	264	401
매출채권및기타채권	92	116	100	107	114
재고자산	31	36	41	41	42
비유동자산	824	771	766	763	762
유형자산	105	105	106	108	111
무형자산	31	35	29	24	20
투자자산	687	629	629	629	629
자산총계	1,176	1,112	1,219	1,346	1,496
유동부채	435	421	429	436	458
매입채무및기타채무	258	297	305	312	334
단기차입금및단기차	7	0	0	0	0
유동상장기부채	110	50	50	50	50
비유동부채	60	7	2	2	2
차입금및차입금	50	0	-5	-5	-5
부채총계	495	428	432	439	460
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	79	79	79	79	79
이익잉여금	564	564	668	788	917
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	681	683	787	907	1,036

현금흐름표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	80	146	151	145	165
당기순이익	60	16	119	134	144
현금유출이없는비용및수익	60	133	58	62	65
유형및무형자산상각비	14	13	14	13	13
영업관련자산부채변동	-24	20	18	-2	9
매출채권및기타채권의감소	8	-24	16	-7	-7
재고자산의감소	20	4	-5	0	-1
매입채무및기타채무의증가	-15	17	9	7	21
투자활동현금흐름	-15	-182	-15	-9	-11
CAPEX	-5	-9	-9	-10	-12
투자자산의순증	-9	58	0	0	0
재무활동현금흐름	-25	-125	-21	-16	-16
사채및차입금의 증가	-3	-117	-5	0	0
자본금및자본잉여금의증가	4	0	0	0	0
배당금지급	-15	-15	-15	-15	-15
기타현금흐름	1	0	0	0	0
현금의증가	41	-161	114	119	137
기초현금	150	191	30	144	264
기말현금	191	30	144	264	401

자료: CJ오쇼핑, DB금융투자 주: IFRS 개별기준

손익계산서

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
12월 결산(십억원)					
매출액	1,119	1,096	1,127	1,189	1,248
매출원가	158	125	118	109	102
매출총이익	962	971	1,009	1,080	1,146
판매비	848	826	839	894	947
영업이익	114	145	170	185	198
EBITDA	128	158	184	198	211
영업외손익	-28	-100	-6	-1	-2
금융손익	4	7	-4	0	-1
투자손익	0	0	1	0	0
기타영업외손익	-32	-107	-3	-1	-1
세전이익	87	45	163	184	197
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	60	16	119	134	144
지배주주지분순이익	60	16	119	134	144
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	54	17	119	134	144
증감률(%YoY)					
매출액	-12.4	-2.1	2.8	5.5	5.0
영업이익	-19.7	27.0	17.3	8.9	7.2
EPS	-40.0	-73.4	642.0	12.7	7.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
12월 결산(원 % 배)					
주당지표(원)					
EPS	9,713	2,587	19,199	21,629	23,138
BPS	109,635	109,908	126,682	145,886	166,599
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
Multiple(배)					
P/E	19.6	63.0	10.7	9.5	8.9
P/B	1.7	1.5	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	8.8	5.6	5.6	4.6	3.6
수익성(%)					
영업이익률	10.2	13.2	15.1	15.6	15.9
EBITDA마진	11.5	14.4	16.3	16.7	16.9
순이익률	5.4	1.5	10.6	11.3	11.5
ROE	9.1	2.4	16.2	15.9	14.8
ROA	5.1	1.4	10.2	10.5	10.1
ROC	-142.9	-84.6	-152.2	-144.3	-145.7
안정성및기타					
부채비율(%)	72.6	62.7	54.9	48.4	44.5
이자보상배율(배)	22.8	41.8	119.1	137.0	146.8
배당성향(배)	25.0	93.7	12.6	11.2	10.5

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

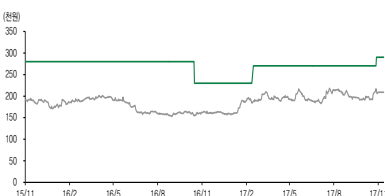
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

CJ오쇼핑 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
15/08/05	Buy	280,000	-33.5	-27.3					
16/08/05		1년경과	-42.8	-41.2					
16/11/04	Buy	230,000	-27.2	-14.6					
17/03/06	Buy	270,000	-26.5	-19.2					
17/11/16	Buy	290,000	-	-					

Buy

코스맥스

192820

목표주가(유지)	155,000원	현재주가(11/20)	121,500원	Up/Downside	+27.6%	투자의견(유지)	Buy
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------	----------	-----

2017. 11. 20

18년 미국의 가시적인 성과 기대

단기 실적 모멘텀 약하지만 해외법인 편입으로 성장동력은 끊기지 않는다: 4Q17 연결매출 2,344억원(+17.4%YoY), 영업이익 77억원(-18.2%YoY)으로 매출 성장은 회복되지만 국내 고정비 부담으로 영업이익은 이전분기와 같이 감소할 것으로 전망한다. 국내 운영비용 및 중국 상해 신규법인 고정비 부담으로 영업이익 감소세가 지속될 것으로 예상된다. 긍정적인 점은 미국법인이 신규 고객사 확보를 통해 매출 증가 속도가 연말로 갈수록 빨라질 것이며 이런 추세라면 내년에는 손익분기점을 넘어설 것으로 예상된다는 점이다. 또한 미국 OEM사 누월드(NU-WORLD) 인수를 통해 기존 오하이오법인이 지닌 지리적 단점을 해소하며, 색조 제조법인으로서 남미 수출이 증대되어 내년 누월드로부터 약 1,300억원 매출과 영업이익(3% 내외 이익률 예상) 반영이 예상된다.

18년 연결 매출 1.1조원 전망, 미국의 가시적인 성과 기대: 코스맥스USA(오하이오)법인은 메이저 거래선 위주로 매출 볼륨 확대를 목표로 하며 방판 거래선(A사 등)을 추가 발굴하고, 마스크시트 등 한국의 뷰티 트렌드와 연관있는 제품의 생산을 확대할 것으로 보인다. 누월드는 기존 고객사와의 제품 라인업 확대와 남미쪽에서의 수출 물량 증대를 위한 노력을 다할 것으로 보이며 누월드와 코스맥스 USA법인이 2019년까지 매출 3,000억원을 달성하겠다는 강한 의지를 내비치고 있어 기대가 높다. 연결 기준으로 이자비용 증가는 불가피하지만 중국 상해 신규법인과 기존 코스맥스 USA법인의 이익 기여가 내년부터는 가능할 것으로 예상되어 2018년 연결매출은 1조를 기쁘히 넘어선 11,574억원(+29.4%YoY), 영업이익 658억원(+80.2%YoY)을 전망한다. 내년에는 사드 리스크가 해소된다는 전제로 국내법인의 영업상황이 올해보다 호전될 전망이다. 단기보단 중장기 관점에서 긍정적 투자의견을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
FYE Dec					
매출액	533	757	894	1,157	1,503
(증가율)	59.7	41.9	18.1	29.4	29.8
영업이익	36	53	36	66	102
(증가율)	47.6	46.4	-30.6	80.2	55.8
지배주주순이익	21	35	22	46	74
EPS	2,297	3,752	2,177	4,591	7,345
PER (H/L)	103.2/41.0	51.2/25.3	55.8	26.5	16.5
PBR (H/L)	22.4/8.9	9.2/4.5	5.5	4.9	4.0
EV/EBITDA (H/L)	50.3/24.0	29.8/16.1	24.1	15.1	10.3
영업이익률	6.7	7.0	4.1	5.7	6.8
ROE	23.8	22.5	10.1	19.6	26.7

Stock Data

52주 최저/최고	97,300/158,500원
KOSDAQ / KOSPI	785/2,528pt
시가총액	12,210억원
60일-평균거래량	142,582
외국인지분율	21.7%
60일-외국인지분율변동주이	-3.2%p
주요주주	코스맥스비티아이 외 4인 26.0%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-8.0	3.8	7.0
상대기준	-9.3	-3.1	-16.4

도표 69. 코스맥스 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	16	17E	18E
연결매출	1,735	1,977	1,861	1,997	2,191	2,323	2,085	2,344	7,570	8,943	11,574
%YoY	49.1	33.3	40.0	47.1	26.3	17.5	12.0	17.4	41.9	18.1	29.4
영업이익	131	182	119	95	94	143	50	77	526	365	658
%YoY	71.7	31.4	25.8	88.1	-28.0	-21.2	-57.8	-18.2	46.4	-9.3	80.2
%OPM	7.5	9.2	6.4	4.7	4.3	6.2	2.4	3.3	7.0	4.1	5.7

자료: DB금융투자

도표 70. 코스맥스 실적 추정

(단위: 억원, %)

	14	15	16	17E	18E
연결매출	3,884	5,333	7,570	8,943	11,574
코스맥스 국내	2,925	3,725	5,055	5,478	6,217
코스맥스 차이나	1,233	2,026	2,809	3,735	5,170
코스맥스 인도네시아	10	17	30	114	254
코스맥스 미국	1	19	176	375	720
%YoY	28.2	37.3	41.9	18.1	29.4
코스맥스 국내	12.2	27.3	35.7	8.4	13.5
코스맥스 차이나	54.4	64.3	38.7	33.0	38.4
코스맥스 인도네시아	-	61.3	77.4	281.2	123.3
코스맥스 미국	-	-	834.1	113.7	92.0
CAPA(천개)	530,000	610,000	780,000	900,000	1,020,000
코스맥스 국내	200,000	230,000	300,000	350,000	380,000
코스맥스 중국	190,000	240,000	340,000	410,000	500,000
상해	150,000	200,000	300,000	350,000	400,000
광저우	40,000	40,000	40,000	60,000	100,000
코스맥스 인도네시아	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
코스맥스 미국	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
가동률	52	51	45	65	84
코스맥스 국내	73.1	88.2	87.2	72.0	68.0
코스맥스 중국	72.5	95.8	72.1	70.0	66.0
코스맥스 인도네시아	10.0	20.0	10.0	43.0	80.0
코스맥스 미국	-	1.0	10.5	75.0	120.0
ASP(원)					
코스맥스 국내	2,105	1,964	2,188	2,341	2,505
코스맥스 중국	896	881	1,147	1,376	1,651
코스맥스 인도네시아	583	612	630	662	794
코스맥스 미국	-	1,900	1,674	5,000	6,000
영업이익	286	359	526	365	658
%OP margin	7.4	6.7	6.9	4.1	5.7

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	256	396	363	423	551
현금및현금성자산	17	68	29	41	75
매출채권및기타채권	145	192	202	240	311
재고자산	84	125	119	129	150
비유동자산	183	270	342	373	388
유형자산	163	236	308	340	356
무형자산	5	6	5	5	4
투자자산	4	15	15	15	15
자산총계	439	666	704	796	939
유동부채	296	384	415	481	580
매입채무및기타채무	108	174	205	271	370
단기차입금및단기차	135	172	172	172	172
유동상장기부채	42	18	18	18	18
비유동부채	46	75	75	75	75
사채및장기차입금	34	60	60	60	60
부채총계	342	459	489	555	654
자본금	4	5	5	5	5
자본잉여금	60	151	151	151	151
이익잉여금	32	58	68	98	150
비지배주주지분	-1	-4	-6	-10	-17
자본총계	97	207	215	241	285

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-7	23	75	91	104
당기순이익	19	31	20	42	67
현금유출이없는비용및수익	32	43	41	53	68
유형및무형자산상각비	9	13	23	28	32
영업관련자산부채변동	-40	-31	23	14	-1
매출채권및기타채권의감소	-49	-47	-10	-38	-71
재고자산의감소	-28	-46	6	-9	-22
매입채무및기타채무의증가	27	56	31	66	99
투자활동현금흐름	-47	-98	-97	-59	-47
CAPEX	-43	-90	-95	-59	-47
투자자산의순증	0	-11	0	0	0
재무활동현금흐름	60	125	-18	-20	-24
사채및차입금의 증가	66	39	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	92	0	0	0
배당금지급	-4	-6	-10	-12	-16
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	7	51	-39	12	34
기초현금	11	17	68	29	41
기말현금	17	68	29	41	75

자료: 코스맥스, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	533	757	894	1,157	1,503
매출원가	445	639	783	995	1,277
매출총이익	88	118	111	162	225
판매비	52	65	74	96	123
영업이익	36	53	36	66	102
EBITDA	45	65	59	94	134
영업외손익	-6	-7	-8	-6	-6
금융손익	-5	-6	-9	-7	-7
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	-1	1	1	1
세전이익	29	46	28	60	96
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	19	31	20	42	67
지배주주지분순이익	21	35	22	46	74
비지배주주지분순이익	-2	-3	-2	-4	-7
총포괄이익	19	24	20	42	67
증감률(%YoY)					
매출액	59.7	41.9	18.1	29.4	29.8
영업이익	47.6	46.4	-30.6	80.2	55.8
EPS	5.9	63.4	-42.0	110.9	60.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당주요지표(원)					
EPS	2,297	3,752	2,177	4,591	7,345
BPS	10,581	20,990	21,967	24,959	30,104
DPS	700	1,000	1,200	1,600	2,200
Multiple(배)					
P/E	78.1	31.8	55.8	26.5	16.5
P/B	17.0	5.7	5.5	4.9	4.0
EV/EBITDA	40.9	19.2	24.1	15.1	10.3
수익성(%)					
영업이익률	6.7	7.0	4.1	5.7	6.8
EBITDAMargin	8.4	8.6	6.6	8.1	8.9
순이익률	3.5	4.2	2.2	3.6	4.4
ROE	23.8	22.5	10.1	19.6	26.7
ROA	4.9	5.7	2.9	5.6	7.7
ROC	9.0	10.5	6.3	10.5	15.8
안정성및기타					
부채비율(%)	354.8	221.2	227.5	230.7	229.3
이자보상배율(배)	6.3	7.6	219.0	247.9	270.0
배당성향(배)	36.1	29.9	25.0	25.0	25.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

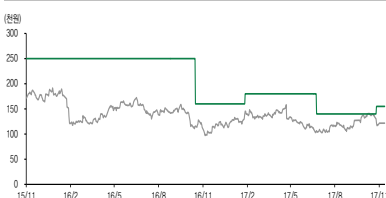
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

코스맥스 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
15/08/27	Buy	250,000	-33.7 -13.4	16/08/27	1년경과		-42.2 -34.8
16/11/04	Buy	160,000	-24.5 -10.3	17/02/15	Buy	180,000	-27.2 -11.9
17/07/13	Buy	140,000	-14.6 0.7	17/11/14	Buy	155,000	-

Buy

한국콜마

161890

목표주가(유지) 93,000원 현재주가(11/20) 80,100원 Up/Downside +16.1% 투자의견(유지) Buy

2017. 11. 20

믿고 보는 ODM사, 18년 증설효과 지속

국내 브랜드사들의 해외 실적 개선 예상: 4Q17 연결매출 2,334억원(+25.7%YoY), 영업이익 214억원(+13.5%YoY)을 전망하여 2Q17~3Q17보다는 로드샵 수요가 점차 회복됨에 따른 실적 개선을 전망한다. 로드샵 수요 개선은 국내 유통채널보단 해외 특히 중국 현지에서의 수요 개선에 따른 것이다. 중국 소재의 대리상 혹은 도매상들이 보유하고 있던 한국 브랜드사들의 재고가 충분히 소진되어 재구매 수요가 있을 것으로 예상된다. 다만 9~10월 화장품 수출 실적이 다시 둔화되고, 우회 통로로 알려진 홍콩이나 몽골쪽으로 가는 수출 실적은 아직 저조해 중국 내 수요 회복을 온전히 단정하긴 어려운 감이 있다. 상대적으로 국내 ODM사 중에 사드 영향이 컸던 로드샵 비중은 가장 낮은 것으로 추정되어 방어주 성격으로 한국콜마에 대한 매력度を 높게 평가한다.

18년 부문별, 법인별 증설효과 극대화되는 시기: 18년 연결매출 9,797억원(+17.2%YoY), 영업이익 931억원(+25.1%YoY)을 전망하여 브랜드사들 대비 견조한 성장세가 예상된다. 미국 PTP법인과 캐나다 CSR법인이 미국 현지 브랜드 및 중국향 수주가 증가하고 있으며, 한자릿수 영업이익률을 유지하는 것으로 보여 이익 기여는 내년에도 커질 전망이다. 내년에는 무석법인 본가동이 개시될 예정으로 한국콜마의 중국 실적은 18~19년에 폭발적 성장을 기대한다. 제약CMO는 올해 늘어난 CAPA 덕분에 수주 대응이 수월해져 내년에도 증설효과가 숫자로 나타날 것으로 보이며 유통채널의 다변화 노력이 실적의 안정성을 더할 것으로 판단한다. 올해 인건비 상승으로 국내법인 매출 감소에 따른 고정비 부담이 증가하였는데 2018년에는 국내 브랜드사들의 실적 회복과 해외법인들의 CAPA 증대에 따른 볼륨 증가가 이를 상쇄할 것으로 보여 긍정적이다. 따라서 화장품 업종 내 최선호 주 관점을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
FYE Dec					
매출액	536	667	836	980	1,199
(증가율)	16.2	24.6	25.3	17.2	22.3
영업이익	61	73	74	93	133
(증가율)	29.6	20.9	1.3	25.1	43.0
지배주주순이익	45	53	55	69	99
EPS	2,155	2,516	2,607	3,272	4,701
PER (H/L)	61.0/19.9	43.1/24.6	30.7	24.5	17.0
PBR (H/L)	12.6/4.1	8.5/4.8	5.3	4.4	3.6
EV/EBITDA (H/L)	33.8/12.9	27.2/15.9	18.8	14.8	10.4
영업이익률	11.3	11.0	8.9	9.5	11.1
ROE	22.7	21.6	18.7	19.7	23.2

Stock Data

52주 최저/최고	59,200/90,200원
KOSDAQ / KOSPI	785/2,528pt
시가총액	16,905억원
60일-평균거래량	182,429
외국인지분율	46.1%
60일-외국인지분율변동주이	-1.3%p
주요주주	한국콜마홀딩스 외 22 인 23.3%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기	2.8	16.3	13.8
상대기준	1.3	8.5	-11.1

도표 71. 한국콜마 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	15	16	17E	18E
연결매출	1,486	1,730	1,602	1,857	2,014	2,071	1,942	2,334	5,358	6,675	8,361	9,797
%YoY	17.6	21.7	25.0	33.5	35.5	19.7	21.2	25.7	16.2	24.6	25.3	17.2
영업이익	175	215	155	189	206	170	154	214	607	734	744	931
%YoY	20.4	22.2	-1.3	46.4	18.0	-21.1	-0.6	13.5	29.6	20.9	1.4	25.1
%OPM	11.8	12.4	9.7	10.2	10.2	8.2	7.9	9.2	11.3	11.0	8.9	9.5

자료: DB금융투자

도표 72. 한국콜마 CAPA, 가동률 가정

(단위: 억원, %)

	13	14	15	16	17E	18E
연결매출	3,726	4,613	5,358	6,675	8,361	9,797
%YoY		23.8	16.2	24.6	25.3	17.2
화장품 매출	2,495	3,247	3,750	4,542	5,100	5,950
%YoY		30.2%	15.5%	21.1%	12.3%	16.7%
1) CAPA(면적,기초+색조)	4,000	7,000	7,500	7,500	7,500	7,500
(면적,기초)	4,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
(면적,색조)		1,000	1,500	1,500	1,500	1,500
2) CAPA(설비)	4,000	4,000	4,000	6,000	6,000	7,000
면적 대비 설비CAPA	100.0%	57.1%	53.3%	80.0%	80.0%	93.3%
▶가동률(dign capa기준)	62.4%	81.2%	93.8%	76%	85%	85%
제약 매출	1,069	1,143	1,315	1,654	1,880	2,200
%YoY		6.9%	15.0%	25.8%	13.7%	17.0%
1) CAPA	1,500	1,500	1,500	1,500	4,000	4,000
2) CAPA(설비)				1,500	2,750	4,000
▶가동률(dign capa기준)	71.3%	76.2%	87.7%	110%	47%	55%
북경콜마	179	270	371	521	780	1008
%YoY		50.8%	37.4%	40.4%	49.7%	29.2%
1) CAPA(면적,기초+색조)	300	300	300	1,500	1,500	2,500
2) CAPA(설비)	300	300	300	800	1,300	1,600
면적 대비 설비CAPA	100.0%	100.0%	100.0%	53.3%	53.3%	64.0%
▶가동률(dign capa기준)	59.7%	90.0%	123.7%	65%	60%	63%
PTP				136	550	611
CSR					230	261
영업이익	257	468	607	734	744	931
%YoY		82.3	29.6	20.9	1.4	25.1
%영업이익률	6.9	10.2	11.3	11.0	8.9	9.5

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	186	264	293	359	461
현금및현금성자산	16	27	44	82	123
매출채권및기타채권	91	128	139	162	198
재고자산	46	86	84	82	100
비유동자산	159	229	261	283	311
유형자산	146	185	218	241	270
무형자산	10	40	39	38	37
투자자산	0	0	0	0	0
자산총계	344	493	554	641	772
유동부채	115	196	207	232	271
매입채무및기타채무	79	120	131	156	195
단기차입금및단기차	14	57	57	57	57
유동성장기부채	11	1	1	1	1
비유동부채	9	9	9	9	9
사채및장기차입금	4	5	5	5	5
부채총계	124	205	216	241	281
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	116	116	116
이익잉여금	94	141	191	254	344
비지배주주지분	0	18	18	18	18
자본총계	221	288	338	400	491

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	49	38	73	88	102
당기순이익	45	53	55	69	99
현금유출이없는비용및수익	26	35	37	45	59
유형및무형자산상각비	10	12	17	20	24
영업관련자산부채변동	-9	-32	0	-2	-22
매출채권및기타채권의감소	-3	-28	-10	-24	-36
재고자산의감소	-9	-24	2	2	-18
매입채무및기타채무의증가	9	29	11	25	40
투자활동현금흐름	-9	-21	-49	-43	-53
CAPEX	-33	-45	-49	-42	-53
투자자산의순증	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-46	11	-7	-7	-8
사채및장기금의 증가	-41	34	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-3	-4	-5	-5	-6
기타현금흐름	0	-17	0	0	0
현금의증가	-5	11	17	38	41
기초현금	21	16	27	44	82
기말현금	16	27	44	82	123

자료: 한국콜마 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	536	667	836	980	1,199
매출원가	410	514	649	756	911
매출총이익	126	154	187	223	288
판매비	66	80	113	130	155
영업이익	61	73	74	93	133
EBITDA	70	85	91	114	157
영업외손익	-2	-3	-1	-1	0
금융손익	-2	-3	-1	-1	0
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전이익	59	71	74	93	133
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	45	53	55	69	99
지배주주지분순이익	45	53	55	69	99
비지배주주지분순이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	44	55	55	69	99
증감률(%)YoY					
매출액	16.2	24.6	25.3	17.2	22.3
영업이익	29.6	20.9	1.3	25.1	43.0
EPS	31.4	16.7	3.6	25.5	43.6

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,155	2,516	2,607	3,272	4,701
BPS	10,459	12,790	15,144	18,116	22,415
DPS	200	250	250	300	400
Multiple(배)					
P/E	44.0	26.2	30.7	24.5	17.0
P/B	9.1	5.1	5.3	4.4	3.6
EV/EBITDA	28.2	16.9	18.8	14.8	10.4
수익성(%)					
영업이익률	11.3	11.0	8.9	9.5	11.1
EBITDA마진	13.1	12.8	10.9	11.6	13.1
순이익률	8.5	8.0	6.6	7.1	8.3
ROE	22.7	21.6	18.7	19.7	23.2
ROA	13.4	12.7	10.5	11.6	14.1
ROC	24.6	20.6	16.4	18.9	24.7
안정성및기타					
부채비율(%)	56.0	71.3	64.1	60.2	57.1
이자보상배율(배)	30.3	73.4	54.2	67.8	96.9
배당성향(배)	9.3	9.9	9.6	9.2	8.5

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한국콜마 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/07/11	Buy	130,000	-31.9	-20.8					
16/11/30	Buy	100,000	-26.6	-9.8					
17/08/16	Buy	93,000	-	-					

Buy

LF

093050

목표주가(유지)	37,000원	현재주가(11/20)	28,500원	Up/Downside	+29.8%	투자의견(유지)	Buy
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------	----------	-----

2017. 11. 20

이제는 좋아질 일만 남다

패션부문의 영업효율 개선 지속: 4Q17 연결매출 4,815억원(+6.6%YoY), 영업이익 394억원(+15.8%YoY)으로 이전 분기와 같이 실적 회복 추세가 지속될 것으로 전망한다. 패션부문에서는 점포 정리 및 부진한 브랜드의 구조조정으로 영업비용을 절감하기 위한 노력을 다하고 있으며, 이에 따른 긍정적 효과로 최저 수준의 유지가능한 마진율을 개선시키고 있는 것으로 판단된다. 타이트한 재고 관리로 원가 관리를 하되, 온라인 & 멀티샵 형태로 가는 소비 트렌드에 적극 대응하는 전략으로 저성장 기조가 뚜렷한 국내 패션 시장에서 시장 평균 수준의 볼륨 성장을 꾀하고 있다.

푸드사업이 볼륨 키우고, 이익 개선은 패션에서: 장기적으로 LF는 패션과 푸드 사업으로 양분되어 움직일 가능성이 큰데 푸드 사업의 안착이 중장기 성장 매력을 높일 것으로 판단한다. 자회사 LF푸드가 지난 2~3분기에 인수한 식자재 유통업체들인 모노링크, 구르메에프앤비, 화인에프앤비 등의 실적이 편입되면서 매출 성장을 이끌고 있는데 이들 자회사들의 실적이 YoY로도 한자릿수 내에서 꾸준히 성장을 띄는 것으로 보여 내년에도 이번이 없다면 내수 소비 회복과 더불어 율해와 같은 성장 흐름을 유지할 것으로 보인다.

의류업종 내 선호주 관점 제시: 18년 연결매출 16,968억원(+6.1%YoY), 영업이익 1,202억원(+18.6%YoY)으로 시장 평균을 넘어서는 매출 성장분은 푸드사업에서 채우고, 이익 개선은 패션사업에서 가능할 전망이다. 그간 성장 방향성이 모호하다는 평이 많았지만 푸드 사업을 강화하는 등 중장기 성장 방향을 확고히해 나가는 것으로 보여 2018년 내수 소비 회복에 따른 실적 개선을 기대해본다. 의류 브랜드사 중에 LF에 대한 관심을 높여자는 판단이며, 의류 업종 내 선호주 관점을 유지한다.

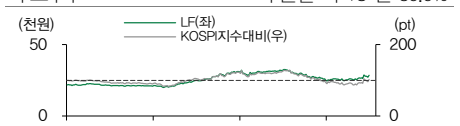
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
FYE Dec					
매출액	1,571	1,529	1,600	1,697	1,797
(증가율)	7.6	-2.7	4.6	6.1	5.9
영업이익	74	79	101	120	142
(증가율)	-22.6	6.6	28.3	18.6	17.7
지배주주순이익	51	52	72	90	104
EPS	1,742	1,767	2,468	3,064	3,557
PER (H/L)	21.3/15.0	15.3/11.6	11.5	9.3	8.0
PBR (H/L)	1.1/0.8	0.7/0.6	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (H/L)	7.9/5.3	4.3/2.9	3.6	2.8	2.1
영업이익률	4.7	5.2	6.3	7.1	7.9
ROE	5.1	5.0	6.7	7.8	8.5

Stock Data

52주 최저/최고	20,000/32,550원
KOSDAQ / KOSPI	785/2,528pt
시가총액	8,333억원
60일-평균거래량	72,096
외국인지분율	38.3%
60일-외국인지분율변동추이	+0.3%p
주요주주	구본걸 외 18 인 39.9%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	14.0	-4.7	29.8
상대기준	12.3	-11.1	1.4

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	946	1,061	1,121	1,220	1,333
현금및현금성자산	169	129	110	145	176
매출채권및기타채권	167	156	164	170	175
재고자산	357	309	332	339	359
비유동자산	529	520	504	495	492
유형자산	330	312	307	308	314
무형자산	125	129	118	108	100
투자자산	17	22	22	22	22
자산총계	1,475	1,581	1,625	1,716	1,825
유동부채	276	395	392	404	405
매입채무및기타채무	164	171	178	184	195
단기차입금및단기차	80	94	84	89	80
유동상장기부채	1	101	101	101	101
비유동부채	182	134	124	129	148
사채및장기차입금	150	102	92	97	116
부채총계	457	529	515	533	553
자본금	146	146	146	146	146
자본잉여금	213	213	213	213	213
이익잉여금	674	711	768	843	932
비지배주주지분	0	-1	-1	-2	-3
자본총계	1,018	1,052	1,109	1,183	1,271

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	52	141	86	118	123
당기순이익	51	51	71	89	103
현금유출이없는비용및수익	81	80	70	74	80
유형및무형자산상각비	41	41	46	45	45
영업관련자산부채변동	-53	33	-28	-11	-19
매출채권및기타채권의감소	22	-14	-7	-7	-5
재고자산의감소	-46	53	-24	-7	-20
매입채무및기타채무의증가	-25	3	7	7	11
투자활동현금흐름	-157	-234	-61	-71	-79
CAPEX	-34	-29	-30	-36	-41
투자자산의순증	-3	-5	0	0	0
재무활동현금흐름	-2	53	-43	-13	-13
사채및차입금의 증가	33	66	-20	10	10
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-15	-15	-15	-15	-15
기타현금흐름	1	-1	0	0	0
현금의증가	-106	-40	-18	35	31
기초현금	275	169	129	110	145
기말현금	169	129	110	145	176

자료: LF, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,571	1,529	1,600	1,697	1,797
매출원가	629	626	641	668	693
매출총이익	942	903	959	1,028	1,104
판매비	868	824	857	908	962
영업이익	74	79	101	120	142
EBITDA	115	120	147	165	186
영업외손익	-1	-4	-3	1	2
금융손익	3	2	3	4	5
투자손익	2	2	2	2	2
기타영업외손익	-6	-8	-8	-5	-5
세전이익	73	74	98	122	144
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	51	51	71	89	103
지배주주지분순이익	51	52	72	90	104
비지배주주지분순이익	0	-1	-1	-1	-1
총포괄이익	49	50	71	89	103
증감률(%YoY)					
매출액	7.6	-2.7	4.6	6.1	5.9
영업이익	-22.6	6.6	28.3	18.6	17.7
EPS	-37.4	1.4	39.7	24.2	16.1

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, % 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,742	1,767	2,468	3,064	3,557
BPS	34,790	36,006	37,974	40,538	43,596
DPS	500	500	500	500	500
Multiple(배)					
P/E	15.5	12.2	11.5	9.3	8.0
P/B	0.8	0.6	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.4	3.1	3.6	2.8	2.1
수익성(%)					
영업이익률	4.7	5.2	6.3	7.1	7.9
EBITDA마진	7.3	7.9	9.2	9.7	10.4
순이익률	3.2	3.3	4.5	5.2	5.7
ROE	5.1	5.0	6.7	7.8	8.5
ROA	3.5	3.3	4.5	5.3	5.8
ROC	6.2	6.6	9.2	10.8	12.4
안정성및기타					
부채비율(%)	44.9	50.3	46.5	45.0	43.5
이자보상배율(배)	9.5	10.1	11.9	14.4	16.3
배당성향(배)	28.9	28.6	20.5	16.5	14.2

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

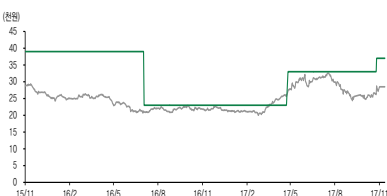
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

LF 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
15/07/29	Hold	39,000	-21.1 -8.2	16/01/22	Buy	39,000	-37.6 -32.3
16/07/22	Hold	23,000	-4.4 13.5	17/05/15	Buy	33,000	-13.1 -1.4
17/11/14	Buy	37,000	-				

Buy

화승엔터프라이즈

241590

목표주가(유지) 30,000원 현재주가(11/20) 24,900원 Up/Downside +20.5% 투자의견(유지) Buy

2017. 11. 20

미국 신발 수요 강세, 수혜는 화승 뿐

아디다스 신발 수요 강세에 따른 수혜 최대: 4Q17 연결매출 2,459억원(+19.6%YoY), 영업이익 242억원(OPM 9.9%)을 전망하여 매출은 전분기대비 성장이 둔화되겠지만 이익은 레버리지 효과가 지속됨에 따라 개선세를 유지할 전망이다. 일부 매출을 3Q17에 미리 반영했기 때문에 4Q17에도 3Q17과 같은 수준의 실적 성장을 담보하긴 어려울 것으로 판단된다. 다만 아디다스의 풋웨어 실적이 20%대 고성장세가 유지되고 있는 동시에 화승이 꾸준히 아디다스 내 운동화 OEM 점유율(17년 말 기준 14% 추정)을 높여가고 있으며, 작년 대규모 CAPEX 지출에 대한 효과가 실적으로 보여지고 있어 2018년에도 30%대 매출 성장과 이익 성장이 예상된다. 마진이 높은 런닝화 매출 비중이 20%까지 상승한 것으로 추정되며, 4Q17부터는 미드솔 등 부자재 매출이 발생할 것으로 예상된다.

독보적 성장 여력, 의류업종 내 최선호주 관점 제시: 18년 연결매출 10,235억원(+30.9%YoY), 영업이익 887억원(OPM 8.7%)을 전망하여 국내 의류/신발 OEM사 중에서는 가장 독보적인 성장세를 펼 것으로 전망한다. 주요 스포츠웨어 브랜드기업들의 북미 지역 실적이나 미국 리테일 매장의 POS 매출 추이를 살펴보면 패션보단 신발쪽에서의 수요 증가세가 매우 강한 것으로 판단된다. 특히 아디다스가 빠르게 변하는 시장 트렌드에 대응하는 방법 중 하나인 네오라인 런칭은 슈즈 시장의 큰 변화를 가져오고 있고, 이에 화승엔터프라이즈가 높은 수혜를 얻고 있다. 내년에도 아디다스의 성장의 전적인 수혜가 예상되어 OEM기업 중 성장 여력이 가장 높아보인다. 업종 내 최선호주 관점을 제시한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
FYE Dec					
매출액	NA	640	782	1,023	1,274
(증가율)	NA	NA	22.1	30.9	24.5
영업이익	NA	44	65	89	119
(증가율)	NA	NA	48.6	36.1	33.8
지배주주순이익	NA	35	52	71	95
EPS	NA	1,550	1,880	2,575	3,456
PER (H/L)	NA/NA	10.7/7.8	13.2	9.7	7.2
PBR (H/L)	NA/NA	2.3/1.7	3.1	2.4	1.8
EV/EBITDA (H/L)	NA/NA	7.4/6.3	8.3	6.5	4.7
영업이익률	NA	6.8	8.3	8.7	9.3
ROE	NA	27.2	23.8	25.4	26.4

Stock Data

52주 최고/최저	13,650/26,050원
KOSDAQ / KOSPI	785/2,528pt
시가총액	7,537억원
60일-평균거래량	120,535
외국인지분율	4.8%
60일-외국인지분율변동주이	+0.0%p
주요주주	화승인더스트리 외 5인 74.4%
주가상승률	1M 3M 12M
절대기준	46.0 51.8 71.7
상대기준	43.8 41.7 34.1

도표 73. 화승엔터프라이즈 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	16	17E	18E
연결매출	1,272	1,748	1,327	2,056	1,657	1,763	1,937	2,459	6,402	7,816	10,235
%YoY					30.3	0.9	46.0	19.6	89.4	22.1	30.9
매출원가	1,089	1,508	1,129	1,741	1,421	1,479	1,575	2,085	5,468	6,561	8,572
% of sales	85.7	86.3	85.1	84.7	85.8	83.9	81.3	84.8	85.4	83.9	83.8
매출총이익	182	240	198	315	236	284	362	374	935	1,255	1,662
% of sales	14.3	13.7	14.9	15.3	14.2	16.1	18.7	15.2	14.6	16.1	16.2
판매비	126	119	121	131	159	162	152	132	496	604	775
% of sales	9.9	6.8	9.1	6.3	9.6	9.2	7.8	5.4	7.8	7.7	7.6
영업이익	56	121	77	184	77	122	210	242	438	651	887
% of sales	4.4	6.9	5.8	9.0	4.7	6.9	10.8	9.9	6.8	8.3	8.7

자료: DB금융투자

도표 74. 화승엔터프라이즈 실적 추정

(단위: 억원, 천주, %, \$)

	13	14	15	16	17E	18E	19E	20E
순매출액	2,269	2,459	3,380	6,402	7,816	10,235	12,742	16,646
%YoY		8.3%	37.5%	89.4%	22.1%	30.9%	24.5%	30.6%
신발제조부문								
순매출액(억원)	2,310	2,510	3,450	6,002	7,456	9,864	12,353	16,237
%YoY		8.7%	37.5%	74.0%	24.2%	32.3%	25.2%	31.4%
순매출액(mn\$)	211	237	304	522	654	858	1,074	1,424
%YoY		12.6%	28.4%	71.6%	25.3%	31.1%	25.2%	32.6%
<가정>								
아디다스 총 생산량	256,000	258,000	301,000	360,000	378,000	398,000	419,058	441,231
%YoY		0.8%	16.7%	19.6%	5.0%	5.3%	5%	5%
화승 점유율	6.9%	8.0%	8.7%	11.9%	14.0%	17.1%	19.9%	24.6%
CAPA(천족)	20,400	22,800	26,400	42,974	58,015	75,419	98,045	127,459
%YoY		11.8%	15.8%	62.8%	35%	30%	30%	30%
생산량(Q)	17,751	20,726	26,039	42,974	52,794	67,877	83,338	108,340
%YoY		16.8%	25.6%	65.0%	22.9%	28.6%	22.8%	30.0%
가동률 가정	87%	91%	99%	100%	91%	90%	85%	85%
평균가격(ASP)	11.9	11.4	11.7	12.1	12.4	12.6	12.9	13.1
%YoY		-3.6%	2.2%	4.0%	2%	2%	2%	2%

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	140	265	238	325	463
현금및현금성자산	5	78	25	38	112
매출채권및기타채권	40	76	81	104	126
재고자산	61	74	87	128	159
비유동자산	120	171	202	218	232
유형자산	117	162	193	209	223
무형자산	1	2	2	2	1
투자자산	0	1	1	1	1
자산총계	261	437	440	543	695
유동부채	186	227	177	210	267
매입채무및기타채무	66	104	70	105	157
단기차입금및단기차대	115	112	97	94	99
유동성장기부채	3	10	10	10	10
비유동부채	11	17	17	17	17
차입금및차입금	8	13	13	13	13
부채총계	197	244	195	227	284
자본금	10	13	15	15	15
자본잉여금	52	140	140	140	140
이익잉여금	0	35	86	156	250
비지배주주지분	0	1	1	1	2
자본총계	63	193	246	316	411

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	0	33	32	73	125
당기순이익	0	35	52	72	96
현금유출이없는비용및수익	0	21	51	57	65
유형및무형자산상각비	0	18	34	36	38
영업관련자산부채변동	0	-21	-59	-38	-12
매출채권및기타채권의감소	0	-20	-5	-23	-21
재고자산의감소	0	-11	-12	-41	-31
매입채무및기타채무의증가	0	31	-34	35	52
투자활동현금흐름	5	-55	-66	-52	-51
CAPEX	0	-56	-66	-52	-52
투자자산의순증	0	-1	0	0	0
재무활동현금흐름	0	94	-18	-8	0
차입금및차입금의 증가	126	8	-15	-3	5
자본금및자본잉여금의증가	63	90	2	0	0
배당금지급	0	0	-1	-1	-1
기타현금흐름	0	1	0	0	0
현금의증가	5	73	-53	13	74
기초현금	0	5	78	25	38
기말현금	5	78	25	38	112

자료: 화승엔터프라이즈, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	0	640	782	1,023	1,274
매출원가	0	547	656	857	1,059
매출총이익	0	93	126	166	215
판매비	0	50	60	78	97
영업이익	0	44	65	89	119
EBITDA	0	62	99	125	157
영업외손익	0	-1	1	1	2
금융손익	0	-1	1	0	1
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	1	1
세전이익	0	43	65	90	120
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	35	52	72	96
지배주주지분순이익	0	35	52	71	95
비지배주주지분순이익	0	0	0	1	1
총포괄이익	0	39	52	72	96
증감률(%YoY)					
매출액	NA	NA	22.1	30.9	24.5
영업이익	NA	흑전	48.6	36.1	33.8
EPS	NA	NA	21.3	37.0	34.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존에 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당주요지표(원)					
EPS	0	1,550	1,880	2,575	3,456
BPS	3,030	7,140	8,088	10,403	13,522
DPS	0	35	35	35	35
Multiple(배)					
P/E	NA	9.9	13.2	9.7	7.2
P/B	NA	2.1	3.1	2.4	1.8
EV/EBITDA	NA	7.2	8.3	6.5	4.7
수익성(%)					
영업이익률	0.0	6.8	8.3	8.7	9.3
EBITDA마진	0.0	9.7	12.7	12.2	12.3
순이익률	0.0	5.5	6.7	7.0	7.5
ROE	0.0	27.2	23.8	25.4	26.4
ROA	0.0	10.0	11.9	14.6	15.5
ROC	0.0	17.9	18.8	20.3	24.4
안정성및기타					
부채비율(%)	313.2	126.5	79.2	71.7	68.9
이자보상배율(배)	0.0	11.0	16.7	24.5	32.5
배당성향(배)	0.0	2.7	2.0	1.5	1.1

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2017-09-30 기준) - 매수(66.0%) 중립(34.0%) 매도(0.0%)

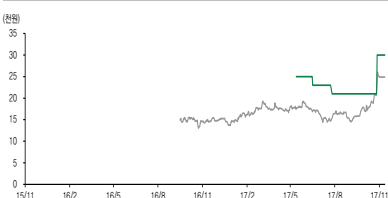
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

화승엔터프라이즈 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/06/01	Buy	25,000	-27.8	-23.0					
17/07/05	Buy	23,000	-31.3	-25.0					
17/08/14	Buy	21,000	-18.9	3.8					
17/11/15	Buy	30,000	-	-					



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 646 (동흥빌딩 2층)
 목동 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS7도교방송 1층)
 입구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (중권빌딩 2층)
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 103 (DB빌딩 3층)
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 45 (루터회관 1층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (흥국생명빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 3층
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 3층

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 도산로 51 (도마라이프클리닉센터 3층)
 둔산 042) 489-9500 대전광역시 서구 둔산서로 59 (교운손병원빌딩 2층)
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 2순환로 1229 (고속터미널 2층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 건물 2층)
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역1길 24 (영동프라자 1층)
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 두대동 333 시티세븐 (트레이드센터 3층)
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)
 범어 053) 745-4900 대구광역시 수성구 달구벌대로 2348 (수협빌딩 2층)
 포항 054) 275-3100 경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

광주 · 전라지역

광주 062) 225-6900 광주광역시 남구 봉선로 164 (비아로마삼환빌딩 4층)
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬센터 2층)

강원지역

강릉 033) 641-7800 강원도 강릉시 강릉대로 270 (구) 고속버스터미널 건너편
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사항목은 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사항목은 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.