

중국주식 정정영

jeongyoung@hanwha.com
3772-7473

유통 이진협

jinhyeob.lee@hanwha.com
3772-7638

화장품/음식료 한유정

yujung.han@hanwha.com
3772-7693

운송/엔터 박수영

suyoung.park.0202@hanwha.com
3772-7634

스몰캡 김용호

yonghokim@hanwha.com
3772-7596

RA 배성조

seongjo.bae@hanwha.com
3772-7611

RA 조정현

controlh@hanwha.com
3772-7509





목차

03	Summary
05	I. [중국] 하고싶은 거 다 해
25	II. [유통] 관계의 재정립
37	III. [화장품] 나도 달라졌고 너도 달라졌고
49	IV. [엔터] 6년을 참았는데?
57	V. [항공] 공급이 늘어나니까 문제
67	VI. 기업분석
	[유통] 호텔신라 신세계 롯데쇼핑
	[화장품] 아모레퍼시픽 코스맥스 씨앤씨인터내셔널
	[엔터] JYP Ent. 에스엠 하이브 와이지엔터테인먼트
	[항공] 대한항공 제주항공 진에어
	[스몰캡] 글로벌텍스프리 청담글로벌

Summary

중국 이미 리오프닝.
중국 정부의 '소비' 를
중심으로 한 경제 회복
의지 확고

- 중국 제로코로나는 이미 종료. 중국 정부는 '소비 회복/확대 중심의 경제 활성화' 를 올해 경제 업무의 핵심으로 설정
- 3년간 멈춰있던 경제가 정상화되기 시작한다면, '없던' 수요가 '새롭게' 생기는 것으로 해석하는 것이 합리적
 - 춘절 연휴 동안 중국인들의 외출 수요 (서비스 경제)는 확인. 제조업 기업들도 리오프닝 수요 대응 위한 재고 확충 사이클 진입 예상
- '이례적' 이 반복된다면 '이례적이지 않은 것' 으로 해석하는 것이 합리적
 - 홍콩/대만계 연예인들의 공연을 독려하고, 최근 한국 기업들과의 접촉을 늘려가는 중국 정부

중국 리오프닝의 수혜는
유통 > 화장품 > 엔터
순으로 예상. 항공 수혜
기대는 '오해'

- [유통]** 면세점과 타이공의 관계 재정립 예상. 중국 인바운드 회복 & 외국인 매출 비중 확대에 따른 백화점 매출 반등 본격화 전망
- [화장품]** 대형 원브랜드사들의 깊고 긴 부진 이후 경쟁력 있는 제품들이 다수 등장하며 다시 K-Beauty 인기 확산 중
- [엔터]** 중국 내 k-pop 소비는 트렌드 & 홍콩/마카오에서는 이미 공연 재개. 과거 박빙 사례 참고 시 매출 확대 여력 충분
- [항공]** 중국 여객기 운항 재개는 화물 (FSC) / 여객 (LCC) 공급 증가 야기 & 수익성 저해 전망. 리오프닝 수혜 기대는 '오해'

[유통] 관계의 재정립

- 타이공 수요 증가 예상. 반면 면세점은 타이공향 공급을 기존 대비 축소할 수 있어, 산업 구조 재편 전망. 이는 면세점의 수익성 개선을 의미
- 한한령 해제 시, 면세점 사업이 PKG 중심 재편. P/E 30배까지 확대 전망

[화장품] 비중확대 유지

- 온라인과 올리브영을 통해 경쟁력 있는 K-Beauty 브랜드 다수 등장
- 신형 인디브랜드 뿐만 아니라 대형 원브랜드 역시 히트 제품 육성을 통해 턱어라운드 시도 중

[엔터] 6년을 기다렸다

- 홍콩/마카오에서의 K-Pop 공연 재개는 긍정적 시그널
- 중국 내 K-Pop 소비는 이미 트렌드. 유튜브/웨이보/앨범 역직구 등 숫자로 확인 가능
- Again K-Pop in China
→ Max 416억원 매출 add 전망

[항공] 공급 증가가 문제

- FSC 화물, 물량은 줄어드는데 공급은 늘어날 수밖에 없는 구조
- LCC 여객, 공급은 늘어날 필연성이 있지만 수요는 늘어날 개연성이 없음
- 화물/여객 모두 그때 (팬데믹) 는 맞았지만, 지금은 틀리다

Summary

한화투자증권 분석 종목 요약

섹터	종목명	선호도 ^{주2)}	목표주가 (원)	상승여력 (%)	2023년 추정치			
					매출 (% YoY)	EPS (% YoY)	PER (X)	PBR (X)
유통	호텔신라(008770)	★★★★★	115,000	46.3	17.0	흑전	14.6	4.4
	롯데쇼핑(023530)	★★★★	130,000	49.9	6.7	흑전	6.0	0.2
	신세계(004170)	★★★	300,000	47.8	7.6	4.4	5.3	0.5
화장품	아모레퍼시픽(090430)	★★★★	190,000	35.1	8.6	108.0	31.0	1.9
	코스맥스(192820)	★★★★	110,000	41.0	8.8	134.4	11.8	1.3
	씨앤씨인터내셔널(352480)	★★★★	40,000	30.1	29.2	7.9	17.0	2.0
엔터	JYP Ent. (035900)	★★★★★	100,000	31.4	33.3	26.2	26.1	7.0
	하이브(352820)	★★★★	220,000	20.6	7.7	619.5	34.1	2.4
	에스엠(041510)	★★★★	135,000	12.2	18.0	14.1	27.3	3.6
	와이지엔터테인먼트(122870)	★★★★	75,000	39.1	25.7	54.6	19.4	2.2
항공	대한항공(003490)	★★	30,000	30.2	15.7	-42.9	8.4	0.9
	제주항공(089590)	-	16,000	-1.1	142.2	흑전	23.0	3.8
	진에어(272450)	-	17,500	5.2	90.9	흑전	10.0	7.3
스몰캡	글로벌텍스프리(204620)	★★★★★	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R
	청담글로벌(362320)	★★★★	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R

주1: 2월 27일 종가 기준

주2: 각 섹터별 선호도



I

중국(Positive)
하고싶은 거 다 해

중국주식 | 정정영 | jeongyoung@hanwha.com | 3772-7473

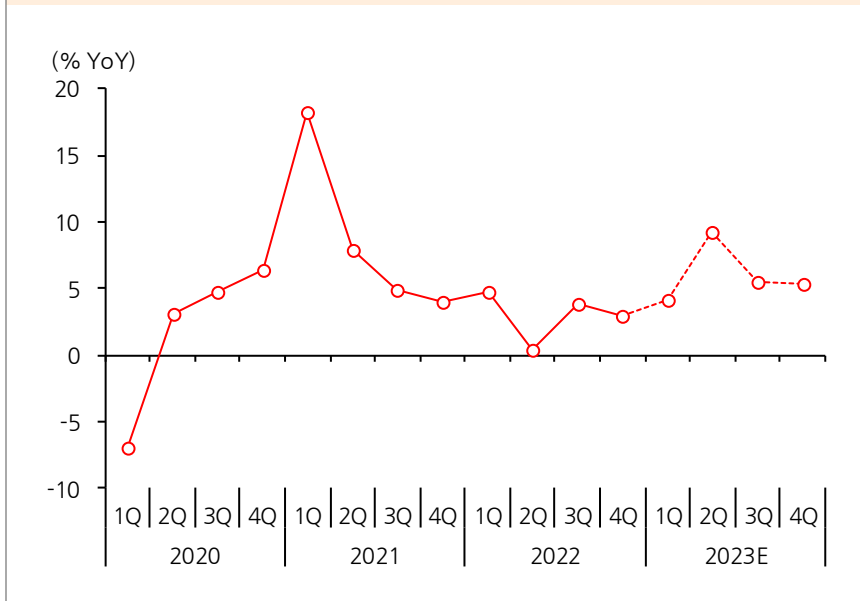


중국의 변화 최고지도부가 돌려놓은 방향

[한화리서치센터]

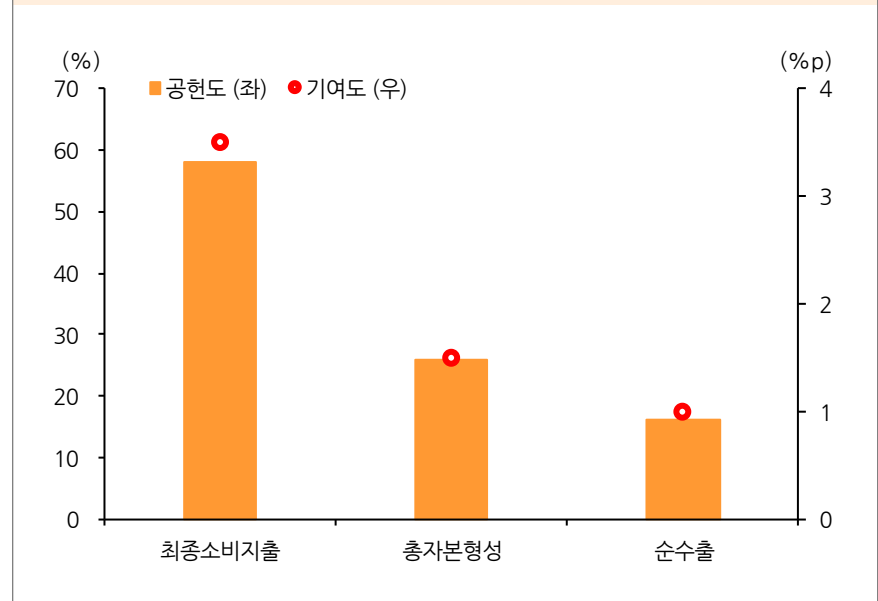
- ❖ 2022년 하반기부터 중국 정부의 경제 정책 기조는 ‘규제 & 수요억제’ 에서 ‘성장 & 수요회복’ 으로 전환
 - ✓ 부동산/빅테크 규제, 동태적 제로코로나 모두 정상화
- ❖ 최고지도부 차원에서의 결정적인 변화는 지난해 12월 중앙경제공작회의
 - ✓ 2023년 중국 경제 5대 중점 작업의 첫번째 항목을 내수 확대로 제시했고,
 - ✓ 공들여야 하는 7개 업무에서는 ‘주민 소비를 제약하는 방해 요소를 없애야 한다’ 고 강조
- ❖ 중국 정부 산하 싱크탱크는 올해 경제성장률 목표를 6%로 제시: 소비 +3.5%p, 투자 +1.5%p, 순수출 +1.0%p 기여 예상

2022년 12월 중국경제공작회의에서 강조한 건 ‘경제 회복’ 이고...



주: 중국과학원 예측과학연구센터 전망
 자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

... 중국 정부 산하 싱크탱크는 소비 중심으로 6%대 성장 가능할 것으로 예상



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

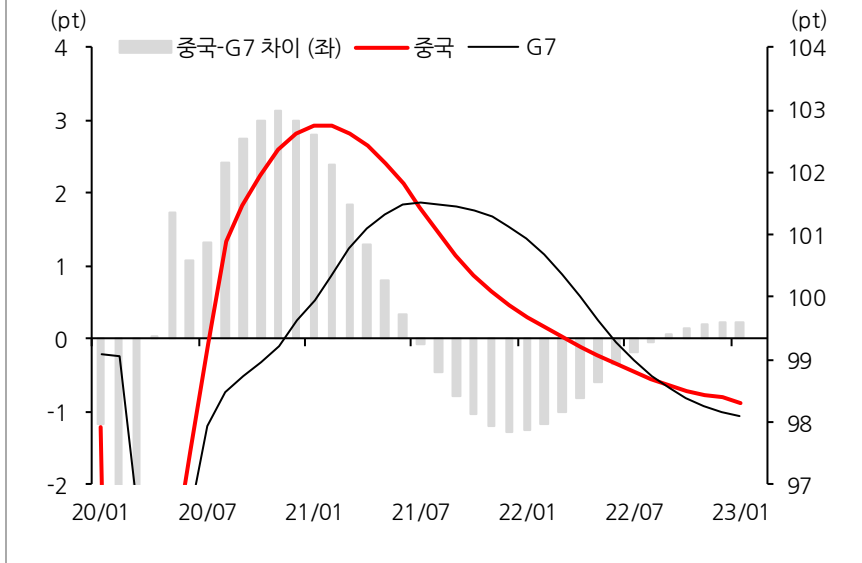


중국의 변화 중국의 경기는 저점 확인

[한화리서치센터]

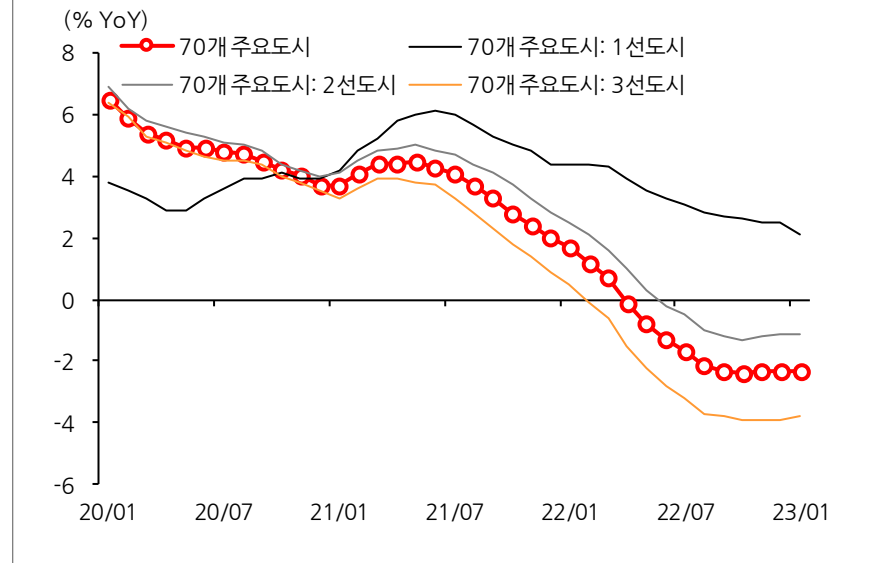
- ❖ 글로벌 주요국과는 달리 중국 경기선행지수는 이미 저점을 확인했다는 평가
 - ✓ 지난해 9월 이후 중국 - G7 경기선행지수 차는 (+) 전환
 - ✓ 2021년 7월 이후 14개월 동안 중국의 경기선행지수는 G7을 하회
- ❖ 중국의 부동산가격지수는 지난해 4분기부터 저점 확인 → 올해 1월에 마이너스 국면 탈피 (전월대비)
 - ✓ 부동산이 살아나기 시작한다면 소비 회복에 대한 기대를 더 높여도 될 것

중국 경기선행지수는 주요국보다 먼저 안정세를 보이는데...



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

... 이는 중국 경제의 근간인 부동산 시장이 바닥을 찾고 있기 때문



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

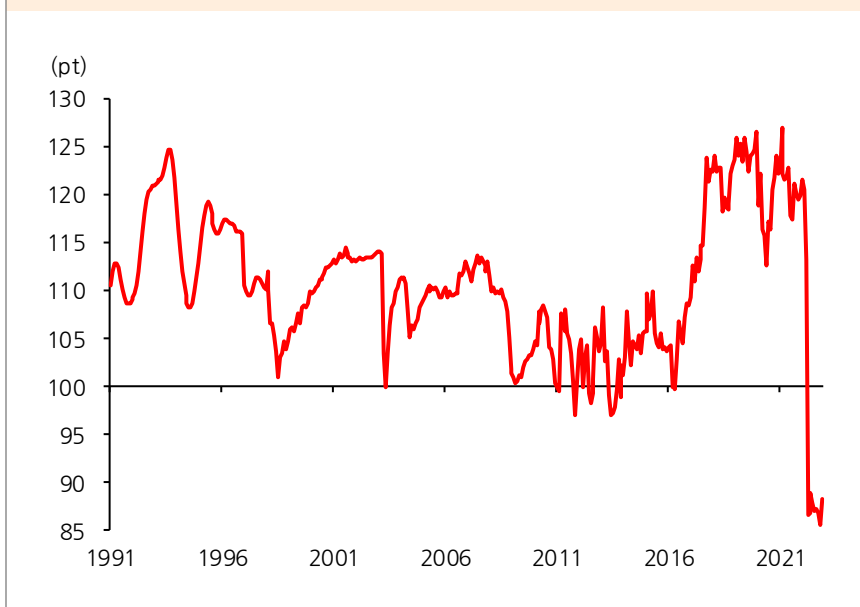


중국의 변화 구체적으로는 민생에 중점, 계속

[한화리서치센터]

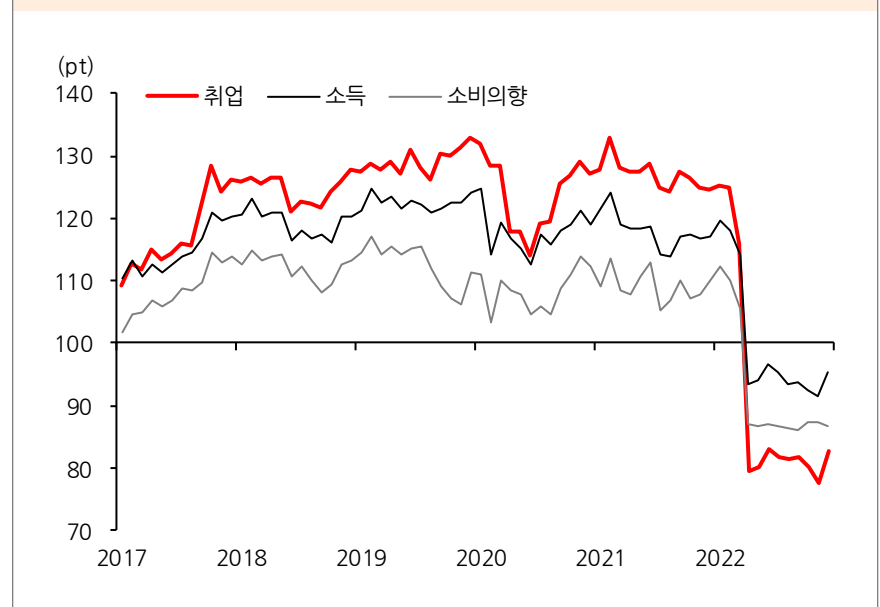
- ❖ 2022년 말까지 중국 소비자심리지수는 여전히 최악 국면 통과 중
 - ✓ 2022년 12월 중국 소비자심리지수는 88.3pt로 11월 (85.5pt)대비 2.8pt 상승에 불과
 - ✓ 제로코로나가 유지됐던 2022년 6월 (88.9pt)보다도 낮은 상황
- ❖ 세부지표에서 드러나는 아쉬움: 취업/소득지수는 반등에 성공 vs. 소비의향지수는 2개월 연속 하락
 - ✓ 규제 정책 취소되면서 기업이 먼저 반응 → 채용 우선 재개되면서 취업/소득지수가 선 반등
 - ✓ 중국 정부는 후행적으로 따라올 소비의향지수 반등폭을 극대화시켜야 하는 입장

지난해 12월까지 소비자심리지수는 역대 최저 수준에서 벗어나지 못했고...



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

... 그 중에서도 소비의향이 가장 부진한 상황



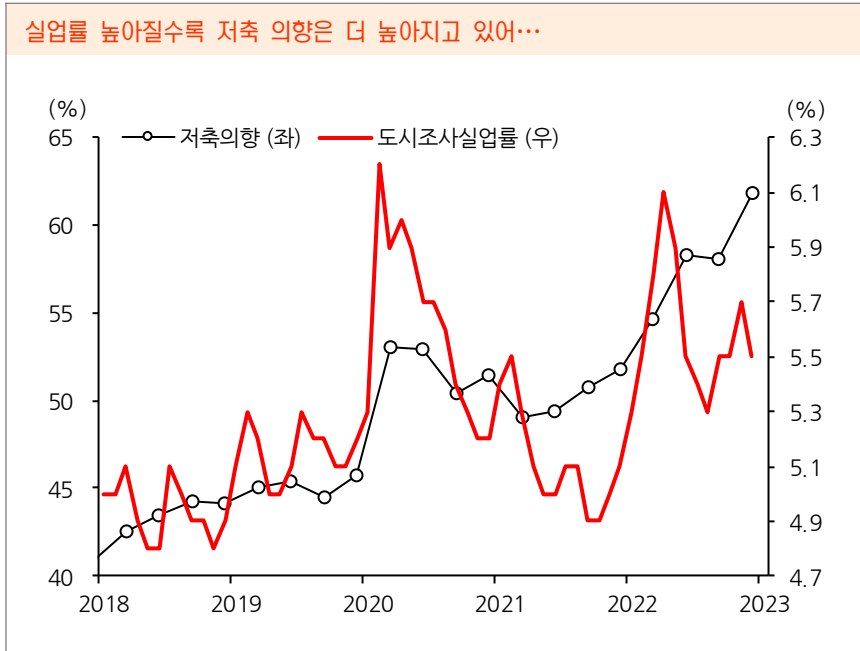
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



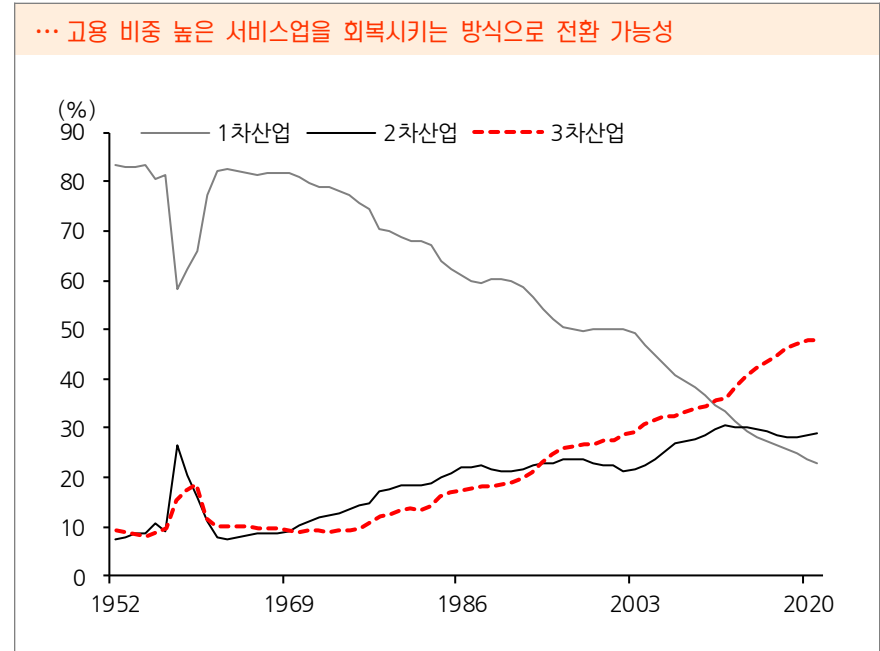
중국의 변화 구체적으로는 민생에 중점, 계속

[한화리서치센터]

- ❖ 소비 의향/심리 끌어올리기 위한 전제조건은 고용의 안정화
 - ✓ 실업률 높아질수록 보유 현금을 안정적으로 관리하고 싶은 욕구 확대: 저축 의향 높아지는 패턴
- ❖ 결국 고용을 안정화 & 정상화시키기 위해서는 추세적으로 증가하고 있는 서비스업 종사자를 인정할 필요
 - ✓ 서비스업은 빅테크 중심으로 최근 중국 정부가 강하게 규제한 분야 → 지난해 하반기부터 다른 모습



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

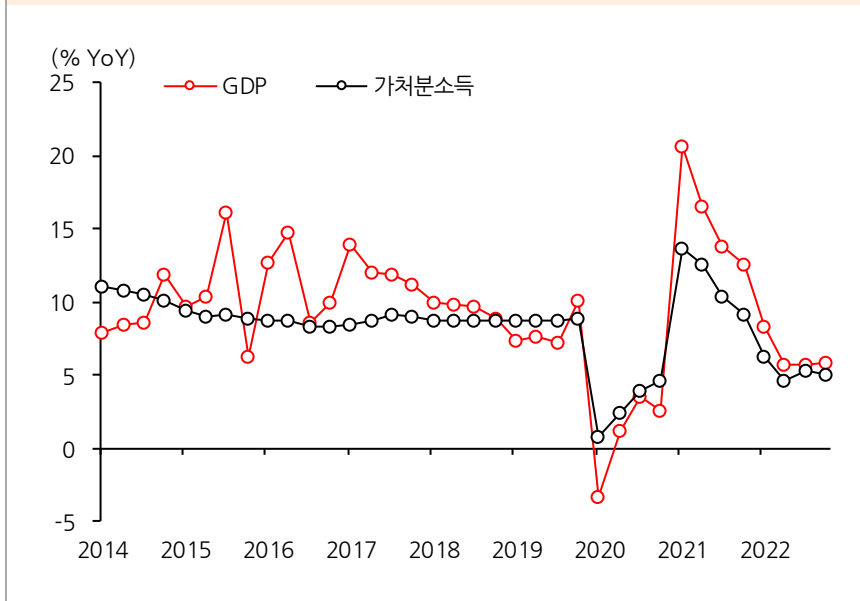


중국의 변화 구체적으로는 민생에 중점

[한화리서치센터]

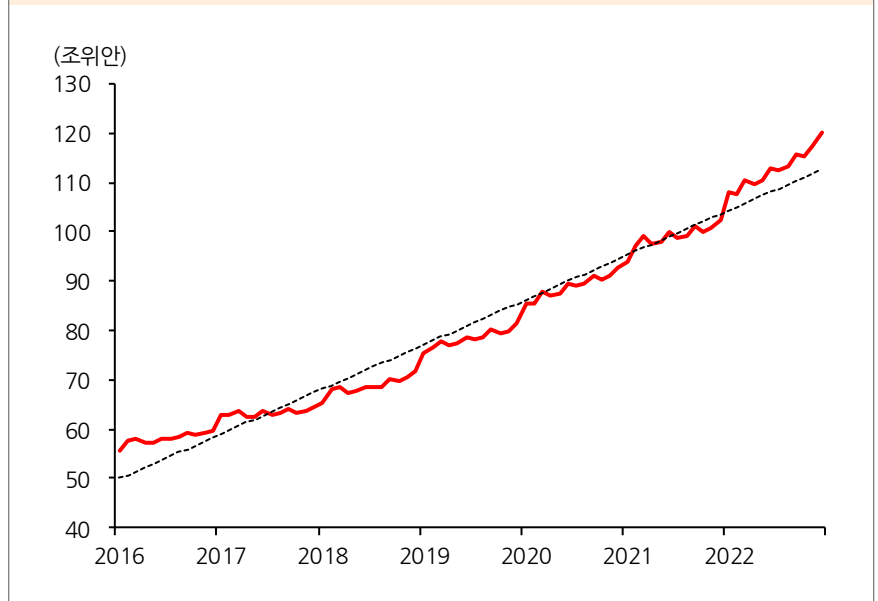
- ❖ 고용을 통해 가처분소득을 늘리겠다는 건 결국 경제성장 궤도로 본격 진입하겠다는 의미
 - ✓ 중국 가처분소득 증가율은 역대 최저 수준: 제로코로나 & 부동산/빅테크 규제가 야기한 결과
- ❖ 가처분소득의 증가는 곧 초과저축이 소비시장으로 전환될 가능성을 시사
 - ✓ 기관마다 추산 규모에 차이는 있지만, 중국 가계저축은 2020년부터 추세를 뛰어넘는 상황
 - ✓ 2023년 1월 가계 대출 크게 줄어든 반면, 저축은 2013년 이후 가장 높은 증가율

가처분소득의 증가는 경제를 성장시키는 방향으로 바꾸겠다는 것이고...



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

... 이를 가속화하기 위해 초과저축을 소비로 전환시키려는 정책이 우선



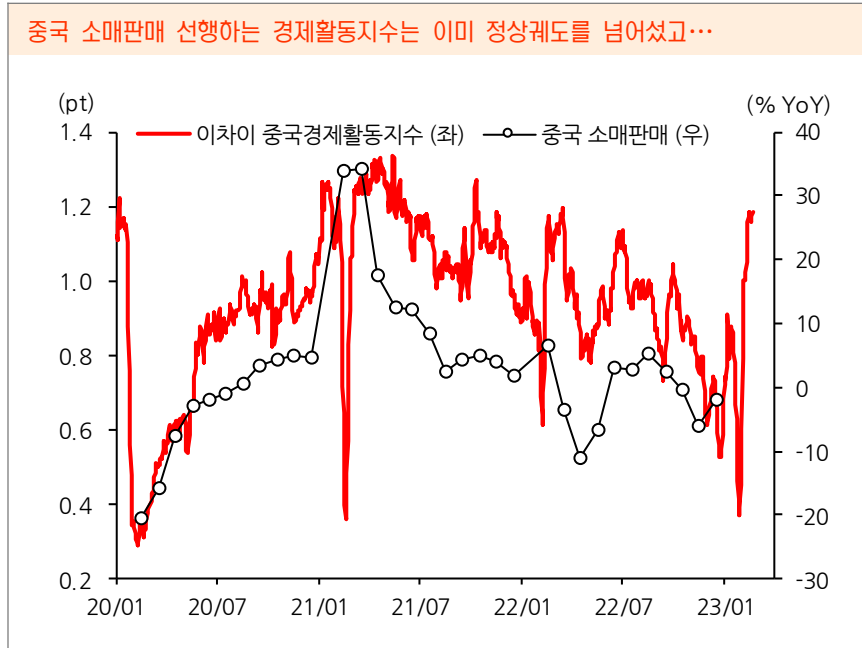
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



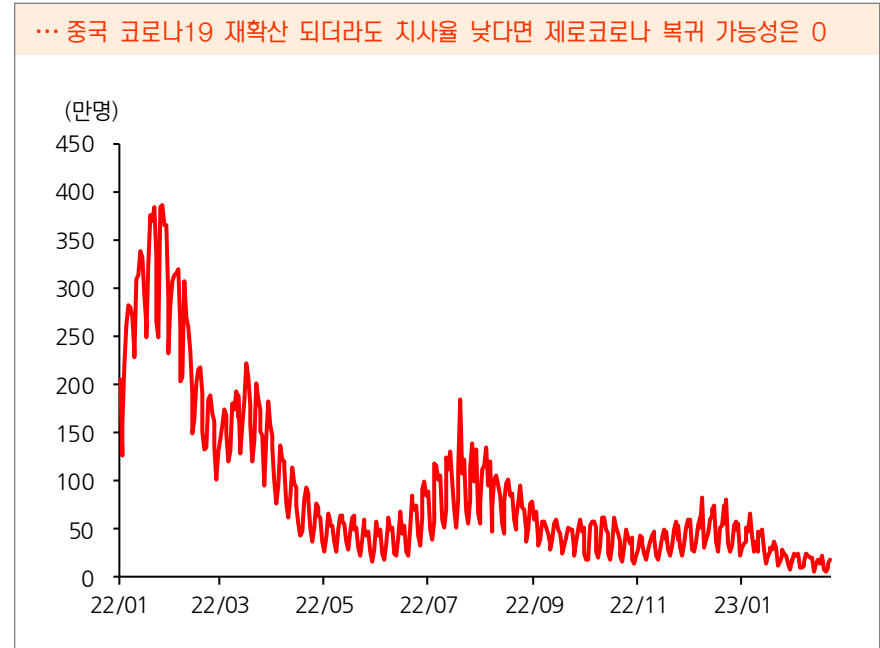
소비 의지 확인 예상보다 큰 중국인의 외출 수요

[한화리서치센터]

- ❖ 중국 소매판매 증가율을 선행하는 이차이 중국경제활동은 이미 크게 반등
 - ✓ 이차이 중국경제활동지수는 중국 언론사 제일재경에서 매일 발표하는 데이터. 8개 경제활동지표를 가중평균
 - 30개 도시 교통혼잡지수, 30개 도시 부동산거래지수, 7개 도시 지하철 이용객수, 8개 도시 대기오염지수, 석탄발전지수, BDI지수, 실업지수, 파산지수 등
- ❖ 중국 내 대규모 코로나19 확산에 따른 이동 심리 위축 우려 일축
 - ✓ 2022년 12월 ~ 2023년 1월 초 대규모 확산 & 정부의 통계 축소 등으로 심리 위축 및 소비 부진 우려 컸으나,
 - ✓ 그동안 못했던 외부활동에 대한 욕구가 더 크게 작용한 실제 데이터 확인



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



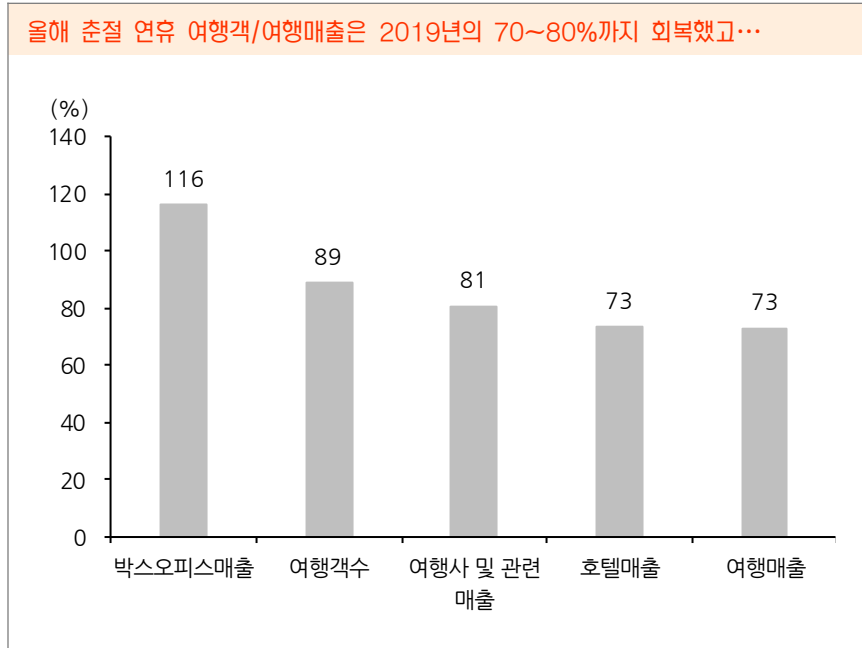
자료: WHO, 한화투자증권 리서치센터



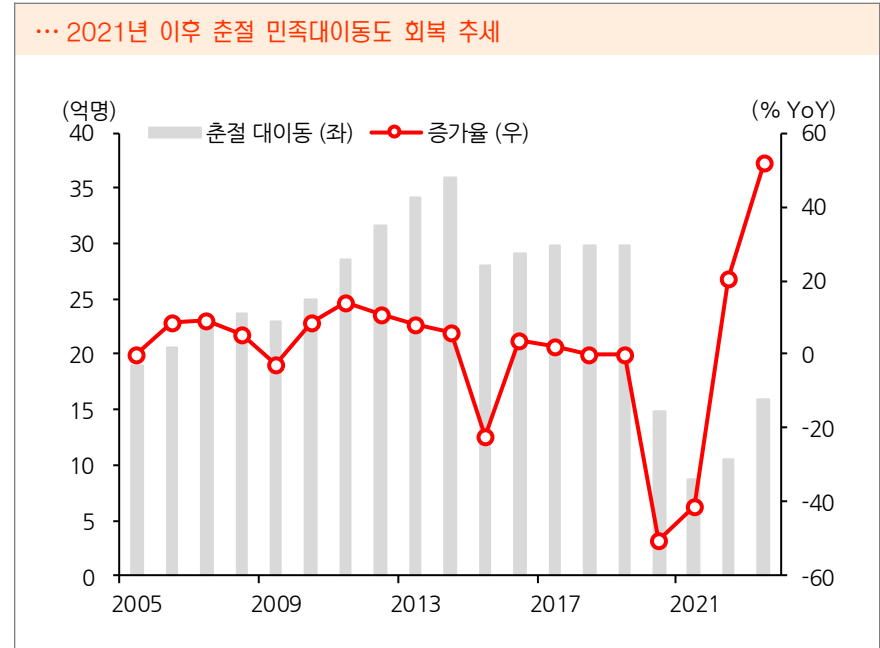
소비 의지 확인 춘절 연휴 테스트 점수는 80점, 계속

[한화리서치센터]

- ❖ 올해 첫 테스트였던 춘절연휴 기간 중국인들이 외부활동 의지/육구 충분히 확인
 - ✓ 중국 국내 여행객수는 3.08억명으로 2019년의 88.6%, 여행매출은 3,758.43억위안으로 2019년의 73.1% 회복
 - ✓ 여행사 및 관련 서비스업 매출은 2019년의 80.7% 회복
 - ✓ 호텔/숙박업소 매출은 각각 2019년의 73.4%, 79.9% 회복
- ❖ 춘절 민족대이동은 15.95억명으로 2019년 (29.80억명)의 53.5% 회복. 2022년 (10.60억명) 대비 50.5% 증가



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



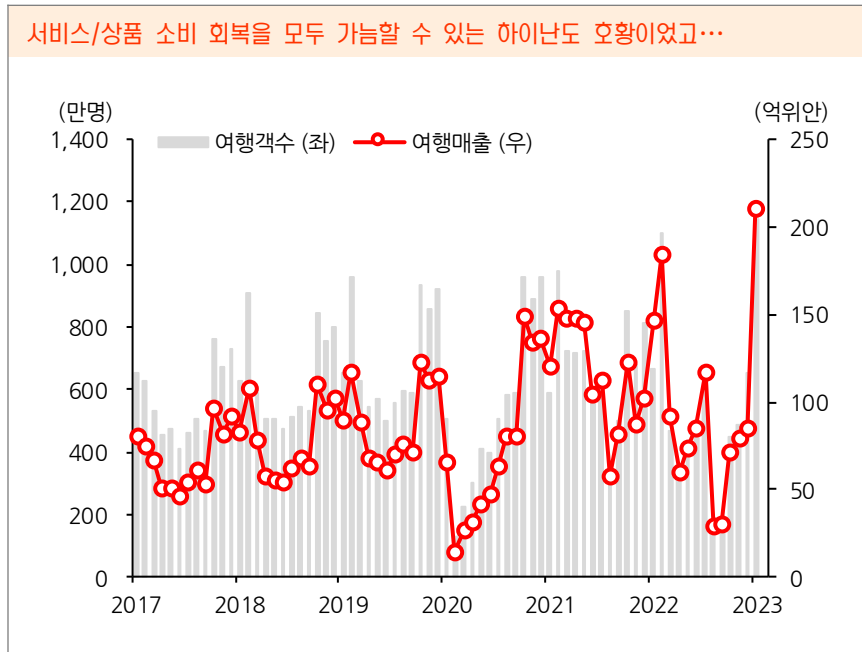
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



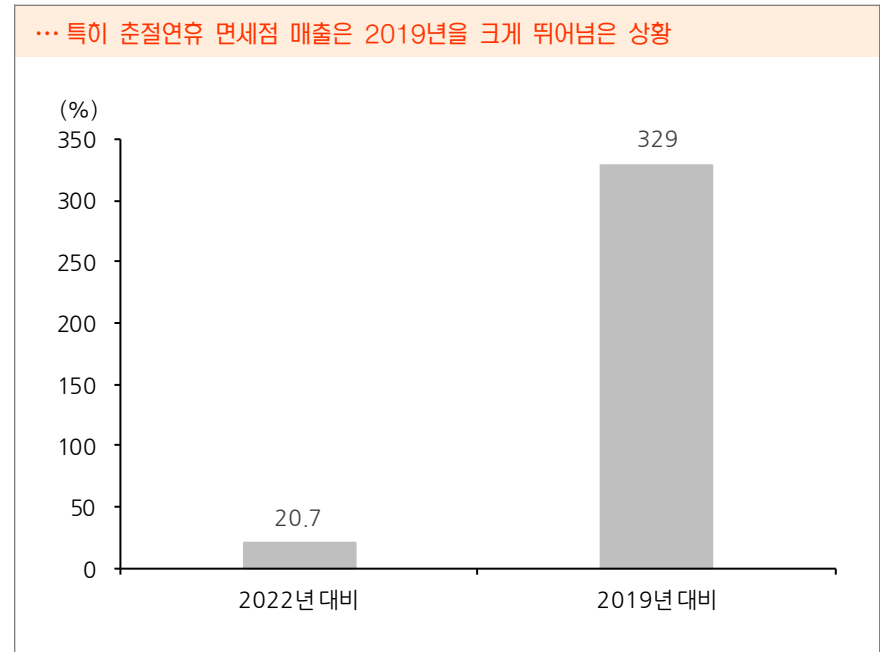
소비 의지 확인 춘절 연휴 테스트 점수는 80점

[한화리서치센터]

- ❖ 서비스와 상품 소비를 모두 확인할 수 있는 하이난성 관련 지표는 기대 그 이상
 - ✓ 춘절 연휴 하이난 출입국자수는 최근 5년래 최대 수준. 그 중 산야가 가장 인기
 - ✓ 1월 하이난 여행객수 639.36만명 (+18.2% YoY), 여행매출 92.98억위안 (+23.5% YoY)
- ❖ 1/21~1/27 하이난성 12개 면세점 매출 25.72억위안 (일평균 3.5억위안)
 - ✓ 2022년 춘절 연휴 대비 +20.7%, 2019년 춘절 연휴 대비 +329%



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

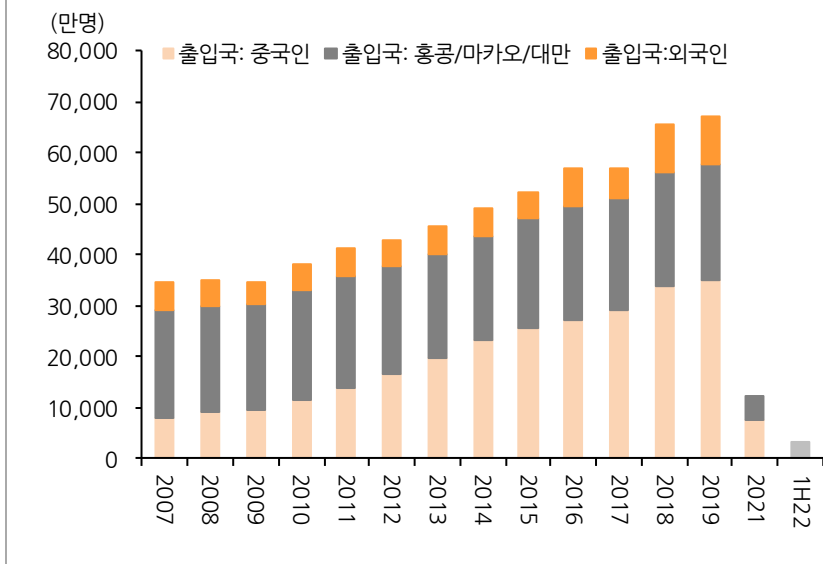


소비 의지 확인 중국 국내 넘어 해외여행 수요도 확인, 계속

[한화리서치센터]

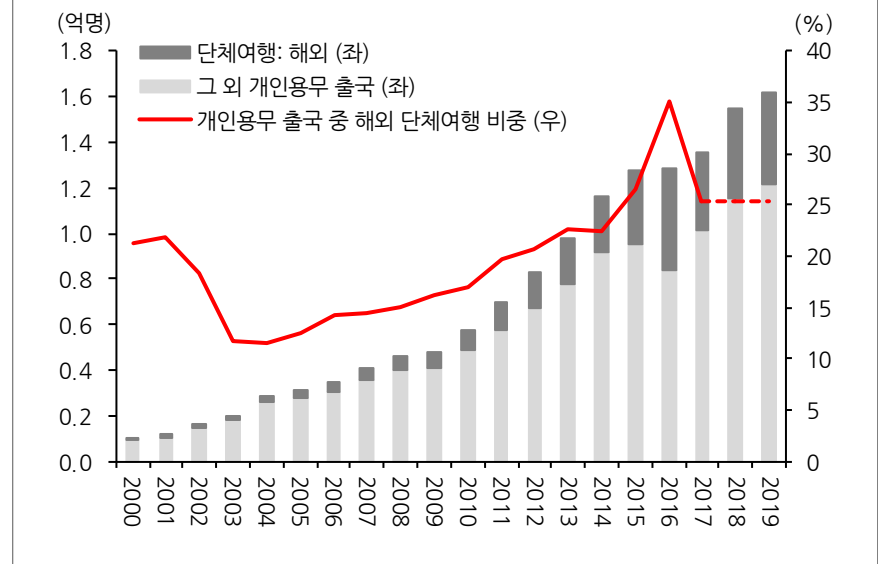
- ❖ 중국 정부는 1/8부터 중국인들의 여권 수리/심사 및 홍콩/마카오 통행증 발급 재개한다고 발표
 - ✓ 상하이시는 1개월 (1/9~2/8) 만에 출입국 증서서류 (여권/통행증) 발급 신청 38만건으로 역대 최대
 - ✓ 중국 국가이민국에 따르면 정책 전환 5일만에 (1/8~1/12) 홍콩/마카오 통행 신청자 99.8만명
- ❖ 2019년 중국인 출국자수 (개인 용무)는 1.62억명. 그 중 단체여행은 6,200만명으로 추산
 - ✓ 단체여행 중 홍콩/마카오/대만 외 해외여행객 비중은 66% (2012~2016년 평균)으로 4,100만명 예상

동태적 제로코로나 정책 전환과 함께 중국 출입국자 회복 본격화될 것이며...



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

... 전체 개인용무 출국의 25% 수준을 차지하는 해외 단체관광도 활기 전망



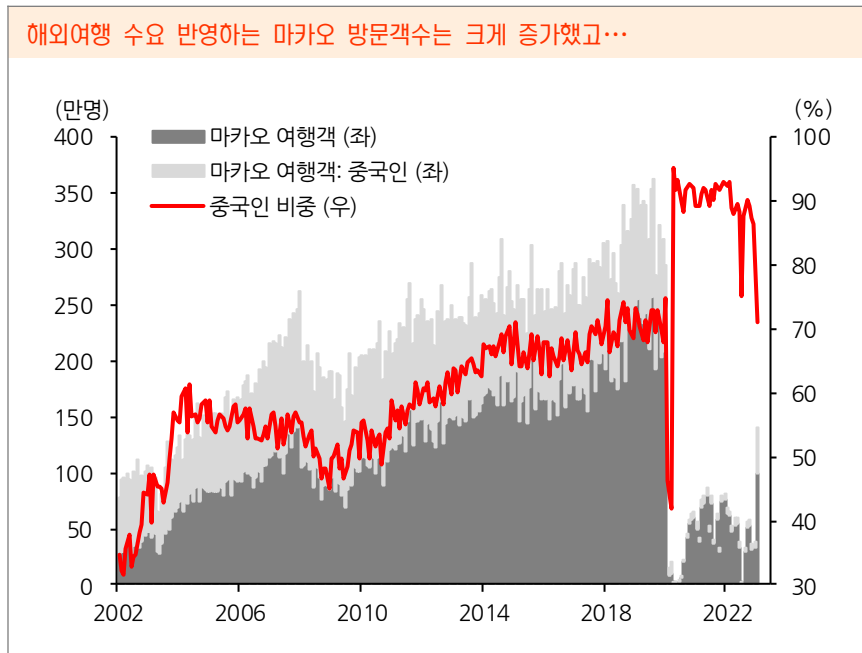
주: 중국 단체여행자수 데이터는 2016년 이후 발표 중단. 최근 5년 (2012~2016)년 비중 38.3% 적용
 자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



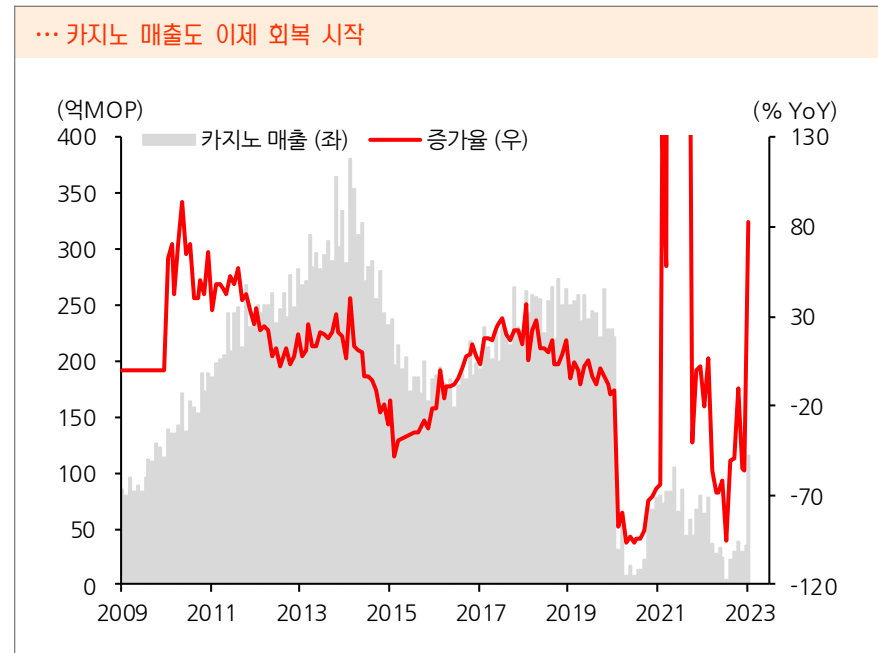
소비 의지 확인 중국 국내 넘어 해외여행 수요도 확인, 계속

[한화리서치센터]

- ❖ 중국인들의 해외여행 수요를 반영하는 마카오도 회복의 시작을 알림. 코로나19 이전 마카오 전체 관광객의 80%가 중국인
 - ✓ 춘절 연휴 마카오 관광객수는 45.1만명 (일평균 6.5만명). 2022년 같은 기간 대비 +296.9%, 2019년 대비 +37.5%
 - ✓ 전체 관광객 중 중국인 58.6%, 홍콩인 36.6% 비중
 - ✓ 호텔 예약률 85.7%. 호텔 평균가격 1,575MOP로 2022년 대비 +50% 가까이 상승
- ❖ 1월 마카오 카지노 매출 115.8억MOP (+82.5% YoY, +233% MoM)
 - ✓ 2022년 2월 이후 처음으로 성장 전환 & 2020년 1월 이후 최대



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



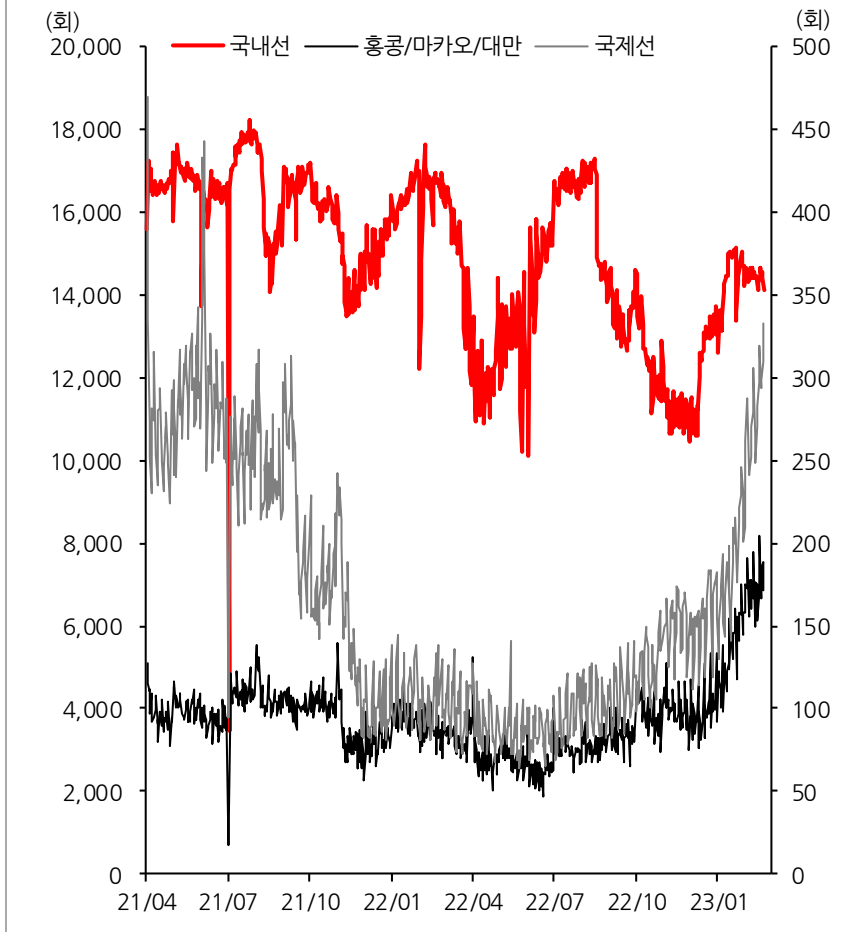
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



소비 의지 확인 중국 국내 넘어 해외여행 수요도 확인

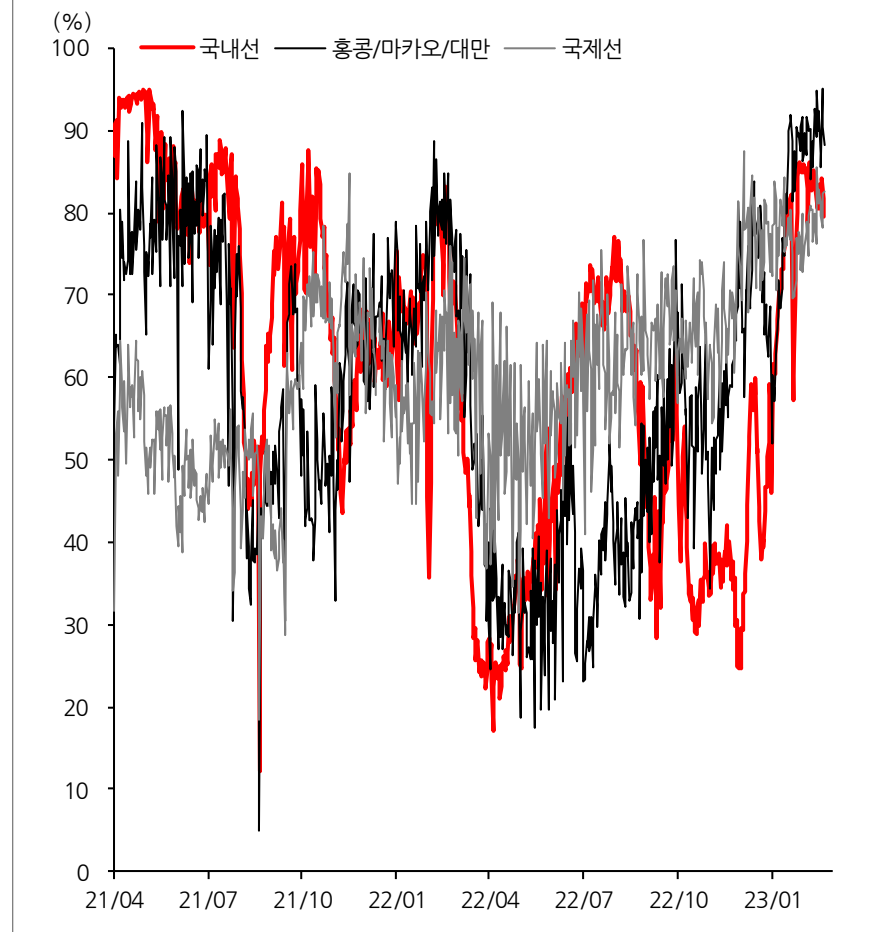
[한화리서치센터]

홍콩/마카오/대만 포함한 국제선 항공편 빠르게 증가하고...



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

... 정상운항률 (운항/계획)도 90% 가까이 회복



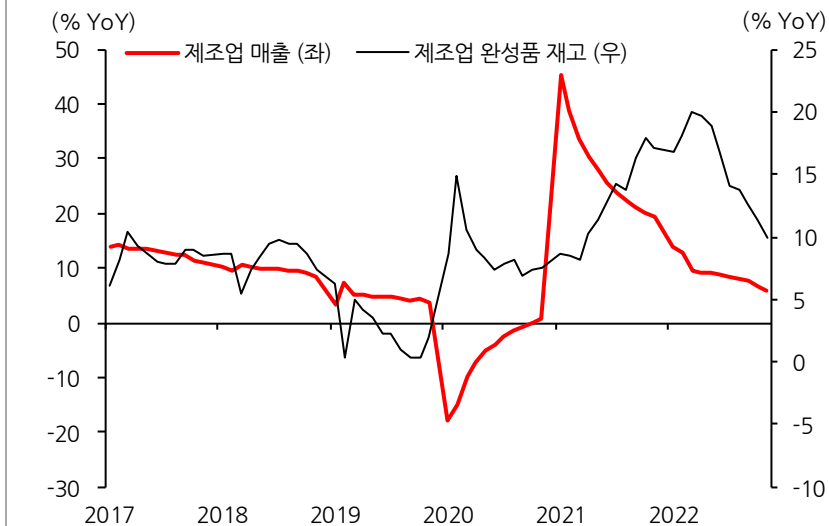
자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



중국 재고 정상화 서비스 회복은 확인, 상품 회복에도 관심 가질 때 [한화리서치센터]

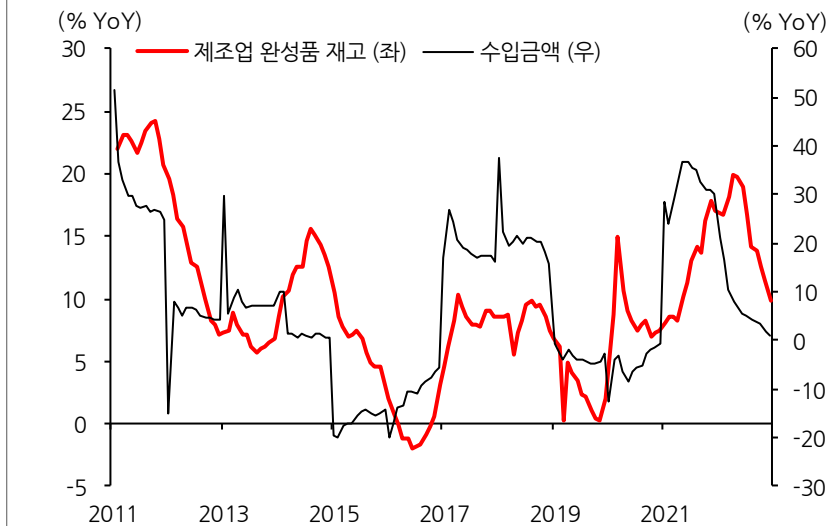
- ❖ 매출 증가율보다 높았던 중국 제조기업 재고 증가율은 과거 평균 수준으로 복귀 중
 - ✓ 재고 소진 마무리 국면에 가까워졌다는 평가
- ❖ 리오프닝에 따른 외출 수요 (서비스 경제) 회복 가능성은 이미 확인
 - ✓ 양회 이후부터는 상품 소비 반등에 대한 기대가 상대적으로 매력적일 시기
 - ✓ 하반기부터는 경제 회복 가속화 전 재고를 보충하려는 움직임이 가시화될 기회

2분기에 재고소진 마무리 기대되고...



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

... 재고 늘리기 시작하면 수입도 동반 증가 기대



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

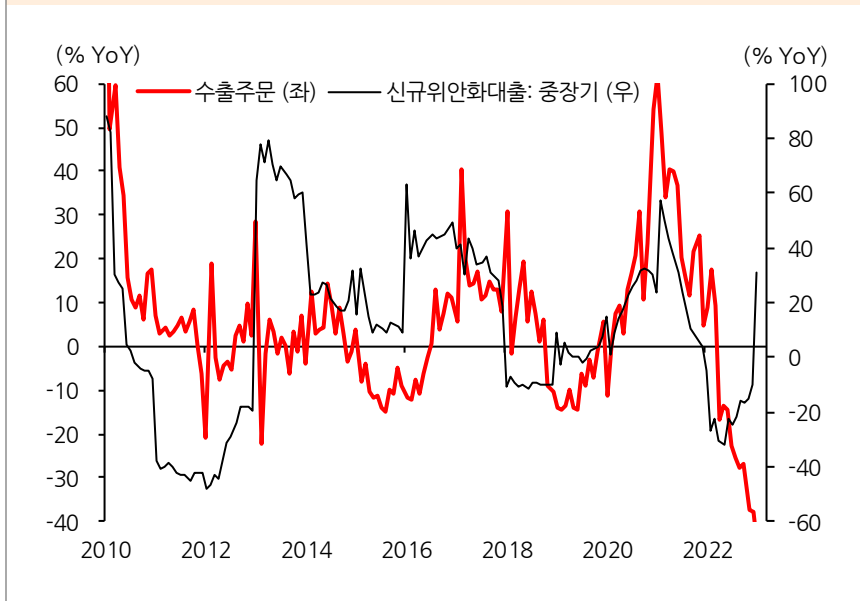


중국 재고 정상화 예시: 스마트폰이 살아난다면, 계속

[한화리서치센터]

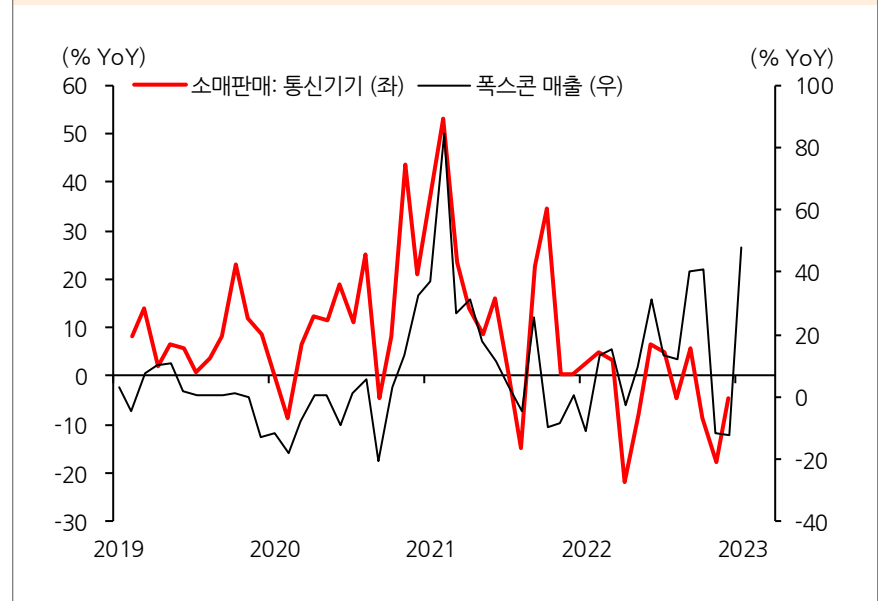
- ❖ 리오프닝의 Next Step으로 상품 소비 중 스마트폰 밸류체인 주목
- ❖ 대만의 중국向 수출주문을 선행하는 중국 신규 중장기 대출은 1월 큰 폭으로 증가 (기업 중심)
- ❖ 중국 소매판매 통신기기 항목과 동행하는 폭스콘 매출은 1월 50% 가까이 증가
 - ✓ 1월 춘절 연휴로 인해 실제 작업 일이 많지 않았음에도 불구하고 지난해 1월 대비 매출 급증
 - ✓ 증가율 뿐만 아니라, 규모 면에서도 역대 1월 매출 중 최대

대만의 중국향 수출주문 선행하는 중장기대출은 급증했고...



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

... 1월 폭스콘 매출은 아이폰 정저우 공장 정상화에 전년동월대비 48% 증가



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

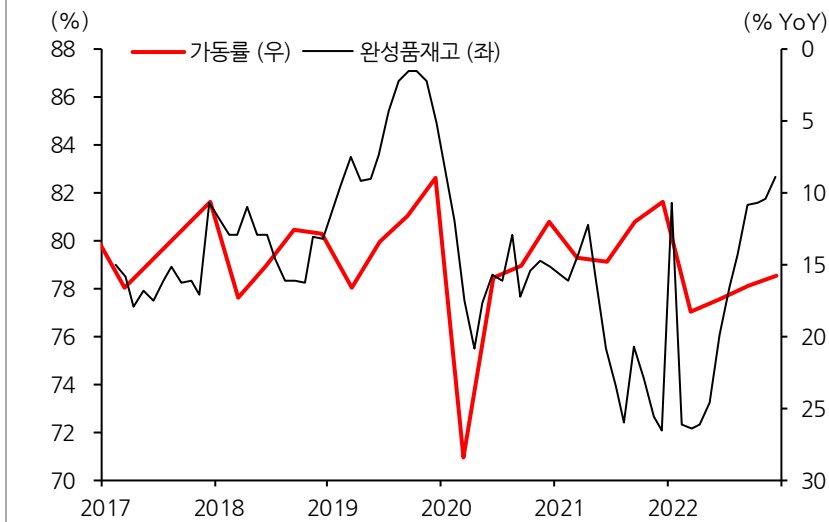


중국 재고 정상화 예시: 스마트폰이 살아난다면

[한화리서치센터]

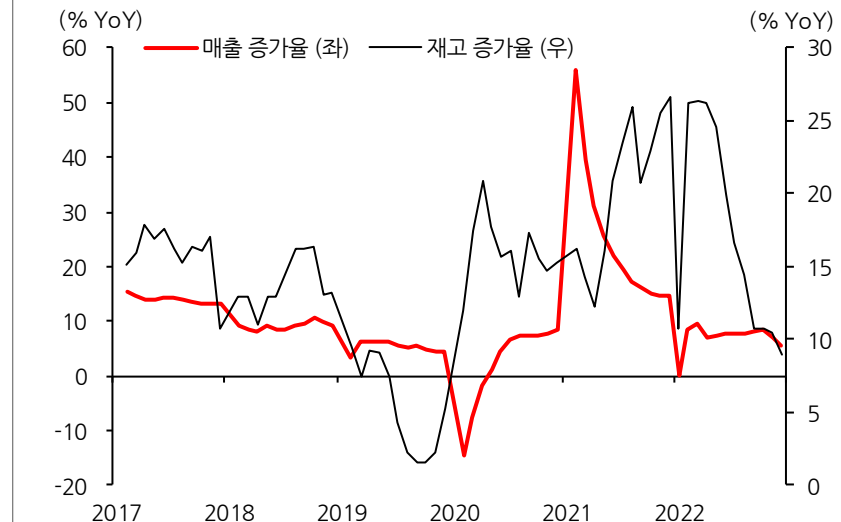
- ❖ 통신기기 관련 제조업기업 재고 증가율은 2019년 12월 이후 처음으로 한자리대로 하락
 - ✓ 2019년 12월 5.2% → 2021년 12월 26.6% → 2022년 12월 8.9%
- ❖ 재고 증가율과 관련 기업 생산가동률은 역의 상관관계: 현 국면에서는 가동률 높여 재고 확보 가능성
 - ✓ 2019년은 가동률 대비 재고 증가율이 낮았다면...
 - ✓ ... 2021년 5월 ~ 2022년 7월은 가동률 대비 재고 증가율이 높았던 구간
- ❖ 올해 1~2월 매출 대비 재고 비중도 낮아질 가능성에 무게

중국 통신기기 제조기업 가동률과 완성품재고 증가율은 역의 상관관계를 보이고...



주: 완성품 재고증가율은 역축
 자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터

... 올해 1~2월 매출대비 완성품 재고 비중은 과거 수준으로 복귀 예상



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



개방의 시작 인적 교류 정상화 첫 걸음, 계속

[한화리서치센터]

- ❖ 한국 (2/11)과 중국 (2/15)은 상호간 단기 비자 발급 제한 취소
 - ✓ 2/22 우리나라는 중국발 입국자에 대한 입국 후 검사 & 공항 일원화 취소
 - ✓ 입국 전 PCR 검사 및 쿼코드 입력 의무화는 3/10까지 연장
- ❖ 한덕수 국무총리는 한중 국제선 항공편 증편 계획을 발표
 - ✓ 현재 주 62회 → 2월 말까지 주 80회 → 3월부터 주 100회까지 단계적 증편
 - 3년 동안 어려웠던 양국 간 인적 교류가 정상화되는 첫 걸음 시작 (코로나19 이전 주당 500여회)

한국과 중국이 상호간 단기비자 발급 제한을 취소함에 따라...

MBC PiCK | 7일 전 | 네이버뉴스

중국 "18일부터 한국인 단기비자 발급 재개"..쌍방 정상화

한국에 이어 중국도 단기 비자 발급 제한 조치를 해제한다고 공식 발표했습니다. 주한중국대사관은 오늘 발표한 공지를 통해 "오는 18일부터 주한 중국대사관 및...

中 "18일부터 한국인 단기비자 발급 재... 연합뉴스 PiCK | 7일 전 | 네이버뉴스

중국도 18일부터 한국인 단기 비자 발급 재... MBN PiCK | 7일 전 | 네이버뉴스

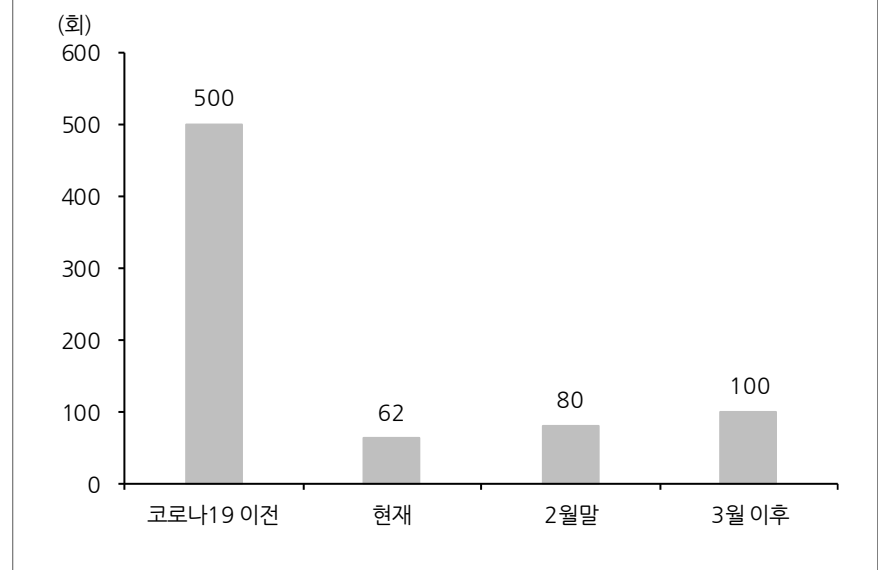
韓 이어 中도 "비자제한 해제"...40여일... 연합뉴스 PiCK | 7일 전 | 네이버뉴스

韓 비자제한 풀자 中도 해제...40여일만... 서울신문 PiCK | 7일 전 | 네이버뉴스

관련뉴스 22건 전체보기 >

자료: 언론 종합, 한화투자증권 리서치센터

... 한중 국제선 항공편은 증편, 나아가 과거 정상 수준으로 복귀 기대



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



개방의 시작 인적 교류 정상화 첫 걸음

[한화리서치센터]

- ❖ 중국인 단체여행 재개의 시점은 일본 사례 참고 필요
- ❖ 양국 비자 이슈가 우리나라에 유사하게 적용될 가능성
 - ✓ 일본이 우리보다 일찍 중국과의 비자 발급을 정상화 시켰으나, 여전히 중국 해외 단체여행 허가 국가 (20개국)에는 미포함
 - 1/20 중국인 해외 단체여행 허가 20개국 공개
 - 1/21 일본 정부: 중국인 비자 발급 정상화 발표
 - 1/29 중국 정부: 일본인 비자 발급 정상화 발표
 - 2/10 한국 정부: 중국인 비자 발급 정상화 발표
 - 2/15 중국 정부: 한국인 비자 발급 정상화 발표

중국의 해외 단체여행 허가 국가는 주로 동남아					
국기	국가	지역	국기	국가	지역
	태국	동남아시아		이집트	북아프리카
	인도네시아	동남아시아		케냐	동아프리카
	캄보디아	동남아시아		남아공	남아프리카
	몰디브	남아시아		러시아	북아시아
	스리랑카	남아시아		스위스	서유럽
	필리핀	동남아시아		헝가리	동유럽
	말레이시아	동남아시아		뉴질랜드	오세아니아
	싱가포르	동남아시아		피지	오세아니아
	라오스	동남아시아		쿠바	북아메리카
	UAE	서아시아		아르헨티나	남아메리카

자료: Wind, 공공데이터포털, 한화투자증권 리서치센터



개방의 시작 '이례적' 이 연속된다면 '이례적이지 않은 것' , 계속 [한화리서치센터]

- ❖ 1/6 중국 대외연락부는 2022년 한중글로벌협회에서 보낸 한중 우호협력 증진 및 친선 강화 방안 관련 친서에 답장
 - ✓ 중국 공산당 차원에서 민간단체에 직접 회신한 것 자체가 이례적인 사안이라고 해석
- ❖ 2/17 중국 외교부는 포스코 법인장과의 회동을 공식 홈페이지에 게재
 - ✓ 포스코 측은 '가벼운 차담회 자리' 로 언급했으나,
 - ✓ 시장에서는 중국 경제 부처가 아닌 외교부가 개별 기업 담당자과의 만남을 공개한 것은 이례적으로 평가
- ❖ 2/28 재중 한국 기업과 전인대/정협 위원과 기업초청 교류회 진행 예정: 사실상 처음 진행하는 형태의 교류회라는 해석

한중글로벌협회 서신에 대해 중국 공산당 대외연락부의 답변이 있었고, 중국 외교부는 포스코 법인장과의 만남을 공개

시진핑 중국가주석, 국내 한 민간단체에 "친근한 한 중관계" 강조해 '눈길'

파이낸셜뉴스 입력 2023.01.26 11:13 수정 2023.01.26 11:13



중외교부, 포스코 중국대표와 만남...“외국기업 지원할것”

중외교부 국장급 간부와 만남
양측 양국 경제·무역 협력 강조
중외교부 공개에 이례적 평가

등록 2023-02-19 오후 4:47:00
수정 2023-02-19 오후 4:47:00 가 가

파이낸셜뉴스 + 구독

재중 韓기업들, 中전인대·정협과 첫 교류 회...비과세 재연장 등 건의

입력 2023.02.23. 오후 12:55 기사원문

정지우 기자



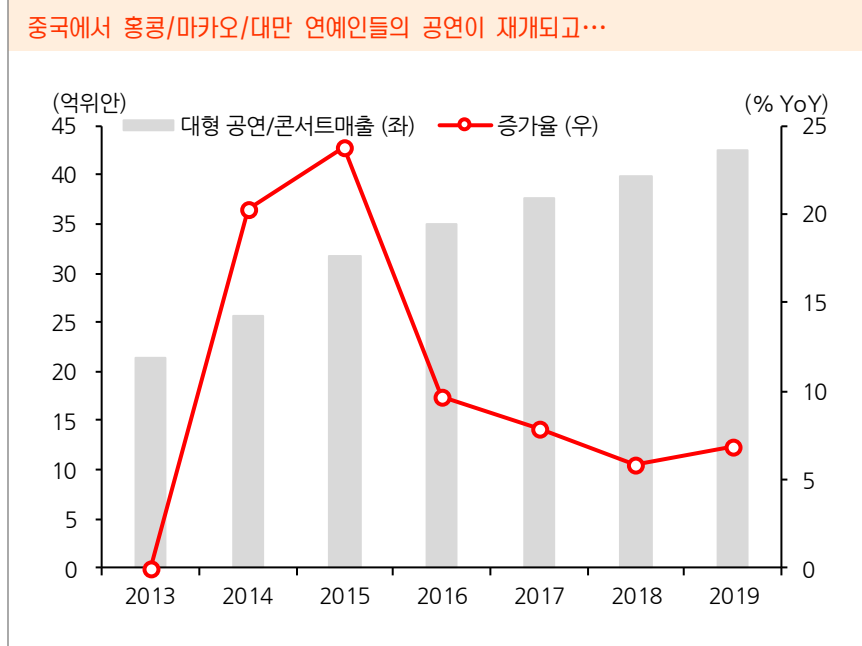
- 외국인 보조금 비과세 혜택의 재연장, 관광비자 발급 정상화와 단체관광 재개, 콘텐츠 교류 회복 등 희망...잠정 28일 교류회
- 내달 9일은 상무부 부부장과 좌담회, 소비 활성화와 수출 등 문제 건의할 듯



개방의 시작 ‘이례적’ 이 연속된다면 ‘이례적이지 않은 것’

[한화리서치센터]

- ❖ 1/16 중국문화여행부는 2/16부터 홍콩/마카오/대만 관계자의 수익성 공연 활동 수리/심사를 재개한다고 발표
 - ✓ 외국계는 잠정 중단 (연기자/스태프가 중국 역내에 있는 경우는 제외)
- ❖ 2/13 중국 3대 OTT 플랫폼인 YOUKU는 2/14부터 한국드라마 ‘나의 해방일지’ 를 방영한다고 발표
 - ✓ 1월 비리비리의 ‘갯마을 차차차’ 방영 이후 두번째.
 - ‘갯마을 차차차’ 유통 당시, 윤호진 한국콘텐츠진흥원 북경비즈니스센터장은 ‘이제 중국에서 한국 대중문화 콘텐츠가 정상적으로 유통된다고 볼 수 있을 것 같다’ 고 평가
- ❖ 상해에서 9년 만에 열린 KOFIC 한국영화제도 호황: 개막 이틀 전 예약 시작된 티켓은 5분만에 매진 & 압표 대응



자료: Wind, 한화투자증권 리서치센터



자료: Youku, 한화투자증권 리서치센터

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다



II

유통(Positive) 관계의 재정립

유통 | 이진협 | jinhyeob.lee@hanwha.com | 3772-7638

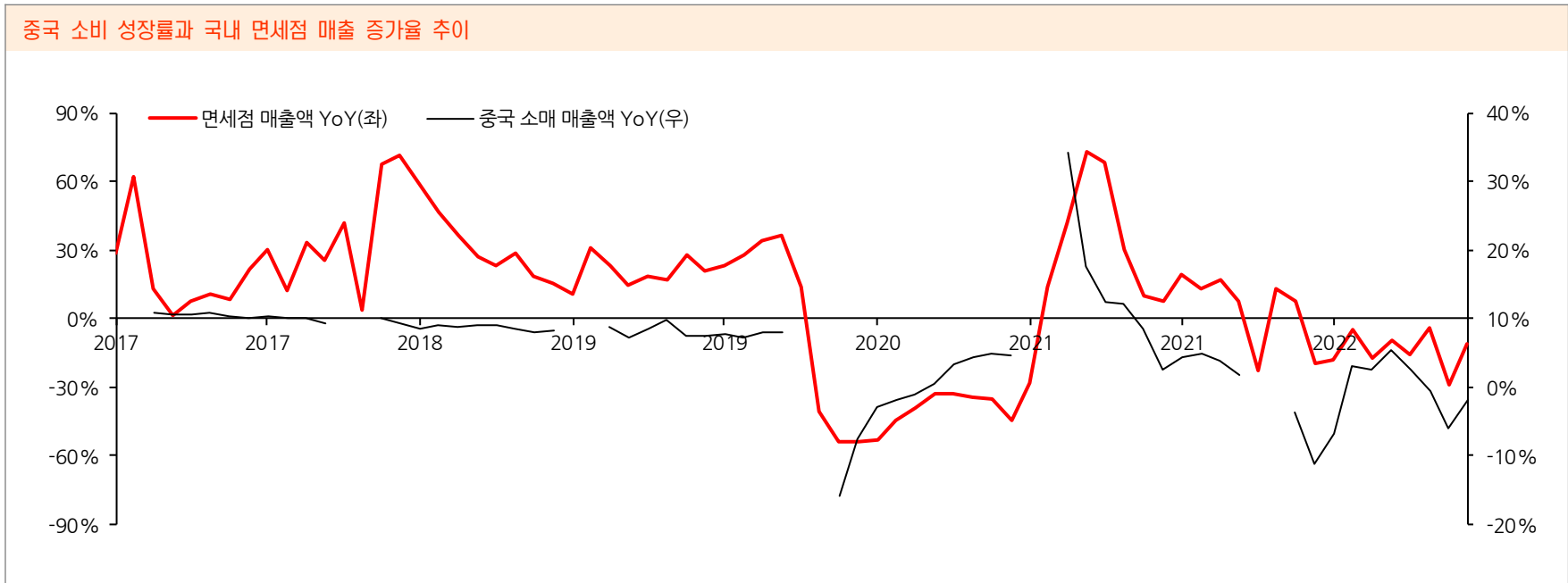


면세점과 타이공의 관계 재정립 타이공 재고 리스토킹 전망

[한화리서치센터]

- ❖ 중국 소비의 회복은 타이공의 구매력 강화로 이어질 것이며, 타이공의 구매력 강화로 면세점과 타이공의 관계가 재정립될 수 있을 것으로 기대됨
 - ✓ 당사는 중국의 리오프닝 효과로 현재의 서비스 소비 개선에 이어 상품에 대한 소비 개선으로 이어질 것으로 전망하고 있음
 - ✓ 중국 현지에서 나타날 상품에 대한 소비 턴어라운드 는 타이공들로 하여금 재고 리스토킹을 강제할 것으로 전망

중국 소비 성장률과 국내 면세점 매출 증가율 추이



자료: 한화투자증권 리서치센터

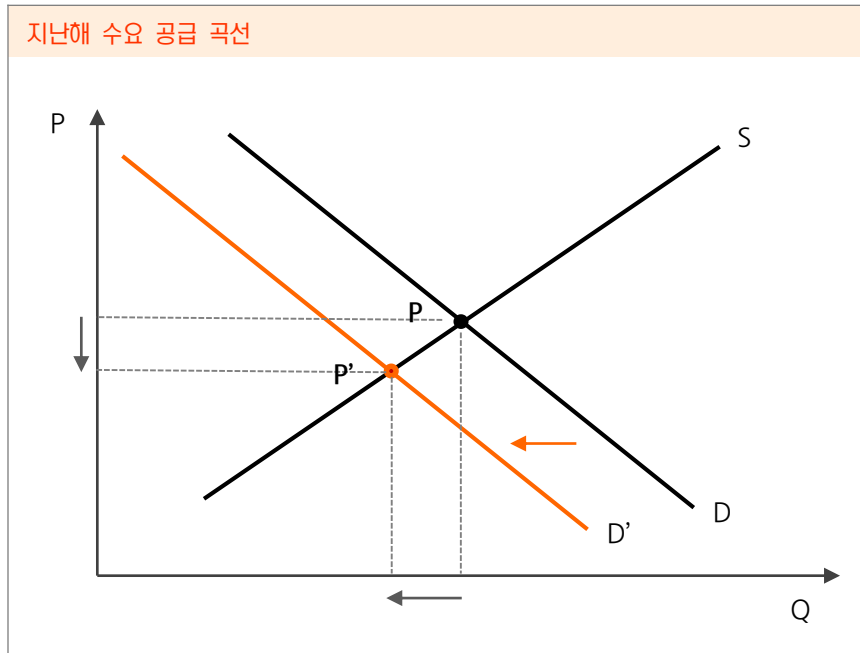


면세점과 타이공의 관계 재정립 수요 이상향 → 가격상승

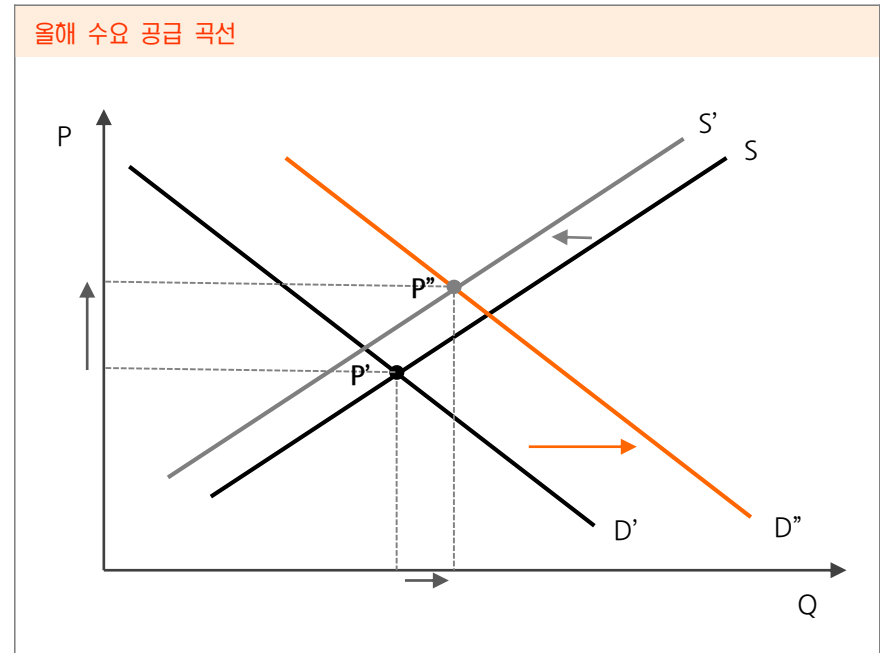
[한화리서치센터]

❖ 면세점과 타이공의 관계를 수요-공급 곡선으로 치환해볼 수 있음

- ✓ 지난해까지는 중국의 소비 감소로 타이공의 수요가 감소했던 상황. 반면 면세점의 입장에서는 재고의 순환과 브랜드와의 신규 납품 협상을 위해서 공급을 축소하기 어려웠음. 이에 따라 가격이 낮아진 상황이 연출. 가격이 낮아졌다는 것은 면세점이 타이공에게 제공하는 리베이트율이 높아졌음을 의미
- ✓ 중국의 리오프닝으로 중국 내의 소비 개선이 나타날 경우, 앞서 언급한 바와 같이 타이공의 구매력(수요)가 늘어나게 될 것인 데 반해 면세점이 제공할 수 있는 공급은 브랜드와의 협상이 요구되기 때문에 늘어나는 수요만큼 확대시키기 어려움. 이에 따라 가격이 높아질 수 있을 것으로 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터



면세점과 타이공의 관계 재정립 면세점 사업자 산업 재편 시도 [한화리서치센터]

- ❖ 면세점 사업자는 중국 리오프닝 이후 공급자 중심의 시장으로 재편을 시도 중에 있음. 1월부터 타이공항 리베이트율을 낮춘 상황
 - ✓ 현재 면세점의 스탠스 전환에 타이공의 재고 확충이 축소되면서, 실제 1월 면세점 매출액은 전년대비 -34%(외국인 매출액 -47%) 하락하였음
 - ✓ 다만 이는 지난해 면세점들이 밀어낸 재고가 있기 때문에 가능한 액션이라 판단하고 있음

면세점의 알선수수료 축소 움직임

면세업계, 매출 절벽 각오하고 타이공과 '힘겨루기'

윤 이미란 기자 | 승인 2023.02.02 09:02 | 댓글 0

(서울=연합인포맥스) 이미란 기자 = 면세업계가 매출 절벽을 각오하고 중국 보따리상인 '다이공(타이공)' 대한 과도한 수수료 정상화에 나섰다.

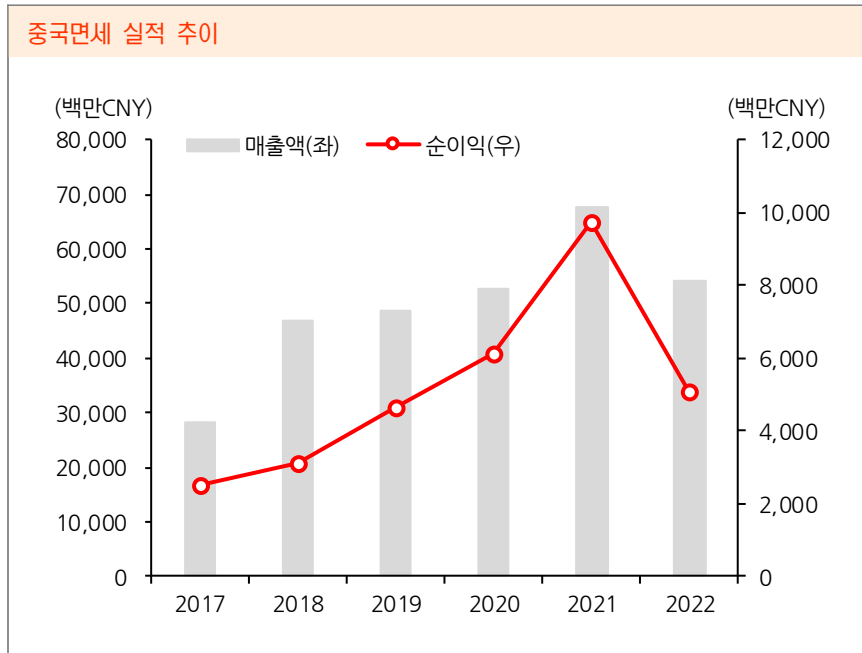


자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터



면세점과 타이공의 관계 재정립 타이공 입장에서 대안은 없어 [한화리서치센터]

- ❖ 타이공 입장에서 대안이 없다. 결국 면세점의 관계 재정립 요구 받아들일 수 밖에 없을 전망
 - ✓ 타이공이 주로 럭셔리 화장품 재고를 확충하는 창구는 한국 면세점과 중국 면세점으로 추정
 - ✓ 중국 면세점 역시, 지난해 중국 내의 고강도 방역정책이 유지되면서, 하이난성으로의 관광수요가 축소되었으며 타이공 대상 도매 영업 확장이 불가피했을 것으로 추정
 - ✓ 하지만 최근 리오프닝이 진행되면서, 하이난성으로의 관광수요 확대가 뚜렷하게 나타남. 중국 면세점의 입장에서 관광 수요가 살아난다면, 도매 영업보다는 수익성이 좋은 소매 영업 중심으로 사업을 재편할 가능성이 높음



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

춘절 기간 하이난 면세점 매출

중국 하이난 면세점, 춘절 '대박'...국내 면세업계 "명품의 힘 믿는다"

김승화 기자 | 일력 2023.02.01 16:29

하이난섬 12개 면세점, 매출 20% 상승...명품·화장품 경쟁력이 매출 관건

[아이뉴스24 김승화 기자] 중국 정부가 면세산업을 키우겠다며 야심차게 준비한 하이난섬의 면세점들이 새해 시작과 함께 매출 고공행진을 지속하고 있다. 이를 지켜보는 국내 면세업계는 중국 큰 손들을 헛길 걱정을 하면서도, 아직은 국내 면세업계가 앞서고 있는 명품과 화장품에 집중 한다는 계획이다.

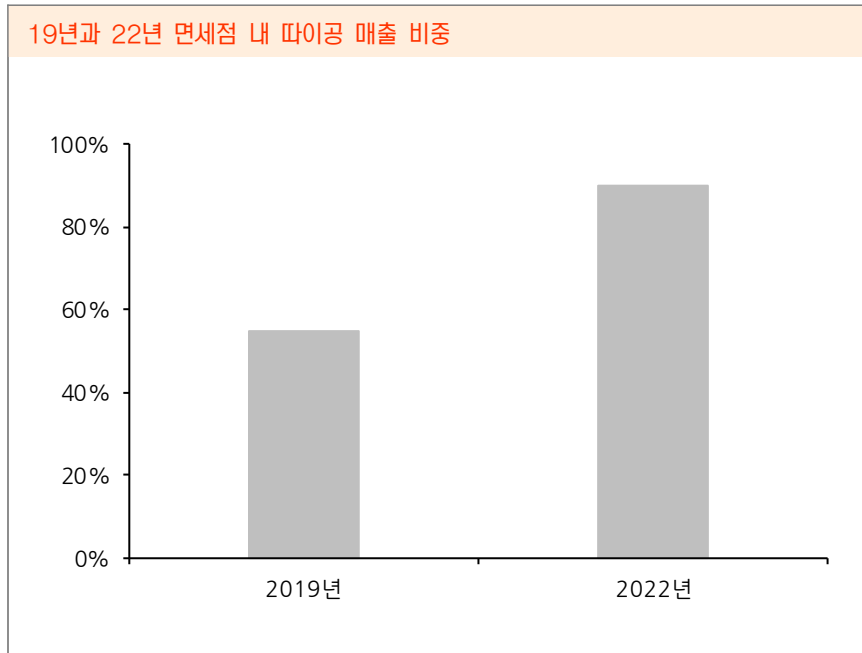
1일 면세업계에 따르면 지난 달 21일부터 25일까지 춘절 연휴 기간 동안 하이난섬 12개 면세점은 약 3천억원의 매출액을 기록했다. 이는 지난해 동기 대비 20%, 신종 코로나바이러스 감염증(코로나19) 이전인 2019년 같은 기간 대비 325% 급증한 수치다.

자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

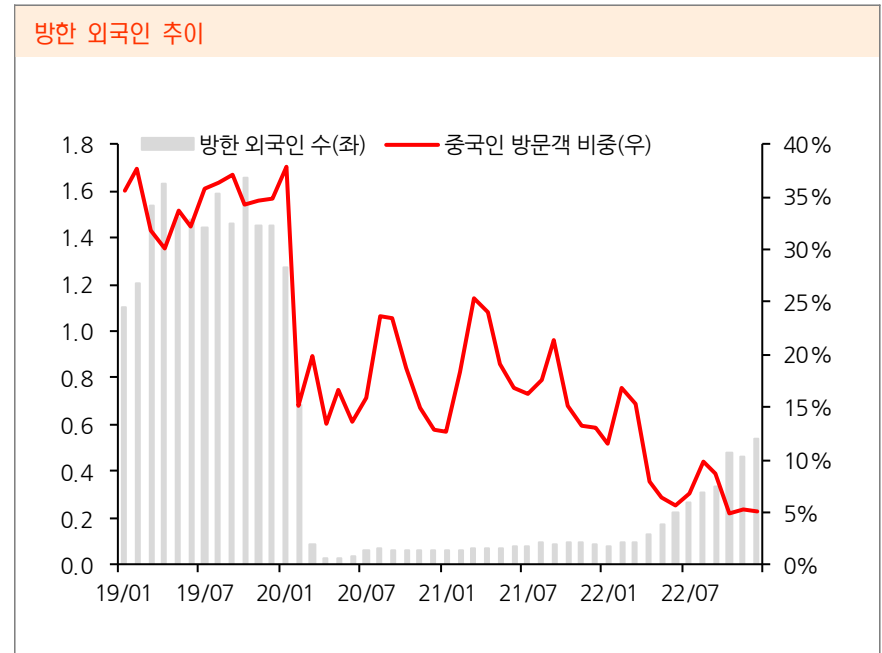


면세점과 타이공의 관계 재정립 FIT 유입 시 면세점 협상력 더욱 강화 [안화리서치센터]

- ❖ FIT 유입이 본격화된다면, 타이공의 협상력은 더욱 약화될 수 밖에 없을 전망
 - ✓ 지난해까지 면세점의 타이공 매출 비중은 90% 수준으로 추정하고 있음
 - ✓ 코로나19 이전에는 50~60% 수준에 불과. 지난해 12월 기준 19년 대비 37%까지 방한 외국인 비중 회복하였음. 약 30%의 비중을 차지하고 구매력이 큰 중국인 관광객이 회복된다면, 면세점 내 FIT 매출 비중은 빠르게 확대될 수 있을 것으로 전망
 - ✓ FIT의 매출 비중 회복은 타이공의 입지가 면세점에 있어 ‘the only one’ 에서 ‘one of them’ 으로 변화하는 계기를 만들어 줄 것



자료: 안화투자증권 리서치센터



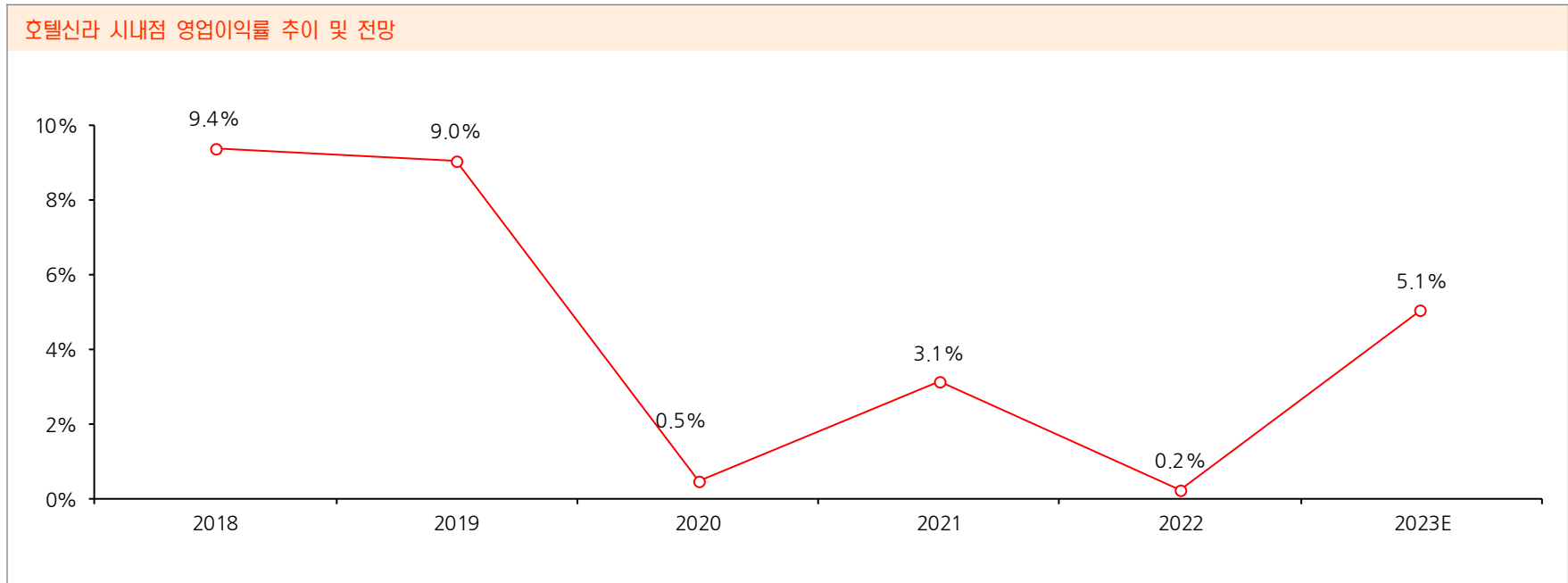
자료: 통계청, 안화투자증권 리서치센터



면세점과 타이공의 관계 재정립 관계 재정립 → 수익성 개선

[한화리서치센터]

- ❖ 결론적으로 면세점과 타이공의 파워 게임에서 면세점이 승리할 것으로 전망하며, 이는 수익성 개선으로 이어질 것
 - ✓ 면세점의 수익성은 보유하고 있는 재고를 누구에게 분배(판매)할 것인가가 결정. 소매 판매 중심으로 재고의 분배를 전환할 것
 - ✓ 앞서 논의한 바와 같이 타이공의 협상력의 감소 역시, 수익성 개선에 도움을 줄 것이라 판단
 - ✓ 이에 따라 지난해 BEP 수준으로 떨어진 시내면세점 수익성(OPM)이 최소 mid single 이상으로 회복할 수 있을 것으로 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터



한한령 해제까지 이어진다면? 파이공 중심의 시장 20배가 상단

[한화리서치센터]

❖ Valuation 확장에는 한계가 있을 것이라 판단

- ✓ 파이공의 협상력 약화가 예상되더라도, 여전히 50% 이상의 매출 비중을 차지할 것으로 예상되는 데, 파이공 중심의 시장에서는 P/E 기준 20배를 넘기는 어려울 것으로 전망
- ✓ 파이공 중심의 시장에서는 면세점 간 경쟁의 논리가 확보 물량(재고)과 수수료에 따라 결정되기 때문. 이 같은 구조 하에서 국내 면세점 간 경쟁, 중국 하이난 면세점과의 경쟁을 우려하는 시선이 여전할 것

글로벌 면세점 순위								
	2018		2019		2020		2021	
순위	업체명	매출액(백만유로)	업체명	매출액(백만유로)	업체명	매출액(억불)	업체명	매출액(억불)
1	Dufry	7,687	Dufry	8,138	CDFG	76.3	CDFG	104.9
2	롯데면세점	6,093	롯데면세점	7,665	롯데면세점	51.1	롯데면세점	52
3	신라면세점	5,477	신라면세점	7,049	신라면세점	45.7	신라면세점	51
4	CDFG	4,394	CDFG	6,065	Dufry	27.3	Dufry	42.3
5	Lagardere	4,200	Lagardere	4,500	Lagardere	26.2	DFS	36.7
6	Heinemann	3,600	Heinemann	4,010	DFS	25.1	Lagardere	34.3
7	DFS	3,154	DFS	3,900	신세계면세점	25	신세계면세점	31.7
8	Kingpower	2,428	Kingpower	2,837	Heinemann	18.3	Heinemann	24.8
9	신세계면세점	2,375	신세계면세점	2,670	Kingpower	9	DFA	16.6
10	Dubai	1,755	Dubai	1,932	Whsmith	7.5	현대백화점면세점	14.3

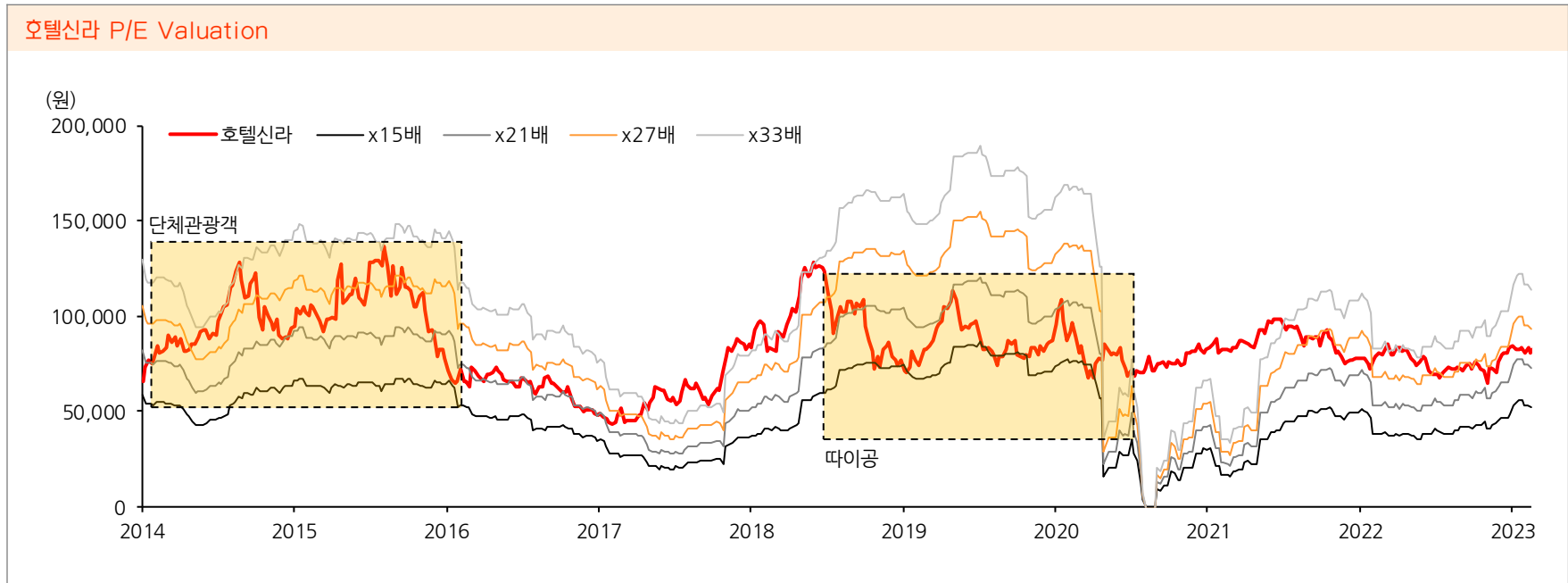
자료: 무디데이비트리포트, 한화투자증권 리서치센터



한한령 해제까지 이어진다면? 리레이팅까지 기대

[한화리서치센터]

- ❖ 한한령 해제가 나타난다면, 면세점 Valuation의 Re-rating까지 기대해볼 수 있을 것
 - ✓ 한한령 해제 시, 근본적으로 면세점의 시장 구조가 단체관광객 중심으로 변화하게 될 것이며 다이공의 비중은 더욱 더 축소될 전망
 - ✓ 단체관광객 중심의 시장에서는 면세점 간 경쟁의 논리가 여행사와의 네트워크, MD 경쟁력 등으로 변화하게 될 것이며 중국(하이난)과 우리나라가 여행지로서 다른 시장이 되기 때문에 중국(하이난) 면세점과의 경쟁에 대한 우려도 해소될 수 있을 전망
 - ✓ 한한령이 해제되면서 단체관광객 유입이 본격화된다면, 면세점의 P/E 배수는 30배까지 확장될 수 있을 전망
 - ✓ 시내면세점의 수익성 역시 두 자리 수 이상을 기대해볼 수 있을 전망



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

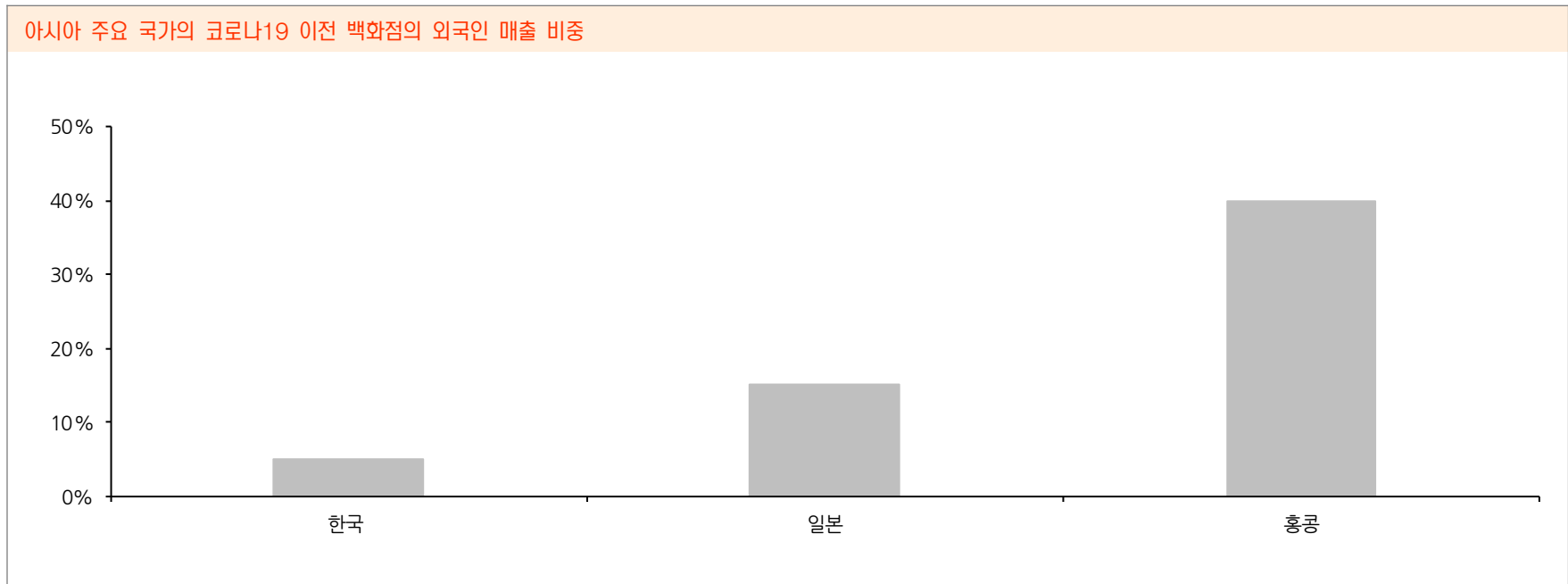


백화점도 기대해봐야 럭셔리 소비는 백화점으로 집중 전망

[한화리서치센터]

❖ 중국인 인바운드 회복 시, 백화점 매출 반등도 기대

- ✓ 면세점 뿐만 아니라 백화점도 중국인 인바운드 회복 시, 매출 반등을 기대해볼 수 있을 것
- ✓ 외국인 매출 비중이 현재 1% 수준에 불과. 코로나19 이전 5% 수준. 당사는 K-콘텐츠, 패션 등에 관심이 높아진 외국인들이 코로나19 이전보다 더 많이 한국으로 유입될 것을 기대하고 있으며, 럭셔리 쇼핑은 면세점보다 백화점을 중심으로 이어질 수 있을 것으로 기대



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

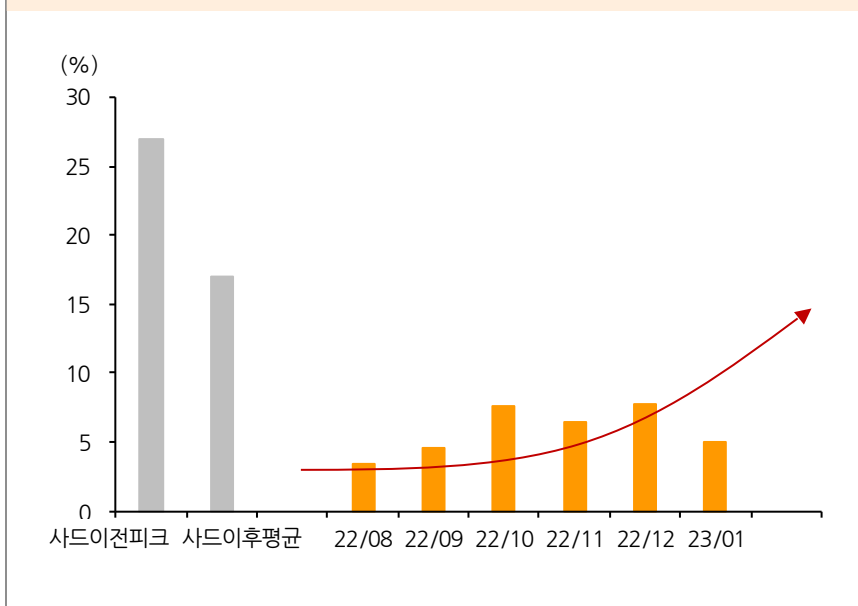


백화점도 기대해봐야 외국인 매출 확대로 하반기 반등 전망

[한화리서치센터]

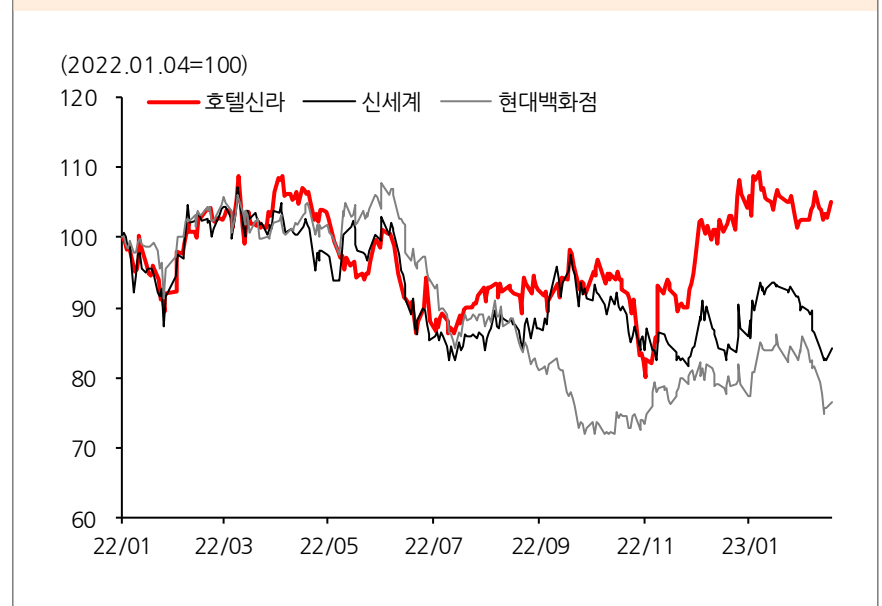
- ❖ 최근 백화점의 주가 부진은 내수에서의 백화점 산업 성장을 둔화에 기인. 하반기 반등을 전망
- ❖ 현재 백화점의 매출 성장이 둔화되고 있는 것은 사실이나, 관광객 비중과 구매력이 큰 중국인 인바운드 회복 시, 외국인 매출 비중의 확대에 따른 백화점 매출 반등이 본격화될 수 있을 것
- ✓ 최근 면세점(호텔신라)과 백화점(신세계, 현대백화점)의 주가 디커플링도 백화점의 매출 반등이 확인된다면, 해소될 수 있을 전망

롯데백화점 본점 외국인 매출 비중 추이



자료: 롯데백화점, 한화투자증권 리서치센터

호텔신라와 신세계/현대백화점 주가 추이



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터



III

화장품 (Positive)

나도 달라졌고 너도 달라졌고

화장품/음식료 | 한유정 | yujung.han@hanwha.com | 3772-7693

RA | 조정현 | controlh@hanwha.com | 3772-7509

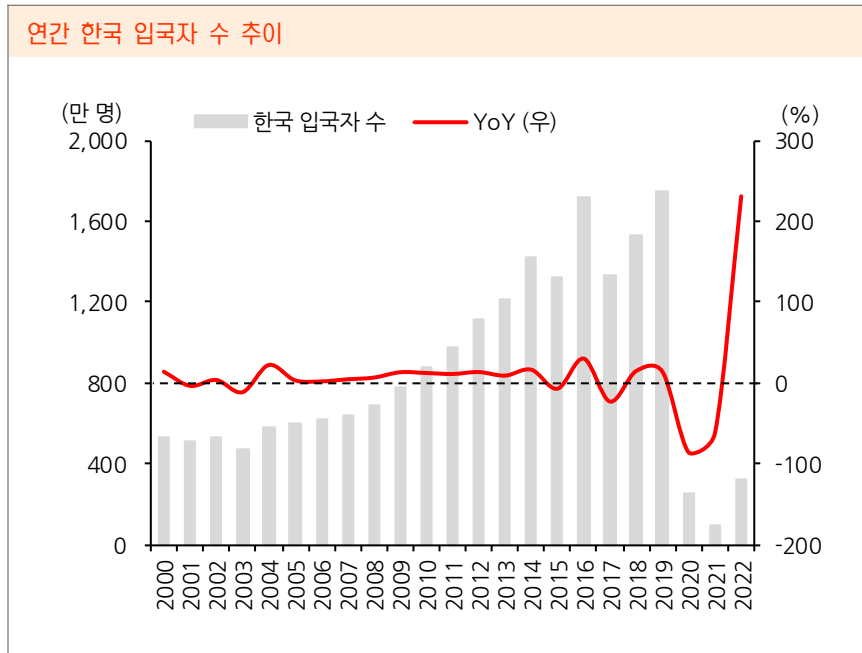


반갑다 외국인 관광객 높은 기저효과에 놀라지 말자

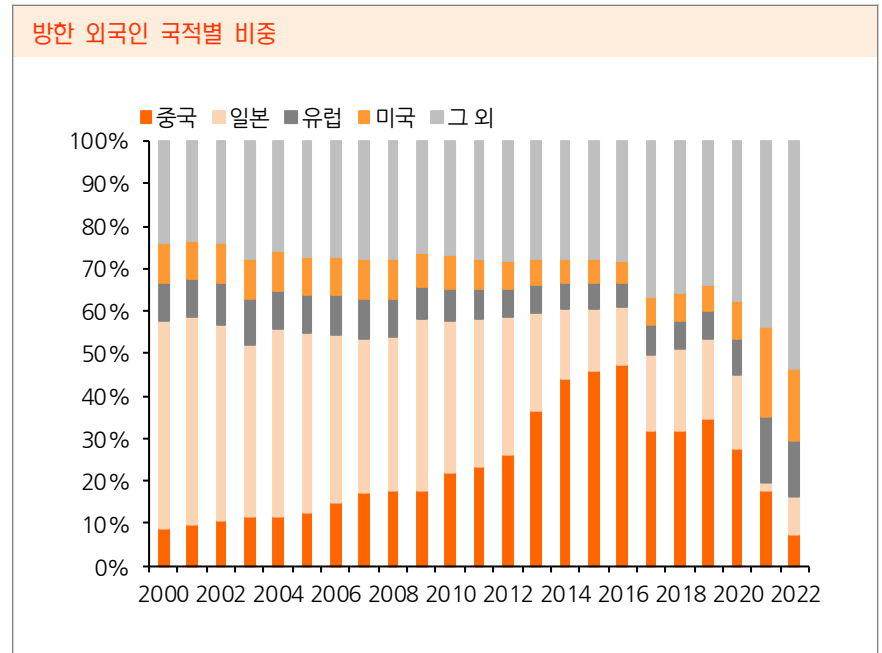
[한화리서치센터]

❖ 외국인 관광객 구매 증가가 가져올 회복의 불씨

- ✓ 2022년 중국인 입국자 수는 22.7만명으로 2021년 17.0만명 대비 33.6% 증가
- ✓ 하지만 중국 정부의 2017년 3월 한국 단체관광 금지 조치 이전인 2016년 806.7만명 대비로는 97.2% 감소한 수준이며 코로나19 팬데믹 이전인 2019년 602.3만명 대비로는 96.2% 감소한 수준으로 회복의 잠재력 높음
- ✓ 중국인 입국자 뿐만 아니라 2022년 전체 입국자 수 역시 319.8만명으로 2021년 96.7만명 대비 230.7% 증가되었으나 2016년 1,724만명, 2019년 1,750만명 대비로는 각각 81.5%, 81.7% 감소한 수준



자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터



자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터

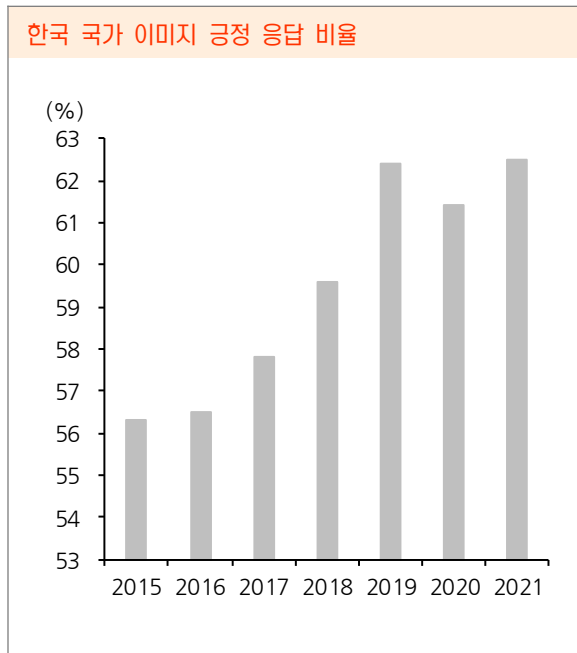


반갑다 외국인 관광객 그동안 한국에 대한 관심은 높아져 있어

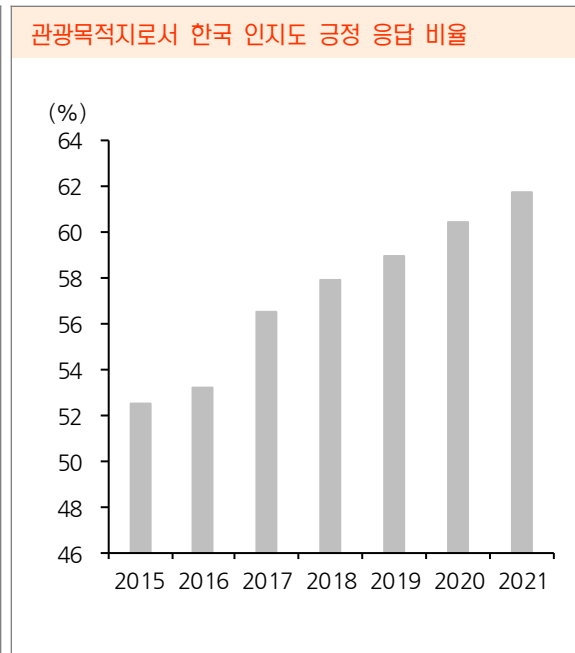
[한화리서치센터]

❖ 달라진 한국의 위상

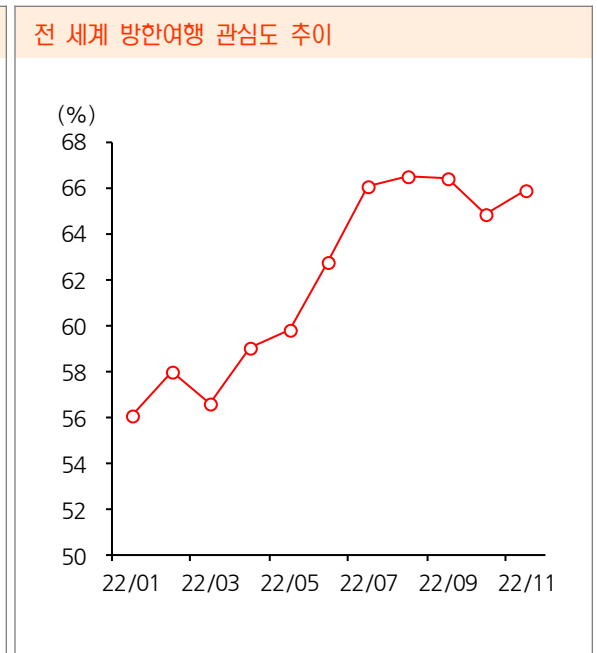
- ✓ 한국 문화의 전세계적 인기로 한국 국가 이미지 및 인지도, 관심도 모두 꾸준한 상승향 추세
- ✓ Google에서 'Incheon Airport' 를 검색한 빈도와 월별 방한외래객 수는 강한 양의 상관관계
- ✓ 이를 통해 한국 여행의 대기 수요를 가늠해볼 수 있는데 이는 2022년 1월 이후 큰 폭의 상승세를 보임



자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터



자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터



주: Google에서 'Incheon Airport' 를 검색한 빈도를 지수화한 수치로 월별 방한외래객 수와 강한 양의 상관관계를 가짐(P>0.72),
자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터

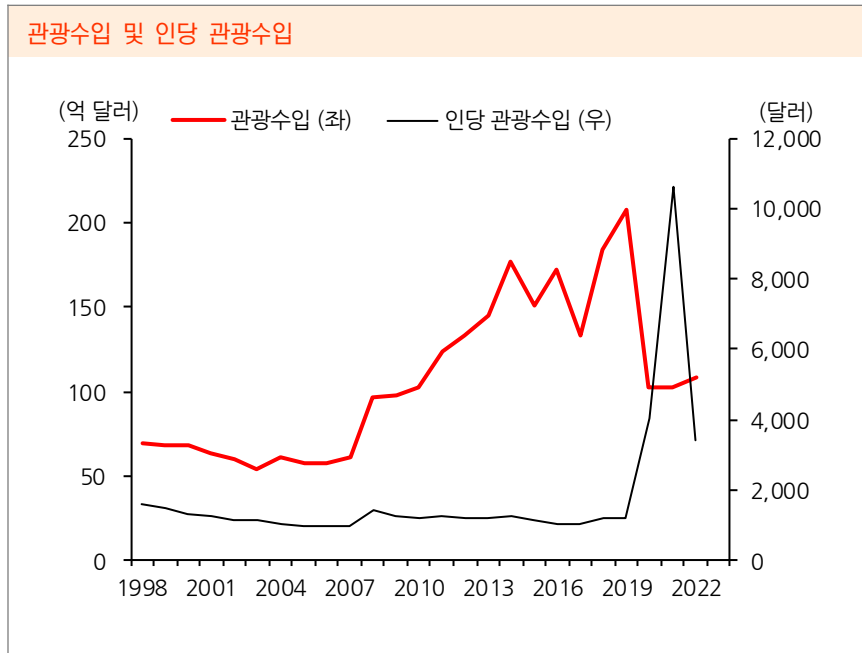


반갑다 외국인 관광객 Anyone is welcome

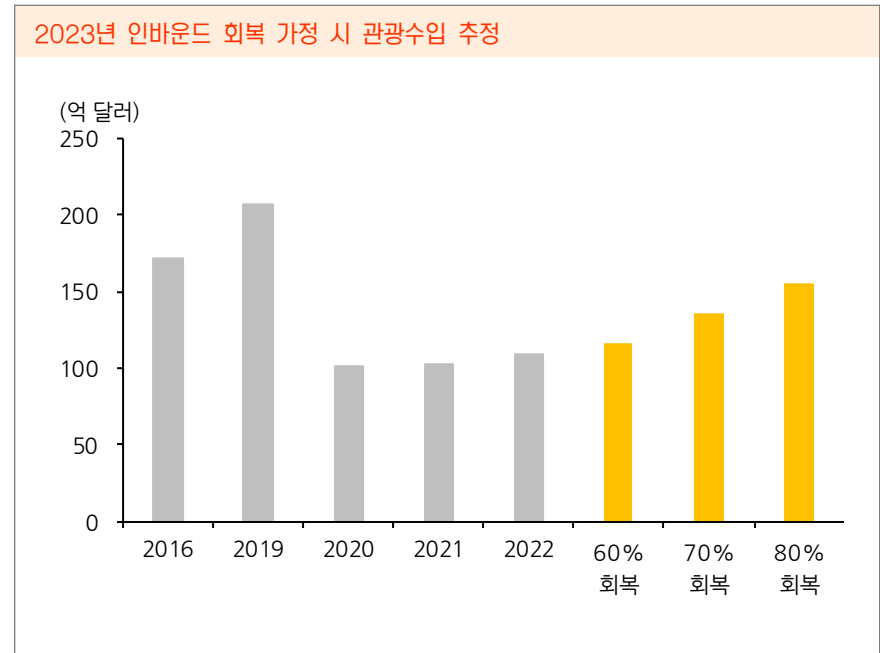
[한화리서치센터]

❖ 2023년 관광수입 최대 43.4% 증가 예상

- ✓ 2017년 3월 한국 단체관광 금지 조치 이후 도매상인 파이공 중심으로 인바운드가 회복되며 인당 관광수입은 2016년 998달러에서 2019년 1,186달러, 2021년 10,633달러로 이례적 급등
- ✓ 2023년 관광객 중심의 인바운드 회복을 가정하여 2014~2016년 평균 인당 관광수입 1,128달러에 2023년 한국 입국자 수가 2016년 대비 60%, 70%, 80% 회복됨을 가정해보면 2023년 관광수입은 각각 117억달러(+7.6%), 136억달러(+25.5%), 156억달러(+43.4%) 예상



자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터



자료: 한국관광공사, 한화투자증권 리서치센터



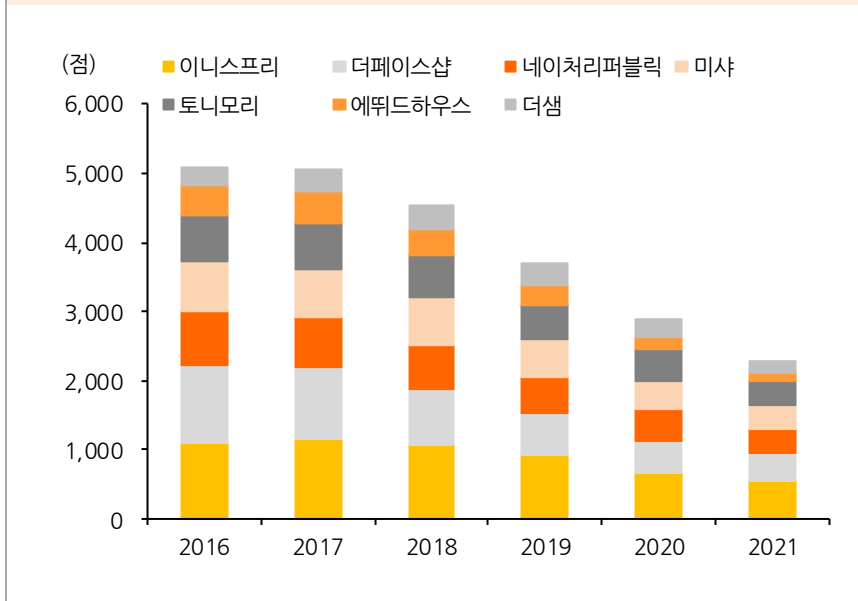
다시 찾아온 K-Beauty 호황기 꺼진 불도 다시 보자, 계속

[한화리서치센터]

❖ 원브랜드의 시대가 저물며 K-Beauty는 한물 가는 듯 하였으나

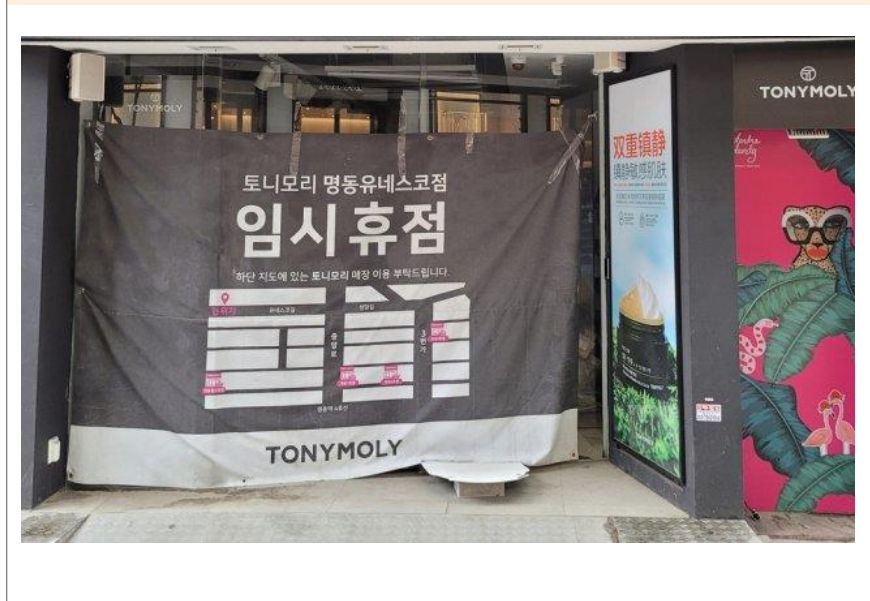
- ✓ 2016년 한한령 이후 중국인 단체 관광객이 급감하며 한국 화장품 산업에 직격타
- ✓ 통상적으로 기초부터 색조까지 화장품 전카테고리를 커버하며 수백개의 SKU를 보유하던 대형 원브랜드들의 재고 부담 확대
- ✓ 꾸준히 증가하던 대형 원브랜드 매장 수는 2016년 대비 55.2% 감소

국내 대형 원브랜드 매장 수 추이



자료: 언론 종합, 한화투자증권 리서치센터

토니모리 명동 매장 휴점



자료: 언론 종합, 한화투자증권 리서치센터



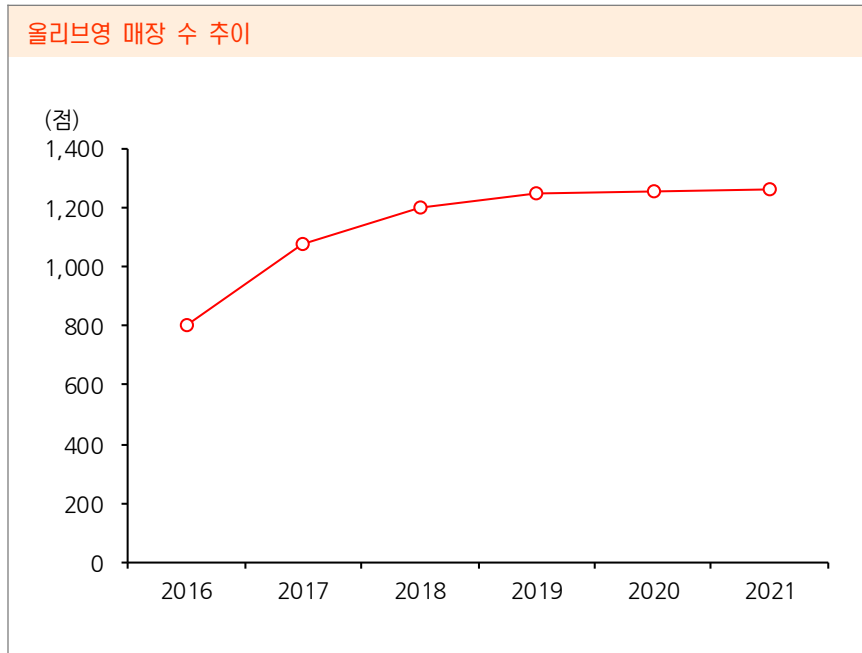
다시 찾아온 K-Beauty 호황기 꺼진 불도 다시 보자, 계속

[한화리서치센터]

❖ 인디브랜드의 시대 어서 오고

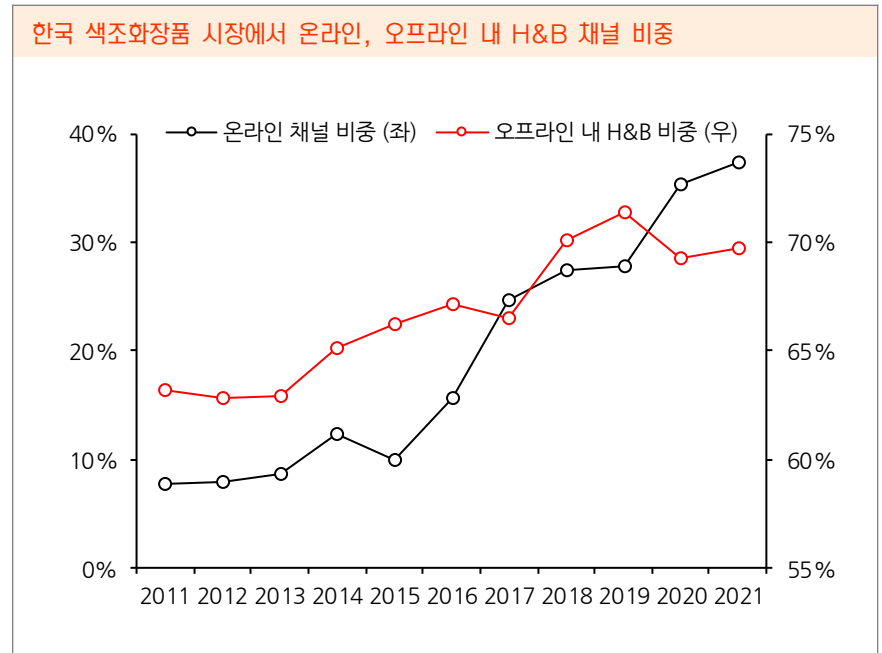
- ✓ 대형 원브랜드의 열풍을 온라인과 올리브영이 이어 받아 인디 브랜드(Indie Brand)의 등용문으로 자리 매김
- ✓ 쿼스알엑스, 아비브, 닥터지도 온라인과 올리브영을 통해 신형 대체 브랜드로 이름을 알리기 시작하였으며
- ✓ 2021년 상장된 아이패밀리에스씨의 롬앤, 에스티로더에 인수된 해브앤비의 닥터자르트도, 로레알에 인수된 스타일난다의 3CE도 온라인과 올리브영을 통해 성장가도를 달림

올리브영 매장 수 추이



자료: 올리브영, 한화투자증권 리서치센터

한국 색조화장품 시장에서 온라인, 오프라인 내 H&B 채널 비중



자료: 올리브영, 한화투자증권 리서치센터

코스알엑스 대표 제품-약산성 굿모닝 젤 클렌저



제조·판매사: 한국기능성화장품연구센터, 코스알엑스

아비브 대표 제품-어성초 카밍 토너



제조·판매사: 코스맥스, 포컴퍼니

닥터지 대표 제품-레드 블레미쉬 클리어 수딩 크림



제조·판매사: 코스맥스, 고운세상코스메틱

롬앤 대표 제품-쥬시 래스팅 틴트



제조·판매사: 코스맥스, 아이패밀리에스씨

닥터자르트 대표 제품-시카페어슬리퍼앰플인마스크



제조·판매사: 코스맥스, 해브앤비

3CE 대표 제품-블러 워터 틴트



제조·판매사: 코스맥스, 난다

자료: 안화투자증권 리서치센터








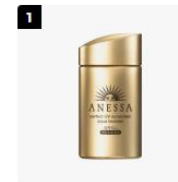
다시 찾아온 K-Beauty 호황기 꺼진 불도 다시 보자

[한화리서치센터]

❖ 외국 브랜드가 상위권에 위치해있던 2018년





- ✓ 한국 색조화장품 오프라인 시장 내 H&B 비중은 70%에 육박
- ✓ 올리브영의 판매 상품 수는 2018년 28,146개→2019년 31,083개→2020년 39,592개→2021년 42,304개→2022년 54,762개에 달함
- ✓ 다양한 브랜드, 제품을 원하는 소비자들의 선호도와 특색 있는 제품을 앞세운 인디브랜드들의 등장으로 쿠펝(코스메틱 덕후의 줄임말)들의 놀이터가 된 H&B
- ✓ 2018년 까지도 올리브영에서 카테고리별로 가장 많이 판매된 제품들의 상당 비중이 해외 브랜드였으나

2018년 올리브영 어워즈&페스타 스킨케어 부문 1위 제품

 1 스킨/토너1위 유리아췌 제모스토너	 1 에센스1위 아이소이 불가리안 로즈 세럼 플러스	 1 크림1위 피지오겔 DMT 페이스 크림	 1 마스크팩1위 메디힐 티트레이어 솔루션 에센스마스크_REX
 1 클렌징1위 센카 퍼펙트 윌 페이스 워시	 1 선케어1위 아넷사 퍼펙트 UV 선스크린 아쿠아부스터 SPF50+		

자료: 올리브영, 한화투자증권 리서치센터

2018년 올리브영 어워즈&페스타 메이크업 부문 1위 제품

 1 마스카라1위 키스미 히로인롱엔컬/블룸엔컬 마스카라EX	 1 아이라이너1위 키스미히로인스무스리퀴드아이 라이너/아이라이너	 1 베이스메이크업1위 투콜포스콜 바이로망 셰이딩	 1 립메이크업1위 3CE 뽀뽀립 틴트 전라린
--	---	---	---

자료: 올리브영, 한화투자증권 리서치센터



다시 찾아온 K-Beauty 호황기 #왓츠 인 마이백

[한화리서치센터]

❖ 경쟁력 있는 인디브랜드들의 등장으로 약해지는 외산브랜드 입지

- ✓ 현재는 아누아(더파운더즈), 가히(코리아테크), 라운드랩(서린컴퍼니)과 같은 인디 브랜드 약진이 두드러짐
- ✓ 2022년 올리브영 어워즈&페스타 1위 제품 모두 국산 브랜드
- ✓ OEM/ODM 산업의 발달로 제조 설비 투자가 필요 없어지고, 화장품 시장 내 온라인 채널 비중 확대로 오프라인 매장 없이도 브랜드 런칭이 가능해지고, H&B 입점을 통해 소비자와의 접점을 확대할 수 있게 되며 특특튀는 아이디어와 가성비로 앞세운 다수의 인디브랜드들이 등장하며 K-Beauty의 경쟁력이 또 다시 강화되는 분위기
- ✓ 대형 원브랜드 역시 히트 제품 육성으로 턴어라운드(ex. 스킨푸드 워터패드, 라네즈 립슬리핑마스크)에 주력 중

2022년 올리브영 어워즈&페스타 스킨케어 부문 1위 제품

스킨/토너1위 아누아 여성초 77수딩 토너	에센스/세럼1위 아이소이 잡티세럼	크림1위 가히 멀티밤	마스크팩1위 메디칼 티트리 에센셜 마스크
패드1위 스킨푸드 캐롯 카로틴 카밍 워터패드	클렌징1위 마너공장 퓨어 클렌징 오일	션케어1위 라운드랩 자자나무수분 선크림	

자료: 올리브영, 한화투자증권 리서치센터

2022년 올리브영 어워즈&페스타 메이크업 부문 1위 제품

아이메이크업1위 클리오 킬 래쉬 수퍼프루프 마스크라	컬러메이크업1위 투클포스콜 바이로맹 웨딩 1호 클래식	립 메이크업1위 롬앤 주시 래스팅 틴트 25베어 그레이프	베이스메이크업1위 클리오 킬 커버더뉴 파운데어 쿠션

자료: 올리브영, 한화투자증권 리서치센터

2022년 아모레퍼시픽 북미 매출 성장의 주역 라네즈 립슬리핑마스크




LIP SLEEPING MASK

Fruit Complex
Provides antioxidant-rich nourishment and helps condition lips.

Coconut Oil, Shea Butter, and Murumuru Seed Butter
Also rich in antioxidants to help protect against external aggressors.



Vitamin C
Helps nourish & deliver lasting moisture while you sleep.

2022년 아마존 프라임데이 뷰티 카테고리 1위 라네즈

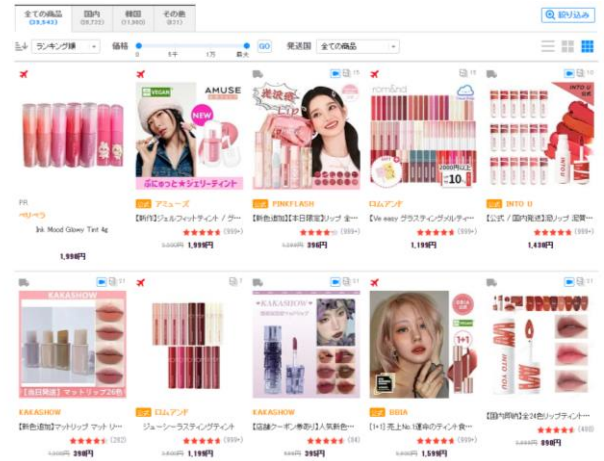


prime day Wait. Alexa can do that?

Bestsellers from Prime Day 2022

일본 Qoo10 립메이크업 상위권에 있는 페리페라, 롬앤, 어뮤즈



Qoo10 marketplace listing for lip makeup products. Top items include Amuse Lip Sleeping Mask (1,990円), Peripera Lip Sleeping Mask (1,190円), and Romand Lip Sleeping Mask (1,190円).

자료: 안화투자증권 리서치센터

일본 Rakuten 립메이크업 상위권에 있는 페리페라, 롬앤



Rakuten marketplace listing for lip makeup products. Top items include Peripera Lip Sleeping Mask (6,480円), Romand Lip Sleeping Mask (1,199円), and Peripera Lip Sleeping Mask (1,408円).

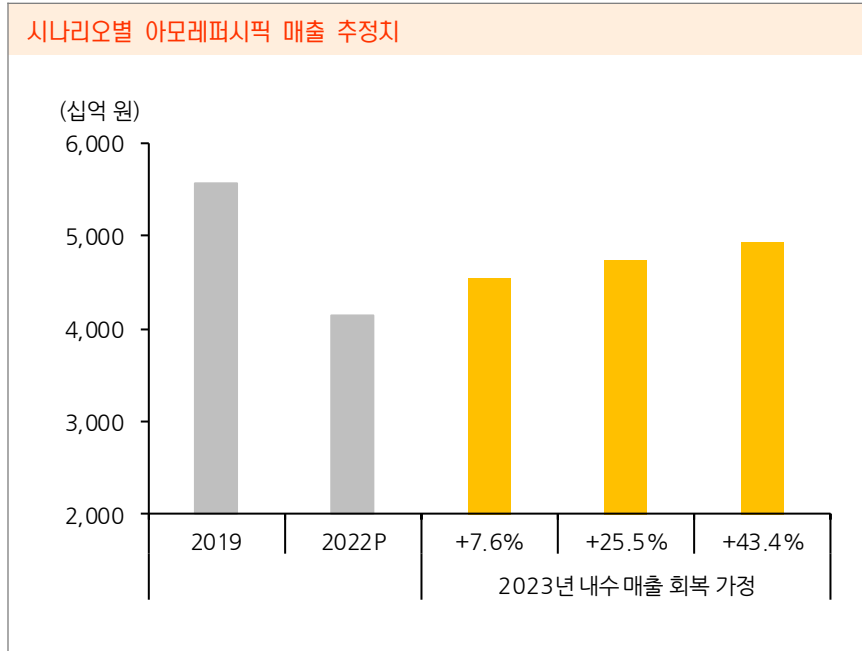


희망회로 돌려보기 얼마나 좋아질 수 있을까?, 계속

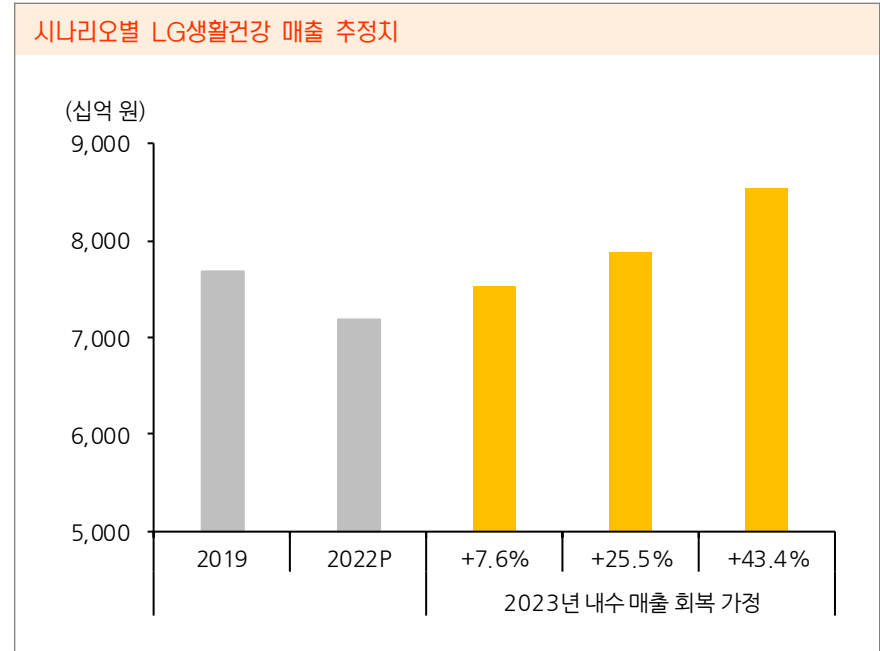
[한화리서치센터]

❖ 2023년 관광수입이 2022년 대비 각각 +7.6%, +25.5%, +43.4% 증가함을 가정 시

- ✓ 2023년 아모레퍼시픽의 연결 매출액은 4.5조원(+10.0% YoY), 4.7조원(+14.6% YoY), 4.9조원(+19.2% YoY) 예상
 - 2023년 순이익률 6.2% 가정 시,
 2023년 순이익은 2,835억원(+124.3% YoY), 2,953억원(+133.6% YoY), 3,071억원(+142.9% YoY) 예상
- ✓ 2023년 LG생활건강의 연결 매출액은 7.5조원(+4.6% YoY), 7.9조원(+9.8% YoY), 8.5조원(+18.8% YoY) 예상
 - 2023년 순이익률 7.2% 가정 시,
 2023년 순이익은 5,420억원(+109.8% YoY), 5,681억원(+119.9% YoY), 6,145억원(+137.9% YoY) 예상



자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터



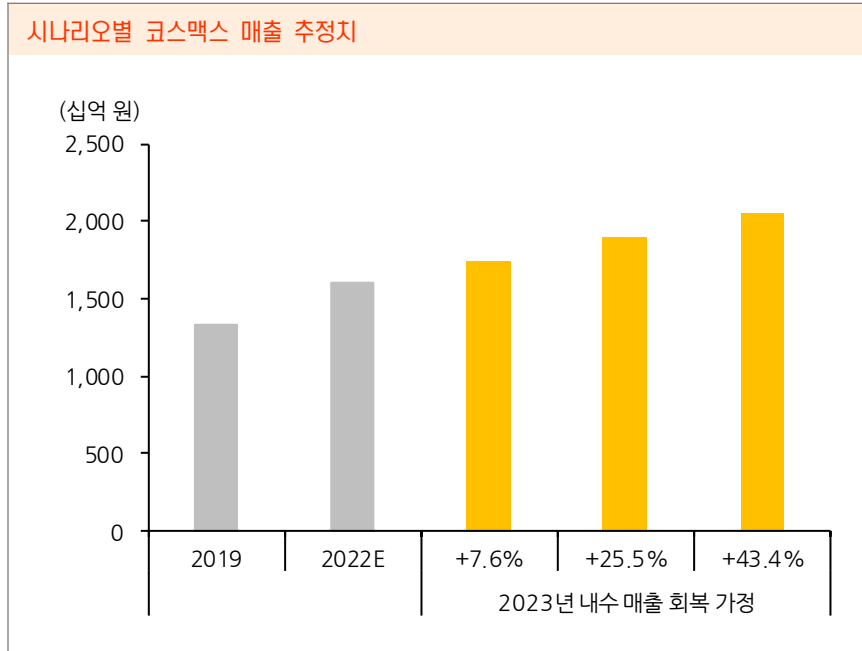
희망회로 돌려보기 얼마나 좋아질 수 있을까?

[한화리서치센터]

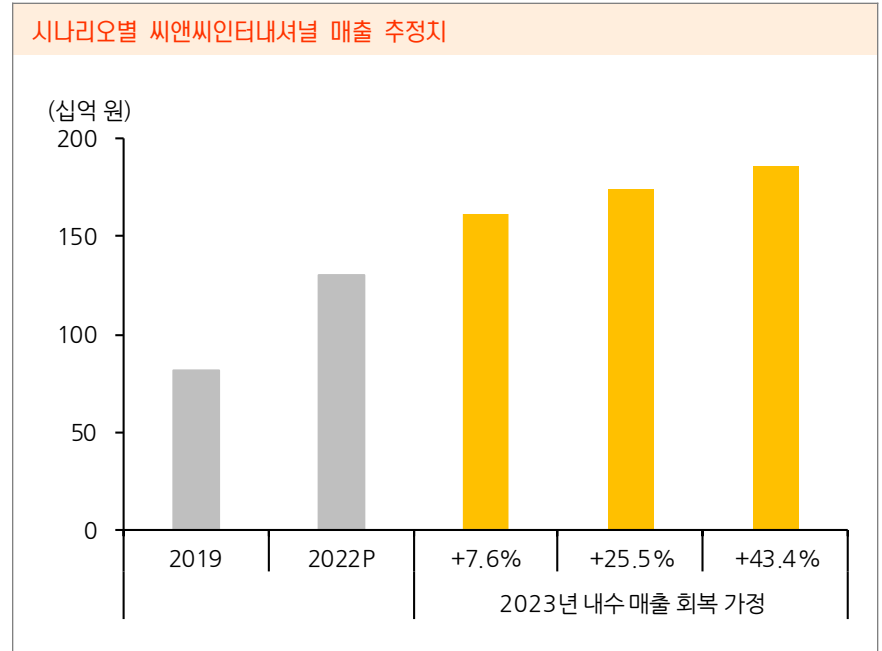
❖ 2023년 관광수입이 2022년 대비 각각 +7.6%, +25.5%, +43.4% 증가함을 가정 시

✓ 2023년 코스맥스의 연결 매출액은 1.7조원(+8.4% YoY), 1.9조원(+18.0% YoY), 2.1조원(+27.7% YoY) 예상
 - 2023년 순이익률 3.1% 가정 시,
 2023년 순이익은 533억원(+186.6% YoY), 580억원(+212.0% YoY), 627억원(+237.4% YoY) 예상

✓ 2023년 씨앤씨인테리어내셔널의 연결 매출액은 1,621억원(+24.1% YoY), 1,740억원(+33.3% YoY), 1,860억원(+42.4% YoY) 예상
 - 2023년 순이익률 10.8% 가정 시,
 2023년 순이익은 174억원(+3.0% YoY), 187억원(+10.5% YoY), 200억원(+18.1% YoY) 예상



자료: 한화투자증권 리서치센터



자료: 한화투자증권 리서치센터



IV

엔터(Positive)
6년을 참았는데?

운송/엔터 | 박수영 | suyoung.park.0202@hanwaha.com | 3772-7634



한한령 전후의 중국 그 시절 빅뱅이 중국 공연을 그렇게나 많이?

[한화리서치센터]

- ❖ 2015년 빅뱅은 중국에서 18번의 공연, 23만명을 모객 → 2016년에는 35회, 59만명
 - ✓ 2015년 빅뱅의 두 번째 월드 투어 <MADE WORLD TOUR>는 총 66회 공연으로 150만명을 모객
 - ⇒ 이 가운데 중국에서의 공연은 18회, 23만명 모객. 횡수 기준 30%, 모객수 기준 15%
 - ✓ 2016년 팬미팅 중 중국 개최 횡수는 35회, 59만명. 빅뱅의 '16년 팬미팅이 중국 본토 내 케이팝 아이돌 마지막 공연
 - ✓ 2016년 11월 중국 정부의 한한령 이후 중국 내 K-Pop 등 K-콘텐츠 소비 급감
 - ⇒ 표가 매진됐던 12/17일 EXO 난징 공연은 “중국 주최측 사정으로 무기한 연기”, 사실상 공연 10일 전 돌연 취소
 - ⇒ 이듬해 연말부터는 K-콘텐츠 배척 분위기 다소 완화됐으나 이후 중국 본토에서 한국 아이돌 공연은 개최되지 않았음

코로나 이전 빅뱅 중국 공연											
연도	도시	횡수	모객수	연도	도시	횡수	모객수	연도	도시	횡수	모객수
2012	상해	1	60,000	2015	창사	1	231,000	2016	다렌	1	590,000
	광저우	1			충칭	1			충칭	3	
	북경	1		상해	3	청두	1				
	홍콩	3		심천	1	광저우	3				
2015	광저우	2	231,000	2016	정저우	1	590,000	2016	쉬저우	1	590,000
	베이징	2			난징	1			시안	1	
	홍콩	3			허페이	1			뤄양	1	
	상해	3			항저우	1			베이징	3	
	다렌	1			난창	1			중산	1	
	우한	1			창사	1			홍콩	4	
	심천	1			텐진	1			마카오	2	
	난징	1			포산	1		2017	홍콩	2	40,000
	청두	1			난닝	1					
	항저우	1			하얼빈	1					

자료: 언론 종합, 한화투자증권 리서치센터

2016년 한한령 이후 K-콘텐츠 피해 관련 기사

매일경제 2016.11.21. 네이버뉴스
 “中 SNS서 한류 연예인 모든 방송 금지 소문”...사드 한일협정 탓
 금지하는 ‘한한령’(한류금지령限韓令)이 시행될 것이라는 주장이 나오고 있다. 중국 최대 사회관계망서비스(SNS) 위챗에는 지난 19일 “역사상 가장 강한 ‘한한령’이 왔다. 모든 한국 기업과 한국 브랜드, 한국...”

스포츠경향 2016.12.07. 네이버뉴스
 엑소, 중국 난징 공연 결국 연기...사드 배치 관련 중국 한한령 일...
 이번 일은 중국 문화당국으로부터 한류를 제한하는 ‘한한령’이 강화되고 있는 가운데 불거져나온 것이어서 더욱 우려를 높인다. 중국은 그동안 한반도 고고도미사...

연합뉴스 2016.12.12. 네이버뉴스
 중국 '사드 동나'에 음향·영상 등 한류 수출 급감
 최근 중국이 한국 연예인의 활동을 제한하는 이른바 '한한령'(限韓令)에 대한 불안감은 더욱 커졌다. 중국 문화부의 공식 홈페이지에 따르면 지난 10~11월 중국 공...

자료: 언론 종합, 한화투자증권 리서치센터



팬데믹 이후의 중국 중국 팬덤은 6년을 참았다, K-Pop 공연

[한화리서치센터]

- ❖ 중국 본격 리오프닝, 그리고 어쩐지 K-콘텐츠에 다소 너그러워진 느낌적인 느낌
 - ✓ 중국 정부의 제로코로나 정책 포기 이후 연말 연초, 중국 주요 OTT내 K-콘텐츠 서비스 재개 움직임 확인
 - ▷ 슬기로운 의사생활 시즌1/스물다섯 스물하나/힘쎈여자 도봉순/나의 해방일지 등등
 - ▷ 명확한 한한령 해제는 아니지만, 본격 내수 개선 수단 중 한가지로 사용되고 있는 것으로 추측
- ❖ 드라마만 참았겠어? K-Pop 공연은 6년을 참았는데... 수요가 확실하니 공연 재개도 시간문제이지 않을까
 - ✓ 앞에서 언급했듯, 2016년말 EXO의 난징 공연 취소 이후 국내 주요 아이돌의 중국 본토 공연은 전무했음
 - ✓ 앨범이나 MD 역직구, 음원이나 유튜브 등 디지털 콘텐츠 소비로 K-Pop에 대한 막대한 니즈를 갈음하기에는 부족했을 것
 - ▷ 블랙핑크 홍콩 공연 암표 거래에서 그러한 갈망 확인 가능

국내 주요 아이돌 홍콩/마카오 지역 공연 일정				
아티스트	지역	공연장	횟수	모객수
ITZY	홍콩	아시아 월드 엑스포	2	28,000
슈퍼주니어	홍콩	아시아 월드 엑스포	2	28,000
NCT Dream	홍콩	아시아 월드 엑스포	1	14,000
블랙핑크	홍콩	아시아 월드 엑스포	3	42,000
	마카오	갤럭시 아레나	2	32,000
트레저	마카오	갤럭시 아레나	1	16,000
	홍콩	아시아 월드 엑스포	1	14,000

자료: 언론 종합, 한화투자증권 리서치센터

블랙핑크 홍콩 공연 암표 관련 기사

<https://www.donga.com/news/Inter/article/all>
 "제니 보려면 400만원"...홍콩서 돈 싸들고 찾는 '블랙핑크 암표'
 2023. 1. 5. — 4일 홍콩 사우스차이나모닝포스트(SCMP)는 중국 최대 중고거래 플랫폼에서 홍콩 블랙핑크 콘서트 암표 가격이 8배 이상 치솟았다고 보도했다.

<https://www.yna.co.kr> 최신기사
 중팬들 "홍콩서 블랙핑크 공연 보자"에 암표 8배까지 치솟아
 2023. 1. 4. — (홍콩=연합뉴스) 윤고은 특파원 = 중국과 홍콩 간 전면 왕래 재개가 임박한 가운데 이달 홍콩에서 열리는 세계적 K팝 그룹 블랙핑크의 공연 암표...

<https://news.mt.co.kr> mtview
 'NO 한국'에도 블랙핑크는 못 참지...48만원 콘서트 티켓 '400만원'
 2023. 1. 6. — 홍콩에서 '블랙핑크' 콘서트 VIP 좌석 암표가 400만원까지 치솟았다. 일반 좌석 암표도 원가보다 약 3배 된 37만원에 팔리고 있다.

<https://www.chosun.com> china > 2023/01/06
 티켓 한 장 400만원까지... 블랙핑크 홍콩 콘서트, 중국팬 몰렸다
 2023. 1. 6. — 오는 13~15일(현지시간) 예정된 그룹 블랙핑크의 홍콩 콘서트 티켓 가격이 암표 시장에서 최대 400만원까지 치솟았다. 홍콩과 중국 본토의 통행 제한 ...

<https://www.segye.com> newsView
 블랙핑크 홍콩 공연 암표값 최대 8배 경총...중 팬들 "더 ...
 2023. 1. 5. — 오는 8일께 중국과 홍콩 간 전면 왕래가 재개될 것이라는 전망까지 나오자 암표 가격은 최대 8배까지 치솟은 것으로 전해졌다. 중국 최대 전자상거래 업체 ...

자료: 언론 종합, 한화투자증권 리서치센터



K-Pop 공연도 열어준다면? 인기 [그룹/멤버]를 확인하자

[한화리서치센터]

❖ 본토만 못 들어갔지, 홍콩/마카오에서는 이미 시작

✓ 홍콩 및 마카오 지역에서는 이미 지난해 4분기부터 K-Pop 아이돌 그룹의 공연을 시작

⇒ ITZY/NCT Dream/슈퍼주니어/블랙핑크/트레저 등 일정에 홍콩/마카오 아레나급 공연 추가

❖ 본토도 열리는 건 시간문제, 그렇다면 누가 먼저 혹은 누가 가장 많이?

✓ 중국의 리오프닝 분위기 + 내수진작 차원에서의 K-콘텐츠에 대한 우호적 제스처 등을 감안했을 때 본토에서의 공연 개최도 시간문제

✓ 그룹별/멤버별 앨범 공구 물량, 웨이보 팔로워 숫자 등으로 공연 매진 예상 순서 확인 가능

⇒ 4세대 중에서는 aespa, Stray Kids, IVE

⇒ 1월 발매한 New Jeans의 Ditto 앨범도 177,000장 판매하는 등 해린 중심의 강한 인기 확인

주요 아이돌 그룹 중국인 멤버 혹은 중국 내 인기 멤버

JYP	트와이스	나연	정연	모모	사나	지효	미나	다현	쯔위					
	스트레이키즈	방찬	리노	창빈	현진	한	필릭스	승민	아이엔					
	있지	예지	리아	류진	채령	유나								
	엔믹스	렐리	해원	설윤	배이	지우	규진							
HYBE	방탄소년단	RM	진	슈가	제이홉	지민	뷔	정국						
	세븐틴	에스쿵스	정한	조슈아	준	호시	원우	우지	디에잇	민규	도겸	승관	버논	디노
	투바투	수빈	연준	범규	태현	휴닝카이								
	엔하이픈	정원	희승	제이	제이크	성훈	선우							
	르세라핌	사쿠라	김채원	허윤진	카즈하	홍은채								
	뉴진스	민지	하니	다니엘	해린	혜인								
SM	NCT 127	태일	차니	태용	유타	도영	재현	원원	마크	해찬	정우			
	NCT Dream	마크	런진	제노	해찬	재민	천리	지성						
	EXO	수호	찬열	카이	디오	백현	세훈	시우민	첸	레이				
	레드벨벳	웬디	아이린	슬기	조이	예리								
	aespa	카리나	윈터	지젤	닝닝									
YG	블랙핑크	지수	제니	로제	리사									
	트레저	최현석	지훈	요시	준규	윤재혁	아사히	도영	하루토	박정우	소정환			
Etc.	아이브	안유진	가을	레이	장원영	리즈	이서							
	(여자)아이들	미연	민니	소연	우기	슈화								

주: 외색 음영은 중국 본토 케이팝 공연 재개시 아레나 이상 투어 가능한 IP
 자료: 한화투자증권 리서치센터

그룹/멤버별 중국 공구 순위, 웨이보 팔로워 수

순위	그룹	멤버	앨범	발매일	판매량 (장)	판매금액 (십억원)	그룹	판매량 (장)	판매금액 (십억원)
1	방탄소년단	뷔	MAP OF THE SOUL: 7	2020-02-21	230,300	6.1	방탄소년단	1,040,538	27.6
2	방탄소년단	뷔	PROOF	2022-06-10	167,865	5.1	aespa	752,712	9.0
3	방탄소년단	뷔	MAP OF THE SOUL: PERSONA	2019-04-12	170,400	4.2	Stray Kids	601,766	6.5
4	방탄소년단	정국	MAP OF THE SOUL: PERSONA	2019-04-12	166,200	4.1	BLACK PINK	548,534	9.9
5	aespa	카리나	Girls	2022-07-08	335,000	4.0	IVE	300,229	3.2
6	Stray Kids	현진	MAXIDENT	2022-10-07	349,119	3.8	EXO	262,357	5.7
7	IVE	장원영	After LIKE	2022-08-22	300,229	3.2	그룹	웨이보 팔로워 수	
8	방탄소년단	정국	MAP OF THE SOUL: 7	2020-02-21	115,118	3.0	BLACK PINK	5,521,000	
9	BLACK PINK	로제	BORN PINK	2022-09-16	218,992	2.9	BTS	5,512,000	
10	BLACK PINK	리사	THE ALBUM	2020-10-02	133,532	2.8	red velvet	1,312,000	
11	aespa	닝닝	Girls	2022-07-08	227,451	2.7	NCTDREAM	967,000	
12	Stray Kids	필릭스	MAXIDENT	2022-10-07	252,647	2.7	twice	869,000	
13	방탄소년단	정국	PROOF	2022-06-10	90,150	2.7	aespa	695,000	
14	방탄소년단	지민	MAP OF THE SOUL: 7	2020-02-21	100,505	2.6	NCT127	542,000	
15	aespa	윈터	Girls	2022-07-08	190,261	2.2	ITZY	415,000	
16	BLACK PINK	제니	THE ALBUM	2020-10-02	103,566	2.2	TXT	355,000	
17	EXO	찬열	1 Billion Views	2020-07-13	100,296	2.0	Stray Kids	332,000	
18	BLACK PINK	지수	THE ALBUM	2020-10-02	92,444	1.9	New Jeans	202,000	
19	EXO	세훈	EX'ACT	2016-06-09	82,000	1.9	nmixx	181,000	
20	EXO	찬열	EX'ACT	2016-06-09	80,061	1.8	treasure	171,000	
							IVE	149,000	
							le sserafim	148,000	
							enhypen	146,000	

주: 공구 수량은 '22년 11월 기준, 웨이보 팔로워 수는 '23년 2월 20일 기준
 자료: 트위터, 웨이보, 언론 종합, 한화투자증권 리서치센터



상상해보자, 공연 그리고 MD 흥행 불패

[한화리서치센터]

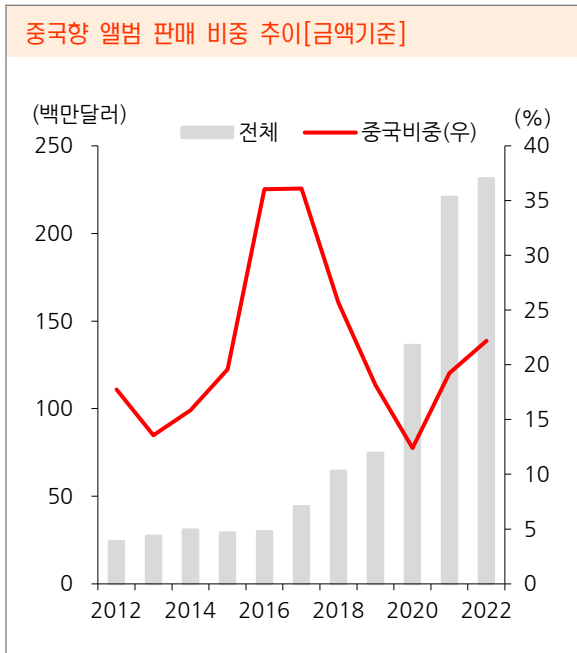
❖ 팬덤 유입의 4단계, 디지털콘텐츠→앨범→공연→MD

- ✓ 지난 자료 [내 인생을 망치러 온 나의 구원자] 에서 우리는 팬덤 유입을 4단계로 나눈 바 있음
 ⇨ [디지털콘텐츠~앨범~공연~MD] 로 넘어가는 소비 단계

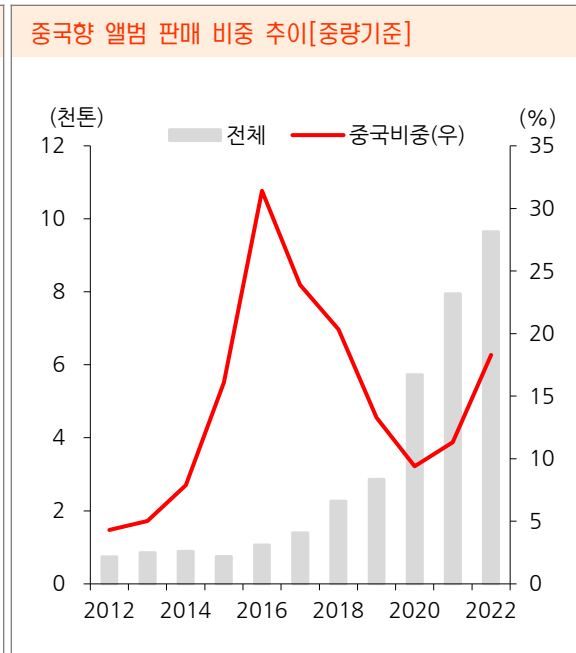
- ✓ 중국 내 K-Pop 팬덤은 이미 디지털콘텐츠(음원/유튜브/웨이보 등)와 앨범(공구)을 소비 중. 이제는 공연 그리고 MD로 넘어갈 단계

❖ 앨범 공구 수량으로 공연 및 MD 흥행 확신

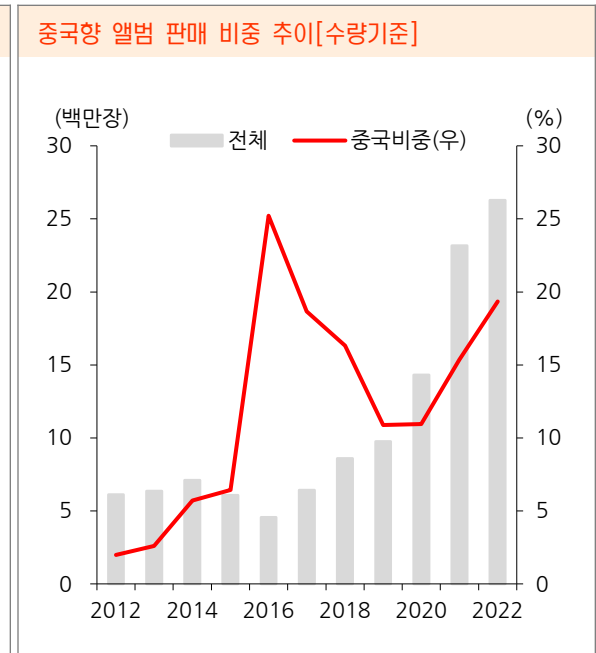
- ✓ 앞에서 확인했듯, 웨이보 등 디지털 콘텐츠, 공구 등 앨범 소비는 공연 재개시 수요 폭발에 확신을 갖게 함
- ✓ MD의 경우 지역적 특성 상 모조품 판매로 타 지역 대비 판매량 부진에 대한 우려 있음. 다만, 이미 국내 IP를 활용한 중국 시장 내 MD 판매 성공 사례(SAMG엔터, 중국 누적 MD 매출 1800억원 달성)에서 K-Pop MD 판매 호조도 기대할 수 있음



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터



자료: KITA, 한화투자증권 리서치센터

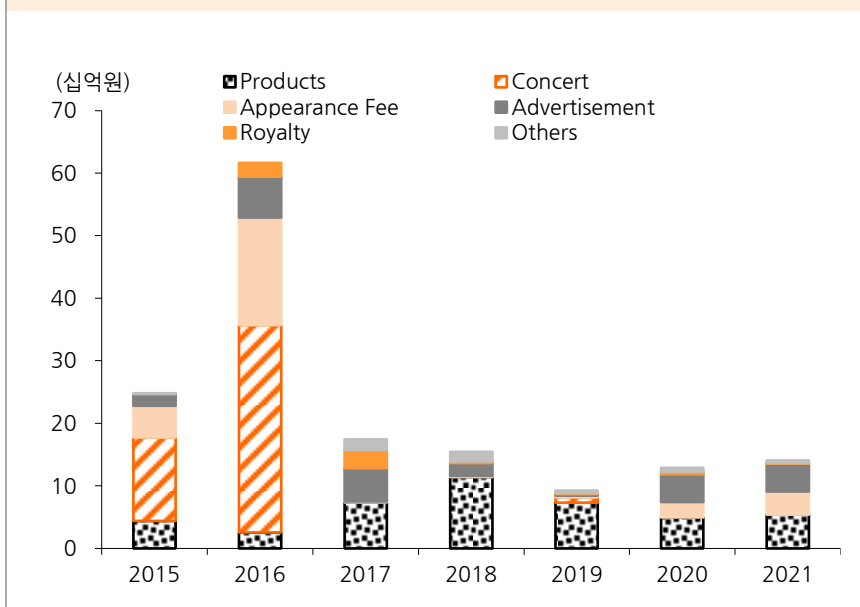


상상해보자, 공연 그리고 MD '16년 빅뱅은 콘서트만 331억원

[한화리서치센터]

- ❖ 빅뱅 전성기 시절 YG의 중국 콘서트 매출액은 '15년 133억원, '16년 331억원
 - ✓ 2015년 <MADE WORLD TOUR> 중국 공연은 18회, 23만명을 모객하며 콘서트 매출액 133억원을 기록
 - ✓ 2016년 <Made V.I.P Tour> 중국 공연은 35회, 59만명을 모객하며 콘서트 매출액 331억원을 기록
- ❖ Big IP의 중국 아레나 투어 진행시 add 가능한 전체 매출액은 최대 416억원
 - ✓ 공연 매출액 MG 가정시 40억원, RS 가정시 347억원 추정
 - ✓ MD 매출액은 69억원 추정
- ❖ 따라서 공연 실제 재개가 아니더라도, “가시화” 만으로도 엔터 업종 전반의 Re-rating 가능하다는 판단

와이지엔터테인먼트 중국 지역 매출액



자료: 와이지엔터테인먼트, 언론 종합, 한화투자증권 리서치센터

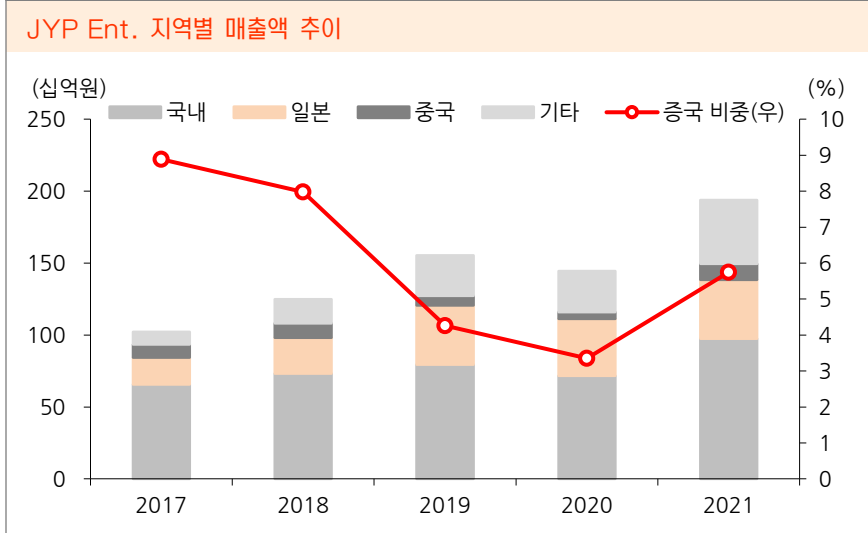
중국 아레나투어 진행시 add 가능한 추정 매출

주요 가정

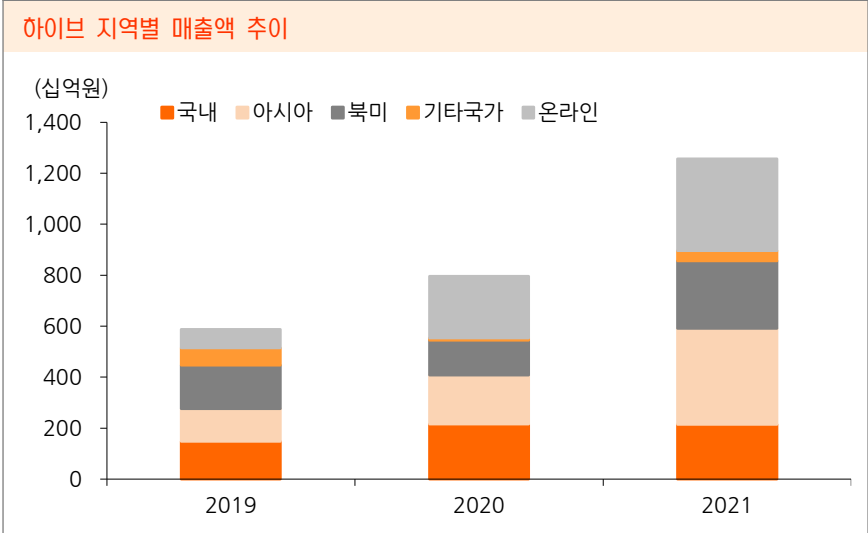
공연장 Capa	15,000	명/아레나급 가정
공연 횟수	10	회/5개 도시 2회 씩 가정
MG	0.4	십억원/Big IP-아레나 가정
ATP	154,000	원/최근 인상 반영
RS	15	%/기존 RS 방식 추정 평균, 비용 등 일체 반영
객당 MD 구매	77,000	원/티켓가*50% 가정

매출액 추정(십억원)	공연	MD
Minimum Guarantee	4	7
Revenue Share	35	7

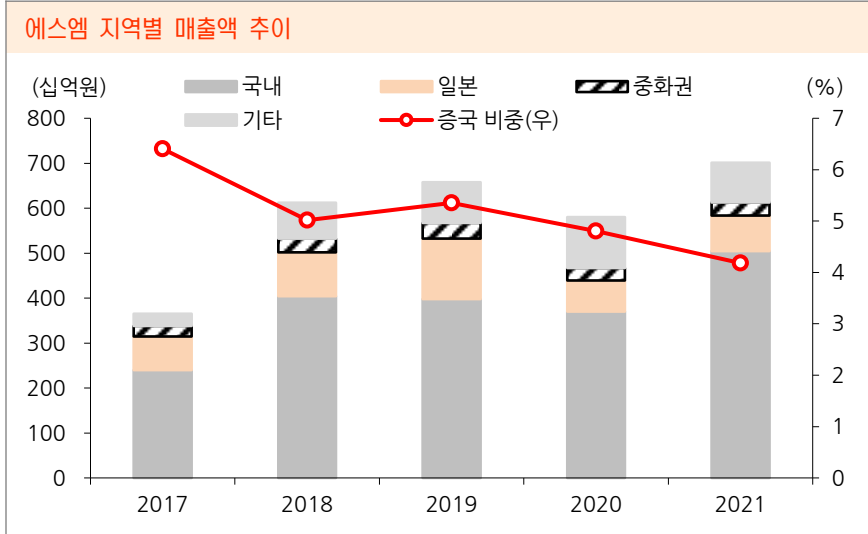
자료: 한화투자증권 리서치센터 추정



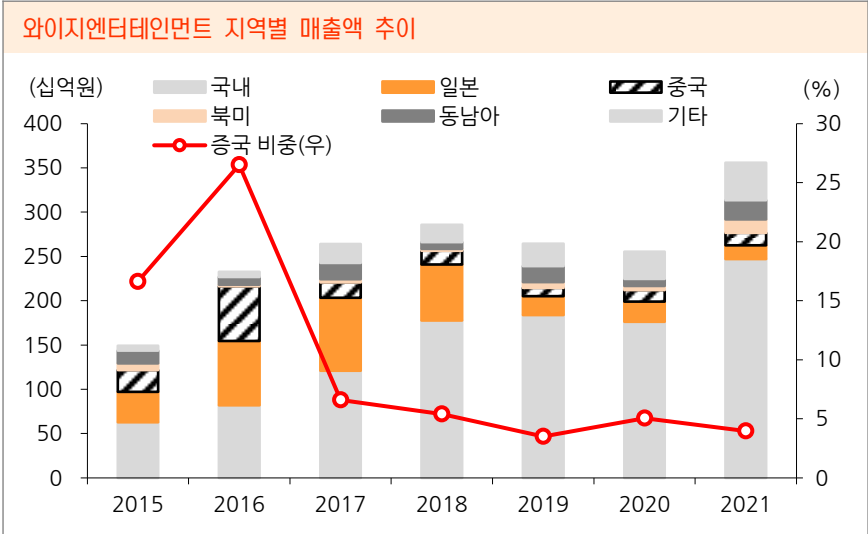
자료: JYP Ent., 한화투자증권 리서치센터



자료: 하이브, 한화투자증권 리서치센터



자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터



자료: 와이지엔터테인먼트, 언론 종합, 한화투자증권 리서치센터



V

항공(Neutral)

공급이 늘어나니까 문제

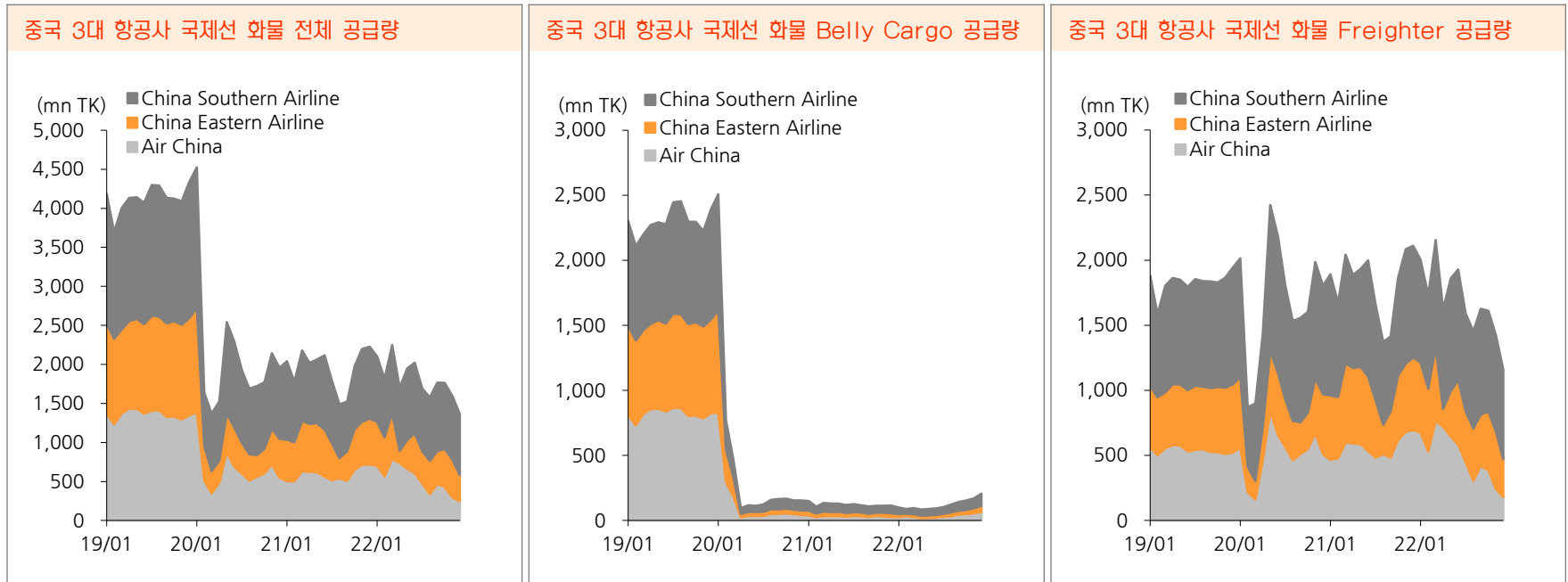
운송/엔터 | 박수영 | suyoung.park.0202@hanwha.com | 3772-7634



여객이 뜨는데 화물 공급이 늘어난다고? Belly를 보자

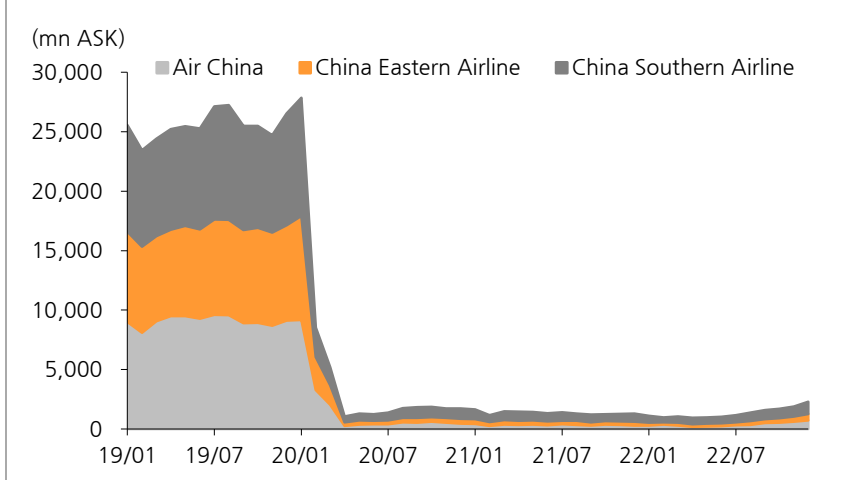
[한화리서치센터]

- ❖ 중국 국적사 국제 여객 공급 확대시 글로벌 화물 공급도 증가할 것
 - ✓ 항공 화물 수송 방식은 전용 화물기(Freighter) 수송과 여객기 화물칸(Belly Cargo) 수송으로 팬데믹 이전 약 6:4 비중
 - ✓ 팬데믹 기간 중국 항공사 국제선 여객 운항 횟수 급감하며 Belly Cargo 화물 공급량도 '19년 동월의 10% 수준 하회
- ❖ 중국으로 들어가는 비행기도 많아질텐데...
 - ✓ 중국에서 나가는(Outbound) 여객기 운항 횟수 증가뿐만 아니라 중국 정부의 외국인 입국 제한 정책 완화에 따라 유럽 등 서구권 국가에서 들어가는(Inbound) 여객기 운항 횟수 증가 예상 → 아시아 발/착 항공 화물 공급량 증가 전망
- ❖ 중국 내수 진작에 따른 [소비 증가→재고 확충 수요] 의 수혜는 없을까?
 - ✓ 없음. 수입 물량 증가 하겠으나 중국 항공사의 화물기+Belly Cargo 공급으로 대응 가능할 것



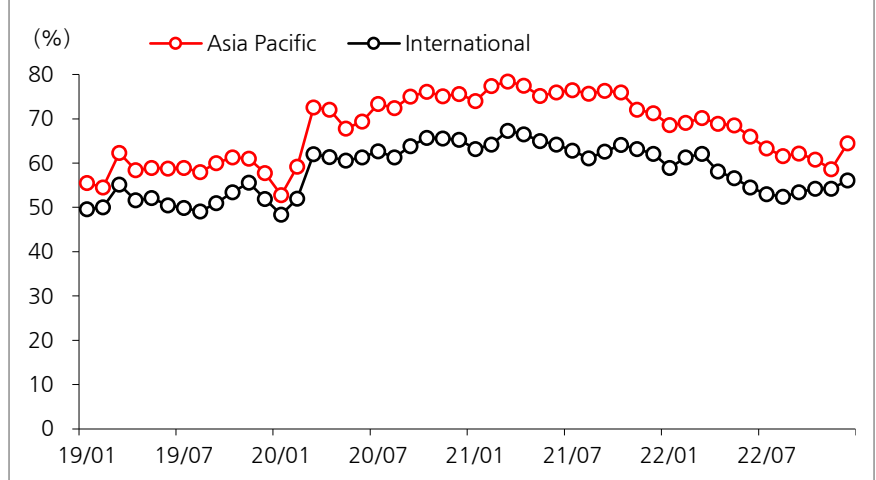
자료: Air China, China Eastern Airline, China Southern Airline, CEIC, 한화투자증권 리서치센터

중국 3대 항공사 여객 공급량 추이



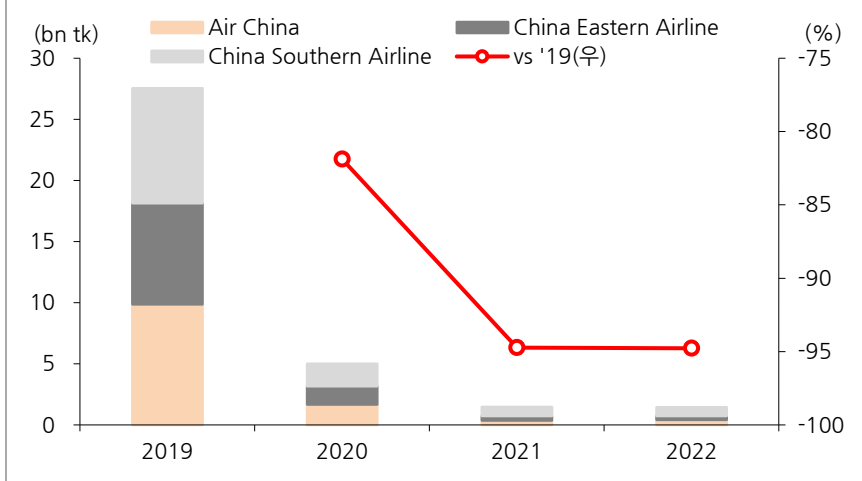
자료: Air China, China Eastern Airline, China Southern Airline, CEIC, 한화투자증권 리서치센터

아태지역 및 글로벌 국제선 화물 월별 L/F 추이



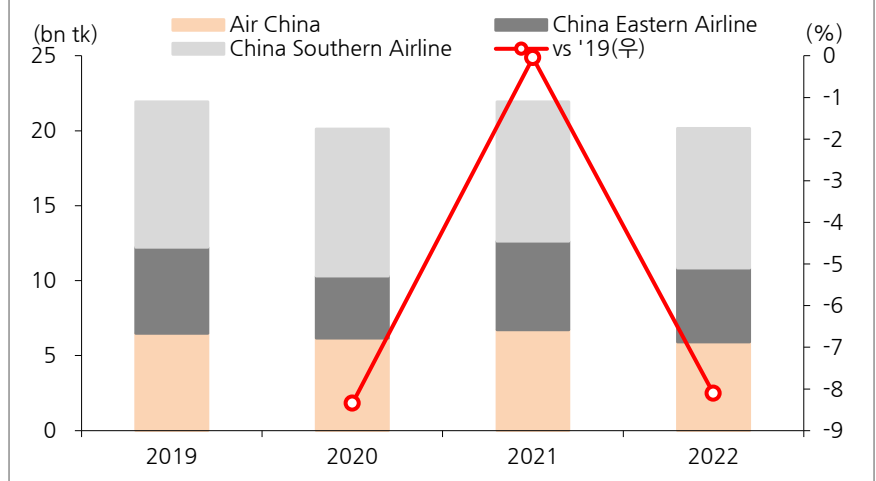
자료: IATA, 한화투자증권 리서치센터

연도별 중국 3대 항공사 belly cargo 공급량 추이



자료: Air China, China Eastern Airline, China Southern Airline, CEIC, 한화투자증권 리서치센터

연도별 중국 3대 항공사 Freighter 공급량 추이



자료: Air China, China Eastern Airline, China Southern Airline, CEIC, 한화투자증권 리서치센터



이제는 화물 운임 눈높이를 낮춰야 할 때 수급불균형 해소

[한화리서치센터]

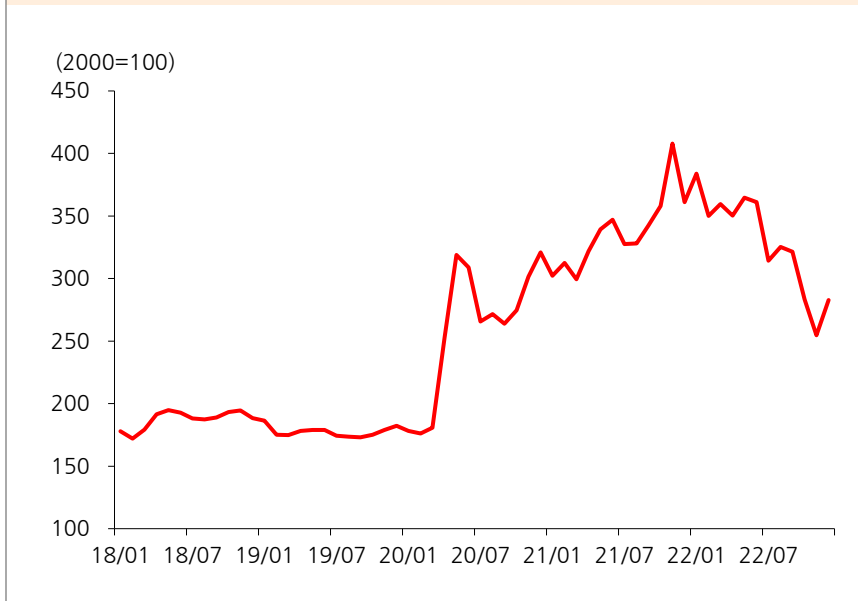
❖ 지난해 까지 항공 화물 운임은 고공행진을 이어감

- ✓ 팬데믹 특수 물량 등을 비롯한 재화 소비 감소 및 항만 적체 해소로 SCFI는 급감한 것과 달리 항공 화물 운임은 지속 상승
- ✓ 이는 항공 화물 고운임의 배경이 수요 증가보다는 공급 부족에 있었기 때문: "belly cargo 공급 공백"

❖ 익숙해져야 할 대한항공 감익

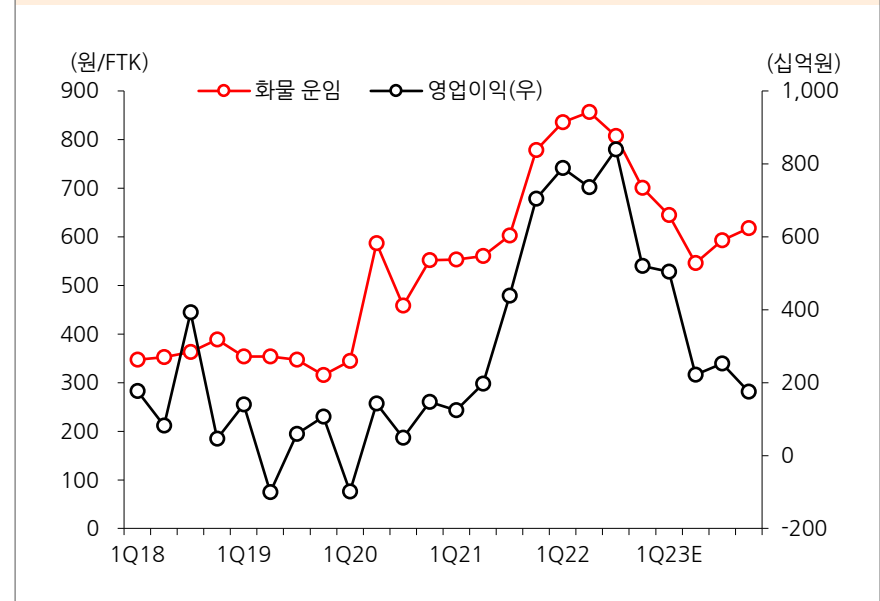
- ✓ 코로나 이전 대비 2배 이상 높은 운임 덕에 대한항공의 영업이익도 레벨 업
- ✓ 그러나 4분기 본격적인 화물 업황 둔화가 시작되며 QoQ 감익
- ✓ 향후 중국 중심의 화물 공급 확대시 화물 운임 하락 및 감익 추세는 좀 더 가팔라질 것

미국 수입 항공 화물 운임 지수



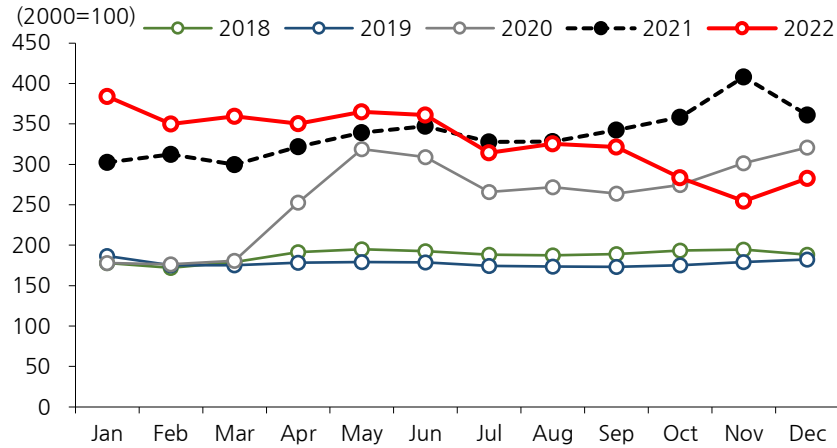
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 분기별 화물 운임 및 별도 영업이익



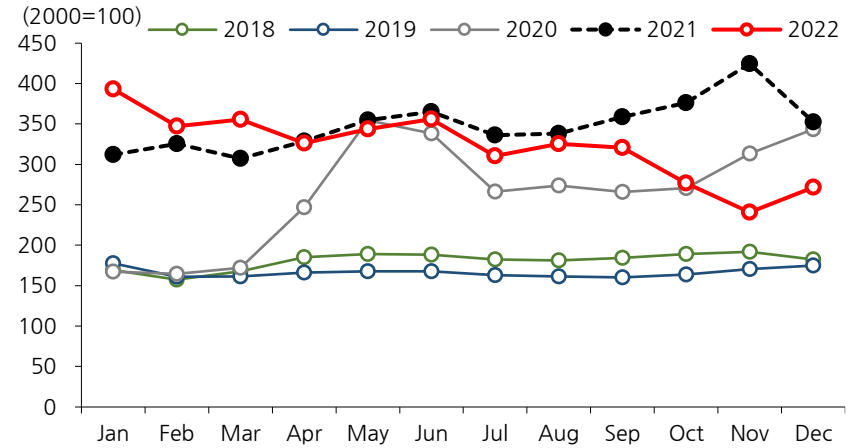
자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정

미국 수입 항공 화물 운임 지수



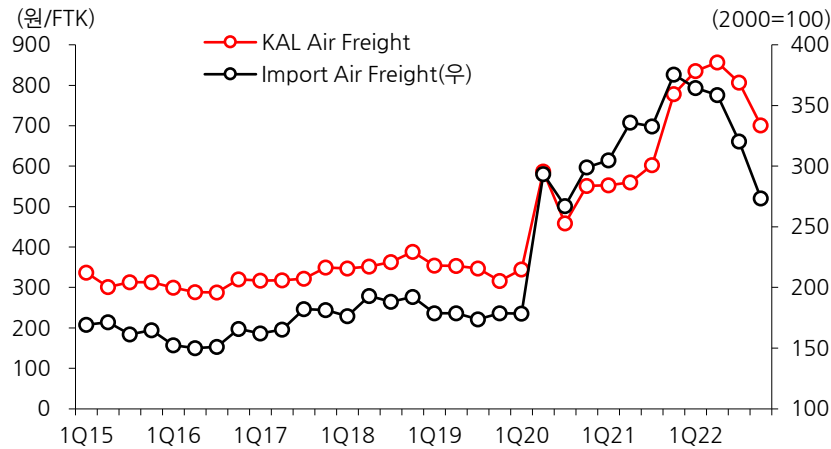
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

미국 수입 항공 화물 운임 지수(Asia)



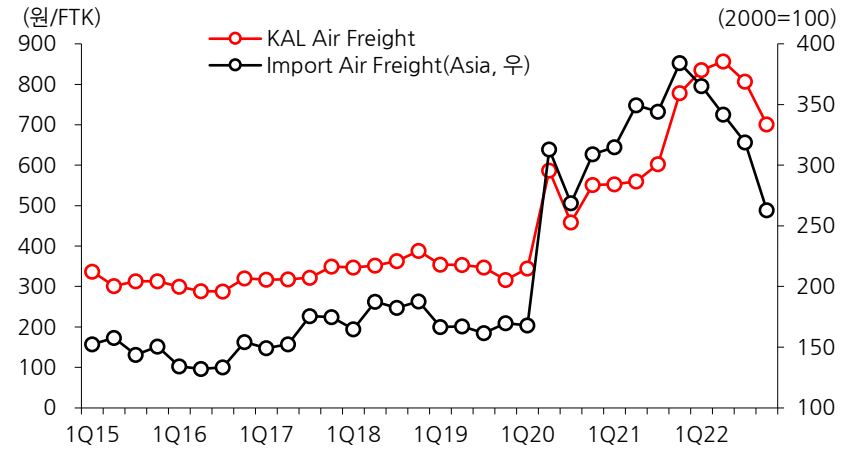
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 한화투자증권 리서치센터

미국 수입 항공 화물 운임 지수 vs 대한항공 화물 운임 (상관계수 0.95)



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

미국 수입 항공 화물 운임 지수(Asia) vs 대한항공 화물 운임 (상관계수 0.92)



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 대한항공, 한화투자증권 리서치센터



중국은 항공 비자유화 지역 중국은 운수권이 필요한 노선

[한화리서치센터]

❖ 항공 비자유화 지역이란?

- ✓ 국가간 “항공자유화협정” 이 체결되지 않은 노선을 항공 비자유화 노선이라 통칭
- ✓ 이런 지역의 경우 국가간 합의를 통해 “하루 최대 몇 회, 최대 몇 개 항공사만 취항 가능” 등 여러 조건이 붙음
- ✓ 항공사는 배분받은 노선/슬롯을 지키기 위해서는 주 X회 이상 운항해야 함

❖ 중국은 항공 비자유화 지역. 즉 운수권이 필요한 노선!

- ✓ 코로나 이전인 '19년 5월, 국토부는 중국 노선 재배분을 통해 제주항공 등 LCC에 상대적으로 많은 노선 및 슬롯을 추가 배분

2019년 5월 중국 노선 수시 배분										
항공사	노선	횟수	항공사	노선	횟수	항공사	노선	횟수		
대한항공	인천-베이징(서우두)	주4회	제주항공	인천-베이징(다싱)	주4회	티웨이항공	인천-베이징(다싱)	주3회		
	인천-난징	주4회		제주-베이징	주7회		대구-베이징	주7회		
	인천-항저우	주3회		인천-옌지	주6회		대구-상하이	주3회		
	인천-장자제	주3회		인천-하얼빈	주3회		인천-선양	주7회		
	인천-시안	주2회		인천-난통	주3회		인천-우한	주3회		
4노선 주14회(화물 1노선 주2회)				부산-장자제	주3회		인천-원저우	주3회		
아시아나항공	인천-베이징(서우두)	주3회		제주-시안	주3회		청주-옌지	주3회		
	부산-상하이	주2회		무안-장자제	주3회		대구-장자제	주3회		
	인천-옌지	주1회		무안-옌지	주3회		대구-옌지	주3회		
	인천-선전	주1회	9노선 주35회		9노선 주35회					
	인천-시안	주2회								
4노선 주7회(화물 1노선 주2회)			에어부산	인천-선전	주6회	이스타항공	인천-상하이	주7회		
에어서울	인천-장자제	주3회		인천-청두	주3회		제주-상하이	주7회		
	1노선 주3회			인천-닝보	주3회		인천-정저우	주4회		
에어인천	인천-청두	주3회		부산-장자제	주3회		부산-옌지	주3회		
	화물 1노선 주3회		부산-옌지	주3회	청주-하얼빈		주3회			
			5노선 주18회		6노선 주27회					

주: 2019년 5월 발표 기준
 자료: 국토교통부, 한화투자증권 리서치센터

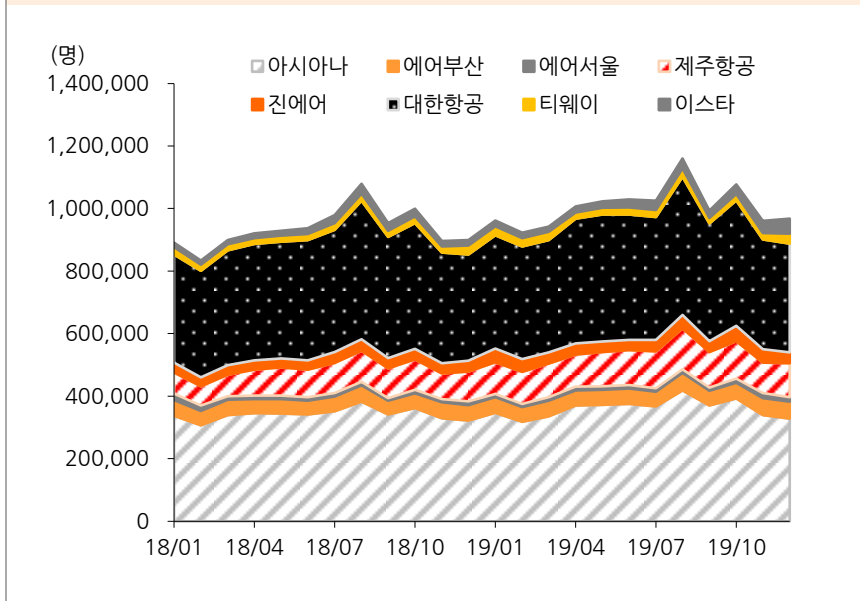


팬데믹 이전의 중국 [일본] 다음으로 많이 갔고, 만큼 수익성 좋고

[한화리서치센터]

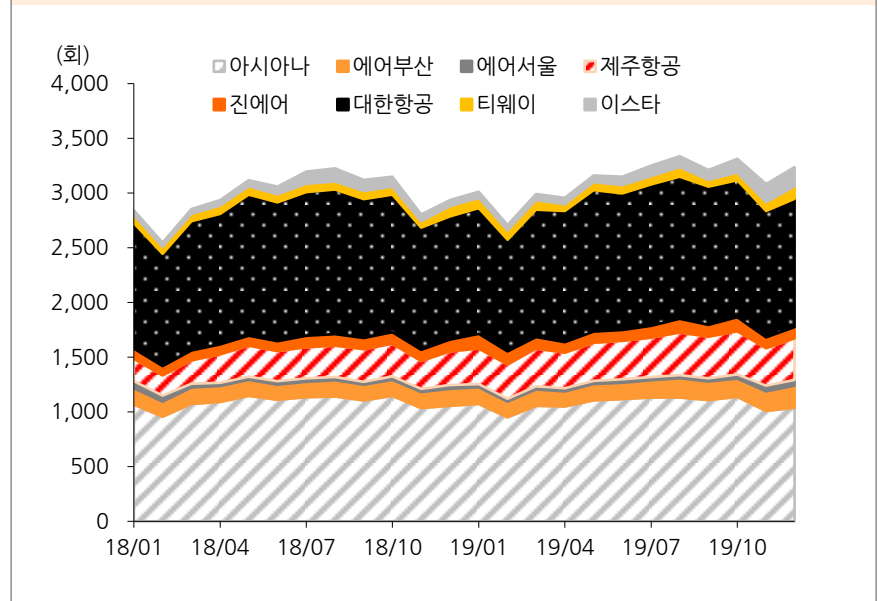
- ❖ '19년까지 중국 노선은 상용+레저 수요가 함께 붙어주는 수익성 노선 역할
 - ✓ 팬데믹 직전까지 중국 노선은 상용 수요와 레저 수요가 함께 붙어주는 수익성 노선 역할
 - ⇒ 아시아나항공의 경우 전체 노선 중 중국 노선의 수익성이 가장 높았음
 - ✓ 2019년 8월(*No Japan 전/동년 5월 노선 수시배분 이후) 기준 운항 횟수 및 모객 수도 일본 노선과 비슷
 - ⇒ 해당 월 국내 주요 항공사 중국 노선 수송객 수는 약 116만명 / 일본 노선 수송객 수는 약 124만명
 - ⇒ 해당 월 국내 주요 항공사 중국 노선 운항 횟수는 3,335회 / 일본 노선 운항 횟수는 4,538회

코로나 이전 국내 항공사 중국 노선 이용객 수[왕복기준]



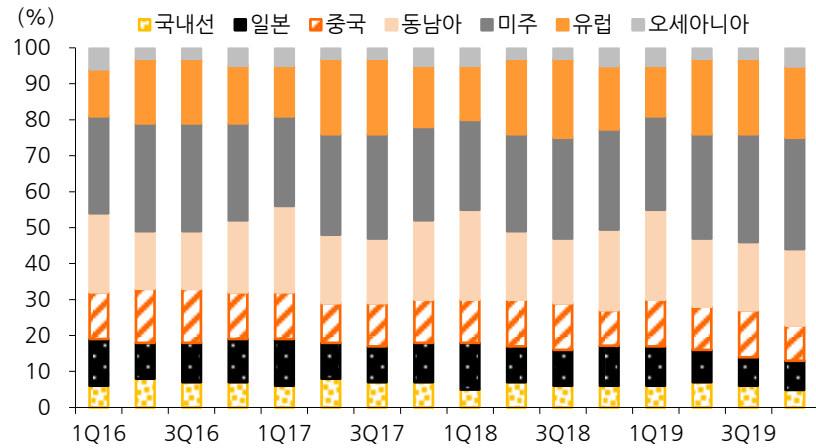
주: 왕복 기준
 자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

코로나 이전 국내 항공사 중국 노선 운항 횟수[출발기준]



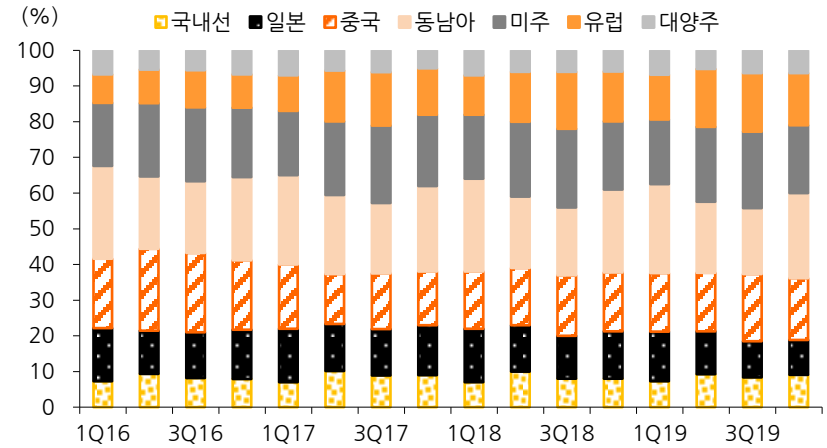
주: 출발 기준
 자료: 에어포탈, 한화투자증권 리서치센터

대한항공 여객 노선별 매출 비중



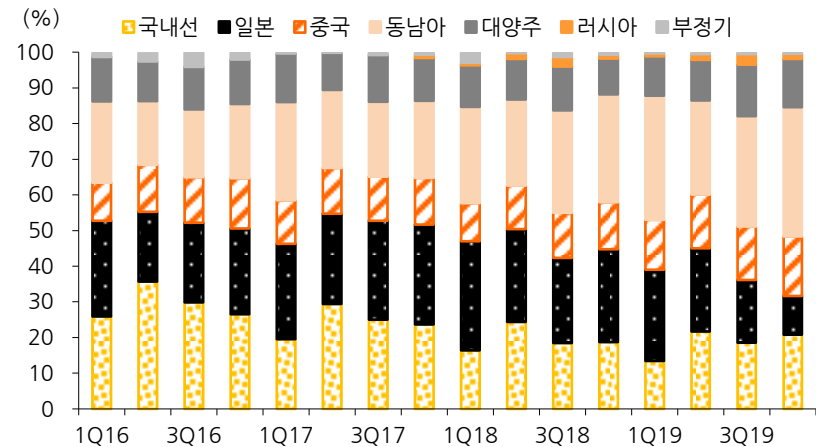
자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터

아시아나항공 여객 노선별 매출 비중



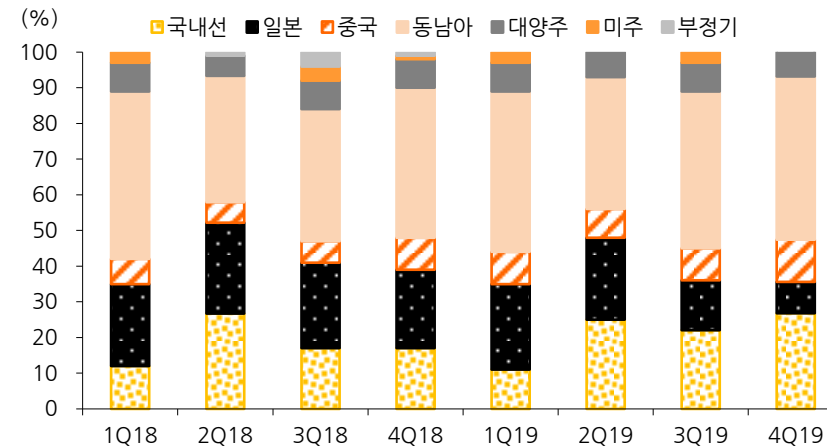
자료: 아시아나항공, 한화투자증권 리서치센터

제주항공 여객 노선별 매출 비중



자료: 제주항공, 한화투자증권 리서치센터

진에어 여객 노선별 매출 비중



자료: 진에어, 한화투자증권 리서치센터



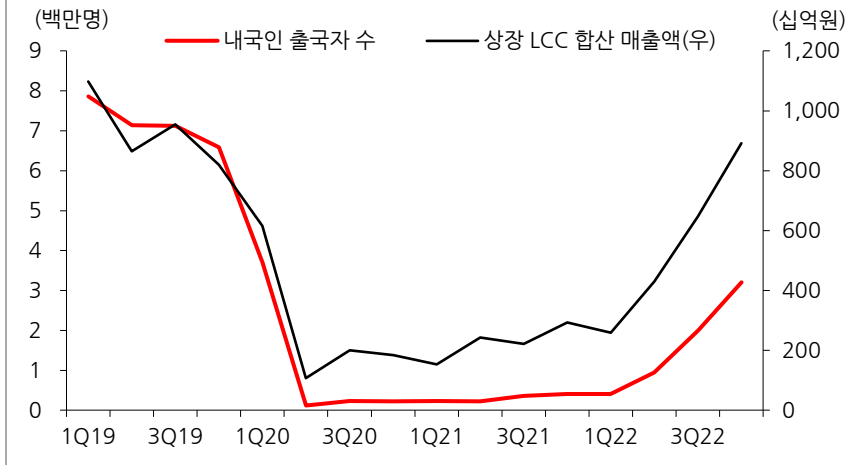
LCC의 중국, 그때는 맞고 지금은 틀리다 내국인 아웃바운드? [한화리서치센터]

- ❖ 중국 본격 리오프닝, 우리 정부도 중국발 항공편 증편 계획
 - ✓ 중국 정부의 본격 리오프닝 정책 시행 이후 우리 정부도 중국발 항공편 증편 계획을 발표
 - ⇨ 2월 주 80회까지 확대(2/16일 기준 주 62회 운항), 3월에는 주 100회까지 증편
 - ✓ 정부의 운항 확대 정책에 따라 팬데믹 동안 적용했던 중국 노선 슬롯 반납 유예제도 4월부터 폐지 전망
 - ⇨ 국내 항공사, 배분받은 노선/슬롯 지속 확보 위해서는 수요와 관계없이 정기편 운항 재개될 것
- ❖ 상용 수요는 올라오더라도, 레저 수요는 물음표
 - ✓ 중국 노선 복항시 상용 수요 함께 회복될 수 있을 것, 그러나 상용 수요 = FSC 수요
 - ✓ 국내 LCC의 경우 내국인 레저 아웃바운드 수요 회복이 필요하나 물음표. 노선 복항시 국제선 전반적인 L/F 하락 우려
 - ⇨ 중국 노선 L/F는 50%대를 밑돌 것으로 추정

내/외국인 출/입국자 수와 LCC 실적																		
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	상관계수	
외국인 입국자 수 (만명)	384	460	449	457	204	10	19	19	20	22	27	28	28	53	91	148	외국인 입국자 수	내국인 출국자 수
내국인 출국자 수 (만명)	786	714	712	659	370	12	23	22	23	23	36	41	41	94	200	321		
LCC 합산 매출액 (십억원)	1,098	865	955	820	615	108	200	185	153	243	222	293	259	430	646	891	0.88	0.93
LCC 합산 영업이익 (십억원)	151	-102	-60	-128	-158	-245	-193	-288	-240	-204	-226	-184	-201	-121	-129	21	0.64	0.75

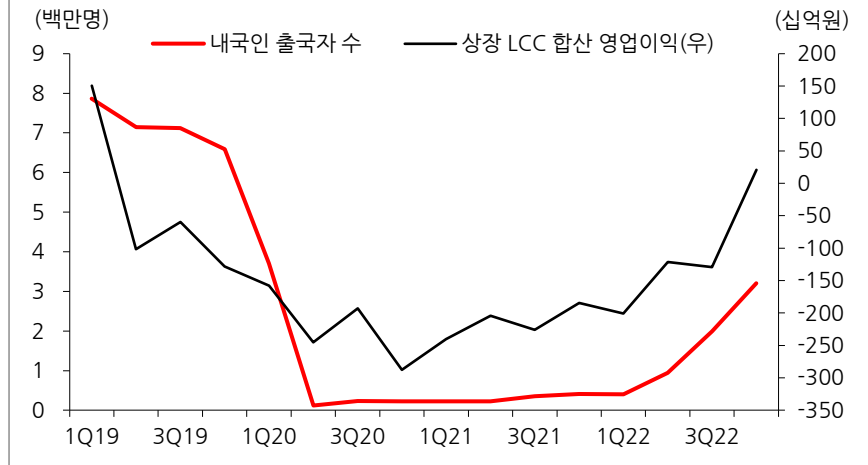
주: LCC 합산 실적은 상장사 기준
 자료: 관광통계, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

내국인 출국자 수와 상장 LCC 합산 매출액



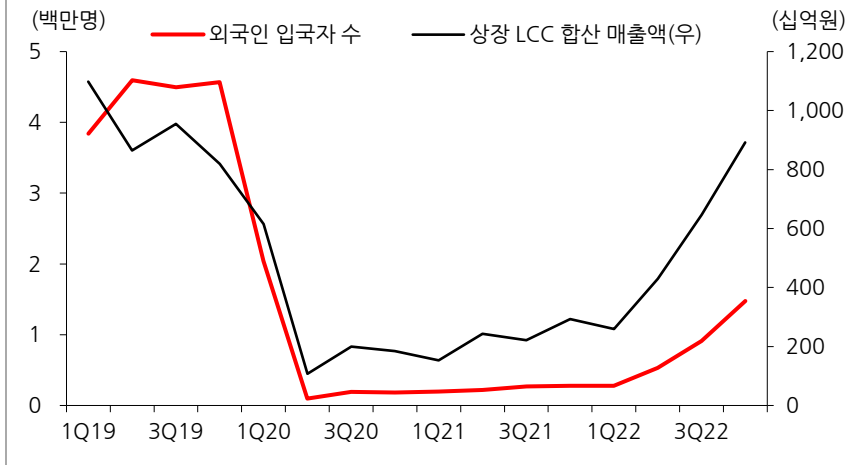
자료: 관광통계, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

내국인 출국자 수와 상장 LCC 합산 영업이익



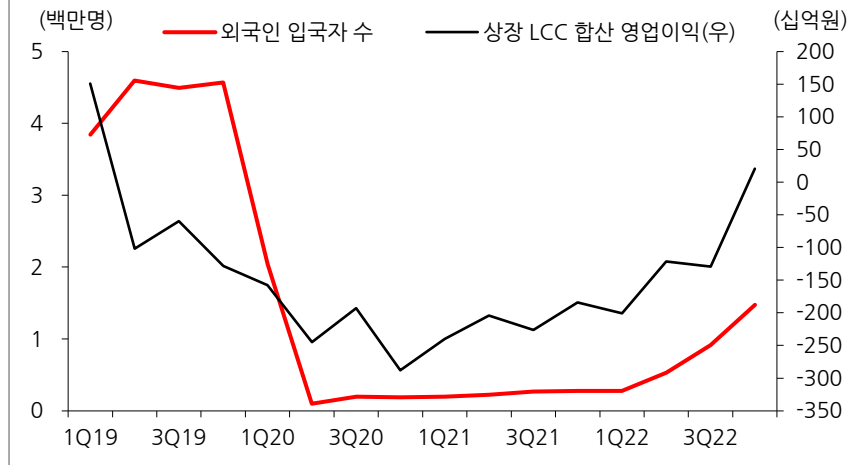
자료: 관광통계, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

외국인 입국자 수와 상장 LCC 합산 매출액



자료: 관광통계, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터

외국인 입국자 수와 상장 LCC 합산 영업이익



자료: 관광통계, Wise Fn, 한화투자증권 리서치센터



VI

기업분석

- [유통] 호텔신라 | 신세계 | 롯데쇼핑
- [화장품] 아모레퍼시픽 | 코스맥스 | 씨앤씨인터내셔널
- [엔터] JYP Ent. | 에스엠 | 하이브 | 와이즈엔터테인먼트
- [항공] 대한항공 | 제주항공 | 진에어
- [스몰캡] 글로벌텍스프리 | 청담글로벌



호텔신라 (008770) 면세점 시장 재편의 최대 수혜주

[한화리서치센터]

Buy(유지)

목표주가: 115,000원(유지)

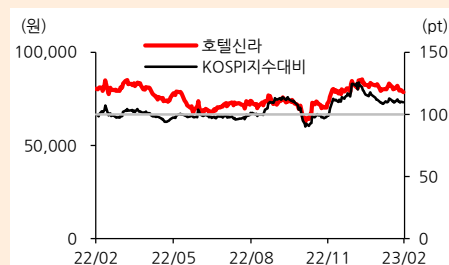
Stock Data

현재 주가(2/27)	78,600원
상승여력	▲ 46.3%
시가총액	30,849억원
발행주식수	39,248천주
52주 최고가/최저가	85,500/62,700원
90일 일평균 거래대금	298.47억원
외국인 지분율	19.0%

주주 구성

삼성생명보험 (외 6인)	17.3%
국민연금공단 (외 1인)	10.2%
자사주 (외 1인)	5.4%

Stock Price



면세점 산업 재편의 최대 수혜주

- 중국의 리오프닝이 본격화되면서, 지난해까지 수요자 중심의 면세점 업황이 공급자 중심으로 재편될 것으로 전망
- 수요자(파이공)의 수요는 중국 현지 소비 수요 개선으로 늘어날 것으로 예상되는 반면, 공급자인 면세점은 보유한 재고를 늘어난 FIT 등 관광객에 분산될 것으로 예상되기 때문
- 면세점 시장 재편으로 BEP에 불과했던 22년 시내점 영업이익률은 23년 mid single 수준으로 회복할 수 있을 것으로 전망되며, 이에 따라 동사의 실적은 23년 영업이익 2,955억원(+278% YoY)를 기록할 수 있을 것으로 전망됨

투자 의견 BUY, 목표주가 11.5만원 유지

- 호텔신라에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 11.5만원을 유지. 당사 유통업종 최선호주 의견도 유지
- 1~2월 업황은 면세점 사업자들이 진행하고 있는 수수료를 축소 움직임에 따라 매출이 축소된 상황이지만, 파이공 보유 재고가 축소되고 현지 소비가 개선되는 시기에 파이공의 리스토킹이 본격화될 전망. 파이공 리스토킹 시기를 1분기 말 ~ 2분기 초로 예상. 현 주가는 당사 전망치 대비 P/E 15배 수준. 면세점 매출 확대를 확인하면, P/E 배수는 20배까지 확대될 전망

재무정보	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	3,188	3,779	4,922	5,760	6,809
영업이익	-185	119	78	295	432
EBITDA	39	246	203	410	533
지배주주순이익	-283	27	-50	200	305
EPS	-7,226	685	-1,356	5,374	8,221
순차입금	1,244	1,243	1,088	923	633
PER	-11.4	113.9	-54.1	14.6	9.6
PBR	5.3	5.4	5.7	4.4	3.1
EV/EBITDA	117.3	17.7	19.7	9.9	7.1
배당수익률(%)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	-36.7	4.5	-9.2	32.5	35.5

자료: 한화투자증권 리서치센터



호텔신라 (008770) 면세점 시장 재편의 최대 수혜주

[한화리서치센터]

(단위: 억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022P	2023E	2024E
매출액	10,944	11,659	13,618	12,999	10,023	14,265	17,156	16,152	49,220	57,596	68,095
YoY	50.5%	22.3%	40.6%	15.0%	-8.4%	22.4%	26.0%	24.3%	30.2%	17.0%	18.2%
TR	9,785	10,101	11,977	11,400	8,635	12,661	15,403	14,459	43,263	51,157	61,436
시내점	8,966	8,841	10,532	9,548	6,684	10,395	12,820	11,458	37,887	41,356	49,310
공항점	819	1,260	1,445	1,852	1,951	2,266	2,583	3,001	5,376	9,801	12,126
호텔&레저	1,159	1,558	1,641	1,599	1,388	1,605	1,753	1,693	5,957	6,439	6,659
영업이익	151	432	266	-67	208	856	1,191	699	782	2,955	4,318
YoY	-43.2%	-6.9%	27.3%	적전	37.8%	98.2%	347.8%	흑전	-34.2%	277.9%	46.1%
TR	127	148	6	-196	125	589	888	550	85	2,152	3,465
호텔&레저	24	284	260	129	83	267	303	150	697	803	853
영업이익률	1.4%	3.7%	2.0%	-0.5%	2.1%	6.0%	6.9%	4.3%	1.6%	5.1%	6.3%
TR	1.3%	1.5%	0.1%	-1.7%	1.5%	4.7%	5.8%	3.8%	0.2%	4.2%	5.6%
호텔&레저	2.1%	18.2%	15.8%	8.1%	6.0%	16.6%	17.3%	8.8%	11.7%	12.5%	12.8%

자료: 한화투자증권 리서치센터



호텔신라 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	3,188	3,779	4,922	5,760	6,809
매출총이익	1,095	1,723	2,790	3,358	3,922
영업이익	-185	119	78	295	432
EBITDA	39	246	203	410	533
순이자손익	-37	-33	-32	-33	-30
외화관련손익	-11	-6	-7	0	0
지분법손익	-23	-50	-17	0	0
세전계속사업손익	-361	48	-60	263	402
당기순이익	-283	27	-50	200	305
지배주주순이익	-283	27	-50	200	305
증가율(%)					
매출액	-44.2	18.5	30.2	17.0	18.2
영업이익	적전	흑전	-34.1	277.4	46.1
EBITDA	-92.5	537.8	-17.6	101.9	30.0
순이익	적전	흑전	적전	흑전	52.9
이익률(%)					
매출총이익률	34.4	45.6	56.7	58.3	57.6
영업이익률	-5.8	3.1	1.6	5.1	6.3
EBITDA이익률	1.2	6.5	4.1	7.1	7.8
세전이익률	-11.3	1.3	-1.2	4.6	5.9
순이익률	-8.9	0.7	-1.0	3.5	4.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	1,164	1,087	1,174	1,429	1,810
현금성자산	388	261	369	434	724
매출채권	136	178	204	254	277
재고자산	620	626	573	712	778
비유동자산	1,730	1,569	1,432	1,397	1,376
투자자산	1,051	937	822	854	887
유형자산	625	590	578	522	476
무형자산	54	42	32	21	14
자산총계	2,894	2,656	2,606	2,825	3,186
유동부채	775	1,012	984	1,011	1,073
매입채무	520	454	507	630	689
유동성이자부채	162	463	377	277	277
비유동부채	1,495	1,068	1,104	1,104	1,104
비유동이자부채	1,470	1,041	1,079	1,079	1,079
부채총계	2,270	2,080	2,088	2,115	2,178
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
이익잉여금	342	289	231	423	720
자본조정	-115	-109	-109	-109	-109
자기주식	-104	-104	-104	-104	-104
자본총계	624	577	519	711	1,008



호텔신라 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금흐름	-52	42	101	252	379
당기순이익	-283	27	-50	200	305
자산상각비	224	128	125	115	102
운전자본증감	-63	-207	8	-63	-28
매출채권 감소(증가)	95	-15	20	-50	-23
재고자산 감소(증가)	218	-2	67	-139	-66
매입채무 증가(감소)	-294	29	-33	123	58
투자현금흐름	-260	134	-75	-84	-86
유형자산처분(취득)	-46	6	-50	-48	-48
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	4	1	-2	-4	-5
재무현금흐름	48	-180	-21	-108	-8
차입금의 증가(감소)	82	-151	0	-100	0
자본의 증가(감소)	-13	-8	-8	-8	-8
배당금의 지급	-13	-8	-8	-8	-8
총현금흐름	53	248	92	315	407
(-)운전자본증가(감소)	-4	115	-79	63	28
(-)설비투자	48	22	50	48	48
(+)자산매각	2	28	0	0	0
Free Cash Flow	11	139	121	204	331
(-)기타투자	285	-36	94	32	33
잉여현금	-274	175	27	172	298
NOPLAT	-134	67	57	225	328
(+) Dep	224	128	125	115	102
(-)운전자본투자	-4	115	-79	63	28
(-)Capex	48	22	50	48	48
OpFCF	46	58	210	229	354

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-7,226	685	-1,356	5,374	8,221
BPS	15,588	14,411	12,963	17,764	25,206
DPS	200	200	200	200	200
CFPS	1,327	6,204	2,299	7,866	10,180
ROA(%)	-8.8	1.0	-1.9	7.4	10.2
ROE(%)	-36.7	4.5	-9.2	32.5	35.5
ROIC(%)	-7.3	3.8	3.4	14.2	20.5
Multiples(x,%)					
PER	-11.4	113.9	-54.1	14.6	9.6
PBR	5.3	5.4	5.7	4.4	3.1
PSR	1.0	0.8	0.6	0.5	0.5
PCR	62.0	12.6	31.9	10.0	7.7
EV/EBITDA	117.3	17.7	19.7	9.9	7.1
배당수익률	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	363.8	360.5	402.6	297.6	216.0
Net debt/Equity	199.3	215.5	209.7	129.9	62.7
Net debt/EBITDA	3,218.9	504.3	535.3	225.0	118.6
유동비율	150.1	107.5	119.4	141.3	168.6
이자보상배율(배)	n/a	3.0	1.9	7.4	11.5
자산구조(%)					
투하자본	55.2	59.7	56.9	55.4	49.9
현금+투자자산	44.8	40.3	43.1	44.6	50.1
자본구조(%)					
차입금	72.3	72.3	73.7	65.6	57.4
자기자본	27.7	27.7	26.3	34.4	42.6



신세계 (004170) 백화점의 반등만 확인된다면

[한화리서치센터]

Buy(유지)

목표주가: 300,000원(유지)

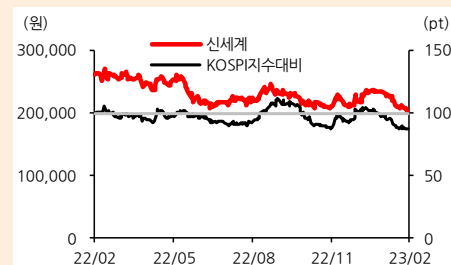
Stock Data

현재 주가(2/27)	203,000원
상승여력	▲ 47.8%
시가총액	19,986억원
발행주식수	9,845천주
52주 최고가/최저가	271,000/203,000원
90일 일평균 거래대금	178.41억원
외국인 지분율	20.7%

주주 구성

정유경 (외 3인)	28.6%
국민연금공단 (외 1인)	11.2%
자사주 (외 1인)	0.1%

Stock Price



백화점 업황 둔화가 이끈 디커플링

- 지난해 10~20% 이상 성장한 백화점 산업이 높은 기고 효과에 따라 1~2월 mid single 수준으로 성장률이 둔화되고 있음. 매크로 환경 부담에 따른 우려가 커진 상황에서 백화점의 성장률이 둔화되고 있어, 면세점 매출 비중이 큰 동종기업 대비 주가 디커플링이 나타나고 있다고 판단
- 면세점 산업이 공급자 중심으로 재편되는 것에 대한 수혜가 동사에게도 분명함. 백화점의 매출 반등만 확인된다면, 면세점 업체간 주가의 디커플링 현상이 해소될 수 있을 전망
- 외국인 인바운드의 럭셔리 쇼핑은 면세점보다는 백화점에서 나타날 수 있을 것으로 전망하는 바, 외국인 중 비중이 높은 중국인 인바운드의 회복이 본격화될 하반기 백화점 매출을 반등이 나타날 수 있을 것으로 기대

투자이견 BUY, 목표주가 30만원 유지

- 신세계에 대해 투자이견 BUY와 목표주가 30만원을 유지
- 중국 리오프닝의 수혜주가 당사 전망치 대비 23년 P/E 5.3배에 불과한 상황. 매수관점에서 접근하는 전략이 유효하다 판단하고 있음

재무정보	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	4,769	6,316	7,813	8,410	9,287
영업이익	88	517	645	787	842
EBITDA	745	1,169	1,262	1,448	1,493
지배주주순이익	-103	307	363	380	412
EPS	-10,512	31,165	36,949	38,586	41,871
순차입금	4,597	4,003	3,404	2,946	2,472
PER	-22.8	8.2	6.4	5.3	4.8
PBR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4
EV/EBITDA	9.3	5.6	4.5	3.4	3.0
배당수익률(%)	0.6	1.2	1.6	2.0	2.1
ROE	-2.8	8.5	9.3	8.9	8.9

자료: 한화투자증권 리서치센터



신세계 (004170) 백화점의 반등만 확인된다면

[한화리서치센터]

(단위: 억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022P	2023E	2024E
순매출액	17,665	18,771	19,551	22,141	17,247	20,690	22,117	24,043	78,128	84,097	92,866
YoY	33.8%	34.5%	17.3%	14.5%	-2.4%	10.2%	13.1%	8.6%	23.7%	7.6%	10.4%
신세계	4,430	4,670	4,579	4,978	4,652	4,904	4,808	5,227	18,657	19,590	19,982
신세계인터내셔널	3,522	3,839	3,875	4,303	3,623	3,956	4,046	4,669	15,539	16,294	17,598
센트럴시티	695	800	854	891	765	824	880	918	3,240	3,386	3,454
신세계DF	7,721	8,132	8,566	9,967	6,943	9,635	10,891	11,618	34,386	39,087	45,635
대구	628	691	655	728	641	705	668	743	2,702	2,756	2,811
광주	426	485	444	494	435	495	453	504	1,849	1,886	1,924
대전	369	389	418	486	404	430	492	455	1,662	1,781	1,797
까사미아	732	678	679	592	586	542	679	710	2,681	2,517	2,867
영업이익	1,636	1,874	1,530	1,413	1,826	1,900	1,872	2,268	6,453	7,867	8,424
YoY	32.4%	94.8%	49.4%	-27.6%	11.6%	1.4%	22.4%	60.5%	24.7%	21.9%	7.1%
신세계	873	825	751	1,031	934	904	843	1,110	3,480	3,791	3,876
신세계인터내셔널	331	387	242	193	296	352	263	346	1,153	1,257	1,446
센트럴시티	153	65	226	189	215	124	230	268	633	836	864
신세계DF	-21	287	51	-263	131	269	230	95	54	725	840
대구	186	193	195	218	193	200	202	226	792	822	852
광주	150	190	143	173	154	195	147	202	656	698	718
대전	6	3	5	77	47	18	48	99	91	212	128
까사미아	1	-42	-58	-178	-104	-122	-51	-37	-277	-315	-139
영업이익률	9.3%	10.0%	7.8%	6.4%	10.6%	9.2%	8.5%	9.4%	8.3%	9.4%	9.1%

자료: 한화투자증권 리서치센터



신세계 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	4,769	6,316	7,813	8,410	9,287
매출총이익	2,400	3,709	5,073	5,466	6,036
영업이익	88	517	645	787	842
EBITDA	745	1,169	1,262	1,448	1,493
순이자손익	-109	-89	-83	-102	-96
외화관련손익	55	-33	-100	0	0
지분법손익	13	-42	-12	0	0
세전계속사업손익	-118	518	522	725	787
당기순이익	-69	389	505	545	591
지배주주순이익	-103	307	363	380	412
증가율(%)					
매출액	-25.4	32.4	23.7	7.6	10.4
영업이익	-81.1	484.7	24.7	21.9	7.1
EBITDA	-34.5	57.0	7.9	14.8	3.1
순이익	적전	흑전	29.8	7.9	8.5
이익률(%)					
매출총이익률	50.3	58.7	64.9	65.0	65.0
영업이익률	1.9	8.2	8.3	9.4	9.1
EBITDA이익률	15.6	18.5	16.1	17.2	16.1
세전이익률	-2.5	8.2	6.7	8.6	8.5
순이익률	-1.4	6.2	6.5	6.5	6.4

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	1,664	1,910	2,608	2,995	3,490
현금성자산	394	639	1,025	1,283	1,657
매출채권	362	472	494	537	576
재고자산	863	756	941	1,022	1,097
비유동자산	11,105	11,734	11,647	11,625	11,617
투자자산	4,120	4,363	4,074	4,180	4,292
유형자산	6,604	6,943	6,954	6,848	6,751
무형자산	382	428	620	597	575
자산총계	12,769	13,645	14,254	14,620	15,107
유동부채	3,609	3,571	4,669	4,751	4,824
매입채무	1,087	1,409	1,678	1,823	1,957
유동성이자부채	1,889	1,352	2,061	1,961	1,861
비유동부채	4,103	4,312	3,429	3,370	3,412
비유동이자부채	3,102	3,291	2,368	2,268	2,268
부채총계	7,712	7,882	8,098	8,121	8,237
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	348	403	403	403	403
이익잉여금	2,788	3,084	3,415	3,758	4,130
자본조정	257	208	208	208	208
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	5,057	5,762	6,156	6,499	6,871



신세계 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금흐름	552	1,104	1,090	1,134	1,157
당기순이익	-69	389	505	545	591
자산상각비	656	652	616	661	651
운전자본증감	98	333	54	53	52
매출채권 감소(증가)	35	-103	-11	-42	-40
재고자산 감소(증가)	182	110	-178	-81	-75
매입채무 증가(감소)	-134	264	216	144	134
투자현금흐름	-389	-825	-740	-645	-650
유형자산처분(취득)	-418	-583	-402	-520	-520
무형자산 감소(증가)	-7	-10	-8	-12	-12
투자자산 감소(증가)	-10	-31	-97	-6	-6
재무현금흐름	48	-91	-58	-237	-140
차입금의 증가(감소)	446	-57	-5	-200	-100
자본의 증가(감소)	-35	-22	-30	-37	-40
배당금의 지급	-35	-22	-30	-37	-40
총현금흐름	612	871	1,188	1,081	1,105
(-)운전자본증가(감소)	-177	-497	-78	-53	-52
(-)설비투자	477	584	403	520	520
(+)자산매각	51	-9	-7	-12	-12
Free Cash Flow	363	775	855	602	625
(-)기타투자	32	366	257	107	111
잉여현금	331	409	599	495	514
NOPLAT	64	389	625	591	633
(+) Dep	656	652	616	661	651
(-)운전자본투자	-177	-497	-78	-53	-52
(-)Capex	477	584	403	520	520
OpFCF	420	953	916	785	816

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-10,512	31,165	36,949	38,586	41,871
BPS	349,650	380,297	413,920	448,725	486,462
DPS	1,500	3,000	3,750	4,100	4,200
CFPS	62,122	88,462	120,657	109,837	112,230
ROA(%)	-0.8	2.3	2.6	2.6	2.8
ROE(%)	-2.8	8.5	9.3	8.9	8.9
ROIC(%)	0.8	4.7	7.6	7.3	8.0
Multiples(x,%)					
PER	-22.8	8.2	6.4	5.3	4.8
PBR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4
PSR	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
PCR	3.9	2.9	2.0	1.8	1.8
EV/EBITDA	9.3	5.6	4.5	3.4	3.0
배당수익률	0.6	1.2	1.6	2.0	2.1
안정성(%)					
부채비율	152.5	136.8	131.5	125.0	119.9
Net debt/Equity	90.9	69.5	55.3	45.3	36.0
Net debt/EBITDA	617.2	342.5	269.8	203.5	165.6
유동비율	46.1	53.5	55.9	63.0	72.3
이자보상배율(배)	0.7	4.8	5.5	6.5	7.3
자산구조(%)					
투기자본	64.5	62.5	61.4	59.4	57.1
현금+투자자산	35.5	37.5	38.6	40.6	42.9
자본구조(%)					
차입금	49.7	44.6	41.8	39.4	37.5
자기자본	50.3	55.4	58.2	60.6	62.5



롯데쇼핑 (023530) 백화점 중 외국인 인바운드의 최대 수혜주

[한화리서치센터]

Buy(유지)

목표주가: 130,000원(유지)

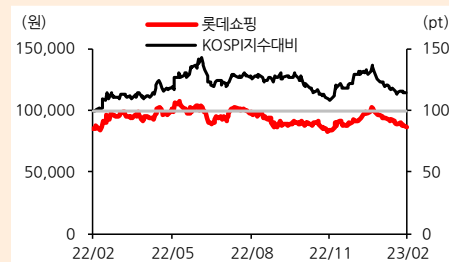
Stock Data

현재 주가(2/27)	86,700원
상승여력	▲ 49.9%
시가총액	24,526억원
발행주식수	28,289천주
52주 최고가/최저가	108,000/83,100원
90일 일평균 거래대금	58.06억원
외국인 지분율	11.9%

주주 구성

롯데지주 (외 30인)	61.2%
롯데쇼핑우리사주 (외 1인)	0.1%
자사주 (외 1인)	0.1%

Stock Price



백화점 중 외국인 인바운드의 최대 수혜주

- 외국인 관광객의 럭셔리 상품 쇼핑은 면세점보다 백화점에서 일어날 것으로 예상하고 있음
- 당사는 외국인들의 관광수요가 높은 명동과 잠실 상권에 주요 메인점포를 보유하고 있기 때문에 경쟁사보다 강한 외국인 인바운드 회복의 수혜가 전망됨. 특히 해당 메인 점포는 면세점과 함께 자리하고 있기 때문에 면세점과 백화점을 동시에 쇼핑할 수 있다는 점도 외국인 관광객 유지에 긍정적으로 영향을 미칠 수 있음

투자의견 BUY, 목표주가 13만원 유지

- 롯데쇼핑에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 13만원을 유지. 당사 유통업종 차선호주 의견도 유지
- 현재 +mid single 성장으로 성장세가 둔화되고 있는 백화점의 매출은 하반기 외국인 인바운드의 유입이 본격화되면서 +high single 성장으로 회복이 가능할 것으로 전망
- 협상력의 반등으로 또 다른 핵심 사업부인 대형마트와 이커머스의 수익성의 개선도 기대됨(기발간된 '유통 - 협상력' 자료 참조, link : <https://bit.ly/3XB3z0v>)
- 23년 당사가 전망하는 동사의 ROE는 4.1%로 P/B 0.37배까지 주가 상승 여력 충분하다 판단

재무정보	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	16,184	15,574	15,476	16,520	17,306
영업이익	346	208	394	723	891
EBITDA	1,621	1,424	1,636	1,909	2,042
지배주주순이익	-786	-292	-307	408	542
EPS	-27,783	-10,332	-10,846	14,440	19,171
순차입금	12,729	12,203	12,140	11,513	10,862
PER	-3.7	-8.4	-8.3	6.0	4.5
PBR	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	9.6	10.3	9.0	7.3	6.5
배당수익률(%)	2.7	3.2	3.7	4.0	4.3
ROE	-7.7	-2.9	-3.1	4.1	5.3

자료: 한화투자증권 리서치센터



롯데쇼핑 (023530) 백화점 중 외국인 인바운드의 최대 수혜주

[한화리서치센터]

(단위: 억 원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022P	2023E	2024E
매출액	3,771	3,902	4,013	3,790	4,015	4,140	4,262	4,104	15,476	16,520	17,306
YoY	-2.8%	0.0%	0.1%	-0.1%	6.5%	6.1%	6.2%	8.3%	-0.7%	6.7%	4.8%
백화점	740	828	769	890	777	869	807	935	3,227	3,388	3,456
국내 백화점	726	814	754	875	762	855	792	919	3,169	3,327	3,394
할인점	1,481	1,441	1,560	1,422	1,601	1,567	1,664	1,522	5,904	6,354	6,683
국내 할인점	1,125	1,080	1,215	1,074	1,204	1,155	1,264	1,117	4,495	4,740	4,859
하이마트	841	887	874	734	770	850	898	777	3,336	3,295	3,512
수퍼	349	332	352	310	329	316	333	303	1,343	1,280	1,287
홈쇼핑	275	272	256	274	248	258	259	277	1,077	1,041	1,052
컬처웍스	73	121	188	115	201	178	201	191	497	771	848
기타	-15	-7	-10	9	90	100	100	100	-23	390	468
영업이익	69	74	150	101	157	133	206	223	394	719	891
YoY	13.1%	825.0%	417.2%	-13.7%	128.2%	79.9%	37.3%	120.3%	83.3%	82.5%	23.3%
백화점	105	104	109	177	112	114	122	217	495	565	574
국내 백화점	99	100	109	178	113	114	122	216	486	566	565
할인점	16	-7	32	12	38	14	49	26	53	127	153
국내 할인점	8	-18	27	10	26	-1	40	21	27	86	102
하이마트	-1	0	6	-45	-9	2	12	-13	-40	-8	35
수퍼	3	-6	6	-5	5	-7	4	-6	-2	-4	2
홈쇼핑	31	28	21	-2	23	21	24	1	78	69	80
컬처웍스	-29	11	21	-2	20	18	20	19	1	77	93
기타	-49	-55	-40	-35	-32	-30	-25	-20	-179	-107	-47
영업이익률	1.8%	1.9%	3.7%	2.7%	3.9%	3.2%	4.8%	5.4%	2.5%	4.4%	5.1%
백화점	14.2%	12.6%	14.2%	19.9%	14.4%	13.1%	15.1%	23.2%	15.3%	16.7%	16.6%
국내 백화점	13.6%	12.3%	14.5%	20.3%	14.8%	13.4%	15.5%	23.5%	15.3%	17.0%	16.7%
할인점	1.1%	-0.5%	2.1%	0.8%	2.4%	0.9%	2.9%	1.7%	0.9%	2.0%	2.3%
국내 할인점	0.7%	-1.7%	2.2%	0.9%	2.2%	-0.1%	3.1%	1.9%	0.6%	1.8%	2.1%
수퍼	0.9%	-1.8%	1.7%	-1.6%	1.5%	-2.1%	1.2%	-2.1%	-0.1%	-0.3%	0.2%

자료: 한화투자증권 리서치센터



롯데쇼핑 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	16,184	15,574	15,476	16,520	17,306
매출총이익	6,541	6,542	6,763	7,286	7,806
영업이익	346	208	394	723	891
EBITDA	1,621	1,424	1,636	1,909	2,042
순이자손익	-398	-398	-374	-400	-389
외화관련손익	62	-73	-150	0	0
지분법손익	1	34	193	221	221
세전계속사업손익	-771	-638	-534	544	723
당기순이익	-687	-273	-298	408	542
지배주주순이익	-786	-292	-307	408	542
증가율(%)					
매출액	-8.2	-3.8	-0.6	6.7	4.8
영업이익	-19.1	-40.0	89.9	83.4	23.3
EBITDA	-16.7	-12.1	14.9	16.7	6.9
순이익	적지	적지	적지	흑전	32.8
이익률(%)					
매출총이익률	40.4	42.0	43.7	44.1	45.1
영업이익률	2.1	1.3	2.5	4.4	5.1
EBITDA이익률	10.0	9.1	10.6	11.6	11.8
세전이익률	-4.8	-4.1	-3.5	3.3	4.2
순이익률	-4.2	-1.8	-1.9	2.5	3.1

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	6,291	7,000	6,099	6,721	3,680
현금성자산	3,821	3,791	3,369	3,796	2,334
매출채권	640	608	553	598	347
재고자산	1,247	1,395	1,441	1,560	505
비유동자산	26,539	26,426	26,089	25,920	3,052
투자자산	10,534	10,328	10,525	10,861	1,240
유형자산	14,373	14,579	14,293	13,841	1,530
무형자산	1,632	1,520	1,272	1,218	282
자산총계	32,829	33,427	32,188	32,641	6,732
유동부채	8,780	8,994	10,535	10,646	1,230
매입채무	2,772	3,082	2,841	3,076	528
유동성이자부채	4,600	4,204	5,821	5,621	330
비유동부채	12,961	12,635	10,440	10,467	180
비유동이자부채	11,950	11,790	9,688	9,688	52
부채총계	21,741	21,630	20,976	21,113	1,410
자본금	141	141	141	141	35
자본잉여금	3,574	3,574	3,574	3,574	796
이익잉여금	9,177	8,997	8,584	8,899	4,509
자본조정	-3,091	-2,629	-2,755	-2,755	7
자기주식	-4	-4	-4	-4	-9
자본총계	11,089	11,797	11,213	11,528	5,322



롯데쇼핑 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금흐름	1,490	1,828	1,441	1,516	1,591
당기순이익	-687	-273	-298	408	542
자산상각비	1,275	1,217	1,242	1,186	1,150
운전자본증감	-138	471	-4	116	92
매출채권 감소(증가)	202	-42	76	-46	-29
재고자산 감소(증가)	243	72	7	-119	-75
매입채무 증가(감소)	-53	142	-191	235	148
투자현금흐름	-598	201	-60	-834	-880
유형자산처분(취득)	-489	-9	-551	-661	-692
무형자산 감소(증가)	-22	-45	-8	-20	-20
투자자산 감소(증가)	-321	215	1,000	-38	-39
재무현금흐름	-543	-1,571	-1,384	-293	-99
차입금의 증가(감소)	213	-1,206	-900	-200	0
자본의 증가(감소)	-160	-157	-79	-93	-99
배당금의 지급	-160	-139	-79	-93	-99
총연금흐름	1,748	1,572	1,462	1,400	1,499
(-)운전자본증가(감소)	385	128	-403	-116	-92
(-)설비투자	811	869	557	661	692
(+)자산매각	300	816	-2	-20	-20
Free Cash Flow	851	1,390	1,306	835	879
(-)기타투자	-481	-639	907	115	129
잉여현금	1,332	2,029	398	720	750
NOPLAT	251	151	286	542	668
(+) Dep	1,275	1,217	1,242	1,186	1,150
(-)운전자본투자	385	128	-403	-116	-92
(-)Capex	811	869	557	661	692
OpFCF	330	369	1,373	1,184	1,219

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-27,783	-10,332	-10,846	14,440	19,171
BPS	346,484	356,449	343,392	354,525	370,186
DPS	2,800	2,800	3,300	3,500	3,700
CFPS	61,776	55,562	51,686	49,476	52,977
ROA(%)	-2.4	-0.9	-0.9	1.3	1.6
ROE(%)	-7.7	-2.9	-3.1	4.1	5.3
ROIC(%)	1.1	0.7	1.3	2.6	3.2
Multiples(x,%)					
PER	-3.7	-8.4	-8.3	6.0	4.5
PBR	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
PSR	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
PCR	1.7	1.6	1.7	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.6	10.3	9.0	7.3	6.5
배당수익률	2.7	3.2	3.7	4.0	4.3
안정성(%)					
부채비율	196.1	183.3	187.1	183.1	178.5
Net debt/Equity	114.8	103.4	108.3	99.9	90.7
Net debt/EBITDA	785.3	856.8	742.1	603.0	532.0
유동비율	71.6	77.8	57.9	63.1	69.0
이자보상배율(배)	0.7	0.4	0.8	1.4	1.8
자산구조(%)					
투기자본	61.0	60.7	60.3	58.7	56.8
현금+투자자산	39.0	39.3	39.7	41.3	43.2
자본구조(%)					
차입금	59.9	57.6	58.0	57.0	56.1
자기자본	40.1	42.4	42.0	43.0	43.9



아모레퍼시픽 (090430) 파이팅 해야지

[한화리서치센터]

Buy(유지)

목표주가: 190,000원(상향)

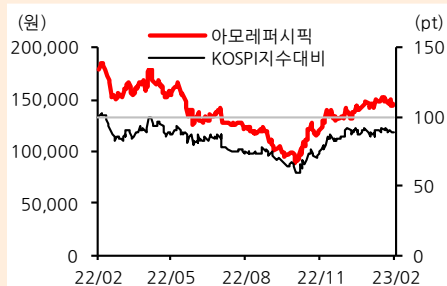
Stock Data

현재 주가(2/27)	140,600원
상승여력	▲ 35.1%
시가총액	82,241억원
발행주식수	58,493천주
52주 최고가 / 최저가	186,500/89,700원
90일 일평균 거래대금	392.83억원
외국인 지분율	25.6%

주주 구성

아모레퍼시픽그룹 (외 9인)	50.1%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%
자사주 (외 1인)	0.1%

Stock Price



의미 부여할 필요 없는 1분기

- 2023년 1분기 매출액은 1조 1,504억원(-1.3% YoY), 영업이익은 900억원(-43.1% YoY)으로 추정. 2022년부터 경영주기를 7월로 변경한 영향으로 국내 방판과 면세점 사업자들의 구조 개편 영향으로 국내 면세 채널 매출 감소가 불가피할 것으로 예상되기 때문
- 국내 방판 매출 감소는 전년 기저 차이에 따른 일시적 현상이며 백화점 매출은 성장 지속 전망
- 면세점 사업자들의 구조 개편 노력이 연중 이어진다고 하더라도 1분기 이후로는 인바운드 회복으로 소매 고객을 중심으로 한 매출 회복이 예상되며 하이난을 비롯한 해외 면세 매출 회복 기대
- 2023년 1분기 이후로는 증진된 이익 체력 확인이 가능할 전망

투자 의견 BUY 유지, 목표주가 190,000원으로 상향 조정(+27%)

- 12M Fwd EPS에 해외 화장품 업종 업종 평균 PER 39.0배를 Target Multiple로 적용. Target Multiple 39.0배는 다소 높은 밸류에이션이지만
- 1) 중국 내 자음생, 진설 등의 설화수 고가라인 비중 확대(4Q22 30% 중반), 2) 채널 효율화 중인 중국 내 중저가 브랜드 수익성 정상화, 3) 면세 업계 분위기 반전 시 실적 추정치 추가 상향 예정
- 화장품 업종 대형주 최선호주 유지

(단위: 십억 원, 원, 배, %)

재무정보	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	4,432	4,863	4,135	4,490	4,968
영업이익	143	343	214	368	470
EBITDA	602	705	694	808	887
지배주주순이익	35	194	134	275	354
EPS	456	3,134	2,179	4,532	5,862
순차입금	-433	-252	-882	-1,376	-1,922
PER	452.1	53.3	49.6	31.0	24.0
PBR	3.2	2.4	1.5	1.9	1.8
EV/EBITDA	20.4	14.6	8.5	9.1	7.7
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8
ROE	0.8	4.2	2.8	5.6	6.8

자료: 한화투자증권 리서치센터



아모레퍼시픽 (090430) 파이팅 해야지

[한화리서치센터]

아모레퍼시픽 분기 및 연간 실적 추정

(십억 원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022P	2023E	2024E
매출액	1,165	946	936	1,088	1,150	1,040	1,058	1,243	4,135	4,490	4,968
한국	733	628	587	634	730	682	648	690	2,581	2,750	2,980
화장품	607	532	489	529	603	579	546	583	2,156	2,310	2,524
Daily Beauty	126	96	98	105	128	103	102	107	425	440	455
해외	420	297	335	442	407	334	394	537	1,494	1,671	1,909
아시아	380	256	274	373	351	273	313	450	1,282	1,388	1,545
유럽	6	6	8	11	7	7	10	12	30	35	42
북미	35	36	53	56	49	54	71	74	179	248	322
기타	12	21	15	13	13	24	16	15	60	69	79
YoY (%)	-7.0	-19.6	-15.6	-17.9	-1.3	9.9	12.9	14.2	-15.0	8.6	10.6
한국	-9.9	-15.4	-18.6	-20.7	-0.3	8.6	10.3	9.0	-16.1	6.5	8.3
화장품	-10.7	-15.1	-18.2	-23.3	-0.7	8.9	11.7	10.2	-16.8	7.1	9.3
Daily Beauty	-5.8	-16.6	-20.7	-4.4	1.6	6.9	3.5	2.6	-11.9	3.5	3.5
해외	-6.1	-33.2	-12.8	-16.0	-3.2	12.3	17.6	21.6	-17.1	11.9	14.2
아시아	-9.7	-39.0	-22.2	-23.9	-7.6	7.0	14.2	20.8	-23.7	8.2	11.4
유럽	-1.8	14.8	58.8	68.8	19.2	18.8	18.5	15.3	36.4	17.5	17.6
북미	62.6	66.4	96.6	91.8	41.6	49.3	35.3	32.7	81.2	38.5	29.8
기타	-252.2	-301.2	334.0	6,150.0	8.3	17.6	10.8	21.7	-504.1	14.9	15.1
영업이익	158	-20	19	57	90	77	95	105	214	368	470
한국	112	37	29	40	53	64	56	59	218	232	284
화장품	104	40	29	38	44	66	55	57	211	223	273
Daily Beauty	8	-3	1	2	8	-2	1	2	7	9	11
해외	42	-43	-9	18	38	19	41	47	8	144	191
아시아	32	-46	-22	8	24	14	23	38	-27	99	133
유럽	1	0	1	0	1	1	1	0	2	3	3
북미	9	3	12	9	13	5	16	9	33	42	55
기타	4	-14	-1	-1	0	-5	-1	-1	-12	-8	-4
YoY (%)	-10.4	적전	-62.7	122.7	-43.1	흑전	407.5	84.7	-37.6	71.7	27.8
한국	-10.6	-55.3	-49.9	17.9	-53.1	74.2	90.6	47.8	-27.3	6.2	22.4
화장품	-10.5	-52.5	-50.0	-8.4	-57.5	64.7	92.9	49.1	-29.6	5.4	22.5
Daily Beauty	-12.4	적지	-42.9	흑전	6.7	적지	8.7	19.1	3,400.0	31.8	18.4
해외	-19.5	적전	적전	흑전	-10.6	흑전	흑전	162.6	-84.2	1,656.1	32.6
아시아	-35.5	적전	적전	흑전	-26.1	흑전	흑전	349.0	적전	흑전	34.2
유럽	194.6	31.2	78.2	적지	21.8	24.7	23.2	적지	99.8	25.3	24.8
북미	353.9	56.7	332.6	195.1	42.1	50.5	37.1	-5.3	237.9	27.6	29.3
기타	흑전	적지	적지	적전	-105.8	-60.0	5.0	-19.9	적지	적지	적지
영업이익률 (%)	13.6	-2.1	2.0	5.2	7.8	7.4	9.0	8.5	5.2	8.2	9.5
한국	15.3	5.8	5.0	6.3	7.2	9.4	8.7	8.6	8.5	8.4	9.5
화장품	17.2	7.5	5.9	7.2	7.3	11.4	10.1	9.8	9.8	9.6	10.8
Daily Beauty	6.2	-3.5	0.8	1.7	6.5	-2.1	0.9	2.0	1.6	2.1	2.4
해외	10.0	-14.3	-2.7	4.0	9.3	5.6	10.4	8.7	0.5	8.6	10.0
아시아	8.5	-18.0	-8.0	2.3	6.8	5.0	7.5	8.4	-2.1	7.1	8.6
유럽	18.0	8.0	10.1	-0.4	18.4	8.4	10.5	0.0	7.4	7.9	8.4
북미	25.4	8.4	22.7	16.8	25.5	8.5	23.0	12.0	18.5	17.1	17.0
기타	31.6	-66.2	-9.7	-7.2	-1.7	-22.5	-9.2	-4.7	-20.2	-11.5	-5.4

자료: 한화투자증권 리서치센터



아모레퍼시픽 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	4,432	4,863	4,135	4,490	4,968
매출총이익	3,167	3,500	2,797	3,281	3,696
영업이익	143	343	214	368	470
EBITDA	602	705	694	808	887
순이자손익	-11	-5	-6	-7	-7
외화관련손익	-12	27	7	17	12
지분법손익	1	1	6	0	0
세전계속사업손익	25	298	225	373	480
당기순이익	22	181	129	280	360
지배주주순이익	35	194	134	275	354
증가율(%)					
매출액	-20.6	9.7	-15.0	8.6	10.6
영업이익	-66.6	140.1	-37.6	71.7	27.8
EBITDA	-34.1	17.2	-1.5	16.3	9.8
순이익	-90.2	727.0	-28.5	116.4	28.7
이익률(%)					
매출총이익률	71.4	72.0	67.7	73.1	74.4
영업이익률	3.2	7.1	5.2	8.2	9.5
EBITDA이익률	13.6	14.5	16.8	18.0	17.8
세전이익률	0.6	6.1	5.4	8.3	9.7
순이익률	0.5	3.7	3.1	6.2	7.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	1,826	2,019	2,396	2,994	3,650
현금성자산	854	642	1,272	1,756	2,304
매출채권	306	335	274	313	347
재고자산	414	493	393	449	505
비유동자산	3,876	4,098	3,682	3,373	3,086
투자자산	1,101	1,355	1,240	1,257	1,274
유형자산	2,566	2,541	2,232	1,869	1,530
무형자산	209	202	210	247	282
자산총계	5,702	6,117	6,078	6,367	6,736
유동부채	966	1,157	1,064	1,138	1,230
매입채무	608	712	398	457	528
유동성이자부채	287	294	323	324	330
비유동부채	272	215	202	188	180
비유동이자부채	134	96	68	57	52
부채총계	1,238	1,372	1,266	1,326	1,410
자본금	35	35	35	35	35
자본잉여금	724	796	796	796	796
이익잉여금	3,848	3,938	4,000	4,228	4,513
자본조정	-138	-7	7	7	7
자기주식	-101	-19	-9	-9	-9
자본총계	4,464	4,744	4,812	5,041	5,326



아모레퍼시픽 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금흐름	554	691	667	681	752
당기순이익	22	181	129	280	360
자산상각비	459	362	480	440	417
운전자본증감	40	-94	-4	-40	-23
매출채권 감소(증가)	70	-3	76	-39	-34
재고자산 감소(증가)	0	-91	73	-56	-55
매입채무 증가(감소)	-48	-13	150	59	70
투자현금흐름	-206	-708	106	-139	-137
유형자산처분(취득)	-158	-88	-82	-86	-85
무형자산 감소(증가)	-32	-29	-35	-36	-35
투자자산 감소(증가)	-8	-469	200	0	0
재무현금흐름	-216	-226	-140	-57	-67
차입금의 증가(감소)	-145	-156	-69	-10	2
자본의 증가(감소)	-69	-74	-70	-47	-69
배당금의 지급	-69	-55	-68	-47	-69
총현금흐름	631	809	797	721	775
(-)운전자본증가(감소)	6	220	-130	40	23
(-)설비투자	183	91	87	89	88
(+)자산매각	-7	-26	-30	-33	-32
Free Cash Flow	435	472	811	558	632
(-)기타투자	-38	-3	112	17	17
잉여현금	472	475	699	542	615
NOPLAT	124	208	123	276	353
(+) Dep	459	362	480	440	417
(-)운전자본투자	6	220	-130	40	23
(-)Capex	183	91	87	89	88
OpFCF	393	260	646	587	658

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당지표					
EPS	456	3,134	2,179	4,532	5,862
BPS	64,736	68,950	70,058	73,365	77,491
DPS	800	980	680	1,000	1,100
CFPS	9,138	11,721	11,547	10,439	11,223
ROA(%)	0.6	3.3	2.2	4.4	5.4
ROE(%)	0.8	4.2	2.8	5.6	6.8
ROIC(%)	3.0	5.1	3.2	7.9	10.9
Multiples(x,%)					
PER	452.1	53.3	49.6	31.0	24.0
PBR	3.2	2.4	1.5	1.9	1.8
PSR	3.2	2.4	1.8	2.2	2.0
PCR	22.5	14.2	9.4	13.5	12.5
EV/EBITDA	20.4	14.6	8.5	9.1	7.7
배당수익률	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8
안정성(%)					
부채비율	27.7	28.9	26.3	26.3	26.5
Net debt/Equity	-9.7	-5.3	-18.3	-27.3	-36.1
Net debt/EBITDA	-72.0	-35.8	-126.9	-170.4	-216.8
유동비율	189.0	174.4	225.3	263.1	296.8
이자보상배율(배)	8.4	30.1	17.8	29.0	37.3
자산구조(%)					
투하자본	67.0	67.5	59.2	52.8	46.5
현금+투자자산	33.0	32.5	40.8	47.2	53.5
자본구조(%)					
차입금	8.6	7.6	7.5	7.0	6.7
자기자본	91.4	92.4	92.5	93.0	93.3



코스맥스 (192820) K-Beauty 호황기의 주역

[한화리서치센터]

Buy(유지)

목표주가: 110,000원(상향)

Stock Data

현재 주가(2/27)	78,000원
상승여력	▲ 41.0%
시가총액	8,853억원
발행주식수	11,350천주
52주 최고가/최저가	87,800/42,550원
90일 일평균 거래대금	78.39억원
외국인 지분율	23.1%

주주 구성

코스맥스비티아이 (외 17인)	26.3%
국민연금공단 (외 1인)	11.5%
베어링자산운용 (외 1인)	5.0%

Stock Price



외형 성장과 수익성 개선이 동반될 2023년

- 2023년 코스맥스의 연결 매출액은 1조 7,496억원(+8.8% YoY), 영업이익은 1,126억원(+83.8% YoY)으로 전방
- 1) 국내 고객사의 해외 수출 확대로 별도 법인 매출액은 1조 158억원(+8.4% YoY), 2) 리오프닝에 따른 화장품 수요 회복으로 중국 법인 단순 합산, 인도네시아, 태국 매출액은 각각 6,852억원(+14.3% YoY), 770억원(+24.3% YoY), 217억원(+15.2% YoY)으로 높은 외형 성장세가 이어질 것으로 추정. 3) 구조조정 영향 및 환영향으로 미국 법인 매출액은 1,611억원(-4.7% YoY)으로 타 법인 대비 다소 부진할 전망이나 2022년 대비 영업손실은 55.7% 축소될 것으로 추정

투자의견 BUY 유지, 목표주가 110,000원으로 상향 조정(+38%)

- 12M Fwd EPS에 해외 유사 기업 PER 26.1배에 40%를 할인한 PER 15.7배를 Target Multiple로 적용. 할인 근거는 코스맥스이스트 상장 시 기업가치 희석이 예상되어 해당 부분을 선반영하였음
- 해외 연결 법인들의 가치를 0으로 두고 별도 12M Fwd EPS는 4,658원에 해외 유사 기업 PER 26.1배를 Target Multiple로 적용 시에도 목표주가 도출 가능
- 오랜 기간 반영되어온 이스트 법인 상장 건이 추가 하방 압력으로 작용할 가능성은 낮다고 판단. 미국 법인의 턴어라운드 가시화와 중국 리오프닝으로 별도, 중국 법인의 실적 성장 기대. 매수 추천 유지

(단위: 십억 원, 원, 배,%)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,383	1,591	1,607	1,750	1,916
영업이익	67	123	62	113	145
EBITDA	112	174	121	181	215
지배주주순이익	21	74	32	75	108
EPS	2,082	6,558	2,815	6,599	9,492
순차입금	506	459	491	535	471
PER	46.8	13.3	19.3	11.8	8.2
PBR	2.9	1.8	1.0	1.3	1.2
EV/EBITDA	13.4	8.3	9.1	7.9	6.3
배당수익률(%)	-	0.6	1.0	0.7	0.7
ROE	6.2	16.5	5.3	11.5	15.1

자료: 한화투자증권 리서치센터



코스맥스 (192820) K-Beauty 호황기의 주역

[한화리서치센터]

코스맥스 분기 및 연간 실적 추정

(십억 원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022E	2023E	2024E
매출액	398	405	397	408	409	447	434	459	1,607	1,750	1,916
국내	224	246	226	243	237	271	244	264	938	1,016	1,097
별도 국내	205	225	207	225	217	249	224	246	863	935	1,011
국내연결법인	19	21	19	17	20	22	20	18	76	81	87
해외	214	206	209	220	221	230	240	253	849	945	1,051
중국	152	150	138	160	159	172	164	190	599	685	786
상해	128	114	107	128	135	131	128	154	477	547	629
광저우	23	36	31	31	24	41	36	37	122	138	157
인도네시아	14	15	19	14	17	18	24	18	62	77	88
태국	3	3	7	6	3	4	8	7	19	22	24
미국	45	38	46	40	41	37	44	38	169	161	153
누월드	25	20	21	23	35	30	36	37	90	138	153
코스맥스USA	20	18	24	17	6	7	9	2	79	24	0
연결조정	-40	-47	-38	-54	-48	-55	-50	-58	-180	-211	-232
YoY (%)	15.3	-5.9	0.5	-3.2	2.9	10.3	9.5	12.6	1.0	8.8	9.5
국내	9.5	-0.7	-3.4	5.1	5.9	10.1	8.1	8.7	2.3	8.3	8.0
별도 국내	8.8	-2.0	-5.0	3.8	5.7	10.3	8.2	9.0	1.1	8.4	8.2
국내연결법인	18.3	15.2	18.1	25.3	8.5	8.3	6.7	5.4	18.9	7.3	6.5
해외	19.2	-8.5	2.3	-6.6	3.2	11.6	14.8	15.4	0.5	11.3	11.2
중국	13.6	-15.1	-8.8	-15.2	5.0	14.6	18.5	19.2	-7.8	14.3	14.7
상해	28.8	-18.8	-9.4	-15.3	5.0	14.8	19.8	19.8	-6.3	14.6	15.0
광저우	-31.3	-0.6	-6.5	-14.9	4.9	14.0	14.0	17.0	-13.2	13.0	13.7
인도네시아	101.4	46.7	67.6	30.1	20.1	19.2	30.7	25.6	57.9	24.3	14.6
태국	-56.9	-26.8	51.1	35.2	15.2	15.2	15.2	15.2	-5.7	15.2	10.7
미국	39.9	11.2	21.9	26.5	-8.8	-3.3	-2.7	-3.8	24.5	-4.7	-5.3
누월드	38.8	2.3	23.7	31.5	38.9	49.2	68.1	60.2	23.7	53.6	10.9
코스맥스USA	41.4	22.7	20.3	20.4	-70.0	-60.0	-65.0	-90.0	25.6	-70.4	-100.0
영업이익	13	17	20	11	24	31	30	28	61	113	145
별도	10	19	12	14	17	21	13	17	53	69	79
국내외연결법인	4	-1	8	-3	6	10	16	11	8	44	66
YoY (%)	-42.6	-60.8	-20.9	-64.1	77.7	78.2	51.4	158.7	-50.0	83.8	28.5
별도	-39.3	-8.8	-43.4	-34.7	79.6	13.6	15.0	27.2	-31.1	29.3	13.8
국내외연결법인	-49.7	적전	84.9	적전	72.6	흑전	104.0	흑전	-83	457	52
영업이익률 (%)	3.4	4.3	5.0	2.7	5.8	6.9	6.9	6.1	3.8	6.4	7.6
별도	8.3	8.3	5.6	6.0	8.0	8.5	6.0	7.0	6.2	7.4	7.8
국내외연결법인	1.9	-0.8	4.2	-1.4	3.3	4.8	7.8	5.2	1.0	5.3	7.3

자료: 한화투자증권 리서치센터



코스맥스 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,383	1,591	1,607	1,750	1,916
매출총이익	211	278	233	255	281
영업이익	67	123	62	113	145
EBITDA	112	174	121	181	215
순이자손익	-19	-14	-17	-26	-27
외화관련손익	-3	4	16	3	2
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	0	78	51	74	115
당기순이익	-29	34	19	53	83
지배주주순이익	21	74	32	75	108
증가율(%)					
매출액	3.9	15.1	1.0	8.8	9.5
영업이익	23.4	84.0	-49.7	82.7	28.5
EBITDA	22.3	55.1	-30.6	49.3	19.0
순이익	적전	흑전	-45.9	187.7	54.9
이익률(%)					
매출총이익률	15.2	17.4	14.5	14.6	14.7
영업이익률	4.8	7.7	3.8	6.4	7.6
EBITDA이익률	8.1	11.0	7.5	10.3	11.2
세전이익률	0.0	4.9	3.2	4.2	6.0
순이익률	-2.1	2.2	1.2	3.1	4.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	623	792	797	851	985
현금성자산	107	104	148	127	218
매출채권	306	364	387	436	473
재고자산	193	224	232	257	262
비유동자산	566	620	744	767	790
투자자산	73	98	131	136	142
유형자산	437	471	558	580	600
무형자산	57	50	55	52	49
자산총계	1,189	1,412	1,541	1,618	1,776
유동부채	718	788	906	982	1,052
매입채무	231	289	286	322	349
유동성이자부채	453	448	570	608	649
비유동부채	199	159	125	110	96
비유동이자부채	160	115	68	54	40
부채총계	917	947	1,031	1,092	1,148
자본금	5	6	6	6	6
자본잉여금	182	292	287	287	287
이익잉여금	174	248	274	342	444
자본조정	-18	15	78	26	26
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	272	465	510	526	628



코스맥스 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	41	100	55	55	165
당기순이익	-29	34	19	53	83
자산상각비	46	52	59	68	70
운전자본증감	-21	-41	-16	-36	-14
매출채권 감소(증가)	-48	-53	2	-49	-37
재고자산 감소(증가)	12	-16	8	-24	-5
매입채무 증가(감소)	-4	30	5	36	27
투자현금흐름	-65	-144	-26	-93	-95
유형자산처분(취득)	-54	-39	-78	-87	-89
무형자산 감소(증가)	-1	-1	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-6	-84	77	0	0
재무현금흐름	51	33	3	17	20
차입금의 증가(감소)	60	-100	9	24	27
자본의 증가(감소)	-9	132	-6	-6	-6
배당금의 지급	-9	0	-6	-6	-6
총현금흐름	137	189	126	91	179
(-)운전자본증가(감소)	18	99	-35	36	14
(-)설비투자	59	41	78	88	89
(+)자산매각	4	0	0	0	0
Free Cash Flow	64	50	83	-33	76
(-)기타투자	7	-39	76	5	6
잉여현금	56	89	7	-38	70
NOPLAT	-17,082	54	23	81	104
(+) Dep	46	52	59	68	70
(-)운전자본투자	18	99	-35	36	14
(-)Capex	59	41	78	88	89
OpFCF	-17,113	-34	39	25	71

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	2,082	6,558	2,815	6,599	9,492
BPS	34,118	49,457	56,812	58,208	67,148
DPS	0	550	550	550	550
CFPS	13,327	16,674	11,115	8,046	15,794
ROA(%)	1.8	5.7	2.2	4.7	6.3
ROE(%)	6.2	16.5	5.3	11.5	15.1
ROIC(%)	-2,215.9	6.5	2.4	8.3	10.2
Multiples(x,%)					
PER	46.8	13.3	19.3	11.8	8.2
PBR	2.9	1.8	1.0	1.3	1.2
PSR	0.7	0.6	0.4	0.5	0.5
PCR	7.3	5.2	4.9	9.7	4.9
EV/EBITDA	13.4	8.3	9.1	7.9	6.3
배당수익률	-	0.6	1.0	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	337.3	203.4	202.0	207.6	183.0
Net debt/Equity	186.0	98.7	96.2	101.6	75.0
Net debt/EBITDA	449.6	263.3	405.3	295.8	218.8
유동비율	86.7	100.6	88.0	86.7	93.6
이자보상배율(배)	3.3	7.0	3.0	3.6	4.5
자산구조(%)					
투기자본	81.0	81.5	77.3	79.3	74.4
현금+투자자산	19.0	18.5	22.7	20.7	25.6
자본구조(%)					
차입금	69.3	54.8	55.6	55.7	52.3
자기자본	30.7	45.2	44.4	44.3	47.7



씨앤씨인터내셔널 [352480] 신형 포인트메이크업 맛집

[한화리서치센터]

Buy(신규)

목표주가: 40,000원(신규)

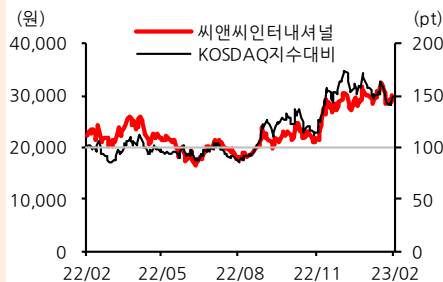
Stock Data

현재 주가(2/27)	30,750원
상승여력	▲ 30.1%
시가총액	3,079억원
발행주식수	10,014천주
52주 최고가/최저가	32,750/16,700원
90일 일평균 거래대금	26.35억원
외국인 지분율	0.7%

주주 구성

배은철 (외 3인)	66.0%
아주좋은사모투자합자회사 (외 2인)	8.0%
씨앤씨인터내셔널우리사주 (외 1인)	0.7%

Stock Price



쏟아지는 러브콜

- 2023년 씨앤씨인터내셔널의 연결 매출액은 1,687억원(+29.2% YoY), 영업이익은 233억원(+33.6% YoY)으로 전망
- 1) 한국 스타일 립틴트 수요 증가로 미국 로컬 매스/셀럽 브랜드사향 립 제품 수주 증가가 예상되어 북미 매출액 +55.5% YoY, 2) 글로벌 프레스티지 브랜드 고객사가 기존 2개사에서 6개사로 확대되는 영향 및 3) 2021년부터 납품 중이던 로레알 산하 글로벌 프레스티지 브랜드의 출시 국가 확대 영향으로 유럽 매출액 +43.2% YoY 추정
- 쏟아지는 수주에 추가적인 CAPA 확대가 필요한 상황으로 당분간 이익 레버리지 효과는 제한적일 것으로 판단하나 현재 수준의 수익성도 동종 업계 상위권으로 수익성 개선 여부보다는 외형 성장에 기대를 걸어볼 시기

투자 의견 BUY, 목표주가 40,000원으로 커버리지 개시

- 12M Fwd EPS에 해외 유사 기업 PER 26.1배에 20% 할인한 20.9배를 Target Multiple로 적용. 할인 근거는 상장 이후 수익성의 높은 변동성 때문
- 리오프닝 영향은 2023년이 가장 강하겠지만 레퍼런스 확대로 북미, 유럽, 중국 등 주요 지역에서의 신규 고객사 확대가 실적 경신을 이어갈 전망
- 오버행 리스크 해소 시 보다 탄력적인 주가 상승 기대

(단위: 십억 원, 원, 배, %)

재무정보	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	90	91	131	169	200
영업이익	14	2	17	23	29
EBITDA	18	7	23	29	34
지배주주순이익	10	-6	17	18	23
EPS	1,299	-590	1,680	1,813	2,257
순차입금	47	-20	-38	-52	-63
PER	0.0	-31.1	12.9	17.0	13.6
PBR	0.0	1.6	1.6	2.0	1.8
EV/EBITDA	2.6	23.4	7.8	9.0	7.2
배당수익률(%)	-	-	0.9	0.7	0.7
ROE	26.3	-7.5	13.3	12.7	14.0

자료: 한화투자증권 리서치센터



씨앤씨인터내셔널 [352480] 신흥 포인트메이크업 맛집

[한화리서치센터]

씨앤씨인터내셔널 분기 및 연간 실적 추정											
(십억 원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022P	2023E	2024E
매출액	25.4	30.7	36.1	38.5	40.4	39.1	45.0	44.1	130.6	168.7	200.1
국내	12.8	18.3	17.2	18.3	17.2	21.8	19.2	20.1	66.6	78.3	85.9
아시아	2.2	2.9	2.7	2.7	3.5	3.2	3.2	3.0	10.5	13.0	14.3
북미	4.6	5.7	9.7	10.4	11.6	9.2	14.1	12.5	30.4	47.3	66.4
유럽	2.0	2.1	3.2	2.2	3.1	3.0	4.5	3.1	9.5	13.6	15.0
중국	3.8	1.6	3.4	4.8	5.1	1.9	4.0	5.4	13.5	16.5	18.5
YoY(%)	19.4	31.9	52.6	66.3	59.5	27.5	24.7	14.8	43.1	29.2	18.6
국내	-8.1	35.8	46.8	50.3	34.9	19.2	11.3	9.7	29.9	17.5	9.7
아시아	-17.0	56.6	-18.9	58.8	60.1	10.9	20.8	11.7	10.5	23.8	10.0
북미	127.3	89.3	103.2	268.5	150.3	60.0	45.6	20.2	140.7	55.5	40.4
유럽	11.6	-17.8	58.3	-0.4	50.8	40.2	42.3	40.3	10.6	43.2	10.0
중국	326.6	-30.5	80.5	14.8	35.6	20.0	20.0	12.6	46.6	21.7	12.4
영업이익	2.3	3.4	7.1	4.7	5.5	3.5	8.9	5.3	17.5	23.3	28.6
YoY (%)	94.4	흑전	274.6	2127.3	139.2	5.6	25.5	13.9	675.0	33.6	22.7
영업이익률 (%)	9.1	11.0	19.7	12.1	13.7	9.1	19.9	12.0	13.4	13.8	14.3

자료: 한화투자증권 리서치센터



씨앤씨인터내셔널 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	90	91	131	169	200
매출총이익	21	10	27	39	46
영업이익	14	2	17	23	29
EBITDA	18	7	23	29	34
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	-2	2	3	3	3
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	11	-7	19	23	29
당기순이익	10	-6	17	18	23
지배주주순이익	10	-6	17	18	23
증가율(%)					
매출액	9.8	1.9	43.1	29.2	18.6
영업이익	47.2	-84.3	674.9	33.6	22.7
EBITDA	38.3	-60.7	226.3	24.7	19.6
순이익	46.8	적전	흑전	7.2	24.5
이익률(%)					
매출총이익률	22.9	11.1	21.0	22.9	23.1
영업이익률	16.0	2.5	13.4	13.8	14.3
EBITDA이익률	19.9	7.7	17.5	16.9	17.1
세전이익률	12.1	-7.9	14.9	13.8	14.5
순이익률	10.9	-6.5	13.0	10.8	11.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	49	82	106	124	139
현금성자산	23	51	67	81	93
매출채권	8	11	16	18	20
재고자산	9	11	16	18	20
비유동자산	71	78	77	77	84
투자자산	0	2	3	3	3
유형자산	70	75	73	73	80
무형자산	1	0	0	0	0
자산총계	120	160	183	201	223
유동부채	55	39	45	48	49
매입채무	9	9	13	15	17
유동성이자부채	45	28	27	27	27
비유동부채	25	3	2	2	2
비유동이자부채	25	3	2	2	2
부채총계	80	42	48	50	52
자본금	1	1	1	1	1
자본잉여금	0	86	86	86	86
이익잉여금	40	31	48	64	84
자본조정	-1	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	40	118	135	151	172





씨앤씨인터내셔널 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금흐름	19	4	15	21	26
당기순이익	10	-6	17	18	23
자산상각비	3	5	5	5	6
운전자본증감	2	-3	-7	-3	-2
매출채권 감소(증가)	3	-2	-2	-2	-2
재고자산 감소(증가)	-2	-2	-6	-2	-2
매입채무 증가(감소)	2	1	2	2	1
투자현금흐름	-10	-44	24	-6	-13
유형자산처분(취득)	-28	-10	-2	-5	-13
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	18	-34	27	0	0
재무현금흐름	8	32	-2	-2	-2
차입금의 증가(감소)	15	-7	-2	0	0
자본의 증가(감소)	-2	41	0	-2	-2
배당금의 지급	-2	-2	0	-2	-2
총현금흐름	18	8	21	23	28
(-)운전자본증가(감소)	-14	4	0	3	2
(-)설비투자	28	10	2	5	13
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	5	-6	19	16	14
(-)기타투자	13	-1	8	0	0
잉여현금	-8	-5	12	15	14
NOPLAT	13	2	15	18	22
(+) Dep	3	5	5	5	6
(-)운전자본투자	-14	4	0	3	2
(-)Capex	28	10	2	5	13
OpFCF	3	-7	19	16	13

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당지표					
EPS	1,299	-590	1,680	1,813	2,257
BPS	8,084	11,774	13,461	15,074	17,131
DPS	261	0	200	200	200
CFPS	2,451	774	2,113	2,333	2,807
ROA(%)	8.9	-4.2	9.8	9.5	10.7
ROE(%)	26.3	-7.5	13.3	12.7	14.0
ROIC(%)	15.7	1.8	15.7	18.8	21.8
Multiples(x,%)					
PER	0.0	-31.1	12.9	17.0	13.6
PBR	0.0	1.6	1.6	2.0	1.8
PSR	0.0	2.0	1.7	1.8	1.5
PCR	0.0	23.7	10.3	13.2	11.0
EV/EBITDA	2.6	23.4	7.8	9.0	7.2
배당수익률	-	-	0.9	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	197.2	35.5	35.6	33.2	30.1
Net debt/Equity	115.6	-16.9	-28.3	-34.2	-36.9
Net debt/EBITDA	262.1	-284.3	-167.0	-181.2	-185.7
유동비율	89.1	211.3	232.8	260.7	283.3
이자보상배율(배)	41.7	4.4	24.1	19.9	24.4
자산구조(%)					
투하자본	78.9	64.8	57.4	53.7	52.6
현금+투자자산	21.1	35.2	42.6	46.3	47.4
자본구조(%)					
차입금	63.3	20.9	17.8	16.2	14.6
자기자본	36.7	79.1	82.2	83.8	85.4



JYP Ent. (035900) 증명된 안정성, 드러날 스키즈의 저력

[한화리서치센터]

Buy(유지)

목표주가: 100,000원(상향)

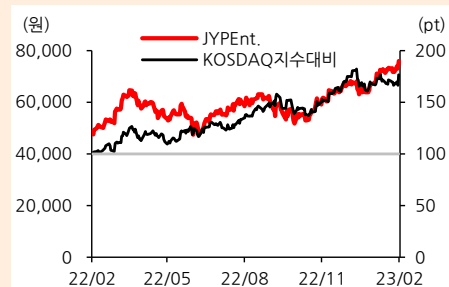
Stock Data

현재 주가(2/27)	76,100원
상승여력	▲ 31.4%
시가총액	27,014억원
발행주식수	35,497천주
52주 최고가/최저가	76,300/47,450원
90일 일평균 거래대금	254.82억원
외국인 지분율	39.9%

주주 구성

박진영 (외 4인)	15.8%
국민연금공단 (외 1인)	7.3%
자사주 (외 1인)	6.8%

Stock Price



증명된 안정성, 드러날 스테이키즈의 저력

- 우리는 동사의 4분기 연결 기준 매출액과 영업이익을 각각 1,109억원, 302억원으로 추정하는데, 스테이키즈의 앨범, 공연, MD 매출액이 이 같은 사상 최대 실적을 견인했을 것
- 스테이키즈는 데뷔 5년차에 앨범 판매고 750만장(400만장 기판매 + 2월 일본 및 3월 국내 앨범 350만장 판매 가정)을 기록하며 BTS가 5년차에 냈던 성과를 이뤘을 수 있을 전망. 공연 횟수에 있어서도 방탄소년단이나 블랙핑크 등 과거 Mega IP보다 빠른 성장세를 보여주고 있음
- 올해는 스키즈의 가파른 성장 외에도 주력 4개 IP(TWICE, ITZY, NiziU, NMIXX)에 4개 신규 IP(Loud Project, Project C, NiziU Boy, A2K Project)가 더해지며 라인업이 2배로 확장되는 원년. 올해도 전년에 이어 가파른 실적 성장 보여줄 수 있을 것(매출액 4,555억원, 영업이익 1,257억원 전망)

투자의견 Buy 유지, 목표주가 100,000원으로 상향

- JYP Ent.에 대해 Top pick 의견을 유지하며, 실적 추정치 변경에 따라 목표주가를 100,000원으로 상향 조정
- 스테이키즈 등의 IP와 보유 IP들을 활용한 안정적인 수익화를 통해 동사는 이미 IP 배출 및 양성 System의 안정성, 우월성을 증명. [JYP의 System을 산다]가 [K-Pop 산업에 투자한다]와 등가 교환이 된다는 판단 아래 동사를 업종 내 최선호주로 제시

(단위: 십억 원, 원, 배,%)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	144	194	342	455	543
영업이익	44	58	101	126	157
EBITDA	48	63	106	130	161
지배주주순이익	30	67	77	97	121
EPS	832	1,900	2,315	2,921	3,657
순차입금	-95	-98	-98	-178	-279
PER	46.2	26.7	25.2	26.1	20.8
PBR	7.5	7.3	6.9	7.0	5.5
EV/EBITDA	26.3	27.2	18.6	19.4	15.1
배당수익률(%)	0.4	0.7	0.6	0.5	0.5
ROE	17.3	31.4	28.1	28.3	27.6

자료: 한화투자증권 리서치센터



JYP Ent. (035900) 증명된 안정성, 드러날 스키즈의 저력

[한화리서치센터]

(단위: 십억원, %)

JYP Ent. 실적 추이 및 전망										
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	68	68	95	111	155	144	194	342	455	543
음악	34	29	47	65	57	75	113	175	232	306
음반	24	19	37	55	35	48	76	135	191	257
음원	9	11	10	10	22	27	36	40	42	48
매니지먼트	13	16	15	18	51	19	26	62	98	105
광고	5	5	6	6	17	12	13	21	25	29
콘서트	3	10	7	10	21	1	1	30	62	65
출연료	5	1	3	3	13	6	12	11	11	11
기타	21	22	33	28	47	50	55	105	125	132
MD	7	9	16	13	21	17	12	45	59	61
기타	14	13	17	16	26	33	43	60	66	72
매출총이익	31	37	42	53	76	77	104	163	214	252
GPM(%)	46.2	55.3	43.9	47.5	48.9	53.3	53.7	47.8	47.1	46.3
영업이익	19	24	28	30	43	44	58	101	126	157
OPM(우)	28.3	35.8	28.9	27.2	28.0	30.6	29.9	29.6	27.6	28.9

자료: JYP Ent., 한화투자증권 리서치센터 추정



JYP Ent. 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	144	194	342	455	543
매출총이익	77	104	163	214	252
영업이익	44	58	101	126	157
EBITDA	48	63	106	130	161
순이자손익	1	1	1	0	0
외화관련손익	-1	1	4	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	38	86	98	123	154
당기순이익	30	68	75	97	121
지배주주순이익	30	67	77	97	121
증가율(%)					
매출액	-7.1	34.3	76.2	33.3	19.2
영업이익	1.6	31.2	74.7	24.2	24.7
EBITDA	2.5	29.8	69.3	22.8	23.6
순이익	-5.1	127.8	11.8	28.1	25.2
이익률(%)					
매출총이익률	53.3	53.7	47.8	47.1	46.3
영업이익률	30.6	29.9	29.6	27.6	28.9
EBITDA이익률	33.4	32.3	31.0	28.6	29.6
세전이익률	26.3	44.3	28.6	27.0	28.4
순이익률	20.5	34.8	22.1	21.2	22.3

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	127	159	225	314	430
현금성자산	99	101	103	183	284
매출채권	5	25	56	62	74
재고자산	0	1	10	11	13
비유동자산	97	158	162	163	164
투자자산	26	90	95	99	103
유형자산	41	38	37	36	34
무형자산	31	30	30	28	27
자산총계	224	317	388	477	594
유동부채	33	58	77	81	90
매입채무	13	17	32	35	41
유동성이자부채	1	2	3	3	3
비유동부채	4	8	7	7	8
비유동이자부채	2	1	2	2	2
부채총계	38	67	84	89	97
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	77	77	77	77	77
이익잉여금	100	162	227	311	420
자본조정	-12	-11	-22	-22	-22
자기주식	-12	-12	-12	-12	-12
자본총계	186	251	304	388	497



JYP Ent. 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업현금흐름	22	46	16	97	118
당기순이익	30	68	77	97	121
자산상각비	4	5	5	4	4
운전자본증감	-12	-8	-53	-4	-8
매출채권 감소(증가)	-6	-29	-46	-6	-12
재고자산 감소(증가)	0	-1	-8	-1	-2
매입채무 증가(감소)	1	4	13	3	6
투자현금흐름	-20	-26	20	-6	-6
유형자산처분(취득)	-4	0	0	0	0
무형자산 감소(증가)	0	-1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-13	7	28	-1	-1
재무현금흐름	-5	-6	-12	-12	-12
차입금의 증가(감소)	-2	-2	-1	0	0
자본의 증가(감소)	-5	-5	-12	-12	-12
배당금의 지급	5	5	-12	-12	-12
총연금흐름	47	64	85	101	125
(-)운전자본증가(감소)	20	5	46	4	8
(-)설비투자	4	0	0	0	0
(+)자산매각	0	-1	-1	-1	-1
Free Cash Flow	23	58	37	96	117
(-)기타투자	-4	34	13	4	4
잉여현금	27	24	24	92	113
NOPLAT	34	45	78	99	123
(+) Dep	4	5	5	4	4
(-)운전자본투자	20	5	46	4	8
(-)Capex	4	0	0	0	0
OpFCF	15	44	36	99	119

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표					
EPS	832	1,900	2,315	2,921	3,657
BPS	5,146	6,948	8,427	10,807	13,872
DPS	154	369	369	369	369
CFPS	1,310	1,803	2,405	2,851	3,529
ROA(%)	13.7	24.9	21.7	22.4	22.6
ROE(%)	17.3	31.4	28.1	28.3	27.6
ROIC(%)	54.4	61.7	78.9	78.4	95.4
Multiples(x,%)					
PER	46.2	26.7	25.2	26.1	20.8
PBR	7.5	7.3	6.9	7.0	5.5
PSR	9.4	9.3	6.1	5.9	5.0
PCR	29.3	28.1	24.3	26.7	21.6
EV/EBITDA	26.3	27.2	18.6	19.4	15.1
배당수익률	0.4	0.7	0.6	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	20.2	26.6	27.7	22.9	19.6
Net debt/Equity	-50.8	-39.0	-32.3	-46.0	-56.1
Net debt/EBITDA	-196.2	-156.2	-92.6	-137.1	-173.3
유동비율	380.8	272.9	293.7	385.5	479.4
이자보상배율(배)	471.9	1,541.1	1,212.0	1,092.7	1,362.2
자산구조(%)					
투하자본	37.7	27.5	38.8	31.0	25.4
현금+투자자산	62.3	72.5	61.2	69.0	74.6
자본구조(%)					
차입금	2.1	1.3	1.6	1.2	1.0
자기자본	97.9	98.7	98.4	98.8	99.0



하이브 (352820) 어느덧 IP 화수분

[한화리서치센터]

Buy(유지)

목표주가: 220,000원(유지)

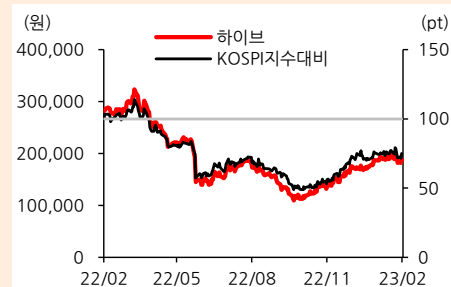
Stock Data

현재 주가(2/27)	182,400원
상승여력	▲ 20.6%
시가총액	75,429억원
발행주식수	41,353천주
52주 최고가/최저가	323,000/109,500원
90일 일평균 거래대금	546.54억원
외국인 지분율	14.6%

주주 구성

방시역 (외 19인)	58.0%
국민연금공단 (외 1인)	6.6%
빅히트엔터테인먼트우리사주 (외 1인)	3.4%

Stock Price



어느덧 IP 화수분

- IP의 양(Quantity)적, 질(Quality)적 벌크업이 모두 순탄하게 이뤄지는 중. IP 화수분이라 할 수 있음
- 1)올해 3개 IP가 추가(KOZ 보이/플레디스 보이/UMG 걸)되면 IP는 총 10개로 국내 주요 엔터사 중 가장 많은 IP 보유
- 2)일본 시장에서의 세븐틴/엔하이픈/르세라핌, 북미 시장에서의 투마로우바이투게더/뉴진스 입지가 점차 공고해지고 있음. 이는 투어 규모나 음반/원 판매로 확인. 즉 BTS를 제외한 나머지 IP의 질적 성장이 순조롭게 진행
- 뿐만 아니라 BTS 공백이 생각보다 크지 않음. 멤버별 솔로 앨범 판매량도 지속 올라가는 중이며, 슈가의 단독 콘서트 개최 소식은 또다른 멤버의 공연까지 예상하게 됨
- 2023년 영업이익은 지난해 대비 +100억 증익 가능할 전망

투자의견 Buy 유지, 목표주가 220,000원 유지

- 2022년의 주가 하락은 과도했던 판단 아래 목표주가 220,000원 유지
- 종전 부여했던 멀티플 40배 유지. 지난해까지 BTS의 부재를 동사의 기타 IP 성장으로 매꾸기 어려울 것이라 우려는 이제 없음. BTS의 부재가 생각보다 크지 않으며, 기타 존재들의 성장이 부재 상쇄 그 이상일 것

(단위: 십억 원, 원, 배,%)

재무정보	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	796	1,256	1,778	1,914	2,092
영업이익	146	190	238	248	285
EBITDA	180	274	348	363	397
지배주주순이익	86	137	31	221	218
EPS	2,378	3,308	743	5,349	5,271
순차입금	-755	257	-536	-837	-1,104
PER	66.6	105.5	174.9	34.1	34.6
PBR	4.7	5.1	1.8	2.4	2.3
EV/EBITDA	27.4	53.7	13.9	18.4	16.2
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	12.5	6.8	1.1	7.3	6.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



하이브 (352820) 어느덧 IP 화수분

[한화리서치센터]

(단위: 십억원, %)

하이브 실적 추이 및 전망								
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	285	512	445.5	535	1,256	1,778	1,914	2,092
직접	152	326	206	289	523	974	1,044	1,105
앨범	65	211	129	149	377	554	669	690
공연	61	85	47	65	45	258	213	245
광고, 출연료	26	30	30	76	101	162	162	170
간접	133	186	239	246	733	804	871	987
MD 및 라이선싱	70	99	115	112	317	396	326	375
콘텐츠	49	71	107	115	370	342	474	542
팬클럽 등	15	17	17	18	46	67	70	70
매출총이익	155	230	211	247	623	843	903	985
GPM(%)	54.4	45.0	47.3	46.1	49.6	47.4	47.2	47.1
영업이익	37	88	60.6	52	190	238	248	285
OPM(%)	13.0	17.241	13.596	9.7	15.1	13.4	13.0	13.6

자료: 하이브, 한화투자증권 리서치센터 추정

(단위: 십억원, %)



하이브 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	796	1,256	1,778	1,914	2,092
매출총이익	375	623	843	903	985
영업이익	146	190	238	248	285
EBITDA	180	274	348	363	397
순이자손익	-2	-4	-3	-25	-24
외화관련손익	-12	3	61	87	43
지분법손익	-2	16	33	20	24
세전계속사업손익	126	210	97	331	326
당기순이익	87	141	34	221	218
지배주주순이익	86	137	31	221	218
증가율(%)					
매출액	35.6	57.7	41.6	7.7	9.3
영업이익	47.4	30.7	24.9	4.5	14.7
EBITDA	67.0	51.6	27.3	4.4	9.2
순이익	20.2	61.8	-76.1	558.4	-1.5
이익률(%)					
매출총이익률	47.1	49.6	47.4	47.2	47.1
영업이익률	18.3	15.1	13.4	13.0	13.6
EBITDA이익률	22.7	21.8	19.6	19.0	19.0
세전이익률	15.9	16.8	5.4	17.3	15.6
순이익률	10.9	11.2	1.9	11.6	10.4

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	1,389	2,003	1,957	2,207	2,489
현금성자산	1,098	1,001	1,800	2,101	2,368
매출채권	117	185	357	327	349
재고자산	62	83	110	100	107
비유동자산	535	2,726	3,234	3,195	3,166
투자자산	198	1,309	1,448	1,467	1,487
유형자산	48	87	82	61	43
무형자산	288	1,330	1,704	1,667	1,635
자산총계	1,924	4,729	5,191	5,402	5,655
유동부채	296	587	924	908	937
매입채무	142	233	306	280	299
유동성이자부채	21	188	378	378	378
비유동부채	429	1,256	1,123	1,129	1,135
비유동이자부채	323	1,070	885	885	885
부채총계	726	1,842	2,047	2,037	2,072
자본금	18	21	21	21	21
자본잉여금	1,132	2,544	2,593	2,593	2,593
이익잉여금	44	181	212	433	651
자본조정	1	66	82	82	82
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,199	2,887	3,144	3,365	3,583





하이브 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금흐름	117	177	-168	330	297
당기순이익	87	141	34	221	218
자산상각비	35	83	111	115	112
운전자본증감	-26	-54	-63	36	13
매출채권 감소(증가)	-20	-23	-202	30	-22
재고자산 감소(증가)	-54	-20	-25	9	-7
매입채무 증가(감소)	9	-5	108	-26	19
투자현금흐름	-1,022	-2,110	-46	-55	-59
유형자산처분(취득)	-39	-54	-19	-22	-24
무형자산 감소(증가)	-13	-41	-32	-36	-39
투자자산 감소(증가)	0	0	-7	1	-1
재무현금흐름	1,133	2,226	-17	0	0
차입금의 증가(감소)	185	802	-17	0	0
자본의 증가(감소)	948	1,324	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	148	222	-114	294	284
(-)운전자본증가(감소)	49	588	-992	-36	-13
(-)설비투자	39	54	20	22	24
(+)자산매각	-13	-40	-32	-36	-39
Free Cash Flow	47	-461	826	272	235
(-)기타투자	947	1,482	1,043	-1	-4
잉여현금	-900	-1,943	-216	273	239
NOPLAT	100	127	82	166	191
(+) Dep	35	83	111	115	112
(-)운전자본투자	49	588	-992	-36	-13
(-)Capex	39	54	20	22	24
OpFCF	47	-432	1,165	295	292

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당지표					
EPS	2,378	3,308	743	5,349	5,271
BPS	33,554	67,998	70,298	75,647	80,919
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	4,115	5,361	-2,760	7,100	6,869
ROA(%)	7.5	4.1	0.6	4.2	3.9
ROE(%)	12.5	6.8	1.1	7.3	6.7
ROIC(%)	44.4	9.3	4.2	10.4	12.5
Multiples(x,%)					
PER	66.6	105.5	174.9	34.1	34.6
PBR	4.7	5.1	1.8	2.4	2.3
PSR	7.2	11.5	3.0	3.9	3.6
PCR	38.5	65.1	-47.1	25.7	26.6
EV/EBITDA	27.4	53.7	13.9	18.4	16.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	60.5	63.8	65.1	60.5	57.8
Net debt/Equity	-63.0	8.9	-17.1	-24.9	-30.8
Net debt/EBITDA	-418.5	93.9	-153.9	-230.4	-278.2
유동비율	469.0	341.5	211.8	243.1	265.7
이자보상배율(배)	37.4	14.4	6.9	6.6	7.6
자산구조(%)					
투기자본	25.0	49.9	33.5	30.3	28.1
현금+투자자산	75.0	50.1	66.5	69.7	71.9
자본구조(%)					
차입금	22.3	30.3	28.7	27.3	26.1
자기자본	77.7	69.7	71.3	72.7	73.9



에스엠 (041510) 요지경에서도 빛을 발하는 IP 파워

[한화리서치센터]

Hold(유지)

목표주가: 135,000원(상향)

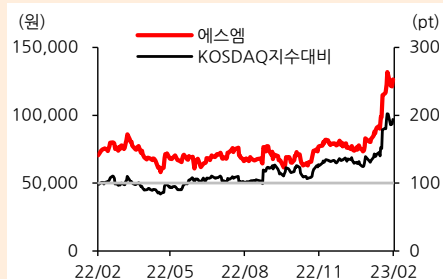
Stock Data

현재 주가(2/27)	120,300원
상승여력	▲ 12.2%
시가총액	28,644억원
발행주식수	23,810천주
52주 최고가/최저가	131,900/58,000원
90일 일평균 거래대금	1,130.53억원
외국인 지분율	16.5%

주주 구성

하이브 (외 4인)	18.5%
국민연금공단 (외 1인)	9.0%
자사주 (외 1인)	0.5%

Stock Price



요지경에서도 빛을 발하는 IP 파워

- NCT Dream은 투어를 미주/유럽 등으로 확장했으며, aespa는 2월부터 첫 투어를 돌 예정. 주력 IP들의 파워는 계속 강해지는 중. EXO는 1분기 카이 솔로 컴백 이후 2분기 완전체 컴백이 예정되어 있으며, 레드벨벳도 2분기부터 투어 예정. 2분기 중반을 넘어가며 전체 IP 라인업 풀가동 가능할 것
- 특히 aespa는 중국 내 팬덤 규모가 상당한 것으로 파악. 중국 본토 공연 재개시 공연 및 MD 매출액의 큰 폭 성장 예상
- 그 외 하반기 직전 걸그룹 데뷔, 이후 2개 보이그룹 데뷔가 예정되어 있음. 예정대로 연내 3개 IP 모두 론칭시 동사 IP는 총 8개(NCT 유닛은 1개로 간주)

투자의견 Hold 유지, 목표주가 135,000원 상향

- 실적 추정치 상향 조정해 목표주가도 135,000원으로 상향. 다만 현재 주가와외 괴리를 탓에 투자의견은 Hold 유지
- [카카오+경영진] vs [하이브+이수만] 의 경영권/지분 경쟁은 당분간 지속되며 에스엠 주가에는 긍정적으로 작용할 전망
- 다만 경영권/지분 경쟁 이슈를 제외하더라도, SM 3.0을 바탕으로 한 동사의 IP 배출력 및 수익화 강화 전략은 동사 주가나 실적에 긍정적이라는 판단

(단위: 십억 원, 원, 배, %)

재무정보	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	580	702	823	971	1,032
영업이익	6	68	89	136	153
EBITDA	78	132	146	189	201
지배주주순이익	-70	134	90	103	116
EPS	-2,991	5,624	3,856	4,399	4,947
순차입금	-323	-393	-481	-603	-703
PER	-9.9	13.2	19.0	27.3	24.3
PBR	1.6	2.9	2.5	3.6	3.2
EV/EBITDA	4.8	10.4	8.6	12.0	10.8
배당수익률(%)	n/a	0.3	1.7	1.0	1.0
ROE	-16.0	25.5	13.7	13.8	13.8

자료: 한화투자증권 리서치센터



에스엠 (041510) 요지경에서도 빛을 발하는 IP 파워

[한화리서치센터]

(단위: 십억원, %)

에스엠 실적 추이 및 전망										
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	2019	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	169	184	238	231	658	580	702	823	971	1,032
SME	115	111	135	128	308	303	417	489	575	611
음반/원	63	67	72	69	126	191	290	271	356	359
출연(방송/광고/행사)	15	15	24	24	49	40	54	78	82	86
콘서트	1	4	11	9	54	17	2	25	35	57
MD/라이선싱/화보	18	24	26	25	56	44	66	93	97	104
기타	18	1	1	1	22	11	5	22	4	4
SM C&C	22	36	48	55	167	131	140	161	164	179
KEYEAST	14	16	16	16	100	74	47	62	62	65
DREAM MAKER	4	4	25	11	80	23	21	44	80	84
SM Japan	15	21	28	21	62	57	66	85	90	94
매출총이익	69	63	80	70	216	199	264	282	379	400
GPM(%)	40.6	34.2	33.8	30.3	32.8	34.3	37.7	34.3	39.0	38.7
영업이익	19	19	30	21	40	6	68	89	136	153
OPM(%)	11.3	10.5	12.5	9.0	6.1	1.1	9.6	10.8	14.0	14.8

자료: 에스엠, 한화투자증권 리서치센터 추정



에스엠 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	580	702	823	971	1,032
매출총이익	199	264	282	379	400
영업이익	6	68	89	136	153
EBITDA	78	132	146	189	201
순이자손익	-2	-1	2	0	0
외화관련손익	-5	6	9	0	0
지분법손익	-13	96	22	2	2
세전계속사업손익	-41	173	129	140	158
당기순이익	-80	133	93	103	116
지배주주순이익	-70	134	90	103	116
증가율(%)					
매출액	-11.8	21.0	17.3	18.0	6.4
영업이익	-83.9	939.6	32.0	52.6	12.7
EBITDA	-24.9	68.1	10.9	29.4	6.4
순이익	적지	흑전	-30.4	11.3	12.5
이익률(%)					
매출총이익률	34.3	37.7	34.3	39.0	38.7
영업이익률	1.1	9.6	10.8	14.0	14.8
EBITDA이익률	13.5	18.7	17.7	19.4	19.5
세전이익률	-7.0	24.7	15.7	14.4	15.3
순이익률	-13.9	19.0	11.3	10.6	11.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	646	769	850	1,003	1,119
현금성자산	384	508	595	718	818
매출채권	202	175	171	196	207
재고자산	11	14	20	22	24
비유동자산	422	545	527	514	507
투자자산	153	334	322	335	349
유형자산	91	67	66	49	36
무형자산	178	145	139	129	122
자산총계	1,069	1,315	1,377	1,517	1,626
유동부채	434	401	375	415	435
매입채무	298	291	245	281	298
유동성이자부채	55	23	31	31	31
비유동부채	19	126	115	116	117
비유동이자부채	6	92	84	84	84
부채총계	453	527	489	531	553
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	310	362	365	365	365
이익잉여금	95	236	314	413	499
자본조정	14	7	8	8	8
자기주식	-11	-11	-5	-5	-5
자본총계	616	788	887	986	1,073





에스엠 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금흐름	45	123	152	164	168
당기순이익	-80	133	93	103	116
자산상각비	72	64	57	53	48
운전자본증감	-26	11	-41	9	5
매출채권 감소(증가)	-8	29	-17	-25	-12
재고자산 감소(증가)	3	-3	-4	-3	-1
매입채무 증가(감소)	6	-4	-44	36	17
투자현금흐름	-43	-83	-115	-46	-49
유형자산처분(취득)	-8	-21	-8	-7	-7
무형자산 감소(증가)	-32	-22	-22	-19	-20
투자자산 감소(증가)	-8	1	-44	-9	-10
재무현금흐름	16	-7	-1	-5	-29
차입금의 증가(감소)	-40	-41	0	0	0
자본의 증가(감소)	-10	12	-3	-5	-29
배당금의 지급	0	0	-5	-5	-29
총현금흐름	88	147	239	155	163
(-)운전자본증가(감소)	2	0	26	-9	-5
(-)설비투자	8	22	8	7	7
(+)자산매각	-32	-21	-22	-19	-20
Free Cash Flow	45	104	183	139	141
(-)기타투자	18	30	56	11	12
잉여현금	27	74	127	128	129
NOPLAT	5	52	64	100	113
(+) Dep	72	64	57	53	48
(-)운전자본투자	2	0	26	-9	-5
(-)Capex	8	22	8	7	7
OpFCF	66	94	86	155	158

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-2,991	5,624	3,856	4,399	4,947
BPS	18,412	25,951	29,392	33,531	37,184
DPS	0	200	1,240	1,240	1,240
CFPS	3,745	6,178	10,065	6,513	6,841
ROA(%)	-6.4	11.2	6.7	7.1	7.4
ROE(%)	-16.0	25.5	13.7	13.8	13.8
ROIC(%)	1.9	21.8	26.7	47.0	60.4
Multiples(x,%)					
PER	-9.9	13.2	19.0	27.3	24.3
PBR	1.6	2.9	2.5	3.6	3.2
PSR	1.2	2.5	2.1	2.9	2.8
PCR	7.9	12.0	7.3	18.5	17.6
EV/EBITDA	4.8	10.4	8.6	12.0	10.8
배당수익률	n/a	0.3	1.7	1.0	1.0
안정성(%)					
부채비율	73.5	66.8	55.1	53.8	51.5
Net debt/Equity	-52.4	-49.8	-54.1	-61.2	-65.6
Net debt/EBITDA	-412.5	-298.6	-329.5	-319.8	-350.2
유동비율	149.0	192.0	226.9	242.0	256.9
이자보상배율(배)	1.5	16.5	21.0	31.1	35.0
자산구조(%)					
투하자본	29.6	23.0	20.0	15.8	13.1
현금+투자자산	70.4	77.0	80.0	84.2	86.9
자본구조(%)					
차입금	9.0	12.7	11.4	10.4	9.7
자기자본	91.0	87.3	88.6	89.6	90.3



와이지엔터테인먼트 (122870) 양보다는 질로 승부하는 중

[한화리서치센터]

Buy(유지)

목표주가: 75,000원(유지)

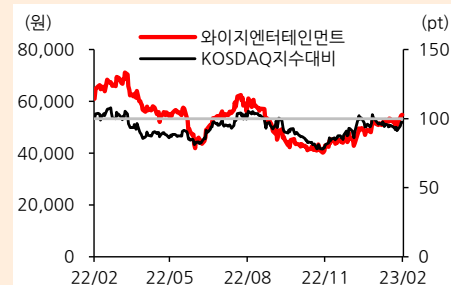
Stock Data

현재 추가(2/27)	53,900원
상승여력	▲ 39.1%
시가총액	10,058억원
발행주식수	18,660천주
52주 최고가/최저가	71,100/40,150원
90일 일평균 거래대금	199.46억원
외국인 지분율	7.8%

주주 구성

양현석 (외 9인)	24.9%
네이버 (외 1인)	8.9%
국민연금공단 (외 1인)	6.3%

Stock Price



양보다는 질로 승부하는 중

- 최근 블랙핑크 일정 추가, 지수 솔로 데뷔 임박, 트레저 일본 돛 투어→아시아지역 아레나급 확장, 베이비몬스터 데뷔 전 유튜브 구독자 수 100만 달성 등 보유 IP 들의 활동이 점차 더 활발해지는 중
- 절대적 IP 개수가 국내 동종사 대비 모자란 것은 사실. 그러나 위에서 설명한 바와 같이 블랙핑크 약 160만명 모객, 트레저의 홍콩/마카오 포함한 아시아 아레나 투어, 데뷔 전부터 유튜브 팔로워 수 100만을 넘기는 베이비몬스터 등 질 (Quality)적인 측면에서는 뒤지지 않는다는 판단
- 중국에서의 케이팝 아이돌 마지막 콘서트는 빅뱅이었고, 당시 중국 콘서트 매출액 331억원을 기록했던 동사는 중국 공연 재개시 블랙핑크라는 IP를 앞세워 가장 먼저, 가장 많이 공연을 할 수 있는 회사

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 75,000원으로 유지

- 동사에 대한 투자 의견 Buy 및 목표주가 75,000원 유지. 목표배수는 직전 보고서에서 상향했던 27배 유지
- IP 개수는 국내 동종사 대비 모자란 것은 사실. 그러나 최근 보유 IP들이 보여주고 있는 국내외를 넘나드는 음반/원, 투어, 디지털콘텐츠 등의 강한 영향력 고려시 산업 적정 배수 30배에서 10% discount가 적절하다는 판단

(단위: 십억 원, 원, 배,%)

재무정보	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	255	356	391	492	553
영업이익	6	29	47	76	76
EBITDA	22	43	59	87	88
지배주주순이익	9	7	33	51	51
EPS	511	361	1,793	2,772	2,780
순차입금	-25	-19	-64	-91	-116
PER	87.4	154.3	25.2	19.4	19.4
PBR	2.3	2.7	2.0	2.2	2.0
EV/EBITDA	36.4	23.4	13.3	10.6	10.1
배당수익률(%)	n/a	0.4	0.6	0.5	0.5
ROE	2.7	1.8	8.4	11.8	10.7

자료: 한화투자증권 리서치센터



와이지엔터테인먼트 (122870) 양보다는 질로 승부하는 중

[한화리서치센터]

(단위: 십억원, %)

와이지엔터테인먼트 실적 추이 및 전망										
	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	76	76	115	125	254	255	356	391	492	553
Products	31	29	53	49	90	104	141	162	193	221
Album/DVD	10	3	22	6	11	29	30	42	47	52
Digital Contents	12	21	21	27	41	43	76	82	91	100
Goods(others)	9	5	10	15	37	31	36	38	56	69
Concert	0	4	0	19	21	2	2	23	72	79
Advertisement	15	15	17	19	42	38	52	67	72	80
Royalty	2	3	2	9	20	21	18	15	17	21
Appearance fee	3	3	5	6	19	13	19	18	19	20
Production	0	0	0	0	0	6	17	0	4	7
Music service	16	19	18	18	36	41	71	71	81	89
Others	9	4	19	5	37	31	35	37	35	36
매출총이익	22	27	38	37	76	81	112	125	147	165
<i>GPM(%)</i>	<i>29.2</i>	<i>35.5</i>	<i>33.5</i>	<i>29.9</i>	<i>29.8</i>	<i>31.7</i>	<i>31.5</i>	<i>31.9</i>	<i>30.0</i>	<i>29.8</i>
영업이익	2	9	15	22	4	6	29	47	76	76
<i>OPM(%)</i>	<i>2.3</i>	<i>11.3</i>	<i>12.9</i>	<i>17.2</i>	<i>1.7</i>	<i>2.3</i>	<i>8.1</i>	<i>11.9</i>	<i>15.5</i>	<i>13.8</i>

자료: 와이지엔터테인먼트, 한화투자증권 리서치센터 추정



와이지엔터테인먼트 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	255	356	391	492	553
매출총이익	81	112	125	147	165
영업이익	6	29	47	76	76
EBITDA	22	43	59	87	88
순이자손익	1	2	3	2	2
외화관련손익	0	1	4	0	0
지분법손익	-5	5	1	0	0
세전계속사업손익	20	39	58	86	86
당기순이익	3	23	45	53	54
지배주주순이익	9	7	33	51	51
증가율(%)					
매출액	0.7	39.3	10.0	25.7	12.5
영업이익	42.2	382.0	61.4	63.3	0.2
EBITDA	4.8	96.4	36.5	47.6	1.4
순이익	흑전	625.7	95.4	19.6	0.3
이익률(%)					
매출총이익률	31.7	31.5	31.9	30.0	29.8
영업이익률	2.3	8.1	11.9	15.5	13.8
EBITDA이익률	8.6	12.1	15.0	17.6	15.9
세전이익률	8.0	11.1	14.9	17.5	15.6
순이익률	1.2	6.4	11.4	10.9	9.7

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	245	244	377	421	456
현금성자산	53	49	87	114	139
매출채권	25	44	105	114	116
재고자산	33	11	15	17	17
비유동자산	297	378	357	373	390
투자자산	86	140	150	151	152
유형자산	165	193	194	208	224
무형자산	47	44	13	14	14
자산총계	543	621	734	794	845
유동부채	104	105	183	196	201
매입채무	46	50	111	121	123
유동성이자부채	13	9	4	4	4
비유동부채	16	34	25	25	25
비유동이자부채	15	21	19	19	19
부채총계	120	139	208	221	226
자본금	9	9	9	9	9
자본잉여금	218	218	225	225	225
이익잉여금	125	131	160	206	253
자본조정	-1	19	17	17	17
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	423	483	526	572	619





와이지엔터테인먼트 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금흐름	26	37	50	57	59
당기순이익	14	24	40	53	54
자산상각비	16	14	12	11	12
운전자본증감	9	-17	-3	-5	-4
매출채권 감소(증가)	-6	-23	-57	-9	-2
재고자산 감소(증가)	-22	1	-5	-1	0
매입채무 증가(감소)	10	10	51	10	2
투자현금흐름	-11	-77	-6	-26	-29
유형자산처분(취득)	-32	-32	-14	-24	-27
무형자산 감소(증가)	0	1	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	11	-42	26	0	0
재무현금흐름	-10	32	-4	-5	-5
차입금의 증가(감소)	0	-2	-4	0	0
자본의 증가(감소)	6	1	1	-5	-5
배당금의 지급	0	0	-5	-5	-5
총현금흐름	27	62	57	62	63
(-)운전자본증가(감소)	53	-2	12	5	4
(-)설비투자	32	32	14	24	27
(+)자산매각	0	1	-1	-1	-1
Free Cash Flow	-58	33	31	32	31
(-)기타투자	-72	23	9	1	1
잉여현금	15	10	22	31	30
NOPLAT	4	18	32	47	47
(+) Dep	16	14	12	11	12
(-)운전자본투자	53	-2	12	5	4
(-)Capex	32	32	14	24	27
OpFCF	-65	2	19	29	28

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당지표					
EPS	511	361	1,793	2,772	2,780
BPS	19,082	20,471	22,056	24,558	27,069
DPS	0	250	250	250	250
CFPS	1,485	3,381	3,059	3,327	3,394
ROA(%)	1.8	1.1	4.9	6.7	6.3
ROE(%)	2.7	1.8	8.4	11.8	10.7
ROIC(%)	1.2	5.3	9.5	13.7	13.0
Multiples(x,%)					
PER	87.4	154.3	25.2	19.4	19.4
PBR	2.3	2.7	2.0	2.2	2.0
PSR	3.2	2.9	2.2	2.0	1.8
PCR	30.1	16.5	14.8	16.2	15.9
EV/EBITDA	36.4	23.4	13.3	10.6	10.1
배당수익률	n/a	0.4	0.6	0.5	0.5
안정성(%)					
부채비율	28.5	28.7	39.6	38.6	36.5
Net debt/Equity	-6.0	-3.9	-12.1	-15.8	-18.7
Net debt/EBITDA	-116.0	-43.8	-108.6	-104.5	-131.9
유동비율	236.2	232.8	205.5	214.8	227.0
이자보상배율(배)	8.5	35.7	96.3	125.6	125.9
자산구조(%)					
투하자본	70.8	64.5	58.6	57.3	56.4
현금+투자자산	29.2	35.5	41.4	42.7	43.6
자본구조(%)					
차입금	6.2	5.9	4.2	3.9	3.6
자기자본	93.8	94.1	95.8	96.1	96.4





대한항공 (003490) 정상화는 원래 늘 어려운 법

[한화리서치센터]

Buy(유지)

목표주가: 30,000원(유지)

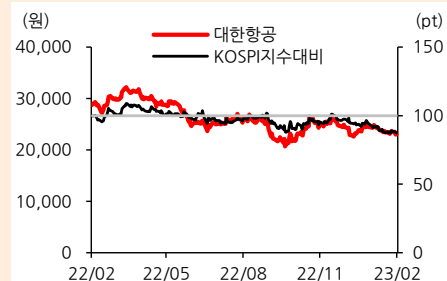
Stock Data

현재 주가(2/27)	23,050원
상승여력	▲ 30.2%
시가총액	84,875억원
발행주식수	368,221천주
52주 최고가/최저가	32,200/20,700원
90일 일평균 거래대금	290.75억원
외국인 지분율	15.5%

주주 구성

한진칼 (외 19인)	30.4%
국민연금공단 (외 1인)	6.3%
대한항공우리스주 (외 1인)	4.7%

Stock Price



정상화는 원래 늘 어려운 법

- 우리는 올해 동사의 별도 기준 매출액과 영업이익을 각각 14.8조원, 1.2조원으로 전망. 여객 수요 회복으로 매출액은 전년비 +10% 성장 하겠지만 영업이익은 화물 운임 하락에 따라 전년비 -60% 감소할 것
- 팬데믹 대부분의 기간 QoQ 증익을 시현했던 동사는 지난해 4분기 실적에서 처음으로 감익을 기록. 이는 3분기 대비 4분기 화물 운임이 FTK 당 약 100원 감소함과 동시에 물량도 약9천만 FTK 감소했기 때문. 여객 매출액이 전분기 대비 2천억원 이상 늘었음에도 화물의 P*Q 동시 하락은 감익으로 연결
- 팬데믹 특수 물량 수요 공백이 이어지는 가운데, 향후 중국 착/발 국제선 여객기 운항 회복은 화물 공급 증가로 연결되며 동사 화물 실적은 고전이 지속될 것. 지난해 4분기와 같은 감익이 좀 더 강하게 '23년 연중 나타날 것으로 예상

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 30,000원 유지

- 동사에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가 30,000원 유지. '23년은 여객 및 화물 모두에 있어 업황 정상화로 가는 과도기가 될 것. 올해를 잘 넘긴다면 '24년부터는 증익 가능하다는 전망
- 대한항공과 아시아나항공의 합병 이슈는 결국 '23년까지 지속. EU 경쟁당국의 합병 승인 가/부 여부는 7월 5일 내 결론 날 것. 이 외 심사 중인 국가는 미국/영국/일본.

(단위: 십억 원, 원, 배,%)

재무정보	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	7,611	9,017	14,097	16,313	17,692
영업이익	107	1,418	2,831	1,442	1,502
EBITDA	2,076	3,113	4,444	3,042	3,039
지배주주순이익	-212	578	1,761	1,006	1,054
EPS	-938	1,661	4,782	2,728	2,860
순차입금	13,714	8,255	5,756	4,056	3,644
PER	-22.5	17.7	4.8	8.4	8.1
PBR	1.2	1.5	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.9	5.9	3.2	4.1	4.0
배당수익률(%)	n/a	n/a	3.2	3.3	3.3
ROE	-7.2	11.6	22.9	11.1	10.6

자료: 한화투자증권 리서치센터



대한항공 (003490) 정상화는 원래 늘 어려운 법

[한화리서치센터]

(단위: 십억원, mnRPK, mnFTK, kbbI, \$, %)

대한항공 실적 추이 및 전망

	2018	2019	2020	2021	2022P	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P
매출액	12,647	12,018	7,405	8,753	13,413	14,756	16,080	2,805	3,332	3,668	3,607
국내선	469	486	243	269	473	466	458	77	131	131	133
ASK(mn)	3,341	3,316	2,152	2,523	2,925	2,842	2,842	678	782	769	696
RPK(mn)	2,506	2,713	1,530	1,897	2,480	2,405	2,405	515	694	650	621
L/F(%)	75.0	81.8	71.1	75.2	84.8	84.6	84.6	76.0	88.7	84.5	89.2
Yield(원/RPK)	187.1	179.2	158.9	141.7	190.6	193.8	190.6	150.2	188.9	201.4	214.5
국제선	7,269	7,281	1,762	815	3,881	8,252	8,750	282	743	1,323	1,532
ASK(mn)	96,601	97,792	32,708	20,997	39,450	83,960	90,919	5,670	6,946	12,117	14,717
RPK(mn)	77,683	80,559	17,549	6,737	29,142	68,031	74,835	2,254	5,492	9,670	11,726
L/F(%)	80.4	82.4	53.7	32.1	73.9	81.0	82.3	39.8	79.1	79.8	79.7
Yield(원/RPK)	93.6	90.4	100.4	121.0	133.2	121.3	116.9	125.3	135.3	136.9	130.6
화물	3,012	2,557	4,251	6,695	7,724	4,329	4,725	2,149	2,171	1,856	1,548
AFTK(mn)	10,823	10,480	10,741	12,587	12,004	9,373	10,377	3,097	3,064	2,920	2,923
FTK(mn)	8,293	7,482	8,649	10,682	9,617	7,213	7,991	2,572	2,535	2,300	2,210
L/F(%)	76.6	71.4	80.5	84.9	80.1	77.0	77.0	83.0	82.7	78.8	75.6
Yield(원/RPK)	363.2	341.8	491.5	626.7	803.2	600.2	591.3	835.4	856.5	807.1	700.6
기타	1,897	1,693	1,149	975	1,335	1,709	2,147	297	287	358	394
영업비용	11,949	11,813	7,167	7,289	10,529	13,602	14,879	2,017	2,597	2,829	3,087
연료유류비	3,296	3,183	1,247	1,800	4,007	4,355	4,341	663	1,014	1,171	1,159
항공유단가(\$/bbl)	83.0	75.4	46.1	73.8	124.1	113.2	110.5	107.5	142.2	128.8	118.1
항공유사용량(kbbI)	32,465	32,746	19,991	19,421	21,810	28,954	31,532	5,131	5,144	5,398	6,138
인건비	2,069	2,122	1,647	1,693	2,112	1,981	2,292	413	519	515	664
영업이익	698	205	238	1,464	2,884	1,154	1,201	788	736	839	520
영업이익률(%)	5.5	1.7	3.2	16.7	21.5	7.8	7.5	28.1	22.1	22.9	14.4

주: 대한항공 별도 실적 기준

자료: 대한항공, 한화투자증권 리서치센터 추정



대한항공 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	7,611	9,017	14,097	16,313	17,692
매출총이익	760	2,105	4,008	4,507	4,888
영업이익	107	1,418	2,831	1,442	1,502
EBITDA	2,076	3,113	4,444	3,042	3,039
순이자손익	-467	-315	-176	50	84
외화관련손익	285	-385	-283	141	112
지분법손익	-1	0	-1	0	0
세전계속사업손익	-936	843	2,562	1,561	1,645
당기순이익	-230	579	1,732	1,044	1,100
지배주주순이익	-212	578	1,761	1,006	1,054
증가율(%)					
매출액	-38.5	18.5	56.3	15.7	8.5
영업이익	-39.1	1,221.2	99.6	-49.1	4.1
EBITDA	-8.1	49.9	42.7	-31.5	-0.1
순이익	적지	흑전	199.2	-39.7	5.4
이익률(%)					
매출총이익률	10.0	23.3	28.4	27.6	27.6
영업이익률	1.4	15.7	20.1	8.8	8.5
EBITDA이익률	27.3	34.5	31.5	18.7	17.2
세전이익률	-12.3	9.4	18.2	9.6	9.3
순이익률	-3.0	6.4	12.3	6.4	6.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	4,003	6,641	9,809	10,786	10,606
현금성자산	1,961	4,261	7,545	8,393	8,043
매출채권	806	1,127	1,272	1,347	1,448
재고자산	551	597	720	763	820
비유동자산	21,188	20,031	20,695	20,191	19,838
투자자산	2,437	2,841	3,408	3,522	3,641
유형자산	18,482	16,914	16,467	15,868	15,412
무형자산	268	276	820	801	785
자산총계	25,190	26,672	30,504	30,977	30,444
유동부채	7,988	8,445	8,721	8,141	7,283
매입채무	833	949	1,253	1,327	1,426
유동성이자부채	5,871	5,365	3,868	3,050	2,416
비유동부채	13,891	11,361	13,051	13,182	12,730
비유동이자부채	9,805	7,151	9,433	9,399	9,271
부채총계	21,878	19,806	21,772	21,324	20,013
자본금	877	1,745	1,847	1,847	1,847
자본잉여금	1,519	3,948	4,146	4,146	4,146
이익잉여금	-523	110	1,902	2,887	3,663
자본조정	1,334	951	651	651	651
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	3,312	6,866	8,732	9,654	10,431



대한항공 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금흐름	1,377	3,514	6,167	2,676	1,761
당기순이익	-230	579	1,732	1,044	1,100
자산상각비	1,969	1,695	1,613	1,600	1,537
운전자본증감	-940	48	1,239	109	-394
매출채권 감소(증가)	35	-305	-65	-75	-101
재고자산 감소(증가)	79	-38	-115	-43	-57
매입채무 증가(감소)	-113	43	189	74	100
투자현금흐름	-3	-2,445	-2,724	-1,294	-1,390
유형자산처분(취득)	-571	-304	-612	-969	-1,051
무형자산 감소(증가)	-5	-5	-4	-13	-14
투자자산 감소(증가)	-66	-2,402	-1,790	-198	-206
재무현금흐름	-858	-1,211	-1,992	-732	-927
차입금의 증가(감소)	-2,240	-2,945	-1,626	-710	-650
자본의 증가(감소)	1,058	2,535	0	-21	-277
배당금의 지급	-61	-18	0	-21	-277
총현금흐름	2,270	3,409	5,221	2,567	2,155
(-)운전자본증가(감소)	1,611	-624	-1,889	-109	394
(-)설비투자	611	343	644	969	1,051
(+)자산매각	34	34	27	-13	-14
Free Cash Flow	82	3,724	6,493	1,694	696
(-)기타투자	-1,311	310	968	114	119
잉여현금	1,393	3,414	5,525	1,580	577
NOPLAT	78	973	1,914	965	1,005
(+) Dep	1,969	1,695	1,613	1,600	1,537
(-)운전자본투자	1,611	-624	-1,889	-109	394
(-)Capex	611	343	644	969	1,051
OpFCF	-175	2,950	4,772	1,705	1,097

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-938	1,661	4,782	2,728	2,860
BPS	18,289	19,356	23,305	25,802	27,906
DPS	0	0	750	750	750
CFPS	10,014	9,770	14,137	6,950	5,836
ROA(%)	-0.8	2.2	6.2	3.3	3.4
ROE(%)	-7.2	11.6	22.9	11.1	10.6
ROIC(%)	0.5	6.3	13.5	7.1	7.6
Multiples(x,%)					
PER	-22.5	17.7	4.8	8.4	8.1
PBR	1.2	1.5	1.0	0.9	0.8
PSR	0.6	1.1	0.6	0.5	0.5
PCR	2.1	3.0	1.6	3.3	3.9
EV/EBITDA	8.9	5.9	3.2	4.1	4.0
배당수익률	n/a	n/a	3.2	3.3	3.3
안정성(%)					
부채비율	660.6	288.5	249.3	220.9	191.9
Net debt/Equity	414.1	120.2	65.9	42.0	34.9
Net debt/EBITDA	660.5	265.1	129.5	133.3	119.9
유동비율	50.1	78.6	112.5	132.5	145.6
이자보상배율(배)	0.2	3.6	7.1	3.4	3.8
자산구조(%)					
투기자본	79.0	67.1	55.9	52.4	53.6
현금+투자자산	21.0	32.9	44.1	47.6	46.4
자본구조(%)					
차입금	82.6	64.6	60.4	56.3	52.8
자기자본	17.4	35.4	39.6	43.7	47.2



제주항공 (089590) 우리의 전망이 빛나가려면

[한화리서치센터]

Hold(유지)

목표주가: 16,000원(유지)

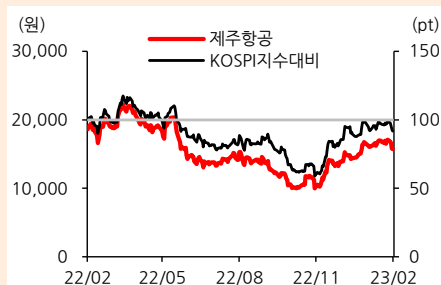
Stock Data

현재 주가(2/27)	16,180원
상승여력	-1.1%
시가총액	12,458억원
발행주식수	76,994천주
52주 최고가/최저가	22,264/9,970원
90일 일평균 거래대금	119.09억원
외국인 지분율	3.1%

주주 구성

AK홀딩스 (외 3인)	51.6%
국민연금공단 (외 1인)	6.0%
제주항공우리사주 (외 1인)	2.2%

Stock Price



우리의 전망이 빛나가려면

- 동사는 4분기 매출액과 영업이익 각각 2,994억원, 영업이익 187억원을 기록. 영업이익 기준 한화 추정치 약 90억원을 큰 폭 상회하는 호실적
- 일본 노선 수요 빠른 회복과 동사의 다소 공격적인 공급 확대 전략의 아귀가 맞아 들어가며 큰 폭의 실적 개선 시현. 1분기에는 일본에 더해 동남아 노선까지 회복해 실적은 4분기보다 좋을 전망
- 그러나 4월부터 항공 비자유화 지역인 중국 노선 운항 재개시 국제선 L/F 하락할 것. 또한 경기가 부진한 가운데 비수기인 2분기로 접어드는 4월부터 “18-19년 수준을 뛰어넘는” 수요가 올라오기는 힘들 전망
- 결국 이런 모든 비관적 전망이 빛나가려면, 1)중국 노선의 레저 여객 수요 강세 와 2)경기 부진에도 불구하고 2분기에 팬데믹 이전 수준을 상회하는 여객 수요가 확인되어야 함

투자 의견 Hold 유지, 목표주가 16,000원 유지

- 동사에 대한 투자 의견 Hold, 목표주가 16,000원을 기존대로 유지. 목표 시총은 1.4조원이며, 시가총액이 1조원 밑으로 내려갔을 때 Trading 관점 접근 추천
- 2월 말까지 여객 실적의 가파른 회복은 이미 주가에 선반영. 또한 연간으로 '18-'19년 수준 회복까지 눈높이가 높아져 있음. 따라서 급격한 경기 회복 등 수요가 팬데믹 이전 수준을 큰 폭 상회하지 않는 이상 목표 시총 상향 조정은 어려울 것

재무정보	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	377	273	703	1,702	1,845
영업이익	-336	-317	-178	76	81
EBITDA	-161	-191	-49	207	247
지배주주순이익	-306	-272	-172	56	58
EPS	-6,340	-4,559	-2,753	703	708
순차입금	534	384	279	232	250
PER	-2.4	-3.5	-4.8	23.0	22.9
PBR	2.7	4.3	3.4	3.8	3.3
EV/EBITDA	-7.7	-6.6	-26.3	7.1	6.0
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-113.1	-135.8	-70.8	17.2	15.4

자료: 한화투자증권 리서치센터



제주항공 (089590) 우리의 전망이 빛나가려면

[한화리서치센터]

(단위: 십억원, mnRPK, mnFTK, kbbi, \$, %)

제주항공 실적 추이 및 전망											
	2018	2019	2020	2021	2022P	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P
매출액	1,259	1,384	377	273	703	1,702	1,845	81	126	196	300
국내선	224	231	143	219	376	379	334	67	113	109	86
ASK(mn)	2,369	2,500	2,432	3,369	3,406	2,785	2,521	885	874	848	799
RPK(mn)	2,227	2,348	2,051	3,000	3,132	2,618	2,369	781	826	782	743
L/F(%)	94.0	93.9	84.3	89.0	92.0	94.0	94.0	88.2	94.5	92.2	93.0
Yield(원/RPK)	100.6	98.2	69.6	73.0	120.2	144.9	141.1	86.3	137.4	140.0	116.0
국제선	934	1,026	173	15	301	1,271	1,425	5	16	78	201
ASK(mn)	17,756	22,740	4,139	221	4,998	19,782	23,634	80	235	1,363	3,320
RPK(mn)	15,468	19,206	2,802	89	3,944	17,491	20,930	36	167	1,027	2,714
L/F(%)	87.1	84.5	67.7	40.5	78.9	88.4	88.6	44.1	71.4	75.3	81.7
Yield(원/RPK)	60.4	53.4	61.7	166.8	76.4	72.6	68.1	154.0	96.0	76.4	74.2
기타	102	127	61	39	25	52	86	8	-3	8	12
영업비용	1,158	1,417	713	590	881	1,626	1,764	160	182	257	281
연료유류비	339	403	95	76	251	500	526	25	40	78	108
항공유단가(\$/bbi)	83.0	75.4	46.1	73.8	124.1	113.2	110.5	107.5	142.2	128.8	118.1
항공유사용량(kbbi)	3,133	3,930	1,150	722	1,400	3,573	4,094	188	189	352	672
인건비	195	245	161	133	160	242	249	36	35	41	48
영업이익	101	-33	-336	-317	-178	76	81	-79	-56	-62	18
영업이익률(%)	8.0	-2.4	-89.1	-116.1	-25.3	4.4	4.4	-97.2	-44.2	-31.5	6.1

자료: 제주항공, 한화투자증권 리서치센터 추정



제주항공 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	377	273	703	1,702	1,845
매출총이익	-231	-227	-62	286	309
영업이익	-336	-317	-178	76	81
EBITDA	-161	-191	-49	207	247
순이자손익	-22	-22	-24	-22	-21
외화관련손익	25	-30	-18	15	12
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-405	-355	-215	73	76
당기순이익	-306	-272	-172	56	58
지배주주순이익	-306	-272	-172	56	58
증가율(%)					
매출액	-72.8	-27.6	157.3	142.2	8.4
영업이익	적지	적지	적지	흑전	7.5
EBITDA	적전	적지	적지	흑전	19.2
순이익	적지	적지	적지	흑전	4.0
이익률(%)					
매출총이익률	-61.1	-83.2	-8.9	16.8	16.8
영업이익률	-89.1	-116.1	-25.3	4.4	4.4
EBITDA이익률	-42.8	-69.9	-7.0	12.2	13.4
세전이익률	-107.4	-129.9	-30.5	4.3	4.1
순이익률	-81.3	-99.7	-24.5	3.3	3.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	300	391	543	406	261
현금성자산	103	297	381	225	81
매출채권	79	66	34	38	33
재고자산	15	13	27	38	38
비유동자산	868	876	992	1,016	1,087
투자자산	584	592	645	711	860
유형자산	262	249	322	287	215
무형자산	22	34	25	18	12
자산총계	1,169	1,267	1,535	1,422	1,348
유동부채	459	488	663	691	675
매입채무	63	84	172	181	202
유동성이자부채	292	280	284	279	275
비유동부채	493	594	570	380	267
비유동이자부채	344	401	376	178	56
부채총계	952	1,083	1,234	1,072	942
자본금	192	50	77	83	83
자본잉여금	178	373	563	634	634
이익잉여금	-197	-311	-490	-439	-384
자본조정	43	73	-3	-3	-3
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
자본총계	217	184	301	350	405



제주항공 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금흐름	-286	-84	45	187	202
당기순이익	-306	-272	-172	56	58
자산상각비	175	126	129	132	166
운전자본증감	-160	-11	47	14	-11
매출채권 감소(증가)	13	4	45	-4	5
재고자산 감소(증가)	2	2	-14	-11	0
매입채무 증가(감소)	-84	19	90	9	20
투자현금흐름	95	63	-148	-89	-89
유형자산처분(취득)	-17	-24	-119	-89	-89
무형자산 감소(증가)	-2	-2	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	262	214	150	-82	-153
차입금의 증가(감소)	66	-20	-131	-121	-121
자본의 증가(감소)	149	204	290	71	-3
배당금의 지급	0	-1	-6	-6	-3
총현금흐름	-129	-65	8	173	213
(-)운전자본증가(감소)	43	-145	-103	-14	11
(-)설비투자	17	24	119	89	89
(+)자산매각	-2	-2	0	0	0
Free Cash Flow	-191	54	-8	98	113
(-)기타투자	3	67	85	0	0
잉여현금	-194	-13	-93	98	113
NOPLAT	-243	-230	-129	58	62
(+) Dep	175	126	129	132	166
(-)운전자본투자	43	-145	-103	-14	11
(-)Capex	17	24	119	89	89
OpFCF	-129	17	-16	115	128

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-6,340	-4,559	-2,753	703	708
BPS	5,632	3,700	3,915	4,241	4,914
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-2,666	-1,088	131	2,164	2,576
ROA(%)	-23.3	-22.4	-12.3	3.8	4.2
ROE(%)	-113.1	-135.8	-70.8	17.2	15.4
ROIC(%)	-30.6	-34.9	-22.9	10.3	10.4
Multiples(x,%)					
PER	-2.4	-3.5	-4.8	23.0	22.9
PBR	2.7	4.3	3.4	3.8	3.3
PSR	2.0	3.5	1.2	0.8	0.7
PCR	-5.8	-14.7	100.4	7.5	6.3
EV/EBITDA	-7.7	-6.6	-26.3	7.1	6.0
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	439.0	588.1	409.2	306.3	232.4
Net debt/Equity	246.1	208.6	92.5	66.3	61.7
Net debt/EBITDA	-330.9	-201.2	-565.7	111.8	101.1
유동비율	65.5	80.0	81.8	58.7	38.7
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	2.8	3.1
자산구조(%)					
투기자본	52.2	38.9	35.3	37.5	40.3
현금+투자자산	47.8	61.1	64.7	62.5	59.7
자본구조(%)					
차입금	74.6	78.7	68.6	56.6	45.0
자기자본	25.4	21.3	31.4	43.4	55.0



진에어 (272450) 난기류 예상

[한화리서치센터]

Hold(유지)

목표주가: 17,500원(유지)

Stock Data

현재 주가(2/27)	16,630원
상승여력	▲ 5.2%
시가총액	8,681억원
발행주식수	52,200천주
52주 최고가/최저가	21,000/12,000원
90일 일평균 거래대금	50.65억원
외국인 지분율	2.6%

주주 구성

대한항공 (외 2인)	54.9%
국민연금공단 (외 1인)	10.1%
진에어우리사주 (외 1인)	3.9%

Stock Price



난기류 예상

- 동사는 4분기 매출액과 영업이익 각각 2,256억원, 영업이익 117억원을 기록. 영업이익 기준 한화 추정치 -70억원을 큰 폭 상회하는 호실적
- 일본 노선의 빠른 수요 회복이 이뤄지는 가운데 기존에 보유하고 있던 대형기인 B777 기종을 해당 노선에 배치하면서 효율적인 운항 이어가는 중. 12월부터 수요가 강하게 올라오고 있는 동남아 노선에도 해당 기종 배치하면서 경쟁사 대비 효율적인 영업 전략 구사
- 그러나 4월부터 항공 비자유화 지역인 중국 노선 운항 재개시 국제선 L/F 하락할 것. 또한 경기가 부진한 가운데 비수기인 2분기로 접어드는 4월부터 “18-19년 수준을 뛰어넘는” 수요가 올라오기는 힘들 전망

투자 의견 Hold 유지, 목표주가 17,500원 유지

- 동사에 대한 투자 의견 Hold, 목표주가 17,500원을 기존대로 유지. 목표 시총은 9,500원이며, 시가총액이 6,500억원 밑으로 내려갔을 때 Trading 관점 접근 추천
- 2월 말까지 여객 실적의 가파른 회복은 이미 주가에 선반영. 또한 연간으로 '18-'19년 수준 회복까지 눈높이가 높아져 있음. 따라서 급격한 경기 회복 등 수요가 팬데믹 이전 수준을 큰 폭 상회하지 않는 이상 목표 시총 상향 조정은 어려울 것

(단위: 십억 원, 원, 배, %)

재무정보	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	272	247	593	1,133	1,156
영업이익	-185	-185	-67	87	75
EBITDA	-69	-88	31	171	146
지배주주순이익	-190	-134	-45	86	76
EPS	-4,078	-2,559	-877	1,670	1,469
순차입금	222	160	91	-6	-109
PER	-3.2	-6.5	-18.9	10.0	11.3
PBR	6.0	5.0	7.4	7.3	4.5
EV/EBITDA	-12.0	-11.7	31.3	5.0	5.2
배당수익률(%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	-131.4	-98.6	-31.3	73.0	48.2

자료: 한화투자증권 리서치센터



진에어 [272450] 난기류 예상

[한화리서치센터]

(단위: 십억원, mnRPK, mnFTK, kbbi, \$, %)

진에어 실적 추이 및 전망											
	2018	2019	2020	2021	2022P	2023E	2024E	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P
매출액	1,011	910	272	246	593	1,133	1,156	68	126	175	225
국내선	167	171	124	214	384	338	241	61	100	102	121
ASK(mn)	1,466	1,504	1,729	2,600	2,646	2,090	1,654	629	683	664	670
RPK(mn)	1,365	1,395	1,332	2,095	2,230	1,947	1,535	494	602	557	577
L/F(%)	84.9	84.9	70.2	77.3	81.2	85.5	85.0	78.5	88.1	83.9	86.0
Yield(원/RPK)	74.8	67.6	79.0	104.6	115.0	91.1	82.4	122.5	165.8	183.7	209.8
국제선	784	675	116	13	173	734	844	2	19	61	91
ASK(mn)	13,515	13,227	2,609	205	3,311	11,684	13,850	36	282	1,031	1,962
RPK(mn)	11,358	11,117	1,712	74	2,606	9,827	11,643	14	205	778	1,609
L/F(%)	84.0	84.0	65.6	36.1	78.7	84.1	84.1	38.9	72.7	75.5	82.0
Yield(원/RPK)	69.0	60.7	68.0	173.6	66.3	74.7	72.5	154.6	93.9	77.9	56.3
기타	43	41	21	16	30	46	55	4	6	10	10
영업비용	948	959	456	432	660	1,046	1,081	114	141	192	213
연료유류비	297	278	76	77	237	393	394	24	47	75	92
항공유단가(\$/bbl)	83.0	75.4	46.1	73.8	124.1	113.2	110.5	107.5	142.2	128.8	118.1
항공유사용량(kbbi)	3,032	2,844	1,013	848	1,264	2,806	3,061	225	257	208	574
인건비	133	141	108	99	122	160	159	27	24	31	40
영업이익	63	-49	-185	-185	-67	87	75	-46	-15	-17	12
영업이익률(%)	6.2	-5.4	-68.0	-75.3	-11.3	7.7	6.5	-68.7	-11.9	-10.0	5.2

자료: 진에어, 한화투자증권 리서치센터 추정



진에어 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	272	247	593	1,133	1,156
매출총이익	-146	-145	-7	195	185
영업이익	-185	-185	-67	87	75
EBITDA	-69	-88	31	171	146
순이자손익	-12	-13	-14	-12	-10
외화관련손익	23	-23	-13	12	9
지분법손익	0	0	0	1	1
세전계속사업손익	-178	-221	-89	105	92
당기순이익	-190	-134	-45	86	76
지배주주순이익	-190	-134	-45	86	76
증가율(%)					
매출액	-70.1	-9.0	140.0	90.9	2.0
영업이익	적지	적지	적지	흑전	-14.2
EBITDA	적전	적지	흑전	458.6	-14.4
순이익	적지	적지	적지	흑전	-12.0
이익률(%)					
매출총이익률	-53.6	-58.7	-1.1	17.3	16.0
영업이익률	-68.0	-74.9	-11.3	7.7	6.5
EBITDA이익률	-25.5	-35.6	5.2	15.1	12.7
세전이익률	-65.5	-89.4	-15.0	9.2	8.0
순이익률	-70.1	-54.0	-7.6	7.6	6.6

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	161	194	263	221	204
현금성자산	149	186	217	171	165
매출채권	4	3	41	44	33
재고자산	1	1	2	2	2
비유동자산	395	407	415	362	321
투자자산	390	404	413	361	324
유형자산	2	1	-1	-2	-5
무형자산	4	3	2	2	2
자산총계	557	602	678	582	525
유동부채	188	201	374	357	316
매입채무	57	54	117	151	160
유동성이자부채	125	132	134	73	58
비유동부채	271	228	188	107	14
비유동이자부채	245	213	173	92	-2
부채총계	459	429	562	463	330
자본금	45	52	52	52	52
자본잉여금	181	297	297	297	297
이익잉여금	-117	-241	-284	-219	-144
자본조정	-10	64	-10	-10	-10
자기주식	-10	-10	-10	-10	-10
자본총계	98	173	116	119	195





진에어 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업현금흐름	-172	-74	175	198	124
당기순이익	-190	-134	-45	86	76
자산상각비	115	97	98	84	72
운전자본증감	-121	5	130	40	-14
매출채권 감소(증가)	23	0	-31	-3	11
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 증가(감소)	-6	1	47	34	9
투자현금흐름	122	-22	128	-1	-1
유형자산처분(취득)	0	0	0	0	0
무형자산 감소(증가)	0	0	-1	-2	-2
투자자산 감소(증가)	127	-22	129	0	0
재무현금흐름	18	108	-193	-194	-124
차입금의 증가(감소)	-65	-73	-99	-139	-113
자본의 증가(감소)	101	122	-4	-21	0
배당금의 지급	0	-1	-4	-21	0
총현금흐름	-60	-79	44	158	138
(-)운전자본증가(감소)	115	-10	-134	-40	14
(-)설비투자	0	0	0	0	0
(+)자산매각	0	0	-1	-2	-2
Free Cash Flow	-175	-69	177	196	122
(-)기타투자	11	5	4	0	0
잉여현금	-186	-75	173	196	123
NOPLAT	-134	-134	-49	71	61
(+) Dep	115	97	98	84	72
(-)운전자본투자	115	-10	-134	-40	14
(-)Capex	0	0	0	0	0
OpFCF	-133	-27	183	195	119

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2020	2021	2022P	2023E	2024E
주당지표					
EPS	-4,078	-2,559	-877	1,670	1,469
BPS	2,181	3,309	2,231	2,284	3,734
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-1,286	-1,517	845	3,022	2,638
ROA(%)	-30.2	-23.1	-7.1	13.7	13.7
ROE(%)	-131.4	-98.6	-31.3	73.0	48.2
ROIC(%)	-54.8	-41.6	-18.3	45.5	63.7
Multiples(x,%)					
PER	-3.2	-6.5	-18.9	10.0	11.3
PBR	6.0	5.0	7.4	7.3	4.5
PSR	2.2	3.5	1.5	0.8	0.8
PCR	-10.1	-11.0	19.6	5.5	6.3
EV/EBITDA	-12.0	-11.7	31.3	5.0	5.2
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	467.2	248.2	482.2	388.6	169.4
Net debt/Equity	226.1	92.4	77.7	-4.8	-55.9
Net debt/EBITDA	-320.3	-181.1	295.8	-3.3	-74.5
유동비율	86.0	96.8	70.4	61.9	64.5
이자보상배율(배)	n/a	n/a	n/a	6.7	7.1
자산구조(%)					
투기자본	37.1	35.8	24.4	17.2	14.4
현금+투자자산	62.9	64.2	75.6	82.8	85.6
자본구조(%)					
차입금	79.1	66.6	72.5	58.0	22.3
자기자본	20.9	33.4	27.5	42.0	77.7



글로벌텍스프리 (204620) 글로벌 리오프닝 최대 수혜

[한화리서치센터]

Not Rated

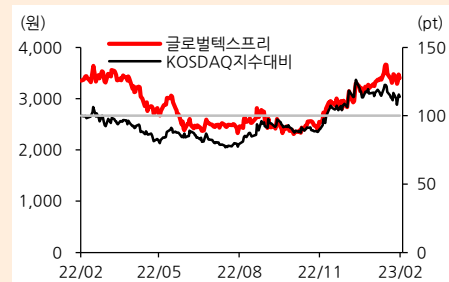
Stock Data

현재 주가(2/27)	3,330원
상승여력	-
시가총액	1,827억원
발행주식수	54,878천주
52주 최고가/최저가	3,665/2,310원
90일 일평균 거래대금	25.98억원
외국인 지분율	4.8%

주주 구성

문양근 (외 8인)	20.4%
이엔코퍼레이션 (외 3인)	11.2%
프리미어성장전략엔에이사 모투자합자회사 (외 1인)	6.5%

Stock Price



국내 최대 세금환급(Tax Refund) 대행 업체

- 당사는 세금환급(Tax Refund) 대행사업자로 사후 면세점(Tax-free Shop)에서 구매한 물품에 대해 내국세 환급 대행 서비스를 제공. 외국인 관광객을 대상으로 하며 환급금의 일정비율(30%)을 수수료로 수취. 국내 M/S 65% 수준
- 싱가포르, 프랑스 등 해외에서도 환급창구 운영 중. 리오프닝 효과로 국내를 비롯, 해외 자회사 실적 회복이 본격화 되는 상황

우호적 영업 환경 조성 속 투자포인트 확립

- 리오프닝과 외국인 관광객 입국자수 점증: 코로나19로 급감했던 외국인 입국자수는 위드코로나 확산으로 회복세 진입
- 중국의 귀환: 중국의 리오프닝과 정부의 중국발 입국자 방역조치 완화로 중국인 관광객 수 증가 전망. 팬데믹 이전인 2019년 기준 중국인은 전체 입국자수의 34%, 동사 수수료 매출액의 52% 차지. 중국인 관광객 귀환은 실적 가속화 요인
- 오히려 좋은 인플레이션: 물가 상승 따른 제품 평균가격 상승 속 원화 약세로 외국인 구매력 ↑, 즉시환급 한도 또한 증액

2023년 턴어라운드 + 최대 실적, 2024년 실적 기대치 ↑

- 올해 실적은 중국인 관광객 회복 속도가 중요. 19년 PER 22.2배 적용 시 현재 시가총액(전환사채 포함)에 내재된 23F 지배주주 순이익은 82억원. 이는 올해 달성 가능한 수준으로 예상. 24년은 여행 정상화 예상되어 실적 기대치를 높일 필요

(단위: 십억 원, 원, 배,%)

재무정보	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	33	42	60	10	38
영업이익	1	1	7	-11	-14
EBITDA	3	3	12	-6	-8
지배주주순이익	-2	8	6	-6	-26
EPS	-65	225	156	-142	-531
순차입금	-45	-55	-42	-30	-15
PER	-	15.5	24.0	-	-
PBR	6.5	0.9	1.9	1.7	1.9
EV/EBITDA	42.3	23.8	8.2	-	-
배당수익률(%)	-	-	-	-	-
ROE	-4.2	12.1	7.9	-7.7	-35.3

자료: 한화투자증권 리서치센터

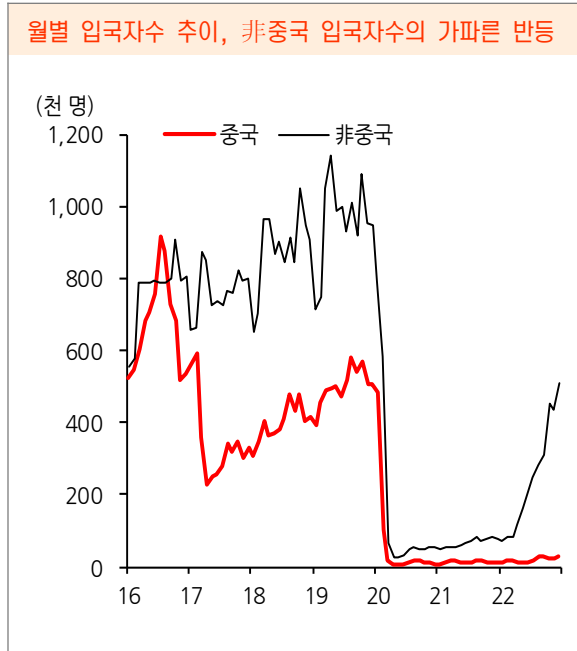


글로벌텍스프리 (204620) 글로벌 리오프닝 최대 수혜

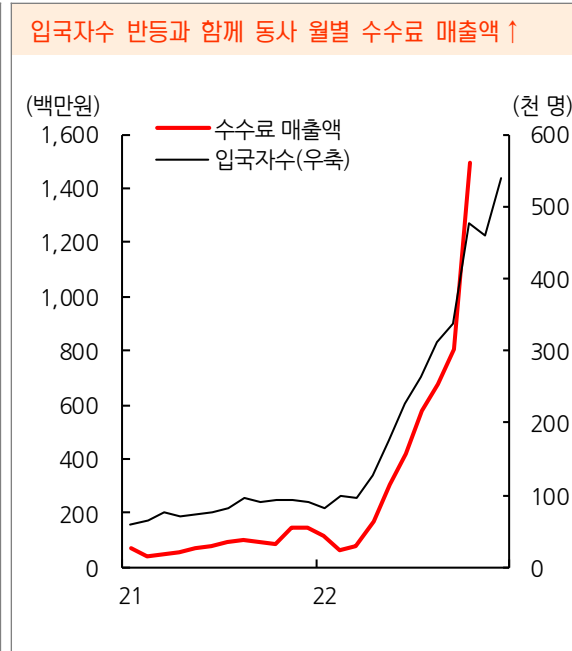
[한화리서치센터]

❖ 오히려 좋은 인플레이션 환경

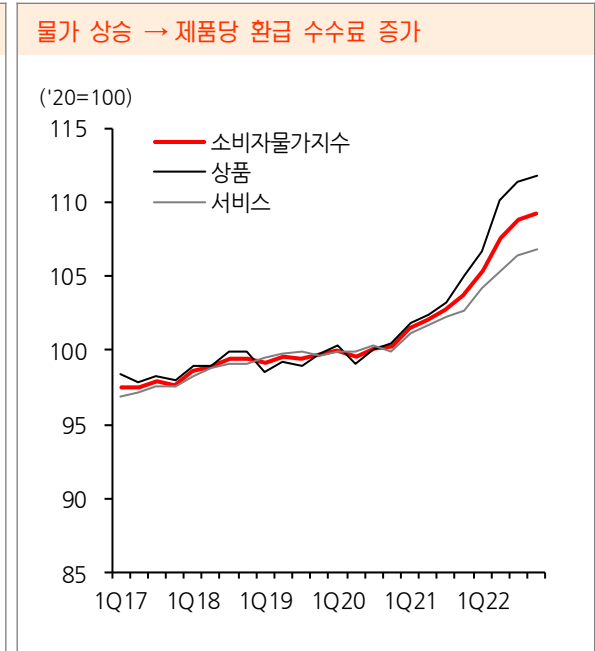
- 당사는 환급금의 일정 비율을 수수료로 수취하는 만큼, 제품의 평균 가격이 상승할수록 수수료는 증가
- 인플레이션 환경 속 물가 상승에 따른 매출액 상승 효과 기대 가능하다는 판단. 원화 약세 따른 외국인 관광객의 구매력 상승도 우호적
- 정부는 코로나19 기간 즉시환급 한도를 1건당 50만원, 1인당 250만원으로 상향(기존 30만원, 100만원) → 1인당 기대 매출액 상단 ↑
- 2022년 10월 非중국인 수수료 매출액은 13억원으로 19년 월 평균치인 18억원의 74%까지 회복. 반면, 동기간 입국자수 회복률은 47%



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터



자료: 통계청, 글로벌텍스프리, 한화투자증권 리서치센터



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터



글로벌텍스프리 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	33	42	60	10	38
매출총이익	33	42	60	10	38
영업이익	1	1	7	-11	-14
EBITDA	3	3	12	-6	-8
순이자손익	0	0	-2	-2	0
외화관련손익	0	0	1	0	1
지분법손익	0	2	0	0	0
세전계속사업손익	-1	11	8	-6	-25
당기순이익	-2	8	6	-5	-25
지배주주순이익	-2	8	6	-6	-26
증가율(%)					
매출액	-19.9	26.0	43.9	-83.0	274.6
영업이익	-89.7	-13.9	895.3	적전	적지
EBITDA	-70.4	14.2	283.8	적전	적지
순이익	적전	흑전	-30.6	적전	적지
이익률(%)					
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률	2.5	1.7	11.6	-112.2	-36.1
EBITDA이익률	8.2	7.5	19.9	-59.0	-21.7
세전이익률	-4.2	26.3	12.7	-57.9	-66.0
순이익률	-7.2	20.1	9.7	-53.7	-66.1

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	61	99	102	52	80
현금성자산	46	80	75	44	39
매출채권	13	18	25	4	10
채고자산	0	0	0	2	1
비유동자산	15	13	25	54	50
투자자산	9	6	8	32	26
유형자산	4	3	8	5	3
무형자산	3	4	9	17	21
자산총계	76	112	127	106	130
유동부채	8	10	21	20	38
매입채무	7	9	15	8	12
유동성이자부채	0	0	4	12	22
비유동부채	4	28	33	5	5
비유동이자부채	1	25	29	3	1
부채총계	12	38	54	26	43
자본금	10	10	19	19	24
자본잉여금	61	62	54	57	78
이익잉여금	5	14	19	14	-12
자본조정	-12	-12	-19	-20	-14
자기주식	-12	-12	-16	-16	-3
자본총계	64	74	73	81	87





글로벌텍스프리 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021
영업현금흐름	2	1	9	4	-8
당기순이익	-2	8	6	-5	-25
자산상각비	2	2	5	5	6
운전자본증감	0	-3	-4	11	-3
매출채권 감소(증가)	1	-4	-7	24	-5
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0	1
매입채무 증가(감소)	0	1	2	-9	1
투자현금흐름	2	3	-9	-19	-27
유형자산처분(취득)	-1	-1	-1	0	0
무형자산 감소(증가)	-1	-3	-1	0	-1
투자자산 감소(증가)	11	9	-5	-14	-18
재무현금흐름	-8	30	-6	-15	30
차입금의 증가(감소)	0	30	-2	-15	6
자본의 증가(감소)	-12	0	-4	0	27
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총연금흐름	4	3	13	-7	-7
(-)운전자본증가(감소)	1	3	1	-11	26
(-)설비투자	1	1	1	0	0
(+)자산매각	-1	-3	0	0	0
Free Cash Flow	1	-3	10	4	-34
(-)기타투자	6	3	6	4	-14
잉여현금	-5	-6	5	0	-20
NOPLAT	1	1	5	-8	-10
(+) Dep	2	2	5	5	6
(-)운전자본투자	1	3	1	-11	26
(-)Capex	1	1	1	0	0
OpFCF	1	0	8	7	-31

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021
주당지표					
EPS	-65	225	156	-142	-531
BPS	670	3,799	1,953	1,823	1,558
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	103	91	336	-171	-153
ROA(%)	-3.1	8.9	4.9	-4.7	-21.9
ROE(%)	-4.2	12.1	7.9	-7.7	-35.3
ROIC(%)	4.2	3.7	25.7	-36.7	-29.8
Multiples(x,%)					
PER	-67.5	15.5	24.0	-22.1	-5.6
PBR	6.5	0.9	1.9	1.7	1.9
PSR	4.8	3.1	2.3	11.9	3.8
PCR	42.6	38.3	11.1	-18.3	-19.3
EV/EBITDA	42.3	23.8	8.2	-15.3	-15.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	18.6	51.7	73.6	31.8	48.8
Net debt/Equity	-70.2	-74.9	-57.7	-36.7	-17.5
Net debt/EBITDA	-1,656.8	-1,788.3	-353.8	492.8	185.5
유동비율	791.3	998.7	495.2	256.2	211.3
이자보상배율(배)	3.3	0.6	2.6	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	18.2	16.0	23.3	20.8	41.8
현금+투자자산	81.8	84.0	76.7	79.2	58.2
자본구조(%)					
차입금	2.1	25.0	31.1	15.4	21.3
자기자본	97.9	75.0	68.9	84.6	78.7



청담글로벌 (362320) 중국 리오프닝도 좋고, B2C 확장도 좋고

[한화리서치센터]

Not Rated

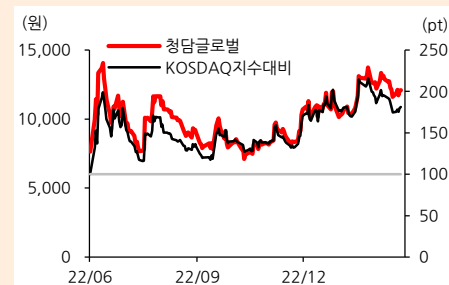
Stock Data

현재 주가(2/27)	11,920원
상승여력	-
시가총액	2,450억원
발행주식수	20,551천주
52주 최고가/최저가	14,050/7,100원
90일 일평균 거래대금	365.89억원
외국인 지분율	0.8%

주주 구성

최석주 (외 2인)	45.2%
아이비케이비엔디블유기 솔금웅2018사모투자합 자회사 (외 1인)	7.4%

Stock Price



중국 리오프닝 추천 맛집

- 2020년 1월, JD.COM 1차 벤더 진입. 납품 할당량 최대 배정 받는 1차 벤더(tier 1)는 총 7개로 동사는 국내 유일
- 2023년 중국의 경제 5대 중점 작업 중 내수 확대가 첫번째. 제로코로나 종료 이후 외부 활동 재개가 정책과 맞물려 화장품 품을 비롯 소비시장 회복 본격화 예상. 동사는 JD.COM 향 매출액 비중 80%(3Q22) 등 대부분의 매출이 중국에서 발생. '중국 소비시장 집중도 高' → 중국 소비 증대될 시 수혜 확실히
- 3Q22 누적 매출액 비중은 화장품 54%, 건기식 18%, 영유아 17%, 바이오비주 11% 등으로 구성
- 화장품 유통의 경우, 국내 브랜드 비중은 7%, 에스티로더, 랑콤 등 글로벌 브랜드 비중이 93%

B2C 사업확장 통한 수익성 제고

- 동사는 B2C 사업확장으로 통해 수익성을 제고시킬 계획. B2C 직구 온라인 플랫폼 '바이슈코', JD.COM 내 화장품물 입점 계획 등 동사가 진행중인 B2C 사업은 B2B 유통 대비 많게는 2배 수준의 GPM 기대 가능
- 자회사 '바이오비주' 성장성에도 주목. 필러, 보톡스 제조/유통 업체로 2021 매출액 87억원 → 3Q22 매출액 169억원을 기록하며 가파른 성장. 중국 매출 비중이 높아 중국 리오프닝도 우호적

(단위: 십억 원, 원, 배, %)

재무정보	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	n/a	n/a	37	77	144
영업이익	n/a	n/a	1	4	10
EBITDA	n/a	n/a	1	4	10
지배주주순이익	n/a	n/a	1	1	6
EPS	n/a	n/a	88	59	382
순차입금	n/a	n/a	3	19	11
PER	n/a	n/a	-	-	-
PBR	n/a	n/a	-	-	-
EV/EBITDA	n/a	n/a	2.6	4.7	1.1
배당수익률(%)	n/a	n/a	-	-	-
ROE	n/a	n/a	-	17.7	38.0

자료: 한화투자증권 리서치센터



청담글로벌 재무제표

[한화리서치센터]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	n/a	n/a	37	77	144
매출총이익	n/a	n/a	4	8	16
영업이익	n/a	n/a	1	4	10
EBITDA	n/a	n/a	1	4	10
순이자손익	n/a	n/a	-1	-2	-3
외화관련손익	n/a	n/a	1	-1	2
지분법손익	n/a	n/a	0	0	0
세전계속사업손익	n/a	n/a	2	1	8
당기순이익	n/a	n/a	1	1	6
지배주주순이익	n/a	n/a	1	1	6
증가율(%)					
매출액	n/a	n/a	n/a	107.9	87.4
영업이익	n/a	n/a	n/a	244.0	165.2
EBITDA	n/a	n/a	n/a	232.8	161.4
순이익	n/a	n/a	n/a	-58.7	1,011.7
이익률(%)					
매출총이익률	n/a	n/a	10.7	9.9	10.9
영업이익률	n/a	n/a	2.9	4.7	6.7
EBITDA이익률	n/a	n/a	3.2	5.2	7.2
세전이익률	n/a	n/a	4.4	1.1	5.6
순이익률	n/a	n/a	3.5	0.7	4.1

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	n/a	n/a	10	22	38
현금성자산	n/a	n/a	2	4	2
매출채권	n/a	n/a	5	15	32
재고자산	n/a	n/a	1	3	3
비유동자산	n/a	n/a	1	8	10
투자자산	n/a	n/a	0	1	1
유형자산	n/a	n/a	1	8	9
무형자산	n/a	n/a	0	0	0
자산총계	n/a	n/a	11	31	48
유동부채	n/a	n/a	2	5	9
매입채무	n/a	n/a	2	3	5
유동성이자부채	n/a	n/a	0	1	2
비유동부채	n/a	n/a	5	21	12
비유동이자부채	n/a	n/a	5	21	12
부채총계	n/a	n/a	8	26	21
자본금	n/a	n/a	1	1	8
자본잉여금	n/a	n/a	0	0	9
이익잉여금	n/a	n/a	3	4	9
자본조정	n/a	n/a	0	0	0
자기주식	n/a	n/a	0	0	0
자본총계	n/a	n/a	4	5	27





청담글로벌 재무제표

[한화리서치센터]

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021
영업현금흐름	n/a	n/a	-3	-7	-3
당기순이익	n/a	n/a	1	0	6
자산상각비	n/a	n/a	0	0	1
운전자본증감	n/a	n/a	-4	-11	-16
매출채권 감소(증가)	n/a	n/a	-1	-12	-17
재고자산 감소(증가)	n/a	n/a	-1	-1	0
매입채무 증가(감소)	n/a	n/a	-1	1	2
투자현금흐름	n/a	n/a	0	-7	-2
유형자산처분(취득)	n/a	n/a	-1	-7	-1
무형자산 감소(증가)	n/a	n/a	0	0	0
투자자산 감소(증가)	n/a	n/a	0	0	0
재무현금흐름	n/a	n/a	5	16	4
차입금의 증가(감소)	n/a	n/a	4	16	0
자본의 증가(감소)	n/a	n/a	0	0	0
배당금의 지급	n/a	n/a	0	0	0
총현금흐름	n/a	n/a	2	4	13
(-)운전자본증가(감소)	n/a	n/a	6	9	13
(-)설비투자	n/a	n/a	1	7	1
(+)자산매각	n/a	n/a	0	0	0
Free Cash Flow	n/a	n/a	-4	-12	-2
(-)기타투자	n/a	n/a	-2	1	3
잉여현금	n/a	n/a	-2	-14	-5
NOPLAT	n/a	n/a	1	2	7
(+) Dep	n/a	n/a	0	0	1
(-)운전자본투자	n/a	n/a	6	9	13
(-)Capex	n/a	n/a	1	7	1
OpFCF	n/a	n/a	-5	-14	-7

주: IFRS 연결 기준

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020	2021
주당지표					
EPS	n/a	n/a	88	59	382
BPS	n/a	n/a	28,558	38,204	1,715
DPS	n/a	n/a	0	0	0
CFPS	n/a	n/a	181	323	846
ROA(%)	n/a	n/a	-	3.4	14.9
ROE(%)	n/a	n/a	-	17.7	38.0
ROIC(%)	n/a	n/a	-	14.6	22.9
Multiples(x,%)	n/a	n/a			
PER	n/a	n/a	-	-	-
PBR	n/a	n/a	-	-	-
PSR	n/a	n/a	-	-	-
PCR	n/a	n/a	-	-	-
EV/EBITDA	n/a	n/a	2.6	4.7	1.1
배당수익률	n/a	n/a	-	-	-
안정성(%)	n/a	n/a			
부채비율	n/a	n/a	192.5	530.1	77.2
Net debt/Equity	n/a	n/a	80.3	379.9	42.0
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	262.6	466.7	109.0
유동비율	n/a	n/a	474.1	460.3	408.7
이자보상배율(배)	n/a	n/a	1.4	2.0	3.6
자산구조(%)	n/a	n/a			
투하자본	n/a	n/a	71.6	85.2	91.7
현금+투자자산	n/a	n/a	28.4	14.8	8.3
자본구조(%)	n/a	n/a			
차입금	n/a	n/a	58.4	81.9	33.3
자기자본	n/a	n/a	41.6	18.1	66.7

Compliance Notices

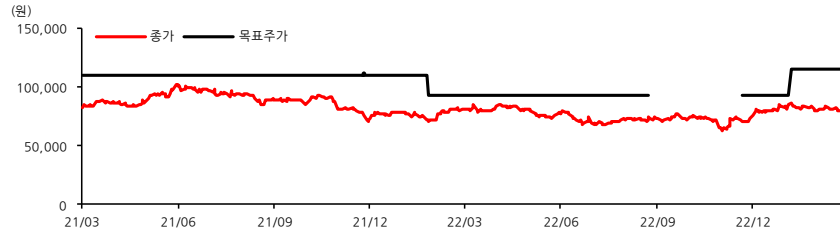
Compliance Notice

(공표일: 2023년 2월 28일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (정정영, 이진협, 한유정, 박수영, 김용호, 배성조, 조정현) 저의 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

호텔신라 (008770)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2021.04.15	2021.05.03	2021.06.25	2021.07.09	2021.08.03
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2021.11.01	2022.01.26	2022.04.27	2022.07.22	2022.11.22	2022.11.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격	110,000	92,000	92,000	92,000	이진협	93,000
일 시	2023.01.09	2023.01.30	2023.02.15	2023.02.28		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	115,000	115,000	115,000	115,000		
일 시						
투자의견						
목표가격						

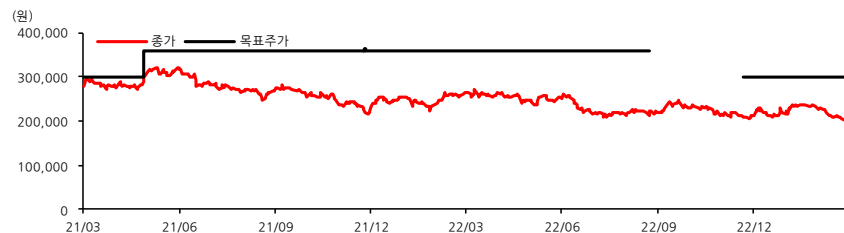
목표주가 변동 내역별 괴리율 (호텔신라)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.03	Buy	110,000	-20.43	-7.73
2022.01.26	Buy	92,000	-18.64	-7.50
2022.11.22	Buy	93,000	-15.83	-8.60
2023.01.09	Buy	115,000		

Compliance Notices

신세계 (004170)



투자의견 변동내역

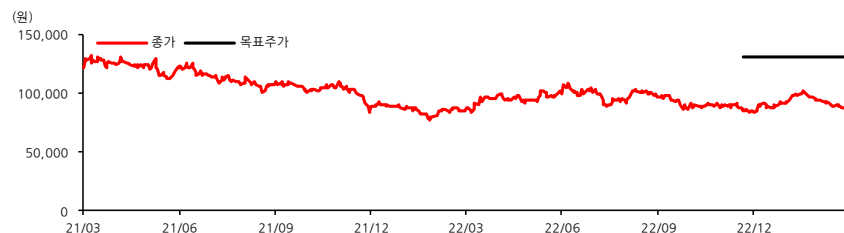
일 시	2016.08.12	2021.04.29	2021.05.13	2021.06.25	2021.07.15	2021.08.13
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2021.10.18	2021.11.10	2022.02.10	2022.04.21	2022.05.12	2022.07.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2022.11.22	2022.11.22	2023.01.09	2023.02.09	2023.02.28	
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	이진협	300,000	300,000	300,000	300,000	
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (신세계)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.29	Buy	360,000	-26.58	-10.56
2022.05.12	Buy	360,000	-36.79	-27.64
2022.11.22	Buy	300,000		

롯데쇼핑 (023530)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2022.11.22	2022.11.22	2023.01.09	2023.02.09	2023.02.15
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		이진협	130,000	130,000	130,000	130,000
일 시	2023.02.28					
투자의견	Buy					
목표가격	130,000					
일 시						
투자의견						
목표가격						

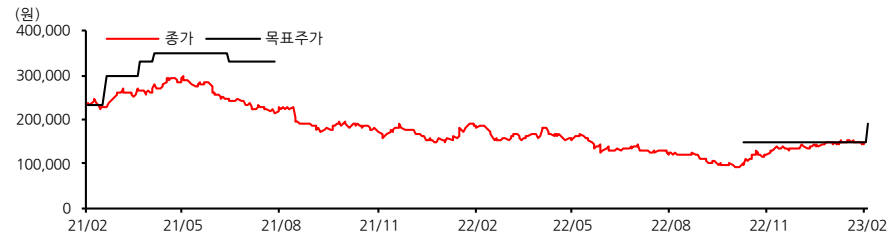
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (롯데쇼핑)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.22	Buy	130,000		

아모레퍼시픽(090430)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2021.03.15	2021.03.29	2021.04.15	2021.04.29	2021.05.18
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		300,000	300,000	330,000	350,000	350,000
일 시	2021.06.08	2021.07.08	2022.11.02	2022.11.02	2022.12.01	2023.02.28
투자의견	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy
목표가격	350,000	330,000	한유정	150,000	150,000	190,000
일 시						
투자의견						
목표가격						
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (아모레퍼시픽)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.03.15	Buy	300,000	-15.52	-9.33
2021.04.15	Buy	330,000	-20.38	-18.18
2021.04.29	Buy	350,000	-21.15	-15.14
2021.07.08	Buy	330,000	-45.92	-25.00
2022.11.02	Buy	150,000	-10.07	2.00
2023.02.28	Buy	190,000		

Compliance Notices

코스맥스(192820)



투자의견 변동내역

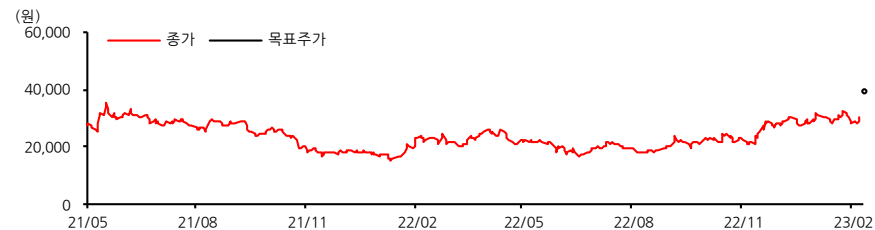
일 시	2021.03.15	2021.03.23	2021.04.19	2021.04.27	2021.05.12	2021.05.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	154,000	154,000	170,000	170,000	170,000	170,000
일 시	2021.06.08	2021.07.08	2022.11.02	2022.11.02	2022.11.21	2023.02.28
투자의견	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy
목표가격	170,000	170,000	한유정	70,000	80,000	110,000
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (코스맥스)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.03.15	Buy	150,957	-21.04	-14.94
2021.04.19	Buy	166,640	-33.89	-15.99
2022.11.02	Buy	70,000	-23.37	-15.00
2022.11.21	Buy	80,000	-9.76	3.50
2023.02.28	Buy	110,000		

씨앤씨인터내셔널(352480)



투자의견 변동내역

일 시	2023.02.28	2023.02.28				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	한유정	40,000				
일 시						
투자의견						
목표가격						
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (씨앤씨인터내셔널)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.02.28	Buy	40,000		

Compliance Notices

JYP Ent. (035900)



투자의견 변동내역

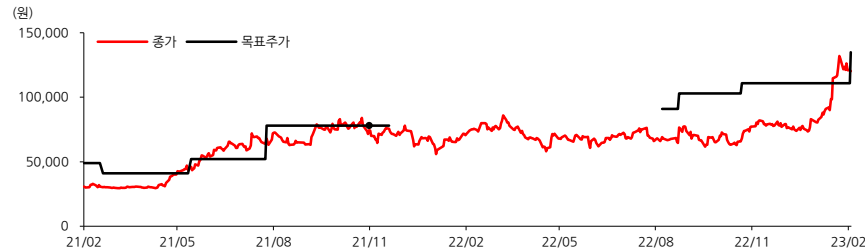
일 시	2016.08.12	2022.08.31	2022.08.31	2022.11.15	2022.11.16	2023.01.17
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		박수영	82,000	85,000	85,000	94,000
일 시	2023.02.28					
투자의견	Buy					
목표가격	100,000					
일 시						
투자의견						
목표가격						
일 시						
투자의견						
목표가격						

목표주가 변동 내역별 괴리율 (JYP Ent.)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.08.31	Buy	82,000	-29.91	-23.17
2022.11.15	Buy	85,000	-24.64	-19.76
2023.01.17	Buy	94,000	-24.02	-18.83
2023.02.28	Buy	100,000		

에스엠(041510)



투자의견 변동내역

일 시	2021.03.15	2021.05.18	2021.06.07	2021.08.18	2021.09.29	2021.10.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	41,000	41,000	52,000	78,000	78,000	78,000
일 시	2022.08.31	2022.08.31	2022.09.16	2022.11.15	2022.11.16	2023.01.17
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	박수영	91,000	103,000	111,000	111,000	111,000
일 시	2023.02.21	2023.02.28				
투자의견	Hold	Hold				
목표가격	111,000	135,000				
일 시						
투자의견						
목표가격						

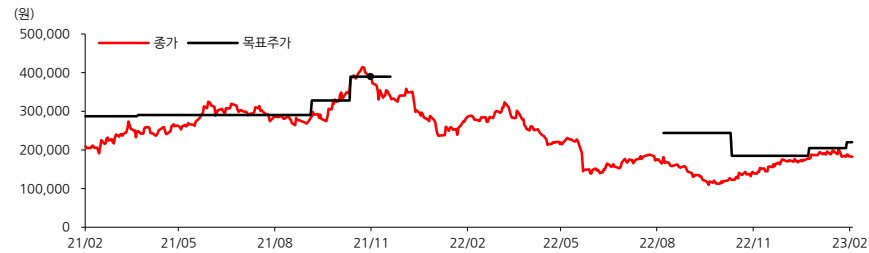
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (에스엔)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.03.15	Buy	41,000	-19.19	14.63
2021.06.07	Buy	52,000	14.14	38.27
2021.08.18	Buy	78,000	-9.15	10.13
2022.08.31	Buy	91,000	-26.20	-23.96
2022.09.16	Buy	103,000	-33.53	-24.85
2022.11.15	Buy	111,000	-22.46	18.83
2023.02.28	Buy	135,000		

하이브(352820)



투자의견 변동내역

일 시	2021.04.05	2021.05.06	2021.06.07	2021.09.29	2021.10.18	2021.11.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	290,000	290,000	290,000	328,000	328,000	390,000
일 시	2022.08.31	2022.08.31	2022.11.04	2022.11.16	2023.01.17	2023.02.22
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	박수영	244,000	185,000	185,000	205,000	220,000
일 시	2023.02.28					
투자의견	Buy					
목표가격	220,000					
일 시						
투자의견						
목표가격						

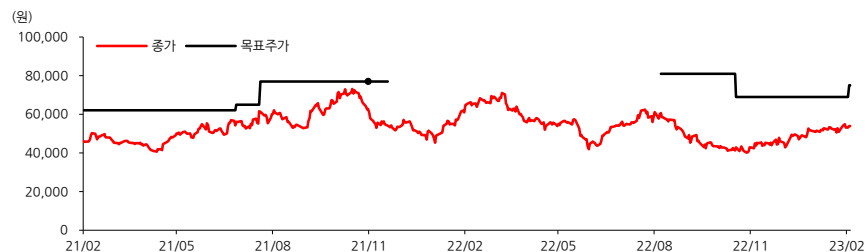
목표주가 변동 내역별 괴리율 (하이브)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.09.29	Buy	328,000	-4.18	8.69
2021.11.05	Buy	390,000	-33.94	6.15
2022.08.31	Buy	244,000	-44.06	-25.61
2022.11.04	Buy	185,000	-16.63	-3.51
2023.01.17	Buy	205,000	-7.48	-1.46
2023.02.22	Buy	220,000		

Compliance Notices

와이지엔터테인먼트 (122870)



투자의견 변동내역

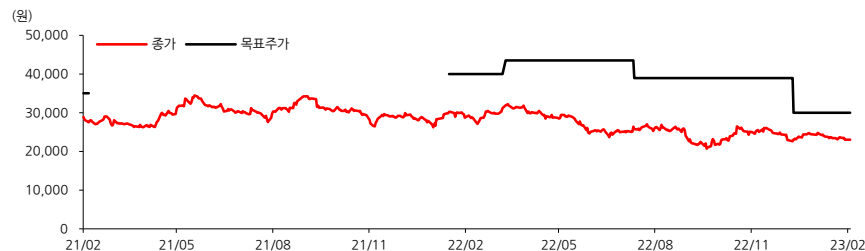
일 시	2021.02.25	2021.05.13	2021.05.18	2021.05.20	2021.05.28	2021.06.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	62,000	62,000	62,000	62,000	62,000	62,000
일 시	2021.07.21	2021.08.13	2021.09.29	2021.10.18	2021.10.26	2022.08.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격	65,000	77,000	77,000	77,000	77,000	박수영
일 시	2022.08.31	2022.09.28	2022.11.11	2022.11.16	2023.01.17	2023.02.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	81,000	81,000	69,000	69,000	69,000	69,000
일 시	2023.02.28					
투자의견	Buy					
목표가격	75,000					

목표주가 변동 내역별 괴리율 (와이지엔터테인먼트)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.07.21	Buy	65,000	-14.68	-5.23
2021.08.13	Buy	77,000	-24.73	-5.06
2022.08.31	Buy	81,000	-41.12	-25.19
2022.11.11	Buy	69,000	-31.02	-20.58
2023.02.28	Buy	75,000		

대한항공(003490)



투자의견 변동내역

일 시	2016.08.12	2022.02.09	2022.02.09	2022.02.23	2022.03.11	2022.04.04
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		박수영	40,000	40,000	40,000	43,500
일 시	2022.04.11	2022.05.06	2022.05.12	2022.05.20	2022.06.10	2022.06.14
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,500	43,500	43,500	43,500	43,500	43,500
일 시	2022.07.08	2022.08.05	2022.09.08	2022.10.21	2022.11.04	2022.12.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	43,500	39,000	39,000	39,000	39,000	39,000
일 시	2023.01.04	2023.02.01	2023.02.08	2023.02.28		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	30,000	30,000	30,000	30,000		

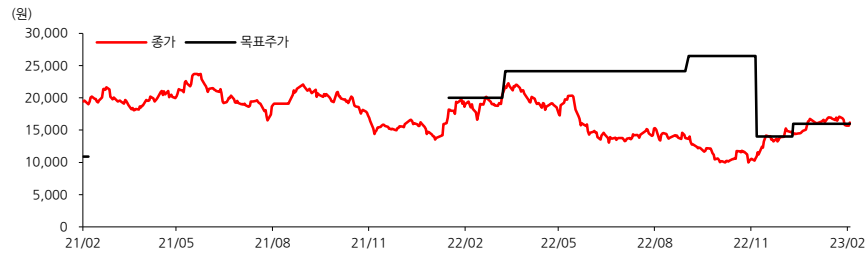
Compliance Notices

목표주가 변동 내역별 괴리율 (대한항공)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.02.09	Buy	40,000	-26.20	-22.00
2022.04.04	Buy	43,500	-35.87	-25.98
2022.08.05	Buy	39,000	-37.14	-30.77
2023.01.04	Buy	30,000		

제주항공(089590)



투자의견 변동내역

일 시	2022.02.09	2022.02.09	2022.02.23	2022.03.11	2022.04.04	2022.04.11
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	박수영	22,000	22,000	22,000	26,500	26,500
일 시	2022.05.12	2022.05.20	2022.05.27	2022.06.10	2022.07.08	2022.08.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	26,500	26,500	26,500	26,500	26,500	26,500
일 시	2022.09.08	2022.11.30	2022.12.08	2023.01.04	2023.02.08	2023.02.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold
목표가격	26,500	14,000	14,000	16,000	16,000	16,000
일 시						
투자의견						
목표가격						

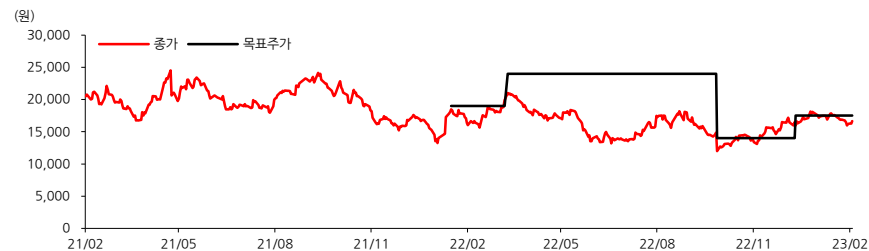
목표주가 변동 내역별 괴리율 (제주항공)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.02.09	Buy	20,033	-5.61	2.05
2022.04.04	Buy	24,131	-37.44	-7.74
2022.11.30	Buy	14,000	-3.39	8.93
2023.01.04	Hold	16,000		

Compliance Notices

진에어 (272450)



투자의견 변동내역

일 시	2022.02.09	2022.02.09	2022.02.23	2022.03.11	2022.04.04	2022.04.11
투자의견	담당자변경	Hold	Hold	Hold	Buy	Buy
목표가격	박수영	19,000	19,000	19,000	24,000	24,000
일 시	2022.05.12	2022.05.20	2022.05.27	2022.06.10	2022.06.14	2022.07.08
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000	24,000
일 시	2022.08.25	2022.09.08	2022.10.21	2022.11.30	2022.12.08	2023.01.04
투자의견	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Hold
목표가격	24,000	24,000	14,000	14,000	14,000	17,500
일 시	2023.02.08	2023.02.28				
투자의견	Hold	Hold				
목표가격	17,500	17,500				

목표주가 변동 내역별 괴리율 (진에어)

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.02.09	Hold	19,000	-6.81	4.74
2022.04.04	Buy	24,000	-31.82	-12.50
2022.10.21	Hold	14,000	3.41	-14.29
2023.01.04	Hold	17,500		

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석 대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2022년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%