



2021년 3월 17일 | Equity Research



컨슈머 Overweight

코로나19 완화+한한령 소멸, 최고의 조합

- 유통/화장품: 중국 화장품 소비 회복 수혜 클 듯
- 음식료: 중국 펀더멘탈 개선을 반영하지 못한 시가총액
- 레저/미디어: 중국 없어도 이미 좋은데 한한령 완화까지 기대



유통/화장품 Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 서현정
02-3771-7552
hjs0214@hanafn.com



음식료/담배 Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 김채란
02-3771-8094
cr.kim@hanafn.com



엔터/레저/미디어 Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dageompark@hanafn.com

Collaboration Report

Top Picks 및 관심종목

코스맥스(192820) | BUY | TP(12M) 150,000원(상향) | CP(3월16일) 118,500원
 호텔신라(008770) | BUY(상향) | TP(12M) 104,000원(상향) | CP(3월16일) 87,000원
 오리온(271560) | BUY | TP(12M) 170,000원 | CP(3월16일) 135,500원
 콜마비엔에이치(200130) | BUY | TP(12M) 85,000원 | CP(3월16일) 50,700원
 제이콘텐트리(036420) | BUY | TP(12M) 60,000원(상향) | CP(3월16일) 47,250원
 롯데관광개발(032350) | Not Rated | CP(3월16일) 20,450원



CONTENTS

1. 컨슈머 업종 중국 사업에 거는 기대	4
1) 대 중국 사업 환경 개선 중	4
2) 개별 업체들 높은 실적 모멘텀 기대	4
3) 우려가 지나치게 반영 중, 저평가 해소 국면 기대	5
2. 중국 화장품 소비 가파른 회복세: 코스맥스/호텔신라 주목	6
1) 1~2월 기저효과 본격화, 명품시장 규제 불확실성 완화	6
2) 코스맥스, 중국 사업 펀더멘탈 개선 지속	9
3) 면세점의 가치 제고 가능성: 호텔신라 전망 제대로 보기	10
3. '중국'의 유의미한 회복을 반영하지 못한 시가총액	13
1) '사드'가 위기 였다면, '코로나'는 기회	13
2) 오리온: 펀더멘탈 Level-up에 대한 재평가 필요	14
3) 콜마비엔에이치: 글로벌 사업은 올해부터 시작	21
4. 중견 제작사: 3년간 상승 사이클의 시작	25
드라마: 티빙 오리지널 선언과 글로벌에 경쟁에 더해질 중국 OTT향 판매	25
5. 바닥을 다지는 마카오, 한국도 비슷한 흐름 예상	29
e-Visa 발급이 카지노 회복 재개의 신호탄이 될 것	29
Top Picks 및 관심종목	32
코스맥스(192820)	33
호텔신라(008770)	37
오리온(271560)	41
콜마비엔에이치(200130)	46
제이콘텐츠(036420)	50
롯데관광개발(032350)	54

2021년 3월 17일 | Equity Research

컨슈머

코로나19 완화+한한령 소멸, 최고의 조합

유통/화장품: 중국 화장품 소비 회복 수혜 클 듯

1~2월 대중국 화장품 수출은 YoY 70% 이상, 중국 화장품 소비는 40% 이상 증가했다. 4분기보다 높은 성장세다. 4분기 국내 화장품 업체들의 중국 사업 실적도 기대치를 넘었는데, 1분기 기저효과까지 더해져 실적 개선 폭이 예상보다 클 수 있다. 특히, 코스맥스의 중국 ODM 사업 확대 효과가 기대된다. 한편, 면세점 업종 주가는 '중국면세'로 패권 이동 우려 때문에 컨슈머 업종 가운데 가장 저조했다. 2~3년 내에 그렇게 될 가능성은 낮아 보인다. 반면, 글로벌 여행 재개 시 임차료 부담 완화와 고객 믹스 개선으로 높은 실적 모멘텀과 밸류에이션 회복을 기대할 수 있다. 긴 호흡에서 호텔신라에 대한 저점 매수 전략이 유효하다.

음식료: 중국 펀더멘탈 개선을 반영하지 못한 시가총액

'사드' 이후 침체되었던 '중국' 매출은 빠르게 회복 중이다. 우리나라 가공식품 대중국 수출액은 2017년 YoY -15.9% 큰 폭 감소 후, 지난 3년 간 연평균 9.3% 성장해 견조한 흐름을 유지 중이다. 주요 업체의 중국 법인 합산 매출은 지난 3년 간 연평균 15.2% 성장해 2016년 수준을 뛰어 넘은지 오래다. 그러나 시가총액은 펀더멘탈 개선을 반영하지 못하고 있다. 대장주 '오리온' 시가총액은 2016년 대비 75% 수준에 불과하다. '콜마비엔에이치'는 올해부터 중국 수출이 대폭 증가할 것으로 전망한다.

레저/미디어: 중국 없어도 이미 좋은데 한한령 완화까지 기대

드라마 제작 산업은 글로벌 OTT들의 본격적인 수급 경쟁으로 인해 이익 체력이 가파르게 좋아지고 있는 상황이다. 중국 OTT들의 적극적인 수급까지 확인되면서 꿈에 그리던 IP의 3분할 판매가 시작되고 있다. 제이콘텐츠리(목표 주가 상향) 및 중소형 제작사를 추천한다. 외인 카지노는 코로나19의 대표적인 피해주였는데, 백신 접종률 상승과 (중국과의) 트래블 버블의 동반 수혜주인 동시에 주가도 상대적으로 저평가 되어 있다. 그 중에서도 신규 복합리조트이자 가장 많은 호텔 캐파를 보유한 롯데관광개발을 관심주로 제시한다.

Collaboration Report

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(3월16일)
코스맥스(192820)	BUY	150,000원(상향)	118,500원
호텔신라(008770)	BUY(상향)	104,000원(상향)	87,000원
오리온(271560)	BUY	170,000원	135,500원
콜마비엔에이치(200130)	BUY	85,000원	50,700원
제이콘텐츠리(036420)	BUY	60,000원(상향)	47,250원
롯데관광개발(032350)	Not Rated	Not Rated	20,450원



유통/화장품 Analyst 박중대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com



음식료/담배 Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com



엔터/레저/미디어 Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

1. 컨슈머 업종 중국 사업에 거는 기대

1) 대 중국 사업 환경 개선 중

중국 소비 빠른 회복세, 대 중국 사업규모 큰 업체들 주목 필요

우선, 중국 소비 회복이 가파르다. 1~2월 대중국 화장품 수출은 YoY 70% 이상, 중국 화장품 소비는 40% 이상 증가했다. 4분기보다 높은 성장세다. 4분기 국내 화장품 업체들의 중국 사업 실적도 기대치를 넘었는데, 1분기 기저효과까지 더해져 실적 개선 폭이 예상보다 클 수 있다. 음식료 업체들은 '사드' 이후 침체되었던 중국 매출은 빠르게 회복 중이다. 우리나라 가공 식품 대중국 수출액은 2017년 YoY -16% 큰 폭 감소 후, 지난 3년 간 연평균 9.3% 견조한 흐름을 유지하고 있다. 올해 1~2월 중국 음식료 소매판매는 YoY 18% 고성장했으며, 1~2월 대 중국 가공식품 수출액은 전년동월대비 30% 증가하면서 기대감을 높이고 있다. 드라마 제작 산업은 글로벌 OTT들의 본격적인 수급 경쟁으로 인해 이익 체력이 가파르게 좋아지고 있는 상황이다. 중국 OTT들의 적극적인 수급까지 확인되면서 꿈에 그리던 IP의 3분할 판매가 시작되고 있다. 아울러, 코로나19 백신 접종률이 높아질 경우 중국과 한국을 포함한 아시아 지역 여행 재개(트래블 버블 등) 가능성이 제기될 수 있다.

2) 개별 업체들 높은 실적 모멘텀 기대

중국 소비 회복 최대 수혜

- 유통/화장품: LG생활건강/호텔신라
- 음식료: 오리온/콜마비엔에이치
- 레저/미디어: 제이콘텐트리/롯데관광개발

LG생활건강 실적에서 화장품이 차지하는 비중이 70%다. 그리고, 중국 사업과 면세점이 대부분을 차지하고 있다. 올해 생활용품과 음료 사업은 전년도 높은 베이스로 감익이 불가피하지만 화장품 사업은 기저효과와 브랜드 인지도 제고로 연간 YoY 27% 증익이 가능할 전망이다. 아모레퍼시픽의 화장품 사업 증익 폭은 훨씬 클 수 있다(YoY 182%). 중국 및 면세점 사업 회복은 올해 1분기부터 본격화 될 것으로 예상되기 때문이다. 한국콜마는 북경법인 정상화가 빛을 발휘할 수 있으며, 코스맥스의 상해/광저우 법인 모두 신규 바이어 확충과 생산 효율화로 중국 사업 영업이익은 YoY 23% 증익이 가능할 전망이다.

호텔신라는 글로벌 여행이 재개되고, 한한령이 소멸하면서 중국 인바운드 개별 여행객이 정상화되면 이익 규모가 상당히 커질 수 있다. 인천공항 입차료 부담이 크게 완화되고, 시내면세점이 다이공 위주에서 개별 여행객 중심 판매로 전환하면서 높은 수익성 개선을 도모할 수 있다. 2019년 실적(영업이익 2,960억원(면세점 2670억원))을 훨씬 뛰어넘는 이익 규모(2022년 영업이익 2,620억원, 2023년 3,800억원 추정)를 기대할 수 있다.

음식료 주요 업체의 중국 법인 합산 매출은 2017년 YoY -34% 감소한 이후, 지난 3년 간 연평균 15% 성장, 2016년 수준을 뛰어 넘은 지 오래다. 2021년 주요 음식료 업체들의 매출은 YoY 12% 증가할 전망이다. 오리온은 중국 제과시장 내 시장점유율을 확대하고 있고, 2011년 이후 없었던 판가 인상 가능성도 높다. 중국 건기식 시장은 코로나19 이후 더욱 가파른 회복세를 보이고 있다. '에터미' 회원수는 500만명을 돌파하면서, 올해 연결 매출에서 수출이 차지하는 비중은 40%(2020년 약 30%)에 이를 전망이다.

제이콘텐트리는 디즈니+향 및 중국향 OTT 판매 기대가 크다. 메가박스 정상화는 추가적인 실적 개선 요인이다. 2021년 매출은 YoY 56% 증가한 5,680억원, 영업이익은 365억원으로 흑자전환이 가능할 전망이다. 롯데관광개발은 신축 복합리조트의 램프업 구간에 있다. 국내 최대 1600실의 호텔 Capa를 기반으로 중국 인바운드 확대 수혜폭이 클 것으로 기대한다.

3) 우려가 지나치게 반영 중, 저평가 해소 국면 기대

중국 소비주, 저평가 해소 국면 저점 매수 전략 유효

LG생활건강은 전년도 높은 베이스와 2021년 보수적 가이드선으로 9월 이후 주가가 제자리에 있다. 글로벌 브랜드 업체들보다 압도적인 펀더멘탈과 실적 개선 추이를 감안하면 현저한 저평가다. 1분기 영업이익이 10% 이상 증가하는 모습을 보인다면 주가 모멘텀 회복을 기대할 수 있을 듯 하다. 코스맥스는 4분기 실적에 대한 우려가 완화되면서 밸류에이션 정상화 과정에 있다. 면세점 업종 주가는 ‘중국면세’ 로 패권 이동 우려 때문에 컨슈머 업종 가운데 가장 저조했다. 2~3년 내에 그렇게 될 가능성은 낮아 보인다. 반면, 글로벌 여행 재개 시 임차료 부담 완화와 고객 믹스 개선으로 높은 실적 모멘텀과 밸류에이션 회복을 기대할 수 있다. 긴 호흡에서 호텔신라에 대한 저점 매수 전략이 유효하다.

음식료 업체들의 시가총액은 펀더멘탈 개선을 반영하지 못하고 있다. 대장주라고 할 수 있는 ‘오리온’ 시가총액은 2016년 대비 75% 수준에 불과하다. ‘콜마비엔에이지’ 는 올해부터 중국 수출이 대폭 증가할 것으로 전망되는 만큼, 현재 주가 12MF PER 15배는 여유 있는 밸류에이션 수준이다.

제이콘텐트리(목표 주가 상향) 및 중소형 제작사를 추천한다. 외인 카지노는 코로나19의 대표적인 피해주였는데, 백신 접종률 상승과 (중국과의) 트레블 버블의 동반 수혜주인 동시에 주가도 상대적으로 저평가 되어 있다. 그 중에서도 신규 복합리조트이자 가장 많은 호텔 캐파를 보유한 롯데관광개발을 관심주로 제시한다.

표 1. 중국 소비주 Top Picks 투자 포인트 정리

업종	기업명	투자포인트	관련지표/뉴스	2021년 예상실적
유통	호텔신라	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 여행 재개시 중국 인바운드 회복 인천공항 임차료 부담 해소 고객 믹스 개선, 시내점 수익성 제고 	<ul style="list-style-type: none"> 백신 접종률 상승 시진핑 방한 사드보복조치 소멸 	<ul style="list-style-type: none"> 매출 3조 7,740억원(YoY 18%) 영업이익 20억원(YoY +1,870억원)
화장품	코스맥스	<ul style="list-style-type: none"> 가파른 중국 화장품 소비 회복 로컬 화장품 색조 수요 확대 신규 온라인 바이어 확대 	<ul style="list-style-type: none"> 1~2월 중국 화장품 소매판매 YoY 41% 1~2월 대중국 화장품 수출 YoY 79% 	<ul style="list-style-type: none"> 매출 1조 5,460억원(YoY 12%) 영업이익 1,030억원(YoY 55%)
음식료 /건기식	오리온	<ul style="list-style-type: none"> 중국 제과시장 내 MS 확대 2011년 이후 판가 인상 전무 Peer 대비 밸류에이션 매력적 	<ul style="list-style-type: none"> 1~2월 중국 음식료 소매판매 YoY 18% 닐슨 MS 상승 	<ul style="list-style-type: none"> 매출 2조 4,201억원(YoY 8.5%) 영업이익 4,357억원(YoY 15.8%)
	콜마비엔에이지	<ul style="list-style-type: none"> 중국 건기시장 가파른 회복세 '애터미' 회원수 500만명 돌파 올해 수출 비중 40% 육박 전망 	<ul style="list-style-type: none"> 애터미 중국 회원 모집수 	<ul style="list-style-type: none"> 매출 6,957억원(YoY 18.4%) 영업이익 1,292억원(YoY 18.4%)
레저/ 미디어	제이콘텐트리	<ul style="list-style-type: none"> 디즈니+향 판매 기대 중국향 OTT 판매 기대 메가박스 정상화 	<ul style="list-style-type: none"> 백신 접종률 시진핑 방한 판매 공시 	<ul style="list-style-type: none"> 매출 5,682억원(YoY 55.9%) 영업이익 365억원(흑전)
	롯데관광개발	<ul style="list-style-type: none"> 신축 복합리조트의 램프업 구간 국내 최대인 1,600실의 호텔 캐파 백신/중국의 동반 수혜 	<ul style="list-style-type: none"> 카지노 허가 뉴스(3~4월 내 기대) 백신 접종률 시진핑 방한 	<ul style="list-style-type: none"> N/A(카지노 허가 따라 유동적)

자료: 하나금융투자

2. 중국 화장품 소비 가파른 회복세: 코스맥스/호텔신라 주목

1) 1~2월 기저효과 본격화, 명품시장 규제 불확실성 완화

2월 11~20일 화장품 수출 감소는 설 기간차 영향 일시적 현상, 명품시장 규제와 무관

1~2월 중국 소매판매 및 화장품 소매판매는 각각 전년 동기대비 34%, 41% 증가했다. 4분기(소매판매 YoY 3%, 화장품 판매 YoY 30%)보다 훨씬 높은 성장세를 보이고 있다. 기저효과가 본격화되고 있는 것이다. 2월 화장품 수출 증가율은 YoY 23%(대 중국 YoY 31%), 1~2월 합산 화장품 수출 증가율은 YoY 43%(대 중국 YoY 79%)로 4분기 평균 화장품 수출 증가율(전체 YoY 18%, 대 중국 YoY 28%)보다 오히려 높은 수치를 보였다. 지난 2월 11~20일 화장품 수출 증가율이 크게 떨어지면서(YoY -21%), 중국 명품시장 규제에 대한 우려가 커졌고, 화장품 업체들 주가가 크게 흔들렸지만, 오비이락일 가능성이 크다는 판단이다. 백화점과 대형마트 등 국내 오프라인 유통업체들은 설 연휴가 있고, 제수 수요가 큰 2월 매출이 더 좋았지만, 면세점과 화장품 수출은 설 선수요와 설 연휴 기간 타이공 구매 저하로 1월 매출 증가율이 훨씬 더 컸다. 1월 화장품 수출 증가율은 YoY 64%, 대 중국 화장품 수출은 YoY 139%나 증가한 바 있다. 더구나, 2월 11~20일 사이는 올해 설 연휴가 있었기 때문에 같은 기간 설 연휴가 없었던 전년 동기대비 매출이 감소하는 것은 자명한 결과였다. 이제 명품시장 규제 우려는 상당히 완화될 것으로 보인다.

그림 1. 중국 소매판매



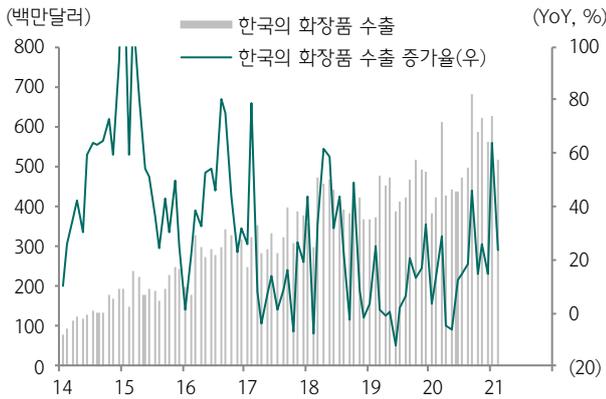
자료: CEC, 하나금융투자

그림 2. 중국 화장품 소매판매



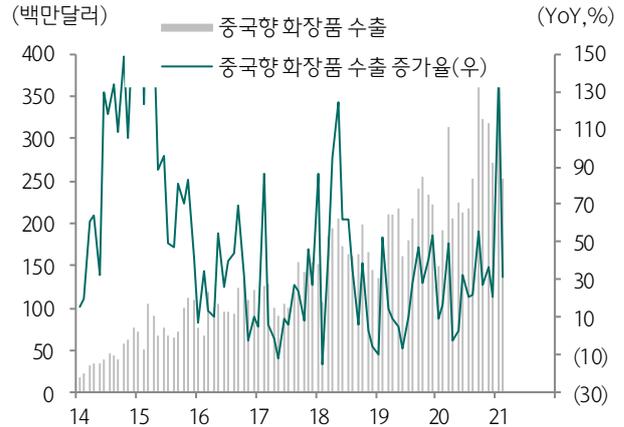
자료: CEC, 하나금융투자

그림 3. 한국 화장품 수출



자료: TRASS, 하나금융투자

그림 4. 대 중국 화장품 수출



자료: TRASS, 하나금융투자

대 중국 사업규모 큰 아모레퍼시픽 /LG생활건강/한국콜마/코스맥스 주목 필요

중국 화장품 소비가 빠르게 회복되고 있는 만큼, 아모레퍼시픽과 LG생활건강, 한국콜마, 코스맥스 등 중국 사업 비중이 높은 주요 화장품 업체들에 대한 비중 확대가 유효하다.

실제로, LG생활건강과 아모레퍼시픽, 코스맥스와 한국콜마 등 주요 화장품 브랜드/ODM 업체들의 4분기 중국 사업 실적은 예상보다 좋았으며, 올해 높은 실적 모멘텀이 기대되고 있다.

LG생활건강 중국 사업 글로벌 브랜드 대비 압도적 우위, 저가 매수 유효

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

표 2. 국내외 화장품 업체들 4분기 실적비교(10~12월)

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

자료: 각 사, 하나금융투자

표 3. LG생활건강 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

1분기 연결기준 매출과 영업이익은
전년동기대비 각각 17%, 15% 성장한
2조 2,188억원, 3,841억원 전망

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021년
매출	1,896	1,783	2,071	2,094	7,845	2,219	2,208	2,336	2,349	9,113
화장품	1,067	923	1,144	1,325	4,458	1,346	1,323	1,368	1,535	5,571
생활용품	479	462	509	423	1,873	508	472	534	454	1,968
음료	351	398	418	347	1,513	365	414	435	361	1,574
영업이익	334	303	328	256	1,221	384	359	374	294	1,412
화장품	222	178	198	225	823	283	258	246	261	1,047
생활용품	65	63	67	10	206	56	39	63	13	171
음료	47	62	63	21	193	46	62	65	21	194
세전이익	320	277	318	206	1,121	359	334	350	269	1,313
순이익	231	200	227	140	798	257	239	250	192	937
영업이익률(%)	17.6	17.0	15.8	12.2	15.6	17.3	16.3	16.0	12.5	15.5
화장품	20.8	19.3	17.3	17.0	18.5	21.0	19.5	18.0	17.0	18.8
생활용품	13.6	13.7	13.1	2.4	11.0	11.0	8.3	11.8	2.9	8.7
음료	13.4	15.6	15.1	6.0	12.7	12.5	15.0	15.0	5.7	12.3
세전이익률(%)	16.9	15.5	15.4	9.8	14.3	16.2	15.1	15.0	11.5	14.4
순이익률(%)	12.2	11.2	11.0	6.7	10.2	11.6	10.8	10.7	8.2	10.3
매출(YoY,%)	1.2	-2.7	5.4	4.0	2.1	17.0	23.8	12.8	12.2	16.2
화장품	-6.4	-16.7	-1.5	-0.9	-6.1	26.2	43.3	19.6	15.9	25.0
생활용품	19.4	34.6	26.9	23.6	25.9	6.1	2.1	5.0	7.2	5.1
음료	5.0	4.6	3.7	3.7	4.2	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
영업이익(YoY,%)	3.6	0.6	5.1	6.4	3.8	15.1	18.4	14.3	14.7	15.6
화장품	-9.9	-21.2	-6.9	5.3	-8.4	27.4	44.8	24.5	15.7	27.3
생활용품	50.7	124.9	47.4	9.9	63.1	-14.4	-38.2	-5.6	29.0	-16.7
음료	44.7	30.5	15.2	17.4	26.5	-2.7	0.0	3.3	-0.3	0.4
세전이익(YoY,%)	4.5	-3.8	4.8	5.9	2.7	12.2	20.9	9.8	30.8	17.1
순이익(YoY,%)	3.2	-4.0	6.5	5.1	2.5	11.3	19.5	9.9	37.4	17.5

자료: LG생활건강, 하나금융투자

2) 코스맥스, 중국 사업 펀더멘탈 개선 지속

4분기 국내/중국 수익성 개선 불구
미국 법인 일회성 비용 아쉬움

4분기 연결 영업이익은 전년 동기대비 38% 감소한 105억원으로 어닝쇼크를 기록했다. 국내와 중국이 모두 예상보다 좋았는데, 미국에서 일회성비용이 크게 나오면서 어닝쇼크의 주요인으로 작용했다. 일회성비용 아니었으면 영업이익 245억원으로 어닝서프라이즈다. 일단 중국 사업, 특히 광저우 법인 매출이 YoY 28% 증가하면서 영업이익률 17%를 기록했다는 점이 고무적이다. 중국 화장품 수요 회복 수혜를 온전히 크게 받을 수 있다는 말이기 때문이다.

미국 법인도 매출은 좋았다. 미국 사업 연결 매출이 116%나 증가했다. 이번 일회성비용의 성격이, 안좋은 상황에서 마지못해 나온 비용이 아니라, 훌가분하게 2021년을 시작하기 위한 빅베스 성격이 짙다는 판단이다. 올해 글로벌 M/E/L사 향 매출이 본격화된다는 점을 감안하면 더욱 그렇다.

실적의 잦은 변동성으로 투자자들 사이 불신이 작지 않기 때문에 중국 사업의 긍정적인 측면보다는 미국 사업 불확실성에 더 방점을 찍을 것으로 예상했다. 하지만, 주가는 예상과 달리 오히려 급등했다. 신뢰 회복이라는 측면에서 긍정적이다. 한국과 중국의 펀더멘탈 개선, 중국 화장품 수요 회복 수혜에 초점을 둘 필요가 있다. 미국 사업 정상화 가능성도 배제할 수 없다.

1분기 영업이익 170억원(YoY 9%)
추정, 중국 기저효과 클 듯

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

표 4. 코스맥스 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

1분기 연결기준 매출과 영업이익은
전년동기대비 각각 8%, 9% 증가한
3,557억원과 175억원 전망

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021년
매출	328	379	321	354	1,383	356	404	376	410	1,546
국내	202	209	172	182	765	197	207	191	203	799
중국	87	129	107	133	456	107	144	119	155	525
미국	33	39	49	45	166	40	41	56	39	177
영업이익	16	26	14	10	67	17	29	22	35	103
국내	16	21	11	17	66	14	18	13	19	64
중국	0	13	9	17	40	7	15	10	17	50
미국	-4	-7	-5	-25	-41	-4	-4	-2	-3	-13
세전이익	15	22	5	-41	0	13	25	18	31	87
당기순이익	1	14	1	-45	-29	8	15	11	18	52
지배주주순이익	5	20	6	-45	-15	12	22	16	28	78
매출(YoY,%)	0.2	14.1	1.0	0.4	3.9	8.3	6.5	17.2	15.8	11.8
국내	6.2	8.4	0.4	-1.2	3.6	-2.5	-0.8	11.2	11.6	4.4
중국	-14.5	10.8	0.3	-9.4	-3.3	22.1	11.8	11.7	16.3	15.1
미국	-25.6	6.6	12.7	116.3	14.5	23.3	6.5	13.0	-13.5	6.3
영업이익(YoY,%)	18.4	99.2	33.7	-37.9	23.4	9.0	10.2	59.8	231.8	55.1
국내	111.7	95.1	33.1	30.8	63.9	-15.8	-15.1	17.3	10.6	-2.9
중국	적전	79.7	624.7	100.6	61.7	1,474.3	10.7	11.0	-1.1	22.8
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	39.2	119.2	-47.3	적전	-99.7	-8.3	13.9	281.5	혹전	혹전
당기순이익	-82.0	134.9	-57.0	적전	적전	570.0	7.8	1,633.6	혹전	혹전
지배주주당기순이익	-46.7	117.1	53.9	적전	적전	150.2	9.9	178.6	혹전	혹전

자료: 코스맥스, 하나금융투자

3) 면세점의 가치 제고 가능성: 호텔신라 전망 제대로 보기

백신 상용화에 따른 글로벌 여행 재개는 이미 여러 업종 주가에 선반영 돼 있다. 하나투어와 파라다이스 등 주요 업체들 주가는 이미 코로나19 이전을 훨씬 넘어섰다. 유독 면세점 업종에 대한 불확실성이 크다. 중국면세로 면세점 패권이 이동하는 것이 아니냐는 불안감이다. 실제로 전년도 중국면세가 글로벌 면세점 순위 1위로 올라섰고, 글로벌 브랜드 업체들은 하이난 면세점으로 공급량을 늘렸다.

한국 면세점 바이오파워/가격경쟁력/카테고리 다양성 측면 중국 면세점 대비 우위

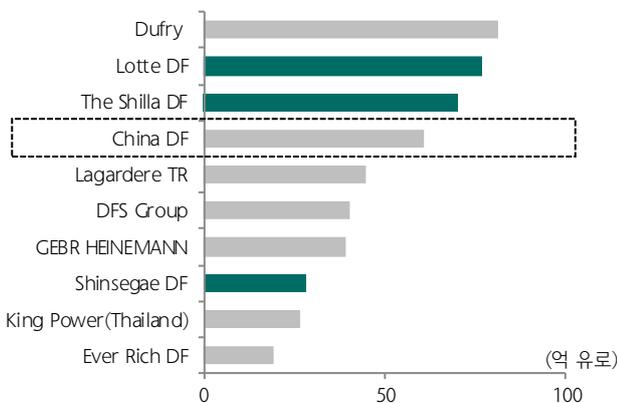
한국 면세점의 중국 면세점 대비 경쟁력 저하 가능성을 논하기에는 아직 이르다는 판단이다. 물론, 중장기적으로는 한국 면세점 시장 패권이 DFS에서 국내 면세점 업체로 이동했던 것과 같이, 중국 면세점 수요를 상당히 중국 내부적으로 흡수할 수 있다. 중국 아웃바운드 여행객들이 한국 면세점이 아니라, 중국 공항 면세점에서 출국할 때 쇼핑하는 모습을 충분히 상상해볼 수 있다.

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

중국 면세점은 중국의 국내외 여행 수요에 기반

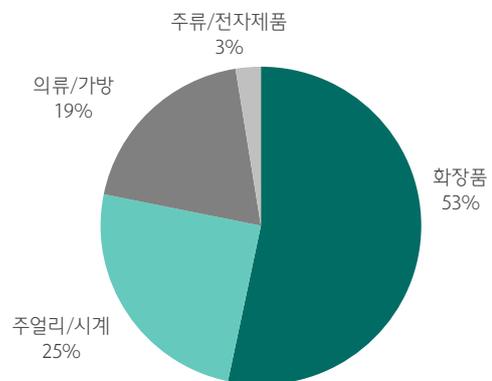
2020년 기준 글로벌 면세점 매출 1위는 중국 면세점 업체가 됐지만, 이는 중국인 해외여행 수요가 자국내 여행으로 이동했기 때문이라는 분석이 합리적이다(또한, 중국 면세점의 상품 믹스는 한국 면세점 대비 화장품 비중이 53%로 현저히 낮다). 글로벌 여행이 재개되면 하이난에서 서울로 중국인들의 면세 소비 판도는 다시 바뀔 가능성이 크다.

그림 5. 2019년 글로벌 면세점 시장 순위



자료: 무디리포트, 하나금융투자

그림 6. 2020년 하반기 하이난 면세점 카테고리별 매출 비중



자료: 하이난면세점, 하나금융투자

글로벌 여행시장 재개 시 호텔신라/호텔롯데 등 메이저 면세점 실적 모멘텀 확대 전망

아울러, 호텔롯데와 호텔신라 등 메이저 면세점 업체들의 실적은 수익성 측면에서 상당히 긍정적일 수 있다. 고객 믹스와 임차료 부담 완화 때문이다. 호텔신라를 예를 들어 보면, 2019년 시내면세점에서 영업이익을 2,900억원 이상을 기록했지만, 인천공항은 여전히 손실이었다. 매출은 괜찮았지만 막대한 임대료 부담이 컸기 때문이다. 2020년 인천공항점은 최악이었다. 매출이 80% 가까이 감소했지만 임차료는 고정비로 그대로 지급해야 했기 때문이다(물론, 2분기 이후 완화되지 않았다면 더 손실 폭은 컸을 것이다).

2021년 가장 바뀌는 것은 인천공항 임차료다. 매출 효율제로 바뀌면서 매출 저하에도 영업 손실이 크게 줄어들게 된다. 2022년 글로벌 여행과 중국 인바운드가 서서히 재개된다는 가정할 때, 시내점의 수익성 개선을 크게 기대할 수 있다. 글로벌 여행 재개는 개인 여행객과 소형 파이공 비중 확대를 의미하므로, 기업형 파이공 협상력이 악화되기 때문이다.

아울러, 사드보복조치까지 소멸된다고 하면, 중국 개별 여행객 비중이 크게 상승하면서 시내점 영업이익률은 10% 이상으로 상승할 수 있다. 이 경우 호텔신라의 영업이익 규모는 3,000억원을 훌쩍 넘을 수도 있다. 과거 실적에 큰 부담으로 작용했던 인천공항점 손실이 사라지기 때문이다. 밸류에이션 측면에서는 파이공 규제 불확실성이 완화되므로 2018~19년보다 한단계 레벨업 될 수 있다.

- 1) 임대료 부담 완화와
- 2) 고객 믹스 변화(기업형 파이공→ 개별여행객)로 수익성 개선 폭 클 듯

인천공항공사는 과거와 같은 협상력 우위를 갖기 어려워졌다. 2018년까지 국내 면세점 업체들은 i) 바이파워 확대를 위한 매출 규모 증대, ii) 글로벌 공항 면세점 입점을 위한 평판 쌓기 측면에서 영업손실을 감수하고 입점하기 위해 경쟁했다. 하지만, 이제 호텔신라를 비롯 국내 면세점 업체들에게 인천공항 입점 필요성이 대단히 낮아졌다. 매출 규모는 시내 면세점 만으로도 충분히 글로벌 브랜드를 소싱할 수 있을 정도로 크다. 홍콩/싱가폴 등 글로벌 공항 면세점도 이미 입점 완료했다. 이번 코로나19 사태로 인천공항에서 면세점 업체로의 협상력 이전은 더 가속화되었다. 향후 인천공항에 입점하더라도 BEP 이상은 전제될 가능성이 크다.

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

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

표 5. 호텔신라 연도별 국내 면세점 채널별 실적 추이와 전망

연도	매출		영업이익		비고
	시내점	인천공항점	시내점	인천공항점	
2019년	3조2,740억원(YoY 34%)	8,780억원(YoY 9%)	2,940억원(OPM 9%)	-150억원	<ul style="list-style-type: none"> • 시내점: 다이공 중심, - 수요 증가로 마진 상승 • 공항점: 매출 증가 불구, 임차료 부담
2020년	2조2,960억원(YoY -30%)	1,840억원(YoY -79%)	100억원(OPM 0.5%)	-1,300억원	<ul style="list-style-type: none"> • 시내점: 기업형 다이공 주도 - 협상력 저하로 마진 하락 • 공항점: 매출 급락, 임차료 부담 확대
2021년	2조7,220억원(YoY 19%)	1,030억원(YoY -44%)	680억원(OPM 2.5%)	-370억원	<ul style="list-style-type: none"> • 시내점: 다이공 중심, 중국 소비 증가 - 수요 증가로 마진 소폭 상승 • 공항점: 매출 저하, 임차료 부담 완화
2022년	3조3,870억원(YoY 24%)	1,910억원(YoY 86%)	2,530억원(OPM 7%)	10억원(OPM 0.7%)	<ul style="list-style-type: none"> • 시내점: 다이공 → 중국 개인 여행객 - 수요 증가+고객 믹스 개선 • 공항점: 수요 회복, 임대료 부담 완화

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

표 6. 호텔신라 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

1분기 연결기준 매출은 YoY 15% 감소한 7,977억원, 영업손실은 YoY 570억원 증가한 98억원 수준 전망

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021년
매출	944	523	880	842	3,188	798	827	952	1,119	3,696
면세점	849	439	771	742	2,802	694	711	802	982	3,188
호텔/생활레저	95	84	109	100	386	104	117	151	137	509
영업이익	-67	-63	-20	-35	-185	-10	0	14	32	36
면세점	-49	-47	-14	-17	-127	5	9	7	21	43
호텔/생활레저	-18	-16	-6	-19	-58	-15	-9	6	10	-8
세전이익	-93	-82	-37	-150	-361	-19	-10	4	22	-3
순이익	-74	-68	-28	-114	-283	-15	-7	3	17	-2
영업이익률(%)	-7.1	-12.1	-2.3	-4.2	-5.8	-1.2	0.0	1.4	2.8	1.0
세전이익률(%)	-9.8	-15.7	-4.2	-17.8	-11.3	-2.4	-1.2	0.4	2.0	-0.1
순이익률(%)	-7.8	-13.0	-3.2	-13.5	-8.9	-1.8	-0.9	0.3	1.5	-0.1
매출(YoY,%)	-29.7	-61.4	-40.4	-45.5	-44.2	-15.5	58.2	8.3	32.9	15.9
면세점	-30.7	-64.2	-42.4	-47.4	-46.1	-18.3	61.8	4.0	32.3	13.8
호텔/생활레저	-19.9	-34.8	-20.6	-25.2	-25.2	10.0	39.4	38.9	37.8	31.7
영업이익(YoY,%)	적전	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	-119.2
면세점	적전	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	-134.0
호텔/생활레저	적지	적전	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	적지
세전이익(YoY,%)	적전	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	적지
순이익(YoY,%)	적전	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	적지

자료: 호텔신라, 하나금융투자

3. '중국'의 유의미한 회복을 반영하지 못한 시가총액

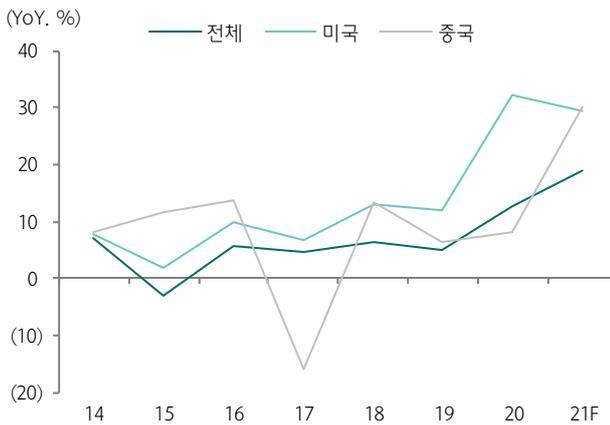
1) '사드'가 위기였다면, '코로나'는 기회

주요 업체 중국 법인 합산 매출액
지난 3년 간 연평균 15.2% 성장

'사드' 이후 침체되었던 대중국 가공식품 수출액은 빠르게 회복 중이다. 대중국 가공식품 수출액은 2017년 YoY -15.9% 큰 폭 감소 후, 지난 3년 간 연평균 9.3% 성장했다. 올해 1~2월 누계 수출액은 전년동월대비 30% 증가해 견조함을 과시했다. 중국은 여전히 수출 비중이 가장 큰 단일국가이다. 대중국 수출은 전체 가공식품 수출 대비 약 20%를 차지했다.

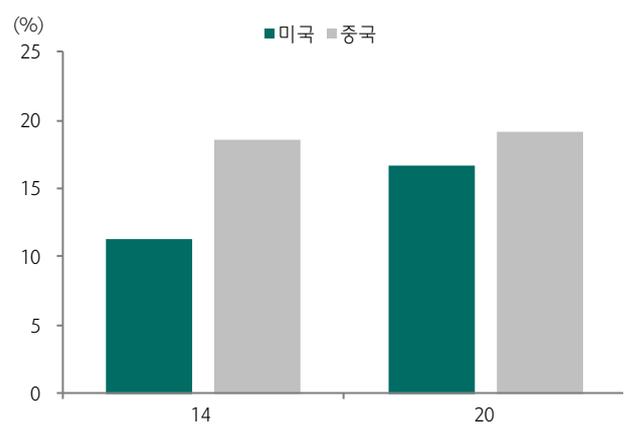
'사드' 이후 한국 식문화에 대한 관심 증대 및 온라인 채널 발달은 중국 소비자의 한국 식품에 대한 접점을 확대 시키고 있는 것으로 판단한다. 주요 업체의 중국 법인 합산 매출액(오리온, 농심, CJ제일제당, 풀무원)은 2017년 YoY -34% 감소했지만, 지난 3년 간 연평균 15.2% 성장했다. 올해 합산 매출액은 YoY 12.5% 증가할 것으로 전망된다.

그림 7. 중국 향 가공식품 수출 빠르게 회복세



기타: 올해 수치는 1~2월 누계 전년동기대비 성장률. 라면 등 주요 가공식품 수출 합산액
자료: 관세청, 하나금융투자

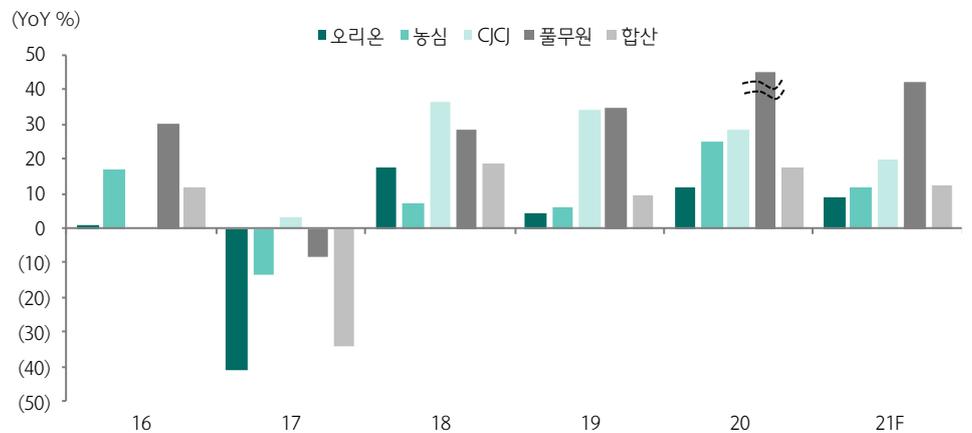
그림 8. 중국은 여전히 단일 국가 중 수출 비중 1등



자료: 하나금융투자

그림 9. 주요 업체 중국법인 매출 성장률 추이

2017년 이후 빠르게 회복세,
올해 합산 성장률 YoY 12.5% 추산



자료: 각 사, 하나금융투자

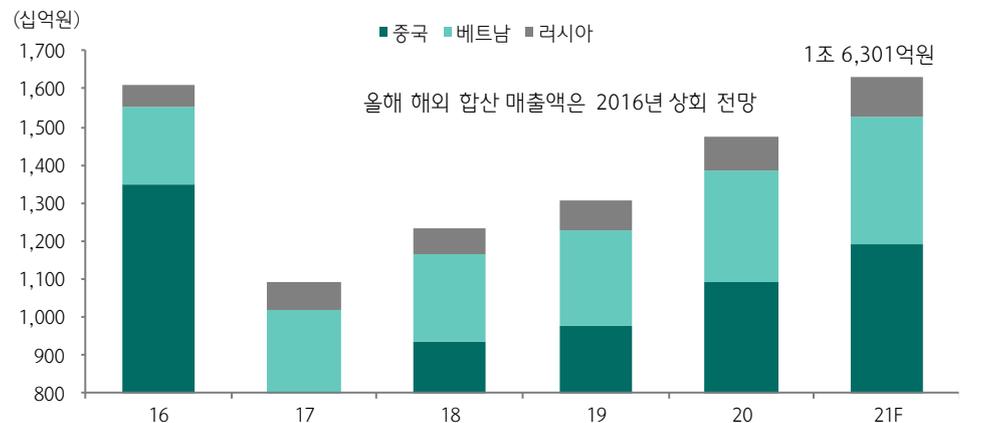
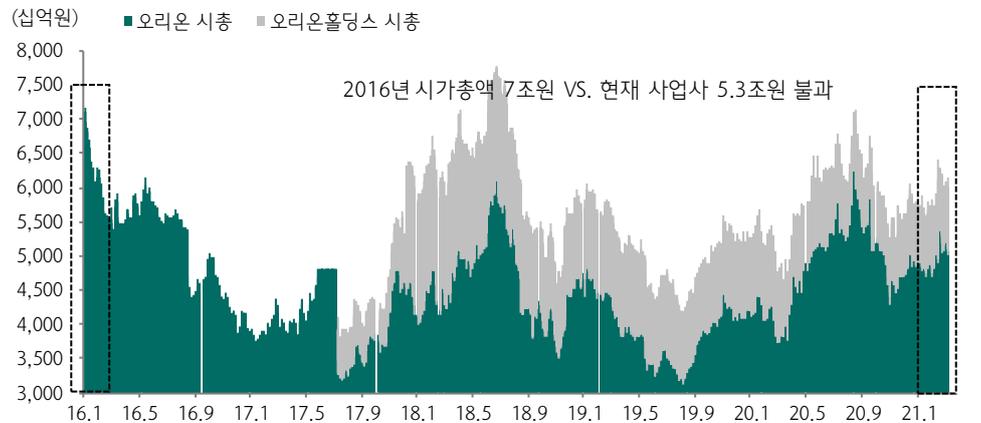
2) 오리온: 펀더멘탈 Level-up에 대한 재평가 필요

오리온 매출은 '사드' 이전 수준 상회 VS. 시가총액은 오히려 감소

오리온의 시가총액은 '사드'를 겪으면서 7조원에서→ 4.5조원(사업사+홀딩스 합산)까지 감소했다. 중국 법인 매출은 지난 3년 간 연평균 11% 성장했다. 올해 매출액은 '사드' 이전 90% 수준인 1조 1,887억원을 시현할 것으로 전망한다. 동기간 베트남 및 러시아 법인 매출은 각각 연평균 10%(로컬통화 9%), 5%(로컬통화 11%) 성장했다. 올해 해외 법인 합산 매출액은 1조 6,301억원(YoY 10.7%)으로 추정한다. 이는 '사드' 이전 1조 6,118억원을 상회하는 수치이다. 반면, 오리온의 시가총액은 5.3조원에 불과하다. 홀딩스와의 합산 시가총액도 6.1조원에 그친다.

그림 10. 오리온의 시가총액 추이

현재 홀딩스 합산 시가총액 6.1조원 불과



자료: 하나금융투자

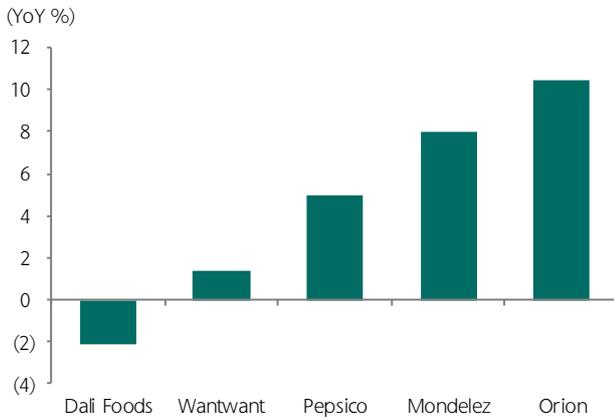
(1) MS 확대 및 평가 인상 기대감 유효

경쟁사 대비 아웃퍼폼 중

닐슨데이터에 의하면, '코로나19' 이후 오리온의 주요 카테고리 점유율은 YoY 150bp 내외 상승한 것으로 추산된다. 2020년 오리온 중국 법인 매출은 YoY 10.5%(로컬통화 기준) 성장한 반면, 주요 제과 Peer인 몬델리즈 및 펩시코는 각각 YoY 8%, Mid single 성장한 것으로 파악된다. 달리는 1H20 매출이 YoY 역성장했다.

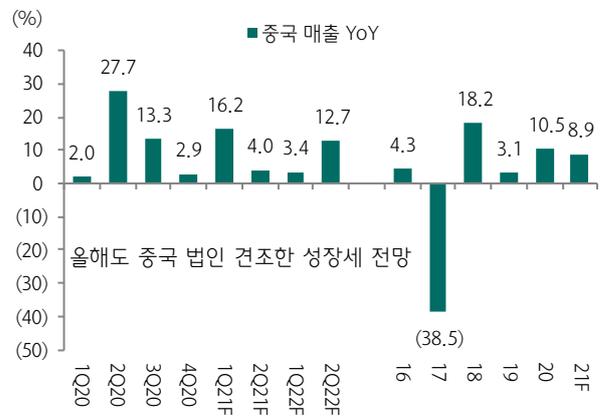
올해 오리온 중국 법인 매출액은 ① 양산빵(썬빵), 견과바 등 적극적인 신제품 출시 및 ② 1분기/4분기 춘절 효과, ③ '타오케노이' 라인업 확대 기인해 YoY 8.9%(로컬통화 기준) 성장할 것으로 전망한다. 참고로, 중국 주요 음식료 업체의 평균 매출 성장률은 7%로 전망된다.

그림 11. 2020년 주요 Peer의 제과 매출 성장률



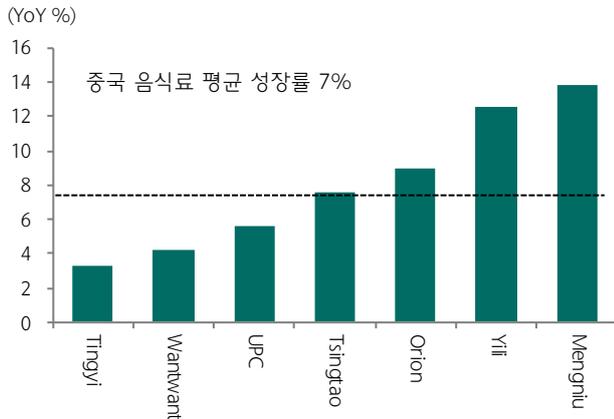
기타: WantWant은 3Q20 누계 성장률, Dali는 1H20 누계 성장률임,
Pepsico는 'Be & Cheery' 인수효과 제거한 수치임
자료: 각 사, 하나금융투자

그림 12. 오리온 중국 법인 매출 성장 추이(로컬통화 기준)



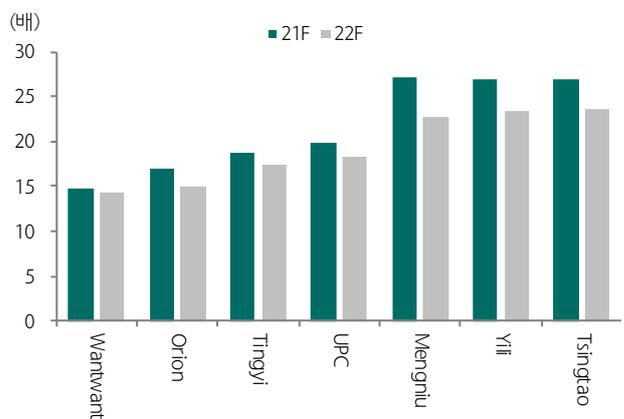
자료: 하나금융투자

그림 13. 2021년 중국 음식료 업체 매출 성장률 전망



자료: 블룸버그, 하나금융투자

그림 14. 2021년 및 22년 중국 음식료 업체 밸류에이션 현황

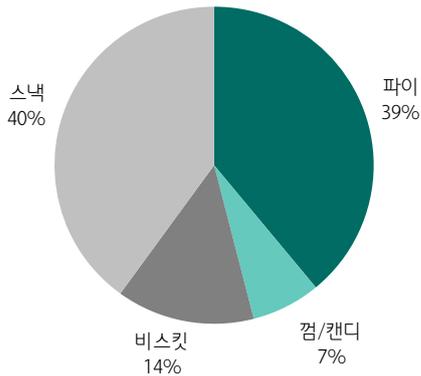


자료: 블룸버그, 하나금융투자

마지막 초코파이 판가 인상은 10년 전

중국 법인은 2011년을 마지막으로 초코파이 판가 인상이 전무하다. 최근 판가 인상 흐름 감안시 충분히 가능성을 열어둘 수 있다. 초코파이 판가 10% 인상시(중국만), 오리온 연결 영업이익은 기존 추정치 대비 6.5% 개선 효과가 있을 것으로 추정한다.

그림 15. 중국법인 파이 매출 비중 약 40%



기타: 4Q20 기준
자료: 하나금융투자

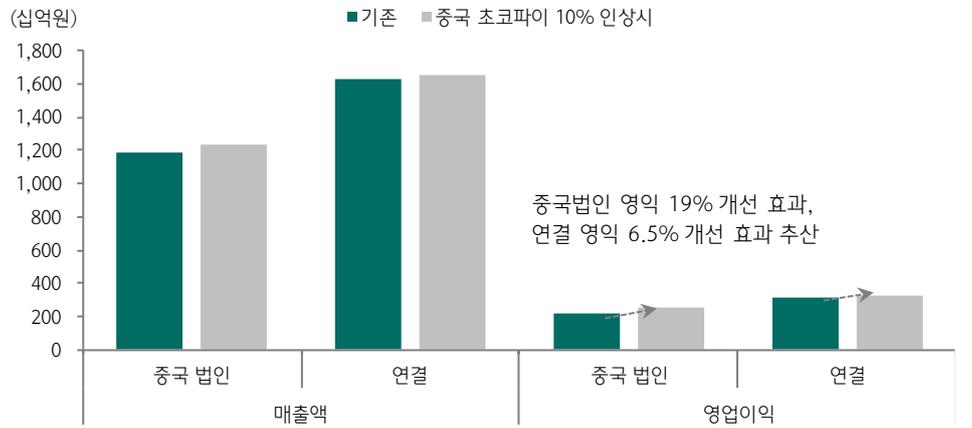
그림 7. 최근 3년 주요 경쟁사 중국 판가 인상

기업명	인상일	인상내역
Dali Foods	2021년 1월	식품(아침대용식 제외) 가격 5% 내외 인상
Mondelez	2019년 5월	Oreo 등 비스킷 가격 인상
PepsiCo	2019년 5월	Lay's, Cheetos, Doritos 등 스낵 가격 인상
Dali Foods	2018년 9월	일부 식품 가격 인상
Want Want	2018년 4월	쌀과자 등 스낵 가격 10% 내외 인상
Dali Foods	2018년 1월	파이, 스낵 가격 10% 이상 인상

자료: 하나금융투자

중국에서 초코파이 판가 인상시 실적 추정치 상향 여지 있어

그림 16. 초코파이 판가 10% 인상시 연결 손익 6.5% 개선 효과 추산



자료: 각 사, 하나금융투자

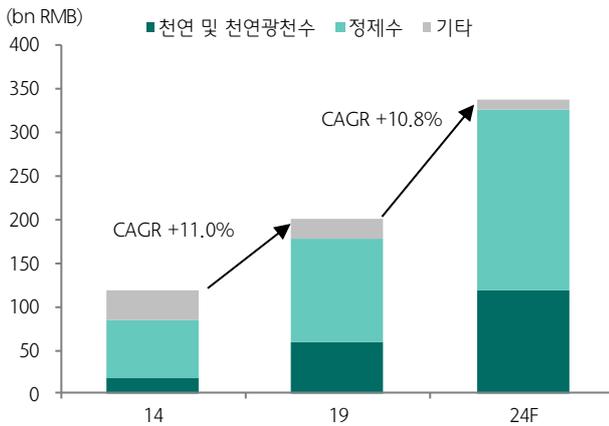
(2) 신사업 기대감 유효

중국 생수시장 향후 5년 간
연평균 10.8% 성장 추산,
1등 업체 시가총액 72조원

중국 생수시장은 약 34조원으로 추정된다. 천연/천연광천수 및 정제수 시장으로 분류 가능하다. 천연/천연광천수 생수 시장은 흔히 통용되는 ‘미네랄워터(Mineral Water)’이다. 정제수는 불순물만 제거한 물이다. 미네랄워터 및 정제수 시장은 전체 시장 내 각각 30%, 60% 비중을 차지한다. 향후 5년 간 각각 15%, 11% 증가할 것으로 전망된다. 정제수가 병당 1위 안 내외에서 판매되고 반면, 미네랄워터는 병당 2위안~13위안까지 다양한 가격대를 형성하고 있다. 병당 5위안 이상인 미네랄워터는 고급물로 인식 되고 있으며 ‘에비앙’, ‘페리에’가 이에 속한다.

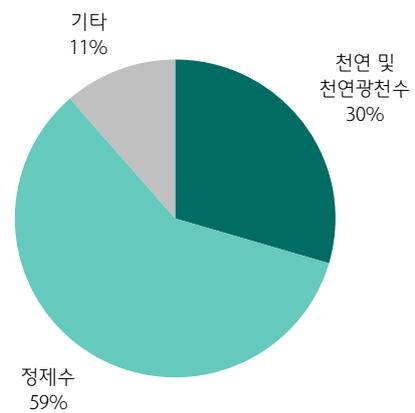
중국 생수시장 점유율 1위 업체는 농부산천(NongFu Spring, MS 21%)이다. 농부산천은 1.5위안 수준의 저가 미네랄워터 시장을 타깃하고 있다. 2019년 매출 및 영업이익은 각각 YoY 17.3%, 36.3% 증가한 약 240억위안(약 4.1조원), 65억위안(약 1.1조원, OPM 27.1%)을 기록했다. 매출 비중은 생수 60%, 기능성 및 RTD 음료 29%, 주스 9%이다. 지난 9월 홍콩 증시에 상장했으며 현재 시가총액은 약 72조원이다. 12개월 Fwd PER 64배에 거래 중이다.

그림 17. 중국 생수시장 약 34조원 규모



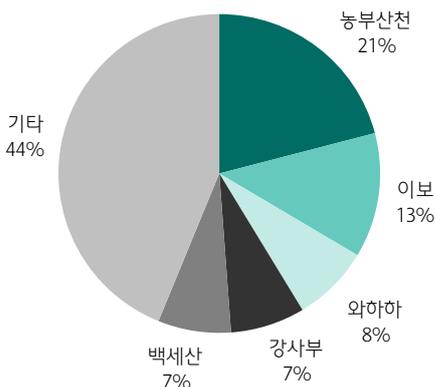
기타: 천연 및 천연광천수는 ‘Mineral Water’ 일컬음
자료: Frost & Sullivan, 하나금융투자

그림 18. 중국 생수시장 내 미네랄워터는 약 30% 차지



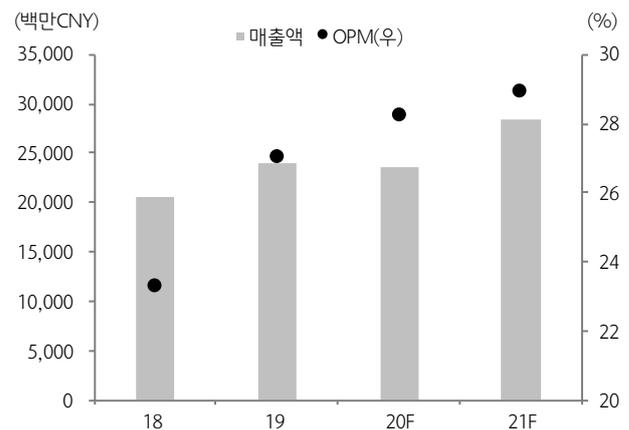
자료: Frost & Sullivan, 하나금융투자

그림 19. 중국 생수시장 점유율 현황



자료: Frost & Sullivan, 하나금융투자

그림 20. 농부산천 매출 및 영업마진 추이

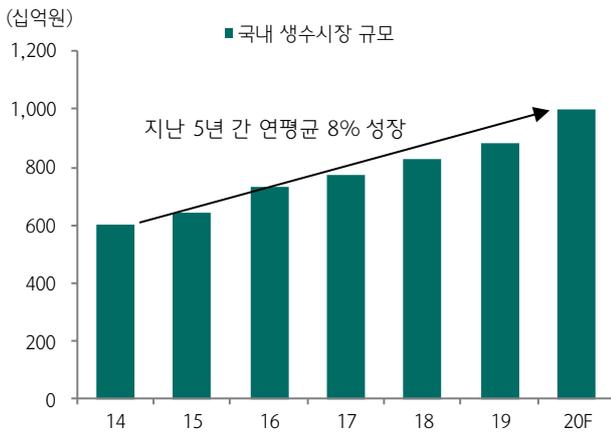


자료: 블룸버그, 하나금융투자

중장기 오리온 생수사업 이익 레버리지 기대 가능

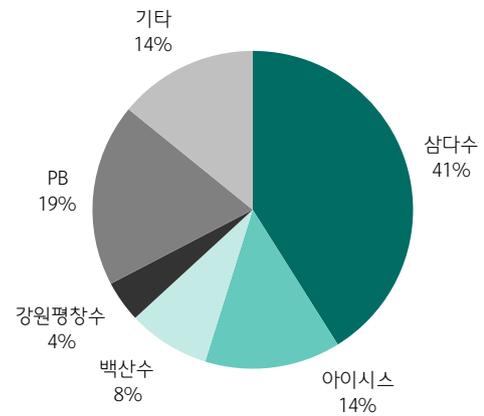
오리온은 올해 중국 생수시장에 진출했다. 병당 4~5위안의 준프리미엄 미네럴워터 시장이 타깃이다. 현재 편의점 및 대형마트, 자동판매기 등에 입점이 시작된 것으로 파악된다. '제주 용암수'라는 제품 차별성 및 오리온의 중국 사업 노하우 감안시 시장 안착 가능성을 긍정적으로 판단한다. 국내에서 농심 '백산수' 매출 추이 감안시, 오리온의 올해 중국 생수 매출액을 350억원 내외로 추정한다. 첫 해는 적자가 불가피하겠지만 매출 1천억 시현 이후 유의미한 이익 레버리지가 기대된다.

그림 21. 우리나라 생수시장 약 1조원 규모



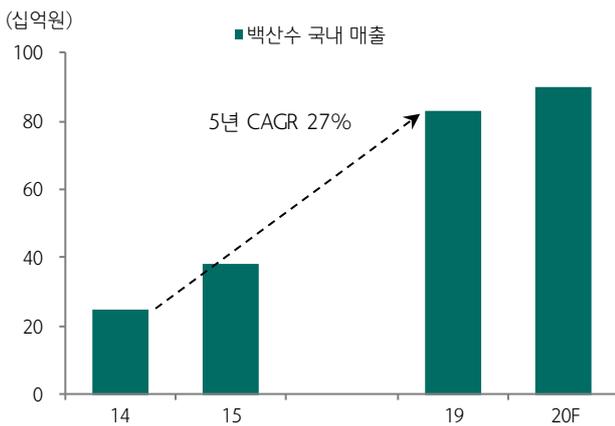
자료: 닐슨코리아, 하나금융투자

그림 22. 우리나라 생수시장 점유율 현황



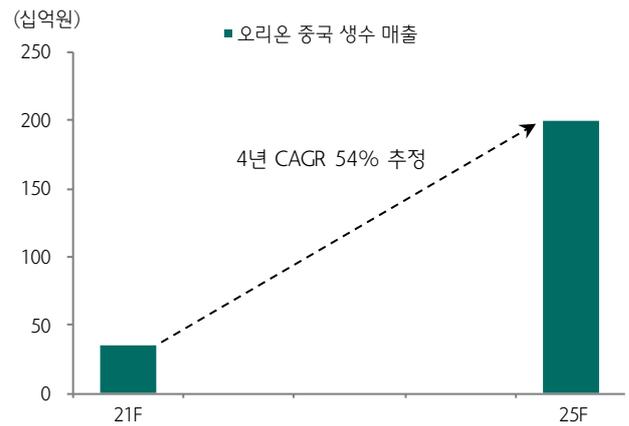
자료: 닐슨코리아, 하나금융투자

그림 23. 농심 '백산수' 국내 매출 추이



자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 24. 오리온 '제주 용암수' 중국 매출 예상



자료: 하나금융투자

표 8. 중국 생수시장 가격대별 포지셔닝 현황: 5위안 이상은 고급물로 인식. 점유율 No.1 농부산천은 1.5위안 저가 미네랄워터 시장 타깃

구분	제품명	가격	비고	구분	제품명	가격	비고
1그룹 (5위안 이상)	에비앙	13위안		2그룹 (3~5위안)	백세산	3위안	
	페리에	13위안			항대빙천	4위안	
	보스	15위안			알카쿠아	4위안	
3그룹 (1~3위안)	이보	2위안		4그룹 (1위안 이하)	강사부	1위안	
	농부산천	2위안			와하하	1위안	
	네슬레	2위안			코카콜라	1위안	

주: 500~570ml 기준
자료: 하나금융투자

(3) 1분기 및 연간 실적 전망

올해 대형주 가운데 실적 모멘텀 가장 좋아

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 2조 4,201억원(YoY +8.5%), 4,357억원(YoY +15.8%)으로 추정한다. 중국 법인은 ① 양산빵(썬빵), 견과바 등 적극적인 신제품 출시 및 ② 1분기/4분기 춘절 효과, ③ '타오케노이' 라인업 확대 기인해 YoY 8.9%(로컬통화 기준) 매출 성장이 가능할 것으로 전망한다. 중국 법인은 판가 인상 가능성도 충분히 열어둘 수 있다. ④ 한국/베트남/러시아도 신규 제품 및 Flavour 확대를 통해 견조한 매출 성장을 시현할 것으로 기대된다. ⑤ 인도에서도 초코파이 생산이 본격화된다.

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 6,034억원(YoY +11.8%), 1,083억원(YoY +11.6%)으로 추정한다. 시장 기대치에 부합하는 호실적을 전망한다. 전년 높은 베이스에도 불구하고 중국 법인 매출이 전년동기대비 16% 증가하면서 전사 실적 개선을 견인할 것으로 전망한다.

표 9. 오리온 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	539.8	515.1	597.4	577.6	603.4	542.4	631.2	643.1	2,023.3	2,229.8	2,420.1
국내제과	190.8	184.1	194.3	200.0	195.1	189.6	202.1	210.0	732.8	769.2	796.8
중국제과	262.9	257.0	306.2	265.4	305.6	267.3	316.5	299.2	974.4	1,091.5	1,188.7
베트남제과	70.3	57.8	74.6	89.3	84.4	66.5	85.8	102.7	252.4	292.0	339.3
러시아제과	19.8	19.1	23.8	26.4	20.4	21.0	27.8	32.9	77.3	89.0	102.1
YoY	8.5%	17.3%	12.7%	3.8%	11.8%	5.3%	5.7%	11.3%	5.0%	10.2%	8.5%
국내제과	7.2%	3.5%	6.4%	2.9%	2.3%	3.0%	4.0%	5.0%	2.9%	5.0%	3.6%
중국제과	4.6%	28.1%	14.4%	4.2%	16.2%	4.0%	3.4%	12.7%	4.4%	12.0%	8.9%
베트남제과	23.9%	19.7%	18.0%	6.1%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%	7.9%	15.7%	16.2%
러시아제과	32.8%	20.1%	16.1%	1.1%	3.0%	10.0%	17.0%	25.0%	19.3%	15.1%	14.8%
영업이익	97.0	86.2	107.8	85.1	108.3	88.4	122.1	116.8	327.6	376.1	435.7
국내제과	30.0	29.1	28.7	36.0	31.2	30.3	32.3	33.6	107.8	123.7	127.5
중국제과	47.3	42.9	58.4	24.4	56.5	42.8	66.5	50.9	158.6	173.0	216.6
베트남제과	15.9	9.6	16.7	21.5	16.9	11.3	18.9	24.6	47.7	63.7	71.7
러시아제과	3.6	3.7	4.9	4.8	3.7	4.0	4.5	7.2	12.5	17.0	19.4
YoY	25.5%	71.0%	6.0%	-13.0%	11.6%	2.6%	13.3%	37.4%	16.1%	14.8%	15.8%
국내제과	29.2%	11.3%	2.9%	17.8%	4.1%	4.3%	12.7%	-6.6%	16.9%	14.8%	3.0%
중국제과	16.2%	140.2%	1.4%	-42.5%	19.5%	-0.3%	13.8%	108.6%	12.0%	9.1%	25.2%
베트남제과	98.8%	122.4%	23.7%	-1.9%	6.1%	17.7%	13.0%	14.6%	16.3%	33.5%	12.5%
러시아제과	112.5%	94.0%	48.5%	-15.1%	1.4%	7.9%	-9.1%	51.4%	56.6%	35.5%	13.9%
OPM	18.0%	16.7%	18.1%	14.7%	17.9%	16.3%	19.3%	18.2%	16.2%	16.9%	18.0%
국내제과	15.7%	15.8%	14.8%	18.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	14.7%	16.1%	16.0%
중국제과	18.0%	16.7%	19.1%	9.2%	18.5%	16.0%	21.0%	17.0%	16.3%	15.8%	18.2%
베트남제과	19.5%	16.6%	22.4%	24.1%	20.0%	17.0%	22.0%	24.0%	18.9%	21.8%	21.1%
러시아제과	18.3%	19.4%	20.6%	18.2%	18.0%	19.0%	16.0%	22.0%	16.2%	19.1%	19.0%
세전이익	104.7	95.5	112.7	84.5	112.3	92.4	126.1	120.8	308.1	397.4	451.7
YoY	32.4%	85.8%	10.3%	12.5%	7.3%	-3.3%	11.9%	43.0%	11.8%	29.1%	13.7%
(지배)순이익	73.1	63.8	76.4	54.2	81.0	66.5	90.1	85.1	215.6	267.6	320.8
YoY	42.5%	76.2%	12.9%	-10.0%	10.8%	4.1%	17.9%	56.9%	54.1%	24.1%	19.9%
NPM	13.5%	12.4%	12.8%	9.4%	13.4%	12.3%	14.3%	13.2%	10.6%	12.0%	13.3%

자료: 하나금융투자

3) 콜마비엔에이치: 글로벌 사업은 올해부터 시작

과거 삼양식품 사례 감안시
콜마비엔에이치 주가 이상향 전망

콜마비엔에이치의 시가총액은 고점 대비 32% 하락했다. 분기 수출 실적이 시장 기대치에 하회하면서 주가는 조정을 받았다. ‘애터미’와의 중국 사업 확대는 올해부터 본격화될 것으로 전망된다. 이에 따라 콜마비엔에이치의 2021년 수출액은 YoY 45% 증가한 2,700억원에 달할 것으로 추정한다. 수출 비중은 2019년 18%→ 2020년 31%→ 2021년 38%로 상승이 예상된다. 참고로 ‘애터미’ 향 중국 수출액은 작년 700억원→ 2021년 1,500억원으로 전망한다.

과거 삼양식품의 사례를 보더라도, 분기 수출에 따른 주가 등락 이후 재차 상승하는 패턴을 보여주었다. ‘애터미’의 중국 사업 확대에 따른 콜마비엔에이치의 높은 성장 가시성 감안시 재매수 기회로 판단한다.

그림 25. 콜마비엔에이치의 시가총액 추이

과거 삼양식품 사례를 반추하면,
분기 실적에 따른 주가 등락 이후
주가는 꾸준히 이상향



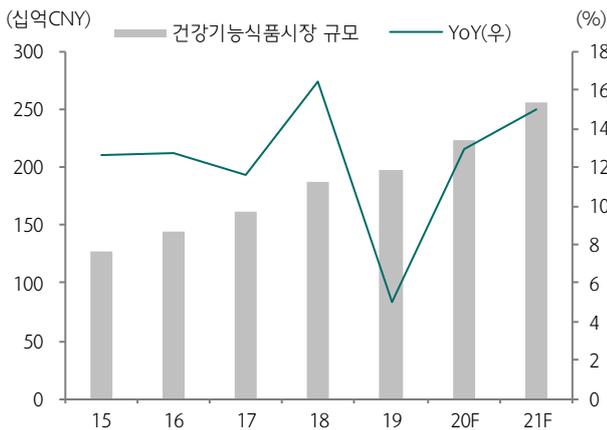
(1) 중국 건강식품 시장의 회복

중국 건강기능식품 시장은 작년 안정성 이슈 이후 빠르게 회복 중, 과점도 낮아 타 산업 대비 매력적

중국 건강식품시장은 약 38조원 규모로 파악된다. 2015~2018년 연평균 14% 고성장을 실현했으나, 2019년 1분기 안정성 이슈가 불어지면서 주춤했다. 그러나 2020년 ‘코로나19’를 계기로 시장이 빠르게 회복하고 있는 것으로 파악된다.

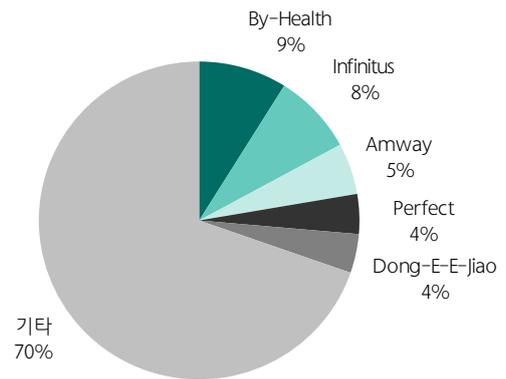
2019년 기준 점유율 상위 5개 업체는 바이헬스(By-Health), 인피니투스(Infinitus), 암웨이(Amway), 완페이(Perfect), 동아아자오(Dong-E-E-Jiao)이다. 암웨이를 제외하고 모두 로컬 기업이 차지했다. ① 상위 5개 업체의 합산 시장 점유율은 30%로 다른 산업 대비 과점도가 아직 낮다. ② 중국 소비자들은 건강기능식품 구매시 브랜드보다는 효능과 품질을 중요하게 생각하는 것으로 나타났다. ③ 특히, 자국제품보다 수입제품을 더 믿고 구매하는 경향이 높은 2~30대 젊은 세대의 구매 침투율이 빠르게 상승하고 있어 외산 업체들에게는 기회 요인으로 작용할 전망이다.

그림 26. 중국 건강식품시장 규모 추이



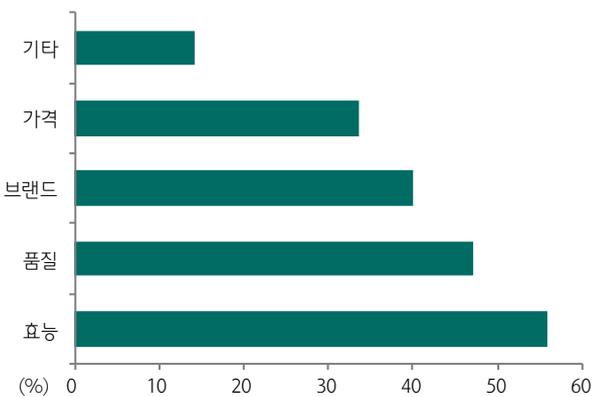
자료: 유로모니터, 언론보도, 하나금융투자

그림 27. 중국 건강기능식품 점유율 현황



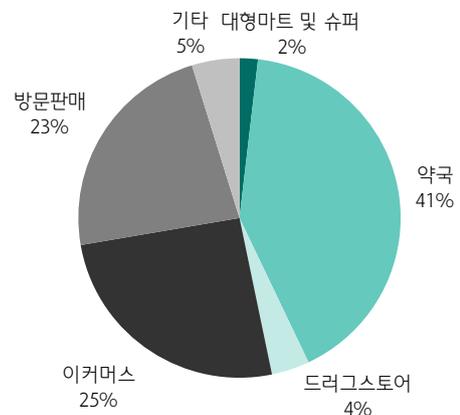
자료: 유로모니터, 하나금융투자

그림 28. 중국 소비자 건강기능식품 구매 시 고려 요소



자료: 하나금융투자

그림 29. 중국 건강기능식품 판매 채널별 비중



기타: 다단계와 방문판매를 합쳐 직접판매(Direct Selling)로 통용
자료: 하나금융투자

(2) 올해부터 본격적 해외 매출 확장

애틀미 중국 회원수 500만명 돌파, 콜마비앤에이의 시너지 본격화 전망

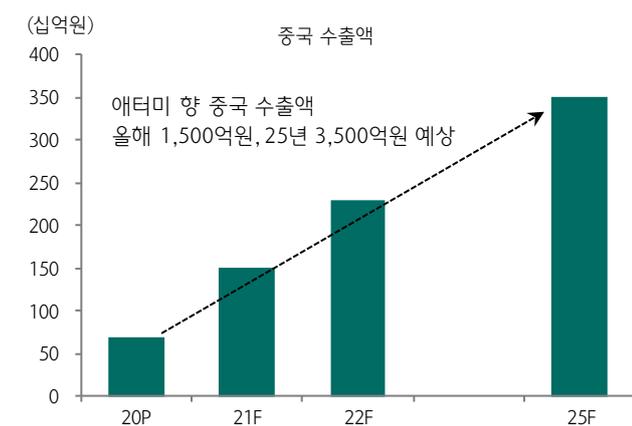
올해 콜마비앤에이치의 ‘애틀미’ 향 중국 매출액을 1,500억원(1,300~1,800억원)으로 추정한다. 2025년은 3,500억원까지 증가할 것으로 전망한다. ① ‘애틀미’의 회원수 증가(작년 말 400만명→ 현재 500만명), ② 품목 수 확대(건기 및 화장품 라인업 확대 및 생활용품 품목 추가), ③ 인당 구매 한도 증액 기인해 견조한 성장세를 이어갈 것으로 기대한다.

실적 추정 근거는 다음과 같다. 2019년 암웨이의 중국법인(Amway China) 매출액은 약 3조원으로 추정(중국은 암웨이 전체 매출 30% 차지)된다. 암웨이 한국법인(Amway Korea)의 2019년 매출액이 1조 1,321억원, 회원수가 115만명 임을 감안하면 단순 회원당 매출액은 1백만원이 산출된다. 중국 회원당 매출액을 33만원으로 가정하면(중국 1인당 GDP가 한국 대비 1/3 수준) 중국 회원수는 880만명이라는 수치가 도출된다.

2020년 말 기준 애틀미 중국 회원수는 400만명으로 파악된다. 사업 첫 해 임을 고려하여 회원당 매출액을 16만원(33만원*50%할인)~23만원(33만원*30%할인)으로 가정하면 2021년 애틀미 중국 매출액은 6,500~9,200억원에 이를 것으로 추정된다. 애틀미 한국 매출의 22% 수준이 콜마비앤에이치의 애틀미 향 매출 임을 착안하면 올해 콜마비앤에이치의 중국 매출액은 1,300억원~1,800억원으로 추산된다.

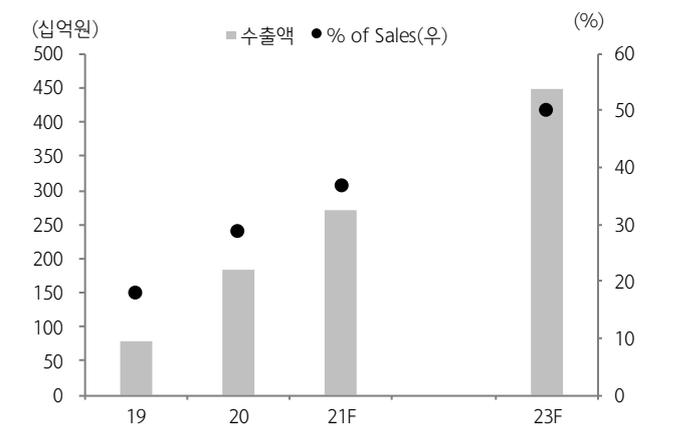
암웨이 차이나의 경우 2001년 48억위안(약 8천억원)→ 2003년 100억 위안→ 2009년 200억위안으로 약 10년 만에 매출이 4배 증가했다. 현재 애틀미 차이나의 회원 수 모집 속도 감안시 콜마비앤에이치 중국 매출 성장 가시성은 매우 높다. 2025년에는 3,500억원까지 증가할 것으로 전망한다.

그림 30. 콜마비앤에이치 ‘애틀미’ 향 중국 수출 전망



자료: 하나금융투자

그림 31. 콜마비앤에이치 전사 수출액 전망



자료: 하나금융투자

(3) 1분기 및 연간 실적 전망

해외는 '애틀미' 수출 본격화,
국내는 개별인정형 추가

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,957억원(YoY +14.6%), 1,292억원(YoY +18.4%)으로 추정한다. ① 중국에서 애틀미 판매가 본격화 되면서 콜마비엔에이치의 전사 실적을 견인할 것으로 전망한다. 올해 콜마비엔에이치의 중국 수출액은 YoY 114% 성장한 1,500억원으로 예상된다. 애틀미의 회원수가 500만명까지 증가한 것으로 파악되며, 인당 판매 금액 한도가 상향될 것으로 전망되기 때문이다. 건강기능식품 및 화장품 이외의 다른 품목(생활용품 등)으로 포트폴리오 확장도 긍정적이다. ② '강소콜마'도 올해부터 가동이 본격화된다. 연간 3~500억원의 신규 매출이 발생될 것으로 예상된다. ③ 국내는 코로나19 기인한 높은 베이스가 부담이나 건기 시장 호황이 지속되고 있다. 여주 개별인정형 승인이 완료되었으며 네 개 품목이 추가 승인 받을 예정이다.

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1,486억원(YoY +15.1%), 268억원(YoY +10.9%)으로 추정한다. 수출이 분기 성장을 견인할 것으로 파악된다. 1~2월 '애틀미' 중국 수출액은 200억원을 상회한 것으로 파악된다. 3월 수출 실적까지 합산된다면 QoQ 유의미한 성장이 전망된다. 국내 건기식은 전년 베이스 부담에도 불구하고 견조한 성장세를 이어가고 있는 것으로 파악된다.

표 10. 콜마비엔에이치 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	129.1	174.4	146.3	157.1	148.6	200.0	171.2	175.8	438.9	606.9	695.7
① 본사	111.2	154.2	129.6	141.4	132.9	180.9	153.3	164.5	384.5	536.4	631.6
-식품	79.8	105.6	87.2	94.4	92.5	127.8	106.6	115.0	253.6	367.0	441.9
-화장품	31.4	48.5	42.4	47.0	40.4	53.1	46.7	49.5	130.6	169.3	189.7
② 근오농림	8.6	10.2	5.4	11.2	9.4	11.2	5.9	12.3	36.1	35.4	38.9
③ 에치엔지	24.6	30.7	22.9	20.0	24.6	30.7	22.9	20.0	73.2	98.2	98.2
YoY	21.2%	49.8%	35.2%	45.8%	15.1%	14.7%	17.0%	12.0%	13.6%	38.3%	14.6%
① 본사	19.7%	50.9%	34.7%	51.8%	19.5%	17.3%	18.3%	16.3%	14.4%	39.5%	17.7%
-식품	39.8%	56.9%	37.1%	43.9%	15.9%	21.0%	22.2%	21.8%	25.9%	44.7%	20.4%
-화장품	-12.0%	39.4%	30.5%	70.3%	28.6%	9.5%	10.1%	5.4%	-2.8%	29.6%	12.0%
② 근오농림	17.4%	-12.1%	-22.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	79.6%	-2.0%	10.0%
③ 에치엔지	36.0%	63.3%	36.3%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.7%	34.2%	0.0%
영업이익	24.1	35.5	23.1	26.4	26.8	37.6	32.6	32.3	74.1	109.2	129.2
YoY	44.3%	79.1%	32.5%	31.5%	10.9%	5.8%	40.9%	22.3%	26.5%	47.4%	18.4%
OPM	18.7%	20.3%	15.8%	16.8%	18.0%	18.8%	19.0%	18.4%	16.9%	18.0%	18.6%
① 본사	20.3	29.7	20.8	20.0	23.3	32.6	27.6	27.3	63.2	90.8	110.7
② 근오농림	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	(0.4)	0.0
③ 에치엔지	3.5	5.0	2.0	5.0	3.5	5.0	4.0	4.0	9.7	15.5	16.5
세전이익	24.0	36.2	23.3	26.2	27.4	39.2	34.2	33.9	72.1	109.7	134.6
YoY	42.2%	79.9%	28.1%	55.0%	13.9%	8.3%	47.0%	29.3%	12.2%	52.2%	22.7%
지배순이익	18.4	27.5	18.2	16.3	20.9	29.5	25.7	25.1	54.5	80.5	101.1
YoY	38.1%	77.8%	33.1%	36.3%	13.0%	7.0%	41.4%	53.9%	12.7%	47.7%	25.7%
NPM	14.3%	15.8%	12.4%	10.4%	14.0%	14.7%	15.0%	14.3%	12.4%	13.3%	14.5%

자료: 하나금융투자

4. 중견 제작사: 3년간 상승 싸이클의 시작

드라마: 티빙 오리지널 선언과 글로벌에 경쟁에 더해질 중국 OTT향 판매

글로벌 OTT 경쟁&중국 OTT 판매

드라마 제작 산업의 드라마틱한 변화가 시작되고 있다. 불과 1년 전만해도 주요 OTT향 판매는 넷플릭스/웨이브가 전부였지만, 이제는 디즈니+/HBO Max/Apple TV+에서 한국 드라마들의 수급 경쟁이 확인되고 있다. 여기에 가장 중요한 변화 중 하나인 티빙 연합(CJ와 JTBC)이 티빙 오리지널 강화를 선언했다. 이들의 오리지널 강화는 역설적으로 넷플릭스와 계약을 맺지 않았던 중소형사들의 가격 인상으로 이어지고 있다. 여기까지만 해도 산업의 변화는 매우 긍정적이다. 그런데, 최근 현지 언론 보도를 통해 아이치이/유쿠/텐센트 비디오 등의 한국 드라마 수급 소식까지 나타나고 있다. 사실, 텐센트의 JTBC스튜디오 유상증자 참여, 에이스토리 드라마 <지리산>의 아이치이 글로벌 판매 공시 등을 참고할 때 당연히 나타날 수순이었다.

그림 32. 국내외 OTT 경쟁 격화



자료: 하나금융투자

그림 33. 에이스토리의 주요 작품 수익 구조 변화



자료: 에이스토리, 하나금융투자

그림 34. 애플TV+/디즈니+의 한국 오리지널 확정 뉴스

연합뉴스 2020.11.13. 네이버뉴스
 윤여정-이민호, 애플TV플러스 드라마 '파친코' 출연
 4대 걸친 한국인 이민 가족 연대기 이정현 김정진 기자 = 배우 윤여정과 이민호가 글로벌 동영상 서비스(OTT) 애플TV플러스 드라마 '파친코'에 출연한다. 앞서 이민...
 | 윤여정-이민호, 애플TV 드라마 '파친코' 출연 뉴스 2020.11.13. 네이버뉴스

블로터 PICK 4시간 전 네이버뉴스
 애플, 이선균 주연 '닥터 브레인' 드라마 계약 체결...올해 말 개봉
 애플 TV+의 첫 번째 한국어 프로젝트로 김지은 감독이 제작 중인 '닥터 브레인'이 낙점됐다. 동명의 웹툰을 원작으로 한 이 시리즈 드라마는 영화 '기생충'으로 해...
 news.joins.com > article >
 [단독]강다니엘, 디즈니플러스 '너와 나의 경찰수업'으로 첫 연기 ...
 2021. 2. 1. ... 한 드라마국 관계자는 1일 일간스포츠에 "강다니엘이 디즈니플러스 드라마 '너와 나의 경찰수업' 주인공으로 연기를 검입한다"고 밝혔다. '너와 나의 ...

자료: 언론, 하나금융투자.

그림 35. 삼화네트웍스-HBO Max 시즌제 드라마 협의 중

미드 '멘탈리스트' 리메이크...삼화네트웍스 드라마 라인업 예고
 일력 2021-03-08 09:02 수정 2021-03-08 09:02
 삼화네트웍스의 자회사 스튜디오아이콘에서는 미국 CBS에서 시즌7까지 방영된 인기 드라마 '멘탈리스트' 리메이크작을 선보인다.
 제2회 방송콘텐츠진흥재단 극본 공모전 수상작 드라마인 '제3의 병원'의 성진미 작가와 '물하우스', '그들이 사는 세상', '프로듀사', '제3의 매력'을 통해 감각적인 연출력을 입증한 표민수 PD가 참여한다.
 워너브라더스 산하 OTT(온라인 동영상 서비스) 플랫폼 HBO 맥스(Max)와의 협업을 논의 중이며, 시즌제를 목표로 이달 중순 촬영에 들어간다.

자료: 언론, 하나금융투자

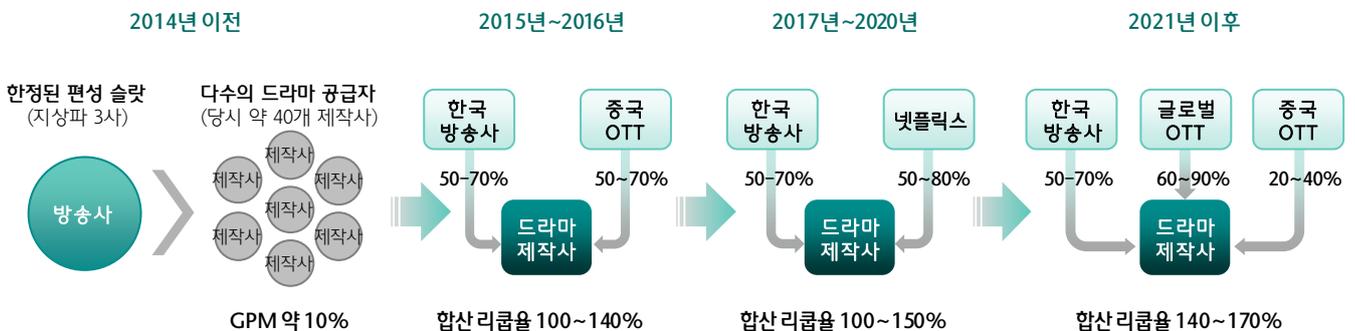
아이치이 등의 콘텐츠 수급 현황

3월 외신 보도를 통해 아이치이는 이미 12개 한국 드라마 라이선스를 확보했다고 발표했다. 작년 12월부터 적극적으로 협상했으며, 중국에서 방영이 불가능해 동남아 지역으로 우회해서 방영하고 있다. 구작 뿐만 아니라 최신작 기준으로는 넷플릭스를 통해 개봉한 <승리호>도 중국 개봉을 추진 중이며, 메가박스(주)플러스엠이 배급하는 황정민/현빈 주연의 <교섭>도 중국 판매를 위해 바이어와 논의 중으로 알려져 있다. <교섭>의 경우 아직 국내 미방영작임에도 꼭 집어서 해당 작품의 동시 개봉 가능성이 제기되고 있다. 텐센트가 출자한 법인이 JTBC스튜디오 3자 배정 유증에 참여한 이후 나온 뉴스임을 상기할 필요가 있다. 또한, <철인왕후>의 박계옥 작가가 중국 제작사와 집필 계약을 맺었는데, 향저우자팡픽처스는 올해 이를 포함 4~5편의 드라마 제작에 대한 투자 계획을 밝혔다.

한한령 해소 기대치는 이미 확인 중

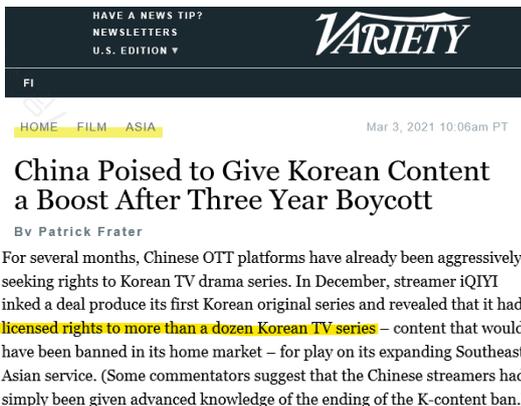
또 다른 언론 기사를 보면, 한한령은 완화 될 것이고 한국 드라마들과의 경쟁도 불가피하지만 지난 4~5년간 중국 콘텐츠 제작 산업이 OTT와 함께 급격하게 성장하면서 한국 등 외국 콘텐츠들과도 충분히 경쟁할 수 있다는 자신감도 확인되고 있다. 무엇보다 당사의 뷰는 한한령이 완화 될지는 모르겠지만, 한한령 완화 이후 기대할 수 있는 결과(아이치이/유쿠/텐센트의 콘텐츠 수급)들은 이미 역대 최고 수준으로 확인되고 있다. 한한령이 완화 되지 않더라도, 글로벌 OTT 수급 경쟁에 밀릴 수 없기에 동남아로 우회해 과거 수준으로 이미 수급하고 있는 만큼 꿈에 그리던 IP의 3분할(한국 편성/글로벌 OTT/중국 OTT) 판매를 통한 드라마 제작 산업의 가파른 이익 증가가 시작될 것이다.

그림 36. 드라마 제작사의 수익 구조 변화



자료: 하나금융투자

그림 37. 아이치이는 한국드라마 오리지널 계약 및 12개 라이선스 확보



자료: 언론, 하나금융투자.

그림 38. 3/14일 <갯맨> 개봉&한한령 미방영작 방영 가능성 언급 중



자료: QQ, 하나금융투자

그림 39. 제이콘텐츠리 유상 증자에 텐센트 자회사 참여(7.3%)

[제3자배정 대상자별 선정경위, 거래내역, 배정내역 등]					
제3자배정 대상자	회사 또는 최대주주와의 관계	선정경위	종자배정 잔액 5% 이내 거래내역 및 계획	배정주식수 (주)	비고
샤오홍윈스 유한회사	-	회사의 경영 목적 달성에 필요한 자금의 신속한 조달을 위해 투자자의 의향 및 납입 능력, 시기 등을 고려하여 최종 선정	-	18,693,919	한국에릭셀 제철 1년간 투표예수
Acoville Pte. Ltd.	-	회사의 경영 목적 달성에 필요한 자금의 신속한 조달을 위해 투자자의 의향 및 납입 능력, 시기 등을 고려하여 최종 선정	-	6,231,307	한국에릭셀 제철 1년간 투표예수

자료: Dart, 하나금융투자.

그림 40. 스튜디오드래곤은 2021년 IQIYI향 3편 판매 공개



자료: 스튜디오드래곤, 하나금융투자

그림 41. 향저우자핑 픽처스는 <철인왕후>작가 포함 4~5편 투자 예정

중국 제작사 자평픽처스, '철인왕후' 박계옥 작가와 집필 계약
 6월 1일 전

중 자평픽처스, 박계옥 작가와 집필계약 체결...한중합작 드라마 제작 시동
 RPM9 - 21시간 전

'철인왕후' 박계옥 작가, 중국 대형 제작사 자평픽처스와 집필 계약
 6월 1일 전

자료: 언론, 하나금융투자.

그림 42. 한국 드라마와의 경쟁 불가피함 언급한 중국 기사

限韩令若解除，内娱拿什么抵挡“进阶后”的韩流？

新文化商业 · 2021-03-04 [关注](#)

内娱再被嫌弃，也基本构建起了一道对抗外来文化的城墙。

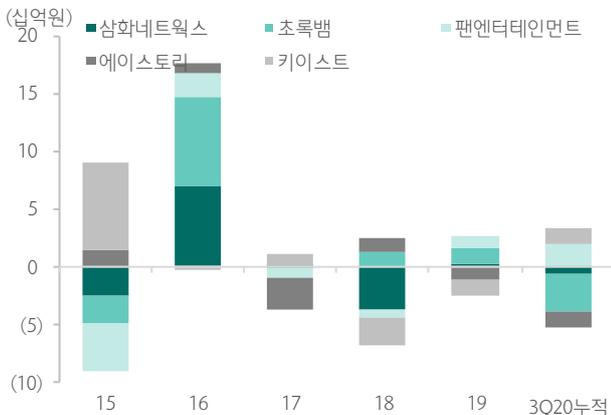
编者按：本文来自微信公众号“新文化商业”（ID:Ent-Biz），作者：千水，36氪经授权发布。

近日，中央广播电视总台（CCTV）与韩国放送公社（KBS）以视频方式签署了合作协议，此举被认为是**限韩令**即将解除的信号。3月1日，由中韩公司和演员合拍的电影《我爱喵星人》宣布正式定档3月14日，进一步印证着民间猜测。值得关注的是，这部电影拍摄于2016年**限韩令**实行前夕，原计划于2017年上映，因政策原因搁置至今。电影中主角吴世勋，是当时韩国最红组合EXO的成员，在中韩粉丝无数，中国主演中当时还不是很红的吴倩、宋威龙、许佳琪等如今已是内娱当红流量小生小花。

限韩令取消是早晚的事，文化软实力的竞争迟早要放在台面上进行。对于中国娱乐公司而言，短期挑战必定会有阵痛，不过在竞争中才有可能走出内卷，培养出真正有世界影响力的作品和创作者。

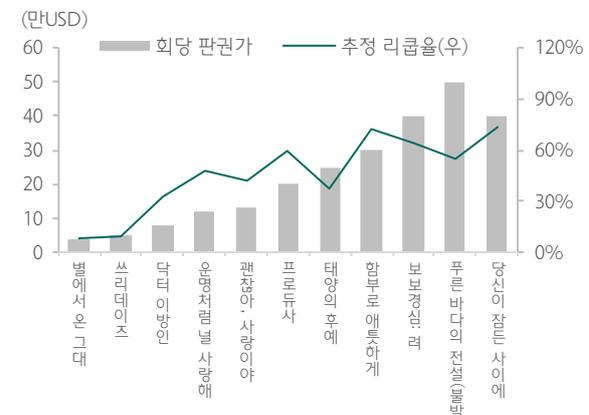
자료: 언론, 하나금융투자

그림 43. 중 소형 드라마 제작사 영업이익의 추이



자료: 각사, 하나금융투자.

그림 44. 중국형 드라마 리튬을 추이



자료: 언론, 하나금융투자

CJ ENM의 감익 가이드선스와 티빙

산업의 가장 큰 변수는 티빙이다. CJ ENM은 4분기 실적 발표에서 티빙 오리지널에 대한 투자로 인해 코로나19 회복의 수혜가 예상됨에도 불구하고 연간 가이드선스를 감익으로 제시했다. 콘텐츠 제작사가 자체 OTT를 강화했던 대표적인 경우는 디즈니였는데, 당시 넷플릭스는 자체 오리지널의 경쟁력이 충분히 높기 때문에 경쟁은 불가피하지만 나아갈 수 있다고 언급했고, 여전히 압도적인 글로벌 1위 OTT이다. 그러나, 한국은 상황이 다르다. 2020년 기준으로 티빙 연합인 스튜디오드래곤과 제이콘텐츠리의 넷플릭스 동시 방영 드라마는 합산 15편으로 전체 18편 중 83%로 압도적이다. 이들 없이는 퀄리티 높은 드라마들의 수급에 차질이 크기 때문에 티빙 오리지널 강화 전략에도 불구하고 CJ/JTBC는 반드시 협상의 대상이 될 수 밖에 없다. 그렇기 때문에 티빙의 가입자 증가는 이들의 가격 협상력 상승으로 이어질 것이다. 이미 1) 공유/박보검 주연의 영화 <서복>(3/18일), 2) 김은숙 작가가 참여한 드라마 <당신의 운명을 쓰고 있습니다>(3/26일), 3) 나영석 PD의 예능 등 올해만 총 15편 이상의 중량감 있는 오리지널이 작품들이 준비 중이다. 넷플릭스 오리지널이 아닌 라이선스 기준으로는 텐트폴 작품들의 가격이 여전히 글로벌 대비 20~30% 수준에 불과한 만큼 상승 잠재력도 충분하다. 한한령 완화 없이도 향후 3년 간 구조적인 가격 인상 사이클을 전망하는 바이며, 한한령까지 완화된다면 엄청난 이익 폭증 구간이 나타날 것이다. 실적과 밸류에이션이 동반 상승할 수 밖에 없는 중견 제작사들을 최선호하며, 대형 제작사 중에서는 영화에 대한 업사이드까지 기대할 수 있는 제이콘텐츠리를 더 선호한다.

한한령 완화 없이도 3년간 구조적 가격 인상 사이클 전망

최선호주: 중견 제작사&제이콘텐츠리

표 11. 중소형 제작사 실적/편성 추이와 현재 시가총액 -21년과 22년은 최소 예상 영업이익 기준

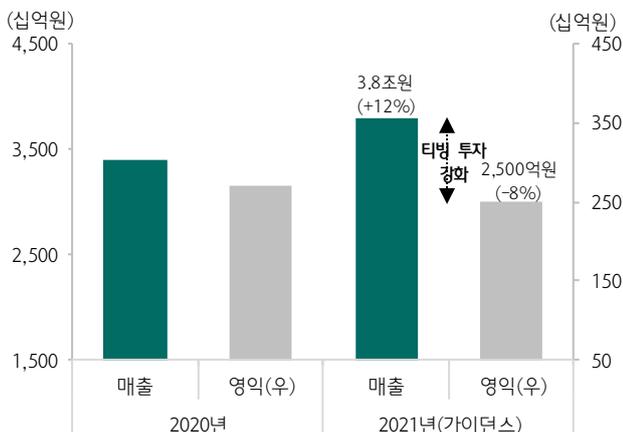
(단위: 십억원)

	매출액			영업이익					시가총액
	18	19	20	18	19	20*	21F	22F	
에이스토리	46.4	28.2	22.1	1.2	(1.1)	(0.4)	25	30	407
NEW	161.2	149.2	140.8	(10.6)	(8.2)	(1.9)	6	25	317
키이스트	103.7	100.3	48.1	(2.4)	(1.5)	1.7	7	20	283
삼화네트웍스	12.6	54.2	29.3	(3.8)	0.2	(0.2)	13	20	211
팬엔터테인먼트	13.2	40.2	*16.0	(0.7)	1.1	*1.9	8	20	197

자료: 언론보도 및 각사, 하나금융투자

주: * 팬엔터는 3Q20 누적 기준, ** NEW는 드라마 제작만 추정, ***중국 분토 방영 가능성 배제& IP 확보 2개 이상 가정

그림 45. CJ ENM의 실적 가이드선스 - 티빙 투자 강화 천명



자료: CJ ENM, 하나금융투자

그림 46. 네이버 멤버십(4,900원/월)에 티빙 이용권 추가

확실한 재미보장!
매달 골라쓰는 디지털 서비스 이용권 (월 1개 선택 이용)

- 티빙 방송 무제한 이용권 (라이프 및 방송 VOD 무제한 시청)
- 네이버 웹툰-시리즈 쿠키 49개 (월동 미리보기 24만 원+월수입 대역 49회)
- 네이버 시리즈온 영화 1편 무료 쿠키 (최대 2만원 영화 1편 무료)
- 네이버 콘텐츠 체험팩 (월동 시리즈 쿠키 20개, 시리즈온 영화방송 3,300편시, VIBE 300회 즐기기, MYBOX 100GB 이용권, 오디오북월동 오디오북 1권 (월동 쿠키 3,000원) 패키지)

티빙과 콘텐츠 체험팩을 사용할 때에는 업그레이드 상품도 있어요!

- 티빙 프리미엄 (₩ 9,000원) / 스탠다드 (₩ 6,000원) / 베이직 (₩ 3,000원) 최신 영화, 영화, 티빙 오리지널을 고화질로 즐기고 싶다면
- 바이브 무제한 용기 (₩ 3,850원) 음악을 즐기는 멤버라면 고민없이

자료: 네이버, 하나금융투자

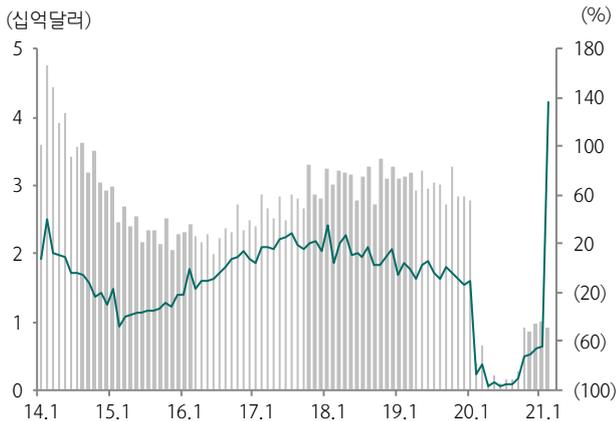
5. 바닥을 다지는 마카오, 한국도 비슷한 흐름 예상

e-Visa 발급이 카지노 회복 재개의 신호탄이 될 것

3월 GGR 개선세 & 주가 YTD +13% 업계에 따르면 3월 14일간 마카오 GGR은 \$4.6억으로 추산되며, 매주 조금씩 개선되고 있다. 지난 23일 마카오-본토 간의 2주 자가 격리 의무가 전면 해제된 영향이 가장 크며, 마카오 카지노 주가 역시 YTD 13% 상승했다.

향후 모멘텀은 IVS 온라인 발급 향후 주요 모멘텀은 IVS의 온라인 발급 재개다. 지난 8월 이후 IVS 비자 발급 자체는 재개되었으나, 과거와 달리 서면으로만 발급 받을 수 있는데, 발급에만 수 주가 소요되어 마카오 방문이 쉽지 않은 상황이다. 작년 10월 황금 연휴 기간 마카오 방문객은 16만명으로(YoY -86%) 비자가 불필요한 하이난(15만명, YoY +44%) 대비로는 물론 중국 전체(YoY -20%) 대비로도 크게 하회했다. 이 때문에 지난 주 양회에서 마카오 소속 대표/의원들은 마카오향 e-Visa 재개를 촉구하기도 했다.

그림 47. 마카오 GGR - 2월 \$9억, YoY 134%



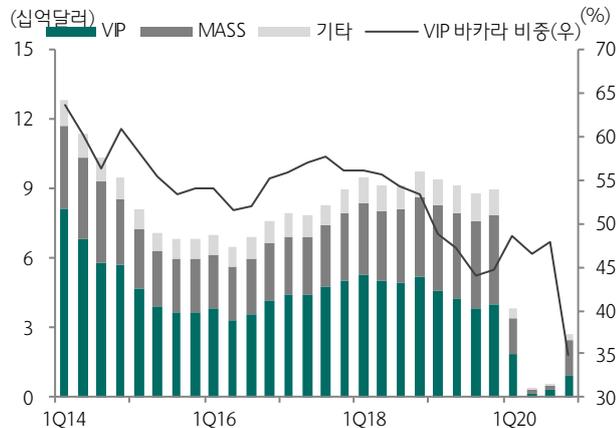
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 48. 마카오 카지노 주가 Index 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 49. VIP 회복 부진 - GGR 내 VIP 비중은 4Q20 35%까지 하락



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 50. 전인대의 마카오향 e-visa 발급 재개 촉구



자료: 언론, 하나금융투자

하반기 마카오 본격 회복 예상

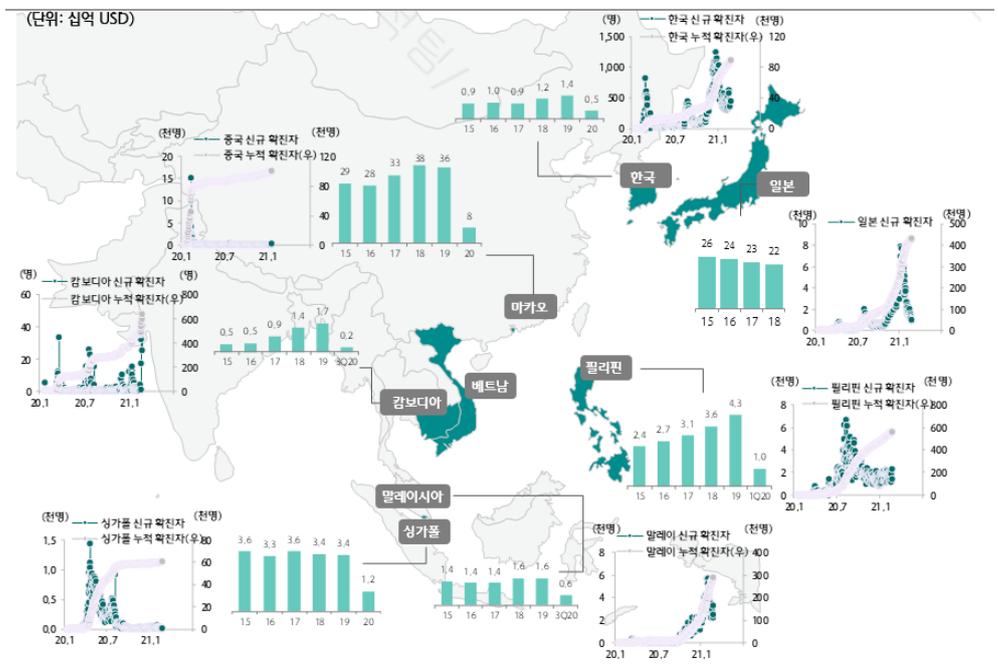
현지에서는 하반기를 본격적인 GGR 회복의 시작점으로 보고 있으며, 2021년 연간 GGR은 2019년의 2/3 수준으로 예상되고 있다. 향후 중국 정부가 코로나19 통제에 대한 자신감을 더해감에 따라 마카오에 대한 여행 제한을 해제(e-Visa 발급/단체 여행 재개 등)한다면 그 다음은 한국을 포함한 아시아 지역에 대한 여행 재개(트래블 버블 등)가 될 것이다. 중국인 VIP의 이동 제약이 해소된다면 아시아 카지노 시장도 1년 이상 억눌려온 게이밍 수요의 회복을 확인할 수 있을 것이다.

향후 한국 포함 아시아로 여행 재개 확대 예정

중국의 정켓 압박 이슈에서 국내 카지노 사업자들 영향 거의 X

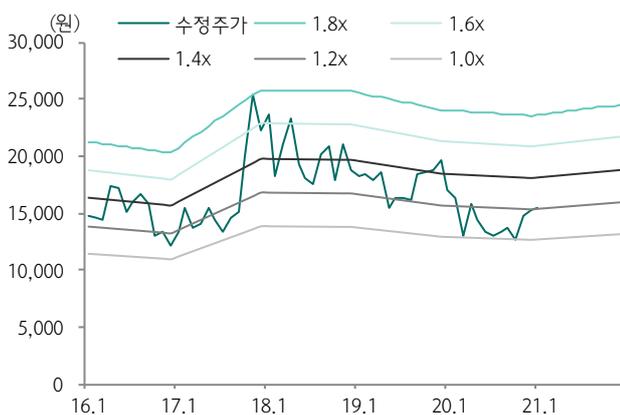
작년 8월 이후 중국 정부는 해외/온라인 도박에 대한 단속을 강화해왔는데, 올해도 1)공안의 불법 도박 근절 선언 및 블랙리스트 확대, 2) 해외 도박 처벌 법제화 등 정켓에 대한 압박을 유지하고 있다. 동남아 카지노들의 경우 해당 이슈로 인한 리스크가 크나, 국내 사업자들의 노출 매출의 3% 미만이다. 억눌린 수요를 감안할 때 출입국 격리 이슈 해소시 최소 코로나19 이전 수준을 회복할 수 있을 것으로 기대된다.

그림 51. 아시아 카지노 시장 추이



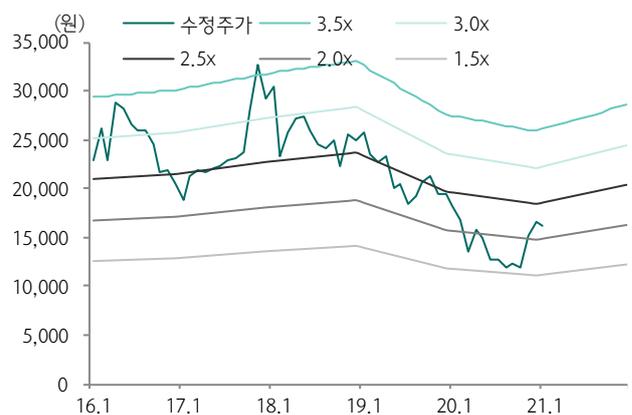
자료: CEIC, Bloomberg, 하나금융투자

그림 52. 파라다이스 12MF P/B 밴드차트



자료: 파라다이스, 하나금융투자

그림 53. GKL 12MF P/B 밴드차트



자료: GKL, 하나금융투자

최선호주: 롯데관광개발

특히, 신규 복합리조트 제주드림타워를 오픈한 롯데관광개발의 랩업 구간에서 수혜가 예상된다. 코로나19로 인한 의회 일정 지연으로 제주드림타워 카지노 영업허가가 다소 지연되고 있으나, 호텔과 F&B의 경우 이미 높은 경쟁력을 증명하고 있다. 여기에 더해 백신이나 (중국과의)트레블 버블, 혹은 한한령 완화에 대한 동반 수혜가 가능성에도 주가는 여전히 예상 P/B 1.2배에 불과하다. 완전한 이익 잠재력이 파악되기 전까지는 기업가치의 우상향 흐름이 예상되기에 지속적인 관심을 추천한다.

그림 54. 11월 준공된 제주드림타워



자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 55. 제주드림타워의 입지 - 제주도심 위치&공항/터미널 접근성



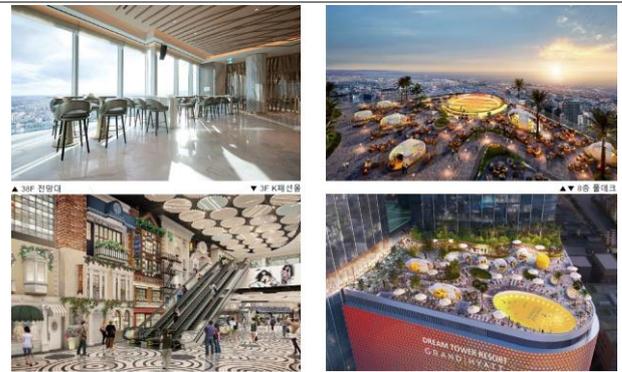
자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 56. 그랜드 하얏트 브랜드 올스위트 호텔(총 1,600실)



자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 57. 리테일, 전망대, 인피니티풀 및 스파 등 부대시설 확충



자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

표 12. 롯데관광개발 예상 실적 시나리오(온기 영업 가정)

(단위: 십억원)

	시나리오 1(Normal)	시나리오 2(Bull)	비고
매출	823	1,066	
카지노	603	813	각각 일매출 165만원/223만원 가정
호텔	123	140	각각 투숙률 70%/80% 가정
F&B	98	112	호텔의 약 80% 가정
매출원가	545	712	
매출총이익	278	354	
GPM(%)	34%	33%	
판관비	119	119	편의상 인건비와 감가비만 반영
영업이익	159	234	
OPM(%)	19%	22%	
영업외비용	33	33	담보대출 7,000억원 이자(4.3%), CB 1,000억원 이자(2.5%)
당기순이익	99	157	법인세율 22% 가정

자료: 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

코스맥스(192820)	33
호텔신라(008770)	37
오리온(271560)	41
콜마비엔에이치(200130)	46
제이콘텐트리(036420)	50
롯데관광개발(032350)	54

2021년 3월 17일

코스맥스(192820)

불확실성 극복, 중국 모멘텀 확대

4분기 어닝쇼크, 불확실성 해소 의미

4분기 연결 영업이익은 전년 동기대비 38% 감소한 105억원으로 어닝쇼크를 기록했다. 국내와 중국이 모두 선전했으나, 미국에서 일회성비용이 크게 나오면서 어닝쇼크의 주요인으로 작용했다. 일회성비용 제외시 영업이익 245억원으로 어닝서프라이즈다. 일단 중국 사업, 특히 광저우 법인 매출이 YoY 28% 증가하면서 영업이익률 17%를 기록했다는 점이 고무적이다. 미국 법인도 매출은 좋았다. 미국 사업 연결 매출이 116%나 증가했다. 이번 일회성비용의 성격이, 안좋은 상황에서 마지막 해 나온 비용이 아니라, 훌가분하게 2021년을 시작하기 위한 빅베스 성격이 짙다는 판단이다. 올해 글로벌 M/E/L사 향 매출이 본격화된다는 점을 감안하면 더욱 그렇다.

1분기 이후 중국 기저효과 기대

상반기는 손소독제 매출로 국내 사업 베이스가 높아 부담이지만, 1분기에는 중국 사업 기저효과, 2분기에는 미국 사업 낮은 베이스가 증익 가능성을 높일 것으로 예상된다. 중국 화장품 소비가 빠르게 회복되고 있는 가운데, 4분기 중국 광저우 법인 고신장은 이러한 수요 회복 수혜를 코스맥스가 온전히 크게 받을 수 있다는 말이다. 특히, 상해법인 Top 5에 유망 신규 브랜드 진입은 상해법인 실적 기대치를 높이는 요인이다. 전년도 1분기 중국 사업은 BEP에 머물렀고, 2분기 미국 사업은 손세정제 매출이 좋았지만, 갑작스런 수요 증가를 생산 Capa가 감당하지 못해 오히려 영업손실이 증가한 바 있다. 1분기 영업이익은 전년 동기대비 9% 증가한 170억원 수준으로 추정한다.

목표주가 13→15만원 상향 조정, 투자이견 '매수' 유지

목표주가 15만원은 12MF PER 18배다. 국내외 불확실성 해소와 중국 사업 성장률 제고는 밸류에이션 상승 요인이다. 현재 주가는 12MF PER 14.3배로 경쟁사 대비로도 저평가 상태다. 1) 높은 기술력과 영업력, 고객 네트워크를 기반, 2) 한국과 중국 사업 구조 개선 영향, 3) 중국 화장품 수요 회복 수혜가 클 것으로 예상된다. 미국 사업 정상화 가능성은 추가적인 실적 및 주가 모멘텀이다. 비중확대가 유효하다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 150,000원(상향) | CP(3월16일): 118,500원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	3,067.17
52주최고/최저(원)	126,000/60,700
시가총액(십억원)	1,190.9
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	10,049.5
60일 평균거래량(천주)	149.0
60일 평균거래대금(십억원)	15.8
20년 배당금(예상, 원)	900
20년 배당수익률(예상, %)	1.05
외국인지분율(%)	24.18
주요주주 지분율(%)	
코스맥스비티아이 외 10	26.56
국민연금공단	12.90
주가상승률	1M 6M 12M
절대	10.2 15.0 79.5
상대	13.7 (8.6) 0.4

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	1,537.5	1,682.9
영업이익(십억원)	93.5	112.7
순이익(십억원)	51.3	72.1
EPS(원)	6,080	7,175
BPS(원)	37,052	42,612

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	십억원	1,259.7	1,330.7	1,382.9	1,546.0	1,655.7
영업이익	십억원	52.3	54.0	66.6	103.4	124.4
세전이익	십억원	36.2	35.9	0.1	86.8	110.8
순이익	십억원	32.6	31.8	(14.5)	78.1	93.6
EPS	원	3,246	3,167	(1,446)	7,774	9,314
증감율	%	73.03	(2.43)	적전	흑전	19.81
PER	배	40.05	25.23	(68.81)	15.05	12.56
PBR	배	4.92	2.34	3.12	3.02	2.48
EV/EBITDA	배	22.58	13.56	13.54	9.91	8.57
ROE	%	13.49	10.45	(4.38)	22.04	21.70
BPS	원	26,434	34,201	31,856	38,730	47,145
DPS	원	600	900	900	900	900



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

RA 서현정
02-3771-7552
hjs02014@hanafn.com

2021년 '상저하고' 실적 흐름을 전망

2021년 중국 사업 실적 모멘텀 확대,
미국 사업 정상화 가능성

국내 사업은 전반적인 화장품 업황과 유사한 흐름이 예상되고, 중국 사업은 연결 매출/영업이익 성장을 견인할 것으로 보인다. 특히, 영업이익률 10% 이상을 목표하고 있다. 미국 사업 손실폭 축소가 관건이다. 글로벌 브랜드 업체향 장기공급계약이 하반기 가시화된다면 불확실성이 크게 완화될 듯 하다. 누월드 하드캐디 매출은 6월 ODM으로 전환, 연간 약 35억원 비용이 절감 가능할 것으로 예상한다(2022년 70억원 절감). 회사는 2021년 국내 매출 YoY 4~5%, 중국 YoY 15% 이상, 미국 사업 합산 매출 1,800억원을 제시하고 있다.

1분기 연결기준 매출과 영업이익은
전년동기대비 각각 8%, 9% 증가한
3,557억원과 175억원 전망

표 1. 코스맥스 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021년
매출	328	379	321	354	1,383	356	404	376	410	1,546
국내	202	209	172	182	765	197	207	191	203	799
중국	87	129	107	133	456	107	144	119	155	525
미국	33	39	49	45	166	40	41	56	39	177
영업이익	16	26	14	10	67	17	29	22	35	103
국내	16	21	11	17	66	14	18	13	19	64
중국	0	13	9	17	40	7	15	10	17	50
미국	-4	-7	-5	-25	-41	-4	-4	-2	-3	-13
세전이익	15	22	5	-41	0	13	25	18	31	87
당기순이익	1	14	1	-45	-29	8	15	11	18	52
지배주주순이익	5	20	6	-45	-15	12	22	16	28	78
영업이익률(%)	4.9	6.9	4.3	3.0	4.8	4.9	7.2	5.9	8.5	6.7
국내	8.1	9.9	6.6	9.5	8.6	7.0	8.5	7.0	9.4	8.0
중국	0.5	10.5	8.5	13.1	8.9	7.0	10.4	8.5	11.1	9.5
미국	-13.4	-19.2	-9.8	-54.0	-24.7	-10.0	-10.0	-3.5	-6.5	-7.2
세전이익률(%)	4.4	5.7	1.5	-11.5	0.0	3.8	6.1	4.8	7.5	5.6
순이익률(%)	1.5	5.3	1.8	-12.8	-1.1	3.4	5.5	4.3	6.7	5.1
매출(YoY,%)	0.2	14.1	1.0	0.4	3.9	8.3	6.5	17.2	15.8	11.8
국내	6.2	8.4	0.4	-1.2	3.6	-2.5	-0.8	11.2	11.6	4.4
중국	-14.5	10.8	0.3	-9.4	-3.3	22.1	11.8	11.7	16.3	15.1
미국	-25.6	6.6	12.7	116.3	14.5	23.3	6.5	13.0	-13.5	6.3
영업이익(YoY,%)	18.4	99.2	33.7	-37.9	23.4	9.0	10.2	59.8	231.8	55.1
국내	111.7	95.1	33.1	30.8	63.9	-15.8	-15.1	17.3	10.6	-2.9
중국	적전	79.7	624.7	100.6	61.7	1,474.3	10.7	11.0	-1.1	22.8
미국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	39.2	119.2	-47.3	적전	-99.7	-8.3	13.9	281.5	흑전	흑전
당기순이익	-82.0	134.9	-57.0	적전	적전	570.0	7.8	1,633.6	흑전	흑전
지배주주당기순이익	-46.7	117.1	53.9	적전	적전	150.2	9.9	178.6	흑전	흑전

자료: 코스맥스, 하나금융투자

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

(단위: 십억원)

2021년 매출과 영업이익 각각
YoY 12%, 55% 높은
1조 5,460억원과 1,034억원 전망

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출액	1,331	1,383	1,546	1,656	1,760
국내	739	765	799	831	864
중국	472	456	525	583	641
미국	145	166	177	191	201
영업이익	54	67	103	124	144
국내	40	66	64	67	73
중국	25	40	50	57	65
미국	-13	-35	-13	-4	0
세전이익	36	0	87	111	133
당기순이익	18	-29	52	72	93
지배주주순이익	32	-15	78	94	111
적정시가총액	1,218	1,340	1,474	1,621	1,783
주식수(천주)	10,049	10,049	10,049	10,049	10,049
적정주가(원)	121,183	133,301	146,632	161,295	177,424
적정PER(배)	38.3	-92	18.9	17.3	16.0
EPS(원)	3,167	-1,446	7,774	9,315	11,089
영업이익률(%)	4.1	4.8	6.7	7.5	8.2
국내	5.4	8.6	8.0	8.1	8.4
중국	5.3	8.9	9.5	9.8	10.1
미국	-8.8	-21.3	-7.2	-2.2	0.0
매출액(YoY,%)	5.6	3.9	11.8	7.1	6.3
국내	8.8	3.6	4.4	4.0	3.9
중국	0.8	-3.3	15.1	11.2	9.8
미국	-12.1	14.5	6.3	8.1	5.0
영업이익(YoY,%)	3.2	23.4	55.1	20.3	15.5
국내	81.5	63.9	-2.9	5.3	7.8
중국	-33.1	61.7	22.8	14.8	13.4
미국	적지	적지	적지	적지	흑전
순이익(YoY,%)	-13.0	-258.6	-279.3	38.2	29.0

자료: 코스맥스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,259.7	1,330.7	1,382.9	1,546.0	1,655.7
매출원가	1,105.0	1,147.2	1,172.0	1,312.6	1,402.4
매출총이익	154.7	183.5	210.9	233.4	253.3
판매비	102.4	129.5	144.2	130.1	129.0
영업이익	52.3	54.0	66.6	103.4	124.4
금융손익	(18.3)	(18.5)	(23.0)	(20.7)	(18.6)
종속/관계기업손익	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
기타영업외손익	2.2	0.5	(43.5)	4.2	5.1
세전이익	36.2	35.9	0.1	86.8	110.8
법인세	15.2	17.6	29.2	34.7	38.8
계속사업이익	21.1	18.3	(29.1)	52.1	72.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	21.1	18.3	(29.1)	52.1	72.0
비배주주지분 순이익	(11.6)	(13.5)	(14.5)	(26.0)	(21.6)
지배주주순이익	32.6	31.8	(14.5)	78.1	93.6
지배주주지분포괄이익	33.1	31.0	(54.2)	97.1	134.2
NOPAT	30.4	27.5	(17,082.0)	62.0	80.8
EBITDA	77.6	92.0	100.1	132.7	150.0
성장성(%)					
매출액증가율	42.50	5.64	3.92	11.79	7.10
NOPAT증가율	40.74	(9.54)	적전	흑전	30.32
EBITDA증가율	40.07	18.56	8.80	32.57	13.04
영업이익증가율	49.00	3.25	23.33	55.26	20.31
(지배주주)순이익증가율	72.49	(2.45)	적전	흑전	19.85
EPS증가율	73.03	(2.43)	적전	흑전	19.81
수익성(%)					
매출총이익률	12.28	13.79	15.25	15.10	15.30
EBITDA이익률	6.16	6.91	7.24	8.58	9.06
영업이익률	4.15	4.06	4.82	6.69	7.51
계속사업이익률	1.68	1.38	(2.10)	3.37	4.35

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	595.8	618.3	702.8	884.6	1,097.2
금융자산	46.6	79.4	31.7	67.4	95.2
현금성자산	35.2	76.6	28.8	64.1	91.7
매출채권	307.1	299.7	374.6	449.5	539.4
재고자산	209.4	208.9	261.2	326.4	408.0
기타유동자산	32.7	30.3	35.3	41.3	54.6
비유동자산	465.8	586.1	543.0	505.0	470.2
투자자산	18.5	20.1	20.5	21.9	22.8
금융자산	17.4	18.7	19.1	20.2	21.0
유형자산	332.6	431.8	389.8	351.7	317.1
무형자산	96.0	102.9	101.5	100.2	99.1
기타비유동자산	18.7	31.3	31.2	31.2	31.2
자산총계	1,061.5	1,204.4	1,245.8	1,389.6	1,567.4
유동부채	650.4	716.4	794.7	891.8	1,004.2
금융부채	371.3	409.4	429.7	450.6	471.2
매입채무	181.3	179.7	224.6	280.7	350.9
기타유동부채	97.8	127.3	140.4	160.5	182.1
비유동부채	169.2	171.5	172.7	176.4	178.9
금융부채	145.2	141.3	141.3	141.3	141.3
기타비유동부채	24.0	30.2	31.4	35.1	37.6
부채총계	819.7	887.9	967.4	1,068.2	1,183.0
지배주주지분	265.4	343.5	319.9	389.0	473.6
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	128.9	182.0	182.0	182.0	182.0
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	(3.1)	(4.9)	(4.9)	(4.9)	(4.9)
이익잉여금	134.8	161.5	137.9	207.0	291.6
비지배주주지분	(23.6)	(27.0)	(41.5)	(67.6)	(89.2)
자본총계	241.8	316.5	278.4	321.4	384.4
순금융부채	469.9	471.3	539.2	524.5	517.2

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,246	3,167	(1,446)	7,774	9,314
BPS	26,434	34,201	31,856	38,730	47,145
CFPS	8,709	12,101	5,645	13,958	16,025
EBITDAPS	7,724	9,153	9,962	13,209	14,929
SPS	125,351	132,410	137,607	153,838	164,756
DPS	600	900	900	900	900
주기지표(배)					
PER	40.05	25.23	(68.81)	15.05	12.56
PBR	4.92	2.34	3.12	3.02	2.48
PCFR	14.93	6.60	17.63	8.38	7.30
EV/EBITDA	22.58	13.56	13.54	9.91	8.57
PSR	1.04	0.60	0.72	0.76	0.71
재무비율(%)					
ROE	13.49	10.45	(4.38)	22.04	21.70
ROA	3.27	2.81	(1.19)	5.93	6.33
ROIC	5.29	4.30	(2,478.39)	8.92	11.22
부채비율	338.93	280.56	347.52	332.34	307.78
순부채비율	194.28	148.92	193.71	163.18	134.55
이자보상배율(배)	2.83	2.38	2.80	4.19	4.87

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(54.6)	74.6	(38.5)	33.9	26.9
당기순이익	21.1	18.3	(29.1)	52.1	72.0
조정	4	6	3	3	3
감가상각비	25.3	38.0	33.5	29.4	25.7
외환거래손익	0.2	(1.5)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	(21.5)	(30.6)	(30.5)	(26.4)	(22.7)
영업활동 자산부채변동	(114.4)	0.9	(42.9)	(47.5)	(70.7)
투자활동 현금흐름	(56.7)	(95.9)	9.5	8.3	8.9
투자자산감소(증가)	1.7	(1.6)	(0.4)	(1.3)	(0.9)
자본증가(감소)	(47.9)	(103.0)	10.0	10.0	10.0
기타	(10.5)	8.7	(0.1)	(0.4)	(0.2)
재무활동 현금흐름	107.5	62.9	11.2	11.8	11.6
금융부채증가(감소)	111.2	34.2	20.3	20.9	20.6
자본증가(감소)	(22.1)	53.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	21.4	(18.4)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
배당지급	(3.0)	(6.0)	(9.0)	(9.0)	(9.0)
현금의 증감	(3.9)	41.4	(47.8)	35.3	27.6
Unlevered CFO	87.5	121.6	56.7	140.3	161.0
Free Cash Flow	(103.6)	(30.2)	(38.5)	33.9	26.9

자료: 하나금융투자

2021년 3월 17일

호텔신라(008770)

면세점 가치 제고 가능성

국내 면세점 산업 우려 과도

면세점 업종에 대한 불확실성이 큰 이유는, 중국면세로 면세점 패권이 이동하는 것이 아니냐는 불안감이다. 실제로 전년도 중국면세가 글로벌 면세점 순위 1위로 올라섰고, 글로벌 브랜드 업체들은 하이난 면세점으로 공급량을 늘렸다. 하지만, 한국 면세점의 경쟁력 저하 가능성을 논하기에는 아직 이르다는 판단이다. 바잉과워를 대변하는 상품 가격/카테고리 다양성/재고 수량 측면에서 아직 중국 면세점은 한국 면세점을 따라가지 못하고 있다는 판단이다. 2020년 기준 글로벌 면세점 매출 1위는 중국 면세점 업체가 될 가능성이 크지만, 이는 중국인 해외 여행 수요가 자국내 여행으로 이동했기 때문이라는 분석이 합리적이다. 글로벌 여행이 재개되면 하이난에서 서울로 중국인들의 면세 소비 판도는 다시 바뀔 가능성이 크다.

향후 사업구조 개선 수익성 개선 폭 클 듯

고객 믹스와 임차료 부담 완화 때문이다. 2020년 인천공항점은 최악이었다. 매출이 80% 가까이 감소했지만 임차료는 고정비로 그대로 지급해야 했기 때문이다. 2021년 가장 바뀌는 것은 인천공항 임차료다. 영업손실이 크게 줄어들게 된다. 2022년 글로벌 여행과 중국 인바운드가 서서히 재개된다는 가정할 때, 시내점의 수익성 개선을 크게 기대할 수 있다. 글로벌 여행 재개는 개인 여행객과 소형 파이공 비중 확대를 의미하므로, 기업형 파이공 협상력이 약화되기 때문이다. 아울러, 사드 보복조치까지 소멸된다고 하면, 중국 개별 여행객 비중이 크게 상승하면서 시내점 영업이익률은 10% 이상으로 상승할 수 있다. 이때, 호텔신라의 영업이익 규모는 3,000억원을 훌쩍 넘을 수도 있다.

목표주가 8.5→10.4, 투자 의견 '중립'→'매수' 상향 조정

목표주가 10.4만원은 2022년 EPS 기준 PER 24배다. 1) 글로벌 압도적 화장품 소싱 능력, 2) 인천공항 임차료 부담 완화, 3) 중국 인바운드 고객 믹스 개선으로 2022년 영업이익 2,620억원, 2023년 영업이익 3,800억원까지 가능할 전망이다. 특히, 밸류에이션 측면에서는 중국 정부의 파이공 규제 불확실성 소멸로 2018~19년보다 한단계 레벨업 될 수 있으며, 그 가시성도 높다는 판단이다. 긴 호흡에서 조금씩 비중을 늘릴 때다.

관심종목

BUY(상향)

| TP(12M): 104,000원(상향) | CP(3월16일): 87,000원

Key Data

KOSPI 지수(pt)	3,067.17	
52주최고/최저(원)	88,500/61,800	
시가총액(십억원)	3,414.6	
시가총액비중(%)	0.16	
발행주식수(천주)	39,248.1	
60일 평균거래량(천주)	758.5	
60일 평균거래대금(십억원)	63.6	
20년 배당금(예상, 원)	350	
20년 배당수익률(예상, %)	0.47	
외국인 지분율(%)	18.98	
주요주주 지분율(%)		
삼성생명보험 외 5인	17.34	
국민연금공단	9.85	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	6.1	16.6 23.2
상대	9.4	(7.4) (31.1)

Consensus Data

	2021	2022
매출액(십억원)	3,913.3	5,082.8
영업이익(십억원)	74.9	229.1
순이익(십억원)	23.1	138.0
EPS(원)	483	3,451
BPS(원)	16,831	21,963

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	십억원	4,713.7	5,717.3	3,188.0	3,696.4	4,981.2
영업이익	십억원	209.1	295.9	(185.3)	35.7	262.1
세전이익	십억원	147.0	225.6	(360.7)	(3.0)	229.9
순이익	십억원	110.3	169.7	(283.9)	(2.2)	172.7
EPS	원	2,758	4,243	(7,096)	(55)	4,318
증감율	%	336.39	53.84	적전	적지	흑전
PER	배	27.74	21.40	N/A	N/A	20.19
PBR	배	3.52	3.55	4.53	4.91	4.01
EV/EBITDA	배	11.96	8.97	(123.27)	27.29	11.15
ROE	%	15.41	20.16	(36.84)	(0.36)	25.17
BPS	원	21,722	25,591	18,163	17,775	21,761
DPS	원	350	350	350	350	350



Analyst 박중대
02-3771-8544
forword@hanafn.com

RA 서현정
02-3771-7552
hjs02014@hanafn.com

인천공항 협상력 구조적 저하

인천공항 협상력 약화로 임대료 부담 크게 완화 예상

인천공항공사는 과거와 같은 협상력 우위를 갖기 어려워졌다. 2018년까지 국내 면세점 업체들은 i) 바잉파워 확대를 위한 매출 규모 증대, ii) 글로벌 공항 면세점 입점을 위한 평판 쌓기 측면에서 영업손실을 감수하고 입점하기 위해 경쟁했다. 하지만, 이제 호텔신라를 비롯한 국내 면세점 업체들에게 인천공항 입점 필요성이 대단히 낮아졌다. 매출 규모는 시내 면세점 만으로도 충분히 글로벌 브랜드를 소싱할 수 있을 정도로 크다. 홍콩/싱가폴 등 글로벌 공항 면세점도 이미 입점 완료했다. 이번 코로나19 사태로 인천공항에서 면세점 업체로의 협상력 이전은 더 가속화되었다. 향후 인천공항에 입점하더라도 BEP 이상은 전제될 가능성이 크다.

표 2. 호텔신라 연도별 국내 면세점 채널별 실적 추이와 전망

연도	매출		영업이익		비고
	시내점	인천공항점	시내점	인천공항점	
2019년	3조2,740억원(YoY 34%)	8,780억원(YoY 9%)	2,940억원(OPM 9%)	-150억원	<ul style="list-style-type: none"> 시내점: 다이공 중심, - 수요 증가로 마진 상승 공항점: 매출 증가 불구, 임차료 부담
2020년	2조2,960억원(YoY -30%)	1,840억원(YoY -79%)	100억원(OPM 0.5%)	-1,300억원	<ul style="list-style-type: none"> 시내점: 기업형 다이공 주도 - 협상력 저하로 마진 하락 공항점: 매출 급락, 임차료 부담 확대
2021년	2조7,220억원(YoY 19%)	1,030억원(YoY -44%)	680억원(OPM 2.5%)	-370억원	<ul style="list-style-type: none"> 시내점: 다이공 중심, 중국 소비 증가 - 수요 증가로 마진 소폭 상승 공항점: 매출 저하, 임차료 부담 완화
2022년	3조3,870억원(YoY 24%)	1,910억원(YoY 86%)	2,530억원(OPM 7%)	10억원(OPM 0.7%)	<ul style="list-style-type: none"> 시내점: 다이공 → 중국 개인 여행객 - 수요 증가+고객 믹스 개선 공항점: 수요 회복, 임대료 부담 완화

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

1분기 연결기준 매출은 YoY 15% 감소한 7,977억원, 영업손실은 YoY 570억원 증가한 98억원 수준 전망

표 1. 호텔신라 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020년	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2021년
매출	944	523	880	842	3,188	798	827	952	1,119	3,696
면세점	849	439	771	742	2,802	694	711	802	982	3,188
호텔/생활레저	95	84	109	100	386	104	117	151	137	509
영업이익	-67	-63	-20	-35	-185	-10	0	14	32	36
면세점	-49	-47	-14	-17	-127	5	9	7	21	43
호텔/생활레저	-18	-16	-6	-19	-58	-15	-9	6	10	-8
세전이익	-93	-82	-37	-150	-361	-19	-10	4	22	-3
순이익	-74	-68	-28	-114	-283	-15	-7	3	17	-2
영업이익률(%)	-7.1	-12.1	-2.3	-4.2	-5.8	-1.2	0.0	1.4	2.8	1.0
세전이익률(%)	-9.8	-15.7	-4.2	-17.8	-11.3	-2.4	-1.2	0.4	2.0	-0.1
순이익률(%)	-7.8	-13.0	-3.2	-13.5	-8.9	-1.8	-0.9	0.3	1.5	-0.1
매출(YoY,%)	-29.7	-61.4	-40.4	-45.5	-44.2	-15.5	58.2	8.3	32.9	15.9
면세점	-30.7	-64.2	-42.4	-47.4	-46.1	-18.3	61.8	4.0	32.3	13.8
호텔/생활레저	-19.9	-34.8	-20.6	-25.2	-25.2	10.0	39.4	38.9	37.8	31.7
영업이익(YoY,%)	적전	적전	적전	적전	적전	적지	흑전	흑전	흑전	-119.2
면세점	적전	적전	적전	적전	적전	흑전	흑전	흑전	흑전	-134.0
호텔/생활레저	적지	적전	적전	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	적지
세전이익(YoY,%)	적전	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	적지
순이익(YoY,%)	적전	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	적지

자료: 호텔신라, 하나금융투자

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

(단위: 십억원)

2021년 연결 매출 전년동기대비 16%
증가한 3조 6,964억원 영업이익 YoY
+2,209억원 증가한 357억원 추정

	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출	5,717	3,188	3,696	4,981	7,149
면세점	5,196	2,792	3,188	4,422	6,534
호텔/생활레저	516	386	509	559	615
영업이익	296	-185	36	262	380
면세점	267	-127	43	254	355
호텔/생활레저	29	-58	-8	8	25
세전이익	226	-361	-3	230	354
순이익	169	-283	-2	172	265
지배순이익	170	-283	-2	172	265
적정시가총액	3,080	3,388	3,727	4,100	4,510
주식수(천주)	39,248	39,248	39,248	39,248	39,248
적정주가(원)	78,479	86,327	94,960	104,456	114,901
적정PER(배)	18.1	N/A	N/A	23.8	17.0
EPS(원)	4,325	-7,221	-56	4,394	6,759
영업이익률(%)	5.2	-5.8	1.0	5.3	5.3
매출 (YoY,%)	21.3	-44.2	15.9	34.8	43.5
영업이익 (YoY,%)	41.5	-162.6	-119.2	634.8	45.0
순이익 (YoY,%)	53.9	-267.0	-99.2	-7,888.9	53.8

자료: 호텔신라, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	4,713.7	5,717.3	3,188.0	3,696.4	4,981.2
매출원가	2,462.2	3,300.7	2,100.9	2,423.4	3,248.5
매출총이익	2,251.5	2,416.6	1,087.1	1,273.0	1,732.7
판매비	2,042.4	2,120.8	1,272.4	1,237.4	1,470.7
영업이익	209.1	295.9	(185.3)	35.7	262.1
금융손익	(7.7)	(27.4)	(38.0)	(33.4)	(29.4)
중속/관계기업손익	0.0	0.0	(6.7)	0.0	0.0
기타영업외손익	(54.4)	(42.9)	(130.7)	(5.2)	(2.8)
세전이익	147.0	225.6	(360.7)	(3.0)	229.9
법인세	36.7	56.2	(77.3)	(0.7)	57.5
계속사업이익	110.3	169.4	(283.3)	(2.2)	172.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	110.3	169.4	(283.3)	(2.2)	172.4
비배주주지분 순이익	(0.0)	(0.3)	0.5	0.0	(0.3)
지배주주순이익	110.3	169.7	(283.9)	(2.2)	172.7
지배주주지분포괄이익	110.2	168.0	(283.8)	(2.2)	172.7
NOPAT	156.9	222.2	(145.6)	26.7	196.5
EBITDA	283.7	515.1	(32.1)	142.9	337.2
성장성(%)					
매출액증가율	34.11	21.29	(44.24)	15.95	34.76
NOPAT증가율	279.90	41.62	적전	흑전	635.96
EBITDA증가율	96.33	81.57	적전	흑전	135.97
영업이익증가율	186.05	41.51	적전	흑전	634.17
(지배주주)순이익증가율	335.97	53.85	적전	적지	흑전
EPS증가율	336.39	53.84	적전	적지	흑전
수익성(%)					
매출총이익률	47.77	42.27	34.10	34.44	34.78
EBITDA이익률	6.02	9.01	(1.01)	3.87	6.77
영업이익률	4.44	5.18	(5.81)	0.97	5.26
계속사업이익률	2.34	2.96	(8.89)	(0.06)	3.46

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,758	4,243	(7,096)	(55)	4,318
BPS	21,722	25,591	18,163	17,775	21,761
CFPS	7,201	12,764	(4,228)	3,503	8,457
EBITDAPS	7,093	12,878	(802)	3,572	8,429
SPS	117,842	142,933	79,700	92,411	124,530
DPS	350	350	350	350	350
주기지표(배)					
PER	27.74	21.40	(11.60)	(1,585.45)	20.19
PBR	3.52	3.55	4.53	4.91	4.01
PCFR	10.62	7.11	(19.47)	24.89	10.31
EV/EBITDA	11.96	8.97	(123.27)	27.29	11.15
PSR	0.65	0.64	1.03	0.94	0.70
재무비율(%)					
ROE	15.41	20.16	(36.84)	(0.36)	25.17
ROA	4.88	5.82	(9.47)	(0.09)	6.25
ROIC	15.01	14.13	(7.91)	1.65	12.22
부채비율	201.12	283.59	296.37	320.87	288.16
순부채비율	46.34	110.68	156.53	151.59	101.89
이자보상배율(배)	11.25	7.47	(3.70)	0.80	5.76

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	1,272.2	1,716.1	924.3	1,096.1	1,532.8
금융자산	304.4	543.7	270.6	338.1	511.4
현금성자산	281.9	508.3	244.8	310.4	478.8
매출채권	94.8	123.6	68.9	79.9	107.7
재고자산	703.6	849.4	473.6	549.2	740.0
기타유동자산	169.4	199.4	111.2	128.9	173.7
비유동자산	1,031.6	1,811.2	1,544.7	1,460.3	1,442.7
투자자산	252.8	256.7	143.5	166.3	223.8
금융자산	218.4	209.2	117.0	135.5	182.4
유형자산	696.9	674.5	532.8	434.8	366.9
무형자산	48.0	56.1	44.5	35.4	28.1
기타비유동자산	33.9	823.9	823.9	823.8	823.9
자산총계	2,303.7	3,527.3	2,469.0	2,556.4	2,975.5
유동부채	1,002.7	1,438.1	688.4	788.8	1,042.7
금융부채	159.8	418.8	102.9	116.1	149.7
매입채무	284.1	433.3	241.6	280.2	377.5
기타유동부채	558.8	586.0	343.9	392.5	515.5
비유동부채	535.9	1,169.7	1,157.8	1,160.1	1,166.2
금융부채	499.1	1,142.7	1,142.7	1,142.7	1,142.7
기타비유동부채	36.8	27.0	15.1	17.4	23.5
부채총계	1,538.7	2,607.7	1,846.1	1,949.0	2,208.9
지배주주지분	764.4	919.1	622.0	606.5	766.0
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
자본조정	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)
기타포괄이익누계액	(3.0)	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	475.4	627.0	329.9	314.4	473.8
비지배주주지분	0.7	0.4	0.9	0.9	0.6
자본총계	765.1	919.5	622.9	607.4	766.6
순금융부채	354.5	1,017.8	975.0	920.8	781.0

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	153.9	403.7	129.9	107.4	186.4
당기순이익	110.3	169.4	(283.3)	(2.2)	172.4
조정	16	28	20	15	12
감가상각비	74.6	219.3	153.2	107.2	75.1
외환거래손익	(1.9)	(3.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.8	4.2	0.0	0.0	0.0
기타	(58.5)	(192.2)	(133.2)	(92.2)	(63.1)
영업활동 자산부채변동	(117.3)	(43.5)	209.9	(42.2)	(106.6)
투자활동 현금흐름	(102.8)	(92.6)	122.9	(24.7)	(62.4)
투자자산감소(증가)	33.6	(3.9)	113.2	(22.8)	(57.5)
자본증가(감소)	(71.3)	(65.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(65.1)	(23.2)	9.7	(1.9)	(4.9)
재무활동 현금흐름	(244.7)	(87.2)	(379.2)	(44.7)	(25.2)
금융부채증가(감소)	(211.3)	902.6	(315.9)	13.3	33.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(20.1)	(976.5)	(50.0)	(44.7)	(45.4)
배당지급	(13.3)	(13.3)	(13.3)	(13.3)	(13.3)
현금의 증감	(192.5)	226.4	(263.5)	65.6	168.3
Unlevered CFO	288.0	510.5	(169.1)	140.1	338.3
Free Cash Flow	76.1	337.9	129.9	107.4	186.4

2021년 3월 17일

오리온(271560)

안 살 이유가 없어 보인다

너무나 저평가된 주가

오리온의 시가총액은 '사드'를 겪으면서 7조원에서→ 4.5조원(사업사+홀딩스 합산)까지 감소했다. 중국 법인 매출은 지난 3년 간 연평균 11% 성장했다. 올해 매출액은 '사드' 이전 90% 수준인 1조 1,887억원을 시현할 것으로 전망한다. 동기간 베트남 및 러시아 법인 매출도 각각 연평균 10%(로컬통화 9%), 5%(로컬통화 11%) 성장했다. 2021년 해외 법인 합산 매출액은 1조 6,301억원(YoY 10.7%)으로 추정한다. 이는 '사드' 이전 1조 6,118억원을 상회하는 수치이다. 반면, 오리온의 시가총액은 5.3조원에 불과하다. 분할을 감안해 홀딩스와의 합산 시가총액과 비교하더라도 7조원에 한참 못 미친다. 과거 대비 증진된 체력을 주가는 반영하지 못하고 있다는 판단이다.

올해 대형주 가운데 실적 모멘텀 가장 좋아

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 2조 4,201억원(YoY +8.5%), 4,357억원(YoY +15.8%)으로 추정한다. 전년 높은 베이스에도 불구하고, ① 양산빵(썬빵), 견과바 등 적극적인 신제품 출시 및 ② 1분기/4분기 춘절 효과, ③ '타오케노이' 라인업 확대 기인해 YoY 8.9%(로컬통화 기준) 매출 성장이 가능할 것으로 전망한다. ④ 중국 법인은 2011년을 마지막으로 초코파이 판가 인상이 전무하다. 최근 판가 인상 흐름 감안시 충분히 가능성을 열어둘 수 있다. 초코파이 판가 10% 인상시(중국만), 오리온 연결 영업이익은 기존 추정치 대비 6.5% 개선 효과가 있을 것으로 추정한다. ⑤ 한국/베트남/러시아도 신규 제품 및 Flavour 확대를 통해 견조한 매출 성장을 시현할 것으로 기대된다.

1분기 실적 시장 기대치 부합 예상

1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 6,034억원(YoY +11.8%), 1,083억원(YoY +11.6%)으로 추정한다. 시장 기대치에 부합하는 호실적을 전망한다. 전년 높은 베이스에도 불구하고 중국 법인 매출이 전년동기대비 16% 증가하면서 전사 실적 개선을 견인할 것으로 전망한다.

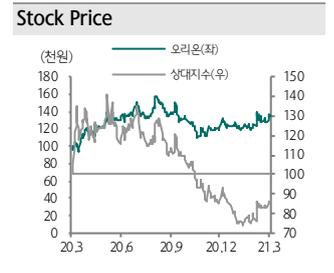
Top Picks

BUY

TP(12M): 170,000원 | CP(3월16일): 135,500원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	3,067.17
52주 최고/최저(원)	158,000/94,700
시가총액(십억원)	5,357.1
시가총액비중(%)	0.25
발행주식수(천주)	39,536.1
60일 평균 거래량(천주)	143.3
60일 평균 거래대금(십억원)	18.2
20년 배당금(예상, 원)	600
20년 배당수익률(예상, %)	0.46
외국인지분율(%)	42.63
주요주주 지분율(%)	
오리온홀딩스 외 6인	43.80
국민연금공단	7.05
주가상승률	1M 6M 12M
절대	3.0 (3.2) 34.8
상대	6.3 (23.1) (24.6)

Consensus Data		
	2020	2021
매출액(십억원)	2,244.2	2,415.4
영업이익(십억원)	400.8	429.9
순이익(십억원)	300.8	317.5
EPS(원)	7,395	7,926
BPS(원)	47,892	54,336



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	십억원	1,926.9	2,023.3	2,229.8	2,420.1	2,565.3
영업이익	십억원	282.2	327.6	376.1	435.7	487.4
세전이익	십억원	275.2	308.1	397.4	451.7	510.4
순이익	십억원	139.9	215.6	267.6	320.8	354.1
EPS	원	3,538	5,453	6,769	8,115	8,956
증감율	%	8.49	54.13	24.13	19.88	10.36
PER	배	33.92	19.35	18.32	16.64	15.07
PBR	배	3.37	2.57	2.63	2.47	2.14
EV/EBITDA	배	12.47	9.33	9.94	8.38	7.17
ROE	%	10.31	14.24	15.34	15.92	15.20
BPS	원	35,568	41,057	47,226	54,742	63,098
DPS	원	600	600	600	600	600



Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 김재란
02-3771-8094
cr.kim@hanafn.com

2021년 중국 법인 YoY 8.9%
VS. 중국 Peer YoY 7%

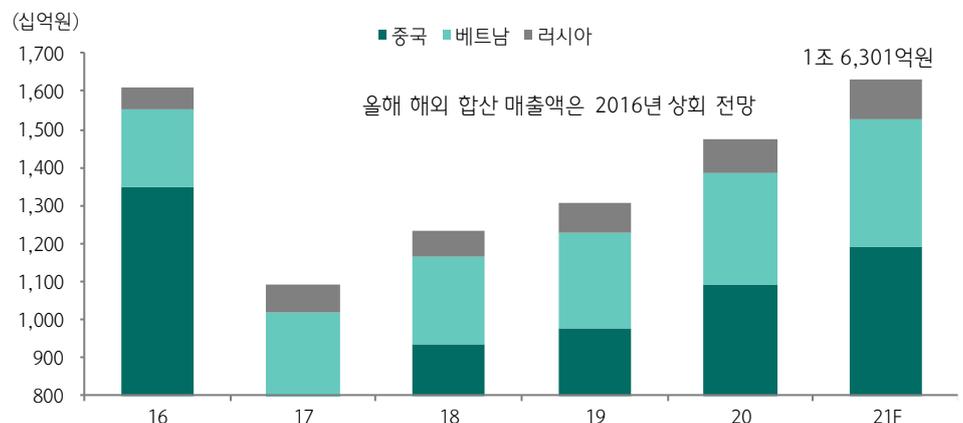
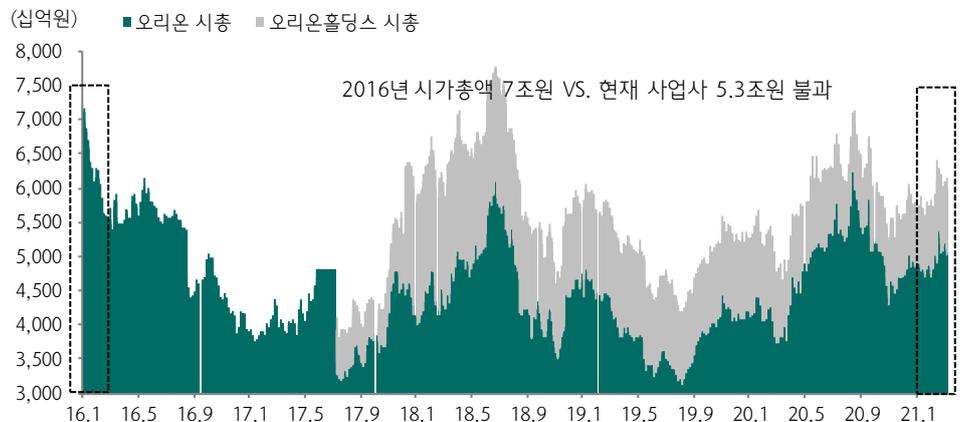
올해도 견조한 실적 개선 전망

오리온의 시가총액은 '사드'를 겪으면서 7조원에서→ 4.5조원(사업사+홀딩스 합산)까지 감소했다. 중국 법인 매출은 지난 3년 간 빠르게 회복해 왔으며, 베트남 및 러시아 법인 매출도 각각 연평균 10%(로컬통화 9%), 5%(로컬통화 11%) 성장했다. 2020년 해외 법인 합산 매출액은 1조 6,301억원(YoY 10.7%)으로 추정한다. 이는 '사드' 이전 1조 6,118억원을 상회하는 수치이다. 반면, 오리온의 시가총액은 5.3조원에 불과하다. 분할을 감안해 홀딩스와의 합산 시가총액과 비교하더라도 7조원에 한참 못 미친다. 과거 대비 증진된 체력을 주가는 반영하지 못하고 있다는 판단이다.

실적은 올해도 견조할 것으로 전망한다. 연결 매출액 및 영업이익은 각각 2조 4,201억원(YoY +8.5%), 4,357억원(YoY +15.8%)으로 추정한다. 전년 높은 베이스에도 불구하고, ① 양산빵(썬빵), 견과바 등 적극적인 신제품 출시 및 ② 1분기/4분기 춘절 효과, ③ '타오케노이' 라인업 확대 기인해 YoY 8.9%(로컬통화 기준) 매출 성장이 가능할 것으로 전망한다. ④ 중국 법인은 2011년을 마지막으로 초코파이 평가 인상이 전무하다. 최근 평가 인상 흐름 감안시 충분히 가능성을 열어둘 수 있다. 초코파이 평가 10% 인상시(중국만), 오리온 연결 영업이익은 기존 추정치 대비 6.5% 개선 효과가 있을 것으로 추정한다. ⑤ 한국/베트남/러시아도 신규 제품 및 Flavour 확대를 통해 견조한 매출 성장을 시현할 것으로 기대된다.

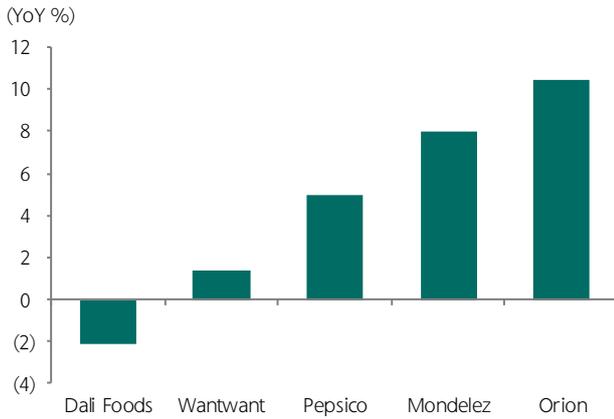
그림 1. 오리온의 시가총액 추이

현재 홀딩스 합산 시가총액 6.1조원
불과



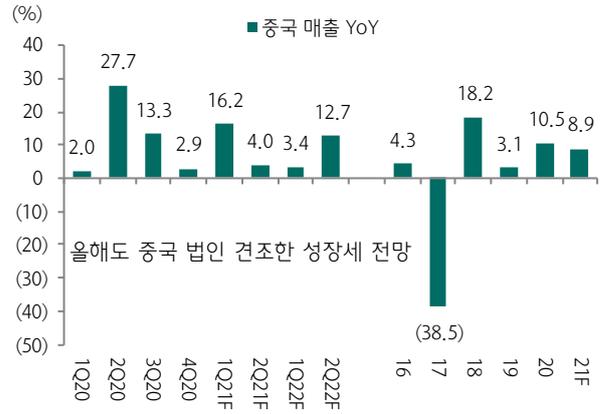
자료: 하나금융투자

그림 2. 2020년 주요 Peer의 제과 매출 성장률



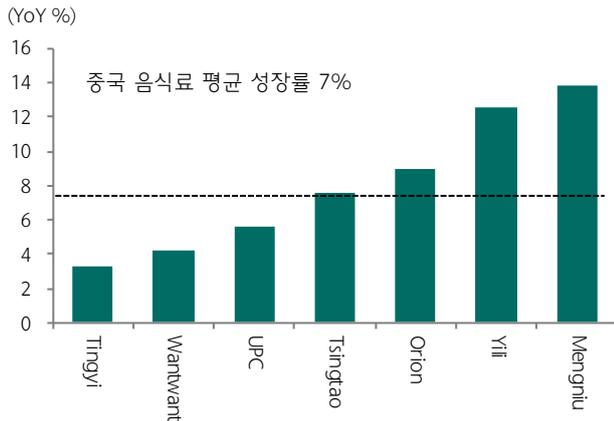
기타: WantWant은 3Q20 누계 성장률, Dali는 1H20 누계 성장률임,
Pepsico는 'Be & Cheery' 인수효과 제거한 수치임
자료: 하나금융투자

그림 3. 오리는 중국 법인 매출 성장 추이(로컬통화 기준)



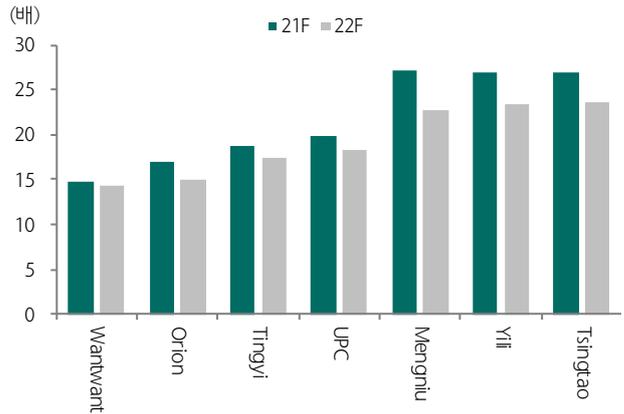
자료: 하나금융투자

그림 4. 2021년 중국 음식료 업체 매출 성장률 전망



자료: 하나금융투자

그림 5. 2021년 및 22년 중국 음식료 업체 밸류에이션 현황



자료: 하나금융투자

표 1. 오리온 연결 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	539.8	515.1	597.4	577.6	603.4	542.4	631.2	643.1	2,023.3	2,229.8	2,420.1
국내제과	190.8	184.1	194.3	200.0	195.1	189.6	202.1	210.0	732.8	769.2	796.8
중국제과	262.9	257.0	306.2	265.4	305.6	267.3	316.5	299.2	974.4	1,091.5	1,188.7
베트남제과	70.3	57.8	74.6	89.3	84.4	66.5	85.8	102.7	252.4	292.0	339.3
러시아제과	19.8	19.1	23.8	26.4	20.4	21.0	27.8	32.9	77.3	89.0	102.1
YoY	8.5%	17.3%	12.7%	3.8%	11.8%	5.3%	5.7%	11.3%	5.0%	10.2%	8.5%
국내제과	7.2%	3.5%	6.4%	2.9%	2.3%	3.0%	4.0%	5.0%	2.9%	5.0%	3.6%
중국제과	4.6%	28.1%	14.4%	4.2%	16.2%	4.0%	3.4%	12.7%	4.4%	12.0%	8.9%
베트남제과	23.9%	19.7%	18.0%	6.1%	20.0%	15.0%	15.0%	15.0%	7.9%	15.7%	16.2%
러시아제과	32.8%	20.1%	16.1%	1.1%	3.0%	10.0%	17.0%	25.0%	19.3%	15.1%	14.8%
영업이익	97.0	86.2	107.8	85.1	108.3	88.4	122.1	116.8	327.6	376.1	435.7
국내제과	30.0	29.1	28.7	36.0	31.2	30.3	32.3	33.6	107.8	123.7	127.5
중국제과	47.3	42.9	58.4	24.4	56.5	42.8	66.5	50.9	158.6	173.0	216.6
베트남제과	15.9	9.6	16.7	21.5	16.9	11.3	18.9	24.6	47.7	63.7	71.7
러시아제과	3.6	3.7	4.9	4.8	3.7	4.0	4.5	7.2	12.5	17.0	19.4
YoY	25.5%	71.0%	6.0%	-13.0%	11.6%	2.6%	13.3%	37.4%	16.1%	14.8%	15.8%
국내제과	29.2%	11.3%	2.9%	17.8%	4.1%	4.3%	12.7%	-6.6%	16.9%	14.8%	3.0%
중국제과	16.2%	140.2%	1.4%	-42.5%	19.5%	-0.3%	13.8%	108.6%	12.0%	9.1%	25.2%
베트남제과	98.8%	122.4%	23.7%	-1.9%	6.1%	17.7%	13.0%	14.6%	16.3%	33.5%	12.5%
러시아제과	112.5%	94.0%	48.5%	-15.1%	1.4%	7.9%	-9.1%	51.4%	56.6%	35.5%	13.9%
OPM	18.0%	16.7%	18.1%	14.7%	17.9%	16.3%	19.3%	18.2%	16.2%	16.9%	18.0%
국내제과	15.7%	15.8%	14.8%	18.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	14.7%	16.1%	16.0%
중국제과	18.0%	16.7%	19.1%	9.2%	18.5%	16.0%	21.0%	17.0%	16.3%	15.8%	18.2%
베트남제과	19.5%	16.6%	22.4%	24.1%	20.0%	17.0%	22.0%	24.0%	18.9%	21.8%	21.1%
러시아제과	18.3%	19.4%	20.6%	18.2%	18.0%	19.0%	16.0%	22.0%	16.2%	19.1%	19.0%
세전이익	104.7	95.5	112.7	84.5	112.3	92.4	126.1	120.8	308.1	397.4	451.7
YoY	32.4%	85.8%	10.3%	12.5%	7.3%	-3.3%	11.9%	43.0%	11.8%	29.1%	13.7%
(지배)순이익	73.1	63.8	76.4	54.2	81.0	66.5	90.1	85.1	215.6	267.6	320.8
YoY	42.5%	76.2%	12.9%	-10.0%	10.8%	4.1%	17.9%	56.9%	54.1%	24.1%	19.9%
NPM	13.5%	12.4%	12.8%	9.4%	13.4%	12.3%	14.3%	13.2%	10.6%	12.0%	13.3%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,926.9	2,023.3	2,229.8	2,420.1	2,565.3
매출원가	1,050.0	1,110.1	1,243.5	1,331.0	1,359.6
매출총이익	876.9	913.2	986.3	1,089.1	1,205.7
판매비	594.8	585.6	610.2	653.4	718.3
영업이익	282.2	327.6	376.1	435.7	487.4
금융손익	(12.1)	(2.1)	2.1	10.1	19.0
종속/관계기업손익	(1.0)	0.0	19.2	6.0	4.0
기타영업외손익	6.2	(17.4)	0.0	0.0	0.0
세전이익	275.2	308.1	397.4	451.7	510.4
법인세	132.2	87.6	122.8	122.5	147.1
계속사업이익	143.0	220.5	274.6	329.2	363.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	143.0	220.5	274.6	329.2	363.3
비배주주지분 순이익	3.2	4.9	7.0	8.4	9.2
지배주주순이익	139.9	215.6	267.6	320.8	354.1
지배주주지분포괄이익	121.0	242.0	268.0	321.4	354.7
NOPAT	146.6	234.4	259.9	317.5	346.9
EBITDA	400.0	459.8	509.7	572.3	628.3
성장성(%)					
매출액증가율	79.53	5.00	10.21	8.53	6.00
NOPAT증가율	86.99	59.89	10.88	22.16	9.26
EBITDA증가율	130.95	14.95	10.85	12.28	9.79
영업이익증가율	162.76	16.09	14.80	15.85	11.87
(지배주주)순이익증가율	85.05	54.11	24.12	19.88	10.38
EPS증가율	8.49	54.13	24.13	19.88	10.36
수익성(%)					
매출총이익률	45.51	45.13	44.23	45.00	47.00
EBITDA이익률	20.76	22.73	22.86	23.65	24.49
영업이익률	14.65	16.19	16.87	18.00	19.00
계속사업이익률	7.42	10.90	12.32	13.60	14.16

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	569.2	596.3	754.4	1,066.7	1,390.9
금융자산	228.5	236.1	358.4	637.5	936.5
현금성자산	184.6	165.0	279.9	552.4	846.2
매출채권	159.7	178.7	196.9	213.7	226.5
재고자산	156.6	147.6	162.7	176.6	187.1
기타유동자산	24.4	33.9	36.4	38.9	40.8
비유동자산	1,782.1	1,856.0	1,875.6	1,912.0	1,960.5
투자자산	30.4	51.9	55.2	58.2	60.5
금융자산	0.0	19.6	19.6	19.6	19.6
유형자산	1,646.0	1,655.5	1,675.0	1,711.1	1,759.8
무형자산	51.7	54.7	51.6	48.8	46.3
기타비유동자산	54.0	93.9	93.8	93.9	93.9
자산총계	2,351.4	2,452.3	2,630.1	2,978.7	3,351.3
유동부채	500.3	464.5	376.7	406.4	429.1
금융부채	155.4	134.3	15.1	15.8	16.3
매입채무	82.5	88.5	97.5	105.8	112.2
기타유동부채	262.4	241.7	264.1	284.8	300.6
비유동부채	406.5	320.3	334.9	348.4	358.7
금융부채	279.6	176.9	176.9	176.9	176.9
기타비유동부채	126.9	143.4	158.0	171.5	181.8
부채총계	906.8	784.8	711.6	754.8	787.8
지배주주지분	1,405.5	1,622.6	1,866.5	2,163.7	2,494.0
자본금	19.8	19.8	19.8	19.8	19.8
자본잉여금	598.1	598.2	598.2	598.2	598.2
자본조정	623.8	623.8	623.8	623.8	623.8
기타포괄이익누계액	(27.3)	2.5	2.5	2.5	2.5
이익잉여금	191.1	378.4	622.3	919.4	1,249.8
비지배주주지분	39.0	44.9	51.9	60.2	69.5
자본총계	1,444.5	1,667.5	1,918.4	2,223.9	2,563.5
순금융부채	206.5	75.1	(166.4)	(444.9)	(743.3)

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,538	5,453	6,769	8,115	8,956
BPS	35,568	41,057	47,226	54,742	63,098
CFPS	10,571	11,984	13,379	14,628	15,993
EBITDAPS	10,118	11,629	12,893	14,476	15,891
SPS	48,742	51,176	56,400	61,213	64,886
DPS	600	600	600	600	600
주기지표(배)					
PER	33.92	19.35	18.32	16.64	15.07
PBR	3.37	2.57	2.63	2.47	2.14
PCFR	11.35	8.80	9.27	9.23	8.44
EV/EBITDA	12.47	9.33	9.94	8.38	7.17
PSR	2.46	2.06	2.20	2.21	2.08
재무비율(%)					
ROE	10.31	14.24	15.34	15.92	15.20
ROA	6.07	8.98	10.53	11.44	11.19
ROIC	8.10	12.97	14.03	16.88	18.02
부채비율	62.77	47.06	37.10	33.94	30.73
순부채비율	14.29	4.50	(8.67)	(20.00)	(29.00)
이자보상배율(배)	16.77	30.00	51.08	77.41	86.33

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	400.6	347.8	418.5	475.3	511.4
당기순이익	143.0	220.5	274.6	329.2	363.3
조정	22	16	13	14	14
감가상각비	117.8	132.2	133.6	136.7	140.9
외환거래손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.0	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(96.9)	(116.3)	(120.6)	(122.7)	(126.9)
영업활동 자산부채변동	42.2	(28.3)	10.2	9.4	7.2
투자활동 현금흐름	(114.9)	(187.5)	(160.6)	(179.7)	(194.4)
투자자산감소(증가)	(5.4)	(21.5)	(3.3)	(3.0)	(2.3)
자본증가(감소)	(119.4)	(119.2)	(150.0)	(170.0)	(187.0)
기타	9.9	(46.8)	(7.3)	(6.7)	(5.1)
재무활동 현금흐름	(199.2)	(184.4)	(143.0)	(23.0)	(23.2)
금융부채증가(감소)	(165.0)	(123.8)	(119.3)	0.7	0.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(10.5)	(36.9)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(23.7)	(23.7)	(23.7)	(23.7)	(23.7)
현금의 증감	83.0	(19.7)	114.9	272.6	293.8
Unlevered CFO	417.9	473.8	528.9	578.3	632.3
Free Cash Flow	269.8	222.0	268.5	305.3	324.4

2021년 3월 17일

콜마비엔에이치(200130)

과거 삼양식품 사례를 반추해 본다면?

과거 삼양식품 사례를 생각해 보면 저가 매수 기회

콜마비엔에이치의 시가총액은 고점 대비 32% 하락했다. 분기 수출 실적이 시장 기대치에 하회하면서 주가는 조정을 받았다. '에터미'와의 중국 사업 확대는 올해부터 본격화될 것으로 전망된다. 이에 따라 콜마비엔에이치의 2021년 수출액은 YoY 45% 증가한 2,700억원에 달할 것으로 추정한다. 수출 비중은 2019년 18% → 2020년 31% → 2021년 38%로 상승이 예상된다. 참고로 '에터미' 향 중국 수출액은 작년 700억원 → 2021년 1,500억원으로 전망한다. 과거 삼양식품의 사례를 보더라도, 분기 수출에 따른 주가 등락 이후 재차 상승하는 패턴을 보여주었다. '에터미'의 중국 사업 확대에 따른 콜마비엔에이치의 높은 성장 가시성 감안시 재매수 기회로 판단한다.

올해부터 본격적인 수출 실적 반영

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,957억원(YoY +14.6%), 1,292억원(YoY +18.4%)으로 추정한다. ① 중국에서 에터미 판매가 본격화 되면서 콜마비엔에이치의 전사 실적을 견인할 것으로 전망한다. 올해 콜마비엔에이치의 중국 수출액은 YoY 114% 성장한 1,500억원으로 예상된다. 에터미의 회원수가 500만명까지 증가한 것으로 파악되며, 인당 판매 금액 한도가 상향될 것으로 전망되기 때문이다. 건강기능식품 및 화장품 이외의 다른 품목(생활용품 등)으로 포트폴리오 확장도 긍정적이다. ② '강소콜마'도 올해부터 가동이 본격화된다. 연간 3~500억원의 신규 매출이 발생될 것으로 예상된다. ③ 국내는 코로나19 기인한 높은 베이스가 부담이나 건기 시장 호황이 지속되고 있다. 여주 개별인정형 승인이 완료되었으며 네 개 품목이 추가 승인 받을 예정이다.

1분기 수출 호조 전망

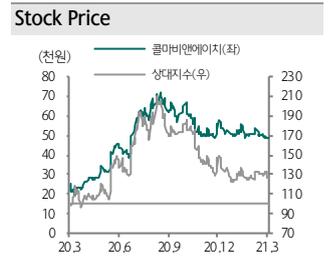
1분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1,486억원(YoY +15.1%), 268억원(YoY +10.9%)으로 추정한다. 수출이 분기 성장을 견인할 것으로 파악된다. 1~2월 '에터미' 중국 수출액은 200억원을 상회한 것으로 파악된다. 3월 수출 실적까지 합산된다면 QoQ 유의미한 성장이 전망된다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 85,000원 | CP(3월16일): 50,700원

Key Data		Consensus Data		
		2020	2021	
KOSDAQ 지수 (pt)	940.65			
52주 최고/최저(원)	71,900/19,650	매출액(십억원)	640.6	741.2
시가총액(십억원)	1,497.9	영업이익(십억원)	125.8	137.7
시가총액비중(%)	0.39	순이익(십억원)	96.1	108.7
발행주식수(천주)	29,543.6	EPS(원)	3,255	3,660
60일 평균 거래량(천주)	260.8	BPS(원)	11,587	14,342
60일 평균 거래대금(십억원)	13.6			
20년 배당금(예상, 원)	250			
20년 배당수익률(예상, %)	0.39			
외국인지분율(%)	3.35			
주요주주 지분율(%)				
한국콜마홀딩스 외 4인	53.68			
한국원자력연구원	6.02			
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	(0.2) (21.6) 139.2			
상대	3.7 (25.3) 28.3			



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	십억원	386.4	438.9	606.9	695.7	800.0
영업이익	십억원	58.5	74.1	109.2	129.2	150.4
세전이익	십억원	64.2	72.1	109.7	134.6	157.0
순이익	십억원	48.4	54.5	80.5	101.1	116.5
EPS	원	1,637	1,844	2,724	3,423	3,943
증감율	%	5.68	12.65	47.72	25.66	15.19
PER	배	12.19	15.05	19.05	14.81	12.86
PBR	배	2.88	3.25	4.71	3.57	2.83
EV/EBITDA	배	8.64	9.40	15.17	12.28	10.03
ROE	%	25.89	23.84	27.85	27.16	24.59
BPS	원	6,933	8,549	11,023	14,196	17,889
DPS	원	200	250	250	250	250



Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 김재란
02-3771-8094
cr.kim@hanafn.com

‘애터미’ 향 중국 매출 본격화

애터미 중국 회원수 500만명 돌파, 콜마비와의 시너지 본격화 전망

올해 연결 매출액 및 영업이익을 각각 6,957억원(YoY +14.6%), 1,292억원(YoY +18.4%)으로 추정한다. 중국에서 애터미 판매가 본격화 되면서 콜마비앤에이치의 전사 실적을 견인할 것으로 전망한다. 올해 콜마비앤에이치의 ‘애터미’ 향 중국 매출액은 1,500억원(1,300~1,800억원)으로 추정한다. 2025년은 3,500억원까지 증가할 것으로 전망한다. ① ‘애터미’의 회원수 증가(작년 말 400만명→현재 500만명), ② 품목 수 확대(전기 및 화장품 라인업 확대 및 생활용품 품목 추가), ③ 인당 구매 한도 증액 기인해 견조한 성장세를 이어갈 것으로 기대한다.

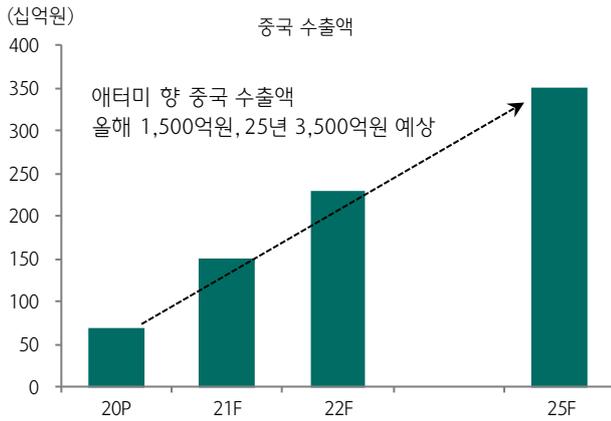
그림 1. 콜마비앤에이치의 시가총액 추이

과거 삼양식품 사례를 반추하면, 분기 실적에 따른 주가 등락 이후 주가는 꾸준히 우상향



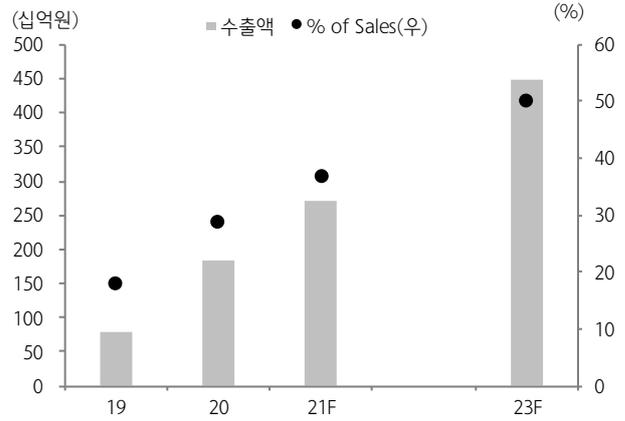
자료: 하나금융투자

그림 2. 콜마비엔에이치 '애틀미' 향 중국 수출 전망



자료: 하나금융투자

그림 3. 콜마비엔에이치 전사 수출액 전망



자료: 하나금융투자

표 1. 콜마비엔에이치 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	19	20	21F
매출액	129.1	174.4	146.3	157.1	148.6	200.0	171.2	175.8	438.9	606.9	695.7
① 본사	111.2	154.2	129.6	141.4	132.9	180.9	153.3	164.5	384.5	536.4	631.6
-식품	79.8	105.6	87.2	94.4	92.5	127.8	106.6	115.0	253.6	367.0	441.9
-화장품	31.4	48.5	42.4	47.0	40.4	53.1	46.7	49.5	130.6	169.3	189.7
② 근오농림	8.6	10.2	5.4	11.2	9.4	11.2	5.9	12.3	36.1	35.4	38.9
③ 에이엔지	24.6	30.7	22.9	20.0	24.6	30.7	22.9	20.0	73.2	98.2	98.2
YoY	21.2%	49.8%	35.2%	45.8%	15.1%	14.7%	17.0%	12.0%	13.6%	38.3%	14.6%
① 본사	19.7%	50.9%	34.7%	51.8%	19.5%	17.3%	18.3%	16.3%	14.4%	39.5%	17.7%
-식품	39.8%	56.9%	37.1%	43.9%	15.9%	21.0%	22.2%	21.8%	25.9%	44.7%	20.4%
-화장품	-12.0%	39.4%	30.5%	70.3%	28.6%	9.5%	10.1%	5.4%	-2.8%	29.6%	12.0%
② 근오농림	17.4%	-12.1%	-22.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	79.6%	-2.0%	10.0%
③ 에이엔지	36.0%	63.3%	36.3%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	16.7%	34.2%	0.0%
영업이익	24.1	35.5	23.1	26.4	26.8	37.6	32.6	32.3	74.1	109.2	129.2
YoY	44.3%	79.1%	32.5%	31.5%	10.9%	5.8%	40.9%	22.3%	26.5%	47.4%	18.4%
OPM	18.7%	20.3%	15.8%	16.8%	18.0%	18.8%	19.0%	18.4%	16.9%	18.0%	18.6%
① 본사	20.3	29.7	20.8	20.0	23.3	32.6	27.6	27.3	63.2	90.8	110.7
② 근오농림	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	(0.4)	0.0
③ 에이엔지	3.5	5.0	2.0	5.0	3.5	5.0	4.0	4.0	9.7	15.5	16.5
세전이익	24.0	36.2	23.3	26.2	27.4	39.2	34.2	33.9	72.1	109.7	134.6
YoY	42.2%	79.9%	28.1%	55.0%	13.9%	8.3%	47.0%	29.3%	12.2%	52.2%	22.7%
지배순이익	18.4	27.5	18.2	16.3	20.9	29.5	25.7	25.1	54.5	80.5	101.1
YoY	38.1%	77.8%	33.1%	36.3%	13.0%	7.0%	41.4%	53.9%	12.7%	47.7%	25.7%
NPM	14.3%	15.8%	12.4%	10.4%	14.0%	14.7%	15.0%	14.3%	12.4%	13.3%	14.5%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	386.4	438.9	606.9	695.7	800.0
매출원가	309.3	343.9	464.3	531.5	609.6
매출총이익	77.1	95.0	142.6	164.2	190.4
판매비	18.5	20.9	33.5	35.0	40.0
영업이익	58.5	74.1	109.2	129.2	150.4
금융손익	3.8	(2.3)	0.5	1.0	1.6
종속/관계기업손익	(0.0)	(0.1)	0.0	4.4	5.0
기타영업외손익	1.9	0.5	0.0	0.0	0.0
세전이익	64.2	72.1	109.7	134.6	157.0
법인세	14.9	17.3	29.6	32.4	39.3
계속사업이익	49.3	54.8	80.1	102.1	117.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	49.3	54.8	80.1	102.1	117.7
비배주주지분 순이익	1.0	0.3	(0.4)	1.0	1.2
지배주주순이익	48.4	54.5	80.5	101.1	116.5
지배주주지분포괄이익	48.2	53.7	79.7	101.6	117.1
NOPAT	45.0	56.3	79.7	98.1	112.7
EBITDA	62.7	79.3	116.6	138.8	162.1
성장성(%)					
매출액증가율	14.45	13.59	38.28	14.63	14.99
NOPAT증가율	14.80	25.11	41.56	23.09	14.88
EBITDA증가율	20.11	26.48	47.04	19.04	16.79
영업이익증가율	19.88	26.67	47.37	18.32	16.41
(지배주주)순이익증가율	5.68	12.60	47.71	25.59	15.23
EPS증가율	5.68	12.65	47.72	25.66	15.19
수익성(%)					
매출총이익률	19.95	21.65	23.50	23.60	23.80
EBITDA이익률	16.23	18.07	19.21	19.95	20.26
영업이익률	15.14	16.88	17.99	18.57	18.80
계속사업이익률	12.76	12.49	13.20	14.68	14.71

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	151.8	207.4	286.6	372.6	477.6
금융자산	60.5	102.8	142.0	206.8	287.0
현금성자산	29.2	59.6	89.9	150.1	224.7
매출채권	40.7	39.7	54.9	63.0	72.4
재고자산	38.5	48.6	67.2	77.0	88.5
기타유동자산	12.1	16.3	22.5	25.8	29.7
비유동자산	139.8	179.0	208.5	236.7	264.8
투자자산	30.4	30.2	32.1	33.2	34.4
금융자산	30.1	26.6	27.2	27.5	27.9
유형자산	87.3	122.6	150.2	177.4	204.3
무형자산	16.9	17.2	17.2	17.2	17.2
기타비유동자산	5.2	9.0	9.0	8.9	8.9
자산총계	291.5	386.4	495.1	609.3	742.5
유동부채	81.5	116.1	151.3	170.2	192.5
금융부채	10.6	12.7	13.1	13.7	14.3
매입채무	54.8	80.7	111.6	128.0	147.2
기타유동부채	16.1	22.7	26.6	28.5	31.0
비유동부채	3.5	15.7	16.6	17.1	17.7
금융부채	0.2	13.2	13.2	13.2	13.2
기타비유동부채	3.3	2.5	3.4	3.9	4.5
부채총계	85.0	131.8	167.9	187.3	210.2
지배주주지분	204.6	252.5	325.5	419.2	528.4
자본금	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8
자본잉여금	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	166.9	214.5	287.6	381.3	490.4
비지배주주지분	1.9	2.1	1.7	2.8	3.9
자본총계	206.5	254.6	327.2	422.0	532.3
순금융부채	(49.6)	(76.9)	(115.7)	(179.9)	(259.4)

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,637	1,844	2,724	3,423	3,943
BPS	6,933	8,549	11,023	14,196	17,889
CFPS	1,695	2,207	3,934	4,835	5,645
EBITDAPS	2,122	2,684	3,945	4,697	5,487
SPS	13,078	14,856	20,542	23,547	27,079
DPS	200	250	250	250	250
주기지표(배)					
PER	12.19	15.05	19.05	14.81	12.86
PBR	2.88	3.25	4.71	3.57	2.83
PCFR	11.77	12.57	13.19	10.49	8.98
EV/EBITDA	8.64	9.40	15.17	12.28	10.03
PSR	1.53	1.87	2.53	2.15	1.87
재무비율(%)					
ROE	25.89	23.84	27.85	27.16	24.59
ROA	17.18	16.07	18.26	18.31	17.23
ROIC	39.15	38.04	44.88	46.89	47.10
부채비율	41.16	51.79	51.31	44.39	39.49
순부채비율	(24.04)	(30.19)	(35.35)	(42.64)	(48.74)
이자보상배율(배)	209.69	213.42	221.27	257.28	292.68

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	22.0	78.2	83.1	109.4	126.7
당기순이익	49.3	54.8	80.1	102.1	117.7
조정	0	1	1	1	1
감가상각비	4.1	5.2	7.4	9.6	11.7
외환거래손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.2)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	(2.9)	(4.3)	(6.4)	(8.6)	(10.7)
영업활동자산부채변동	(31.1)	10.8	(4.3)	(2.3)	(2.7)
투자활동 현금흐름	(2.7)	(49.7)	(45.8)	(42.5)	(45.3)
투자자산감소(증가)	(17.3)	0.2	(1.9)	(1.0)	(1.2)
자본증가(감소)	(9.4)	(33.5)	(35.0)	(36.8)	(38.6)
기타	24.0	(16.4)	(8.9)	(4.7)	(5.5)
재무활동 현금흐름	(24.5)	1.8	(7.0)	(6.8)	(6.7)
금융부채증가(감소)	(4.8)	15.1	0.4	0.6	0.7
자본증가(감소)	(7.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(7.2)	(7.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(5.0)	(5.9)	(7.4)	(7.4)	(7.4)
현금의 증감	(5.2)	30.4	30.3	60.1	74.7
Unlevered CFO	50.1	65.2	116.2	142.8	166.8
Free Cash Flow	12.4	40.6	48.1	72.7	88.1

2021년 3월 17일

제이콘텐트리(036420)

기업가치 1조원까지 편안하게 투자하자

목표주가 상향

방송 부문의 가치를 상향하며 목표주가를 60,000원(+20%)으로 상향한다. 작년에는 넷플릭스 판매가 대부분이었지만, 올해는 빠르면 하반기부터 디즈니+(월화/금토 슬랏)향 판매가 가시화 될 것으로 예상된다. 또한, 텐센트 출자 법인의 유증 참여로 중국 OTT향 판매도 늘어날 것이다. 코로나19 완화로 영화관 및 텐트폴 영화 작품들의 개봉에 따른 가파른 실적 개선이 나타날 것이다. 너무 당연하고 긍정적인 변화가 필연적으로 나타날 것임에도 기업가치는 이를 전혀 반영하지 못하고 있다. 1조원까지는 편안하게 중장기 투자를 추천한다.

올해 당연히 좋아질 수 밖에 없다

방송 부문은 항상 기대 대비 아쉬웠는데, 스튜디오드래곤 대비 선 판매 비중이 매우 낮았기 때문이다. 그러나, 작년 수목드라마 슬랏(넷플릭스)이 오픈 되면서 한 단계 레벨업 되었으며, 최근 영화 <승리호>의 글로벌 성과로 인해 한국 영화에 대한 인식도 확연히 변화하면서 영화 투자/배급까지 영위하는 동시에 대한 관심이 늘어날 것이다. 특히, 이런 관점에서 영화가 중심인 디즈니+향 콘텐츠(드라마/영화 모두) 판매는 단순한 기대감이 아니라 일어날 현실이다. 이 외중에 전년 대비 확연하게 증가한 200억원대 텐트폴 작품들이 급증(시지프스, 재벌집 막내아들, 설강화, 너를 닮은 사람 등)하고 있는 것은 매우 긍정적인 상황이다. 텐트폴 작품 증가 및 영화에 대한 변수로 인한 다양한 OTT들의 제이콘텐트리에 대한 수급 경쟁이 실적으로 나타날 것이다. 넷플릭스향 오리지널은 상반기 <우리 지금 학교는> 외 추가 2편 제작을 논의 중인 것으로 추정된다.

한한령 완화될지 모르겠지만, 중국 OTT향 판매는 증가할 것

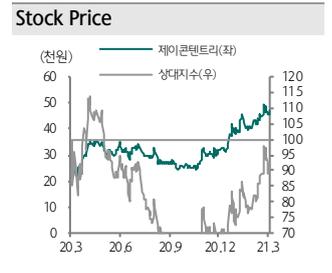
이미 공시를 통해 텐센트가 출자한 법인이 약 1.6조원의 밸류로 JTBC스튜디오의 유증에 참여한다. 텐센트/아이치이 등 중국 OTT가 수급하지 않는다면 정당화되기 힘든 밸류이며, 당연히 중국향 OTT 판매가 늘어날 것이다. 너무 당연한 얘기이며, 한한령 완화 여부와는 별개의 사건이다. 그럼에도 동사의 방송 부문 이익 컨센서스는 이를 완전히 반영하지 못하고 있다.

Top Picks

BUY

TP(12M): 60,000원(상향) | CP(3월16일): 47,250원

Key Data		Consensus Data		
		2020	2021	
KOSPI 지수 (pt)	3,067.17			
52주 최고/최저(원)	49,600/20,350	매출액(십억원)	379.3	535.5
시가총액(십억원)	774.2	영업이익(십억원)	(44.8)	30.5
시가총액비중(%)	0.04	순이익(십억원)	(56.5)	11.1
발행주식수(천주)	16,385.1	EPS(원)	(2,922)	468
60일 평균 거래량(천주)	281.6	BPS(원)	17,459	13,541
60일 평균 거래대금(십억원)	11.6			
20년 배당금(예상, 원)	0			
20년 배당수익률(예상, %)	0.00			
외국인지분율(%)	8.08			
주요주주 지분율(%)				
중앙홀딩스 외 2인	41.37			
국민연금공단	11.34			
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	8.7 68.4 81.7			
상대	12.2 33.8 1.6			



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	511.3	554.2	364.4	568.2	723.8
영업이익	십억원	34.7	35.4	(53.5)	36.5	95.1
세전이익	십억원	33.6	20.8	(162.3)	30.6	90.5
순이익	십억원	18.4	1.1	(127.1)	14.7	43.5
EPS	원	1,448	78	(7,932)	898	2,658
증감율	%	172.18	(94.61)	적전	흑전	195.99
PER	배	30.80	494.23	(4.78)	52.62	17.78
PBR	배	1.88	1.71	3.15	3.65	3.03
EV/EBITDA	배	9.75	9.08	198.74	15.29	9.08
ROE	%	7.45	0.34	(49.77)	7.39	19.08
BPS	원	23,744	22,505	12,034	12,932	15,590
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com

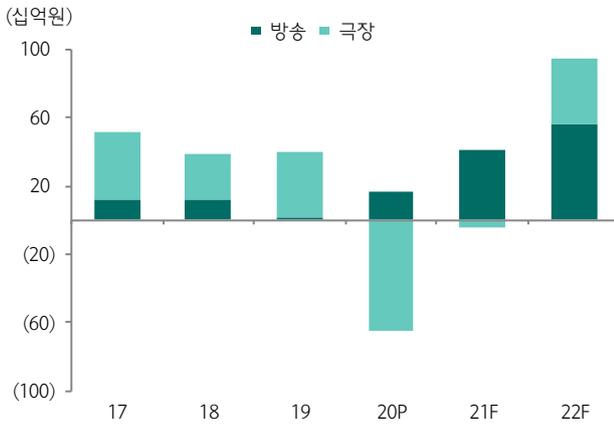
표 1. 제이콘텐츠리 목표주가 상향

(단위: 십억원)

항목	가치	비고
부문별		
영화('22년)	321.1	NOPLAT*목표 멀티플 10배
방송('22년)	964.9	NOPLAT*목표 멀티플 48배
기업가치	1,286.0	
- 순차입금	300.0	
발행주식수	16,385	천주
목표주가	60,000	원
현재주가	47,250	원
상승 여력	27	%

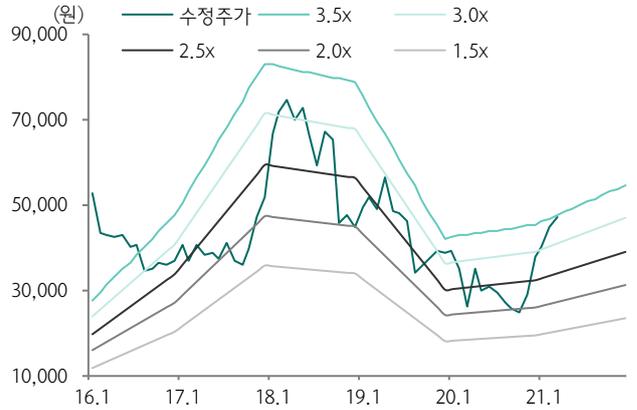
자료: 하나금융투자

그림 1. 부문별 영업이익 추이



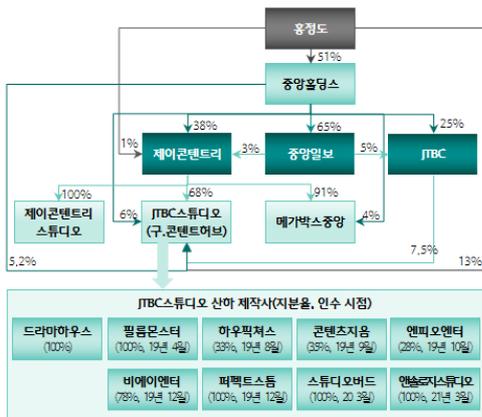
자료: 제이콘텐츠리, 하나금융투자

그림 2. 제이콘텐츠리 12MF P/B 밴드차트



자료: 제이콘텐츠리, 하나금융투자

그림 3. 제이콘텐츠리 지배 구조 변화



자료: 제이콘텐츠리, JTBC스튜디오, 하나금융투자

그림 4. 제이콘텐츠리 유상증자에 텐센트 자회사Aceville 참여(7.3%)

제3자배정 대상 자	회사 또는 최대주주와의 관계	선정경위	종자금융 조수 6월 이내 거제내역 및 계획	배당주식수 (주)	비고
샤오홍딩스 투한회사	-	회사의 경영 목적 달성에 필요한 자금의 신속한 조달을 위해 투자자의 의향 및 납입 능력, 시기 등을 고려하여 최종 선정	-	18,693,919	한국에 domiciled 1년간 보유예수
Aceville Pte. Ltd.	-	회사의 경영 목적 달성에 필요한 자금의 신속한 조달을 위해 투자자의 의향 및 납입 능력, 시기 등을 고려하여 최종 선정	-	6,231,307	한국에 domiciled 1년간 보유예수

자료: 제이콘텐츠리, 하나금융투자

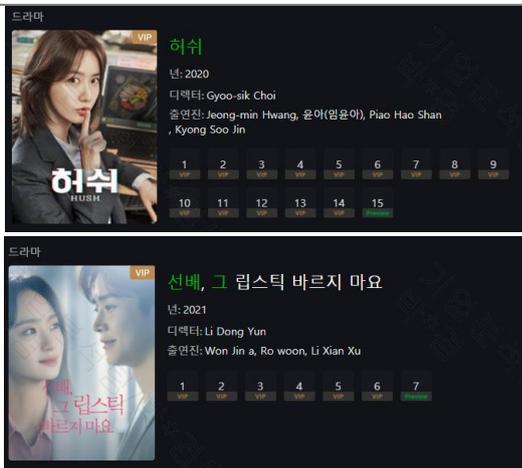
표 2. 제이콘텐츠리 실적 추정

(단위: 십억원)

	19	20P	21F	22F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P
매출액	554	364	568	724	126	131	143	154	103	76	93	92
방송	222	251	329	383	52	49	52	69	51	55	69	76
영화	333	105	239	340	74	82	91	86	41	13	29	21
영업이익	35	(54)	36	95	11	16	15	(7)	(16)	(14)	(8)	(16)
방송	1	17	41	56	6	1	5	(10)	(3)	9	9	1
영화	39	(66)	(5)	39	5	16	11	7	(12)	(22)	(15)	(16)
OPM (%)	6	(15)	6	13	9	12	11	(5)	(15)	(19)	(8)	(17)
당기순이익	11	(142)	23	69	8	12	7	(16)	(19)	(23)	(9)	(91)

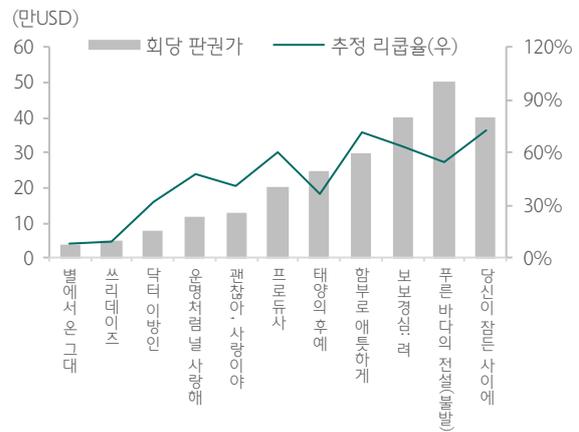
자료: 제이콘텐츠리, 하나금융투자

그림 5. 아이치이에 방영 중인 <허쉬>, <선배, 그 립스틱..>



자료: 제이콘텐츠리, JTBC스튜디오, 하나금융투자

그림 6. 과거 중국향 드라마 판권 가격 추이



자료: 언론, 하나금융투자

표 3. 제이콘텐츠리 2021년 주요 방영 예정 드라마 라인업

채널	요일	방영	제목	출연진	회차
JTBC	월화	1Q	선배, 그 립스틱 바르지 마요	원진아, 로운	16
		2Q	월간 집	정소민, 김지석	16
	수목	1Q	련온	임시완, 신세경	16
		1Q	시지프스	조승우, 박신혜	16
	토일	2Q	로스쿨	김명민, 류혜영	16
		1Q	허쉬	황정민, 윤아	16
기타	넷플릭스	1Q	괴물	신하균, 여진구	16
		2Q	언더커버	지진희, 김현주	16
기타	넷플릭스	1~2Q	지금 우리 학교는	윤찬영, 박지후	10

자료: 언론 보도 및 각사, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	511.3	554.2	364.4	568.2	723.8
매출원가	273.8	314.5	236.6	330.1	402.7
매출총이익	237.5	239.7	127.8	238.1	321.1
판매비	202.7	204.3	181.3	201.6	226.1
영업이익	34.7	35.4	(53.5)	36.5	95.1
금융손익	(3.5)	(9.1)	(13.8)	(13.9)	(13.0)
종속/관계기업손익	(0.1)	(0.6)	(11.7)	6.0	6.0
기타영업외손익	2.4	(4.9)	(83.2)	2.0	2.5
세전이익	33.6	20.8	(162.3)	30.6	90.5
법인세	8.0	10.2	(20.6)	7.3	21.7
계속사업이익	25.6	10.6	(141.7)	23.3	68.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	25.6	10.6	(141.7)	23.3	68.8
비배주주지분 순이익	7.1	9.5	(14.7)	8.5	25.2
지배주주순이익	18.4	1.1	(127.1)	14.7	43.5
지배주주지분포괄이익	22.3	3.4	(38.1)	6.3	18.5
NOPAT	26.5	18.1	(46.7)	27.7	72.2
EBITDA	77.0	123.8	6.2	78.1	124.8
성장성(%)					
매출액증가율	21.65	8.39	(34.25)	55.93	27.38
NOPAT증가율	77.85	(31.70)	적전	흑전	160.65
EBITDA증가율	30.07	60.78	(94.99)	1,159.68	59.80
영업이익증가율	4.20	2.02	적전	흑전	160.55
(지배주주)순이익증가율	187.50	(94.02)	적전	흑전	195.92
EPS증가율	172.18	(94.61)	적전	흑전	195.99
수익성(%)					
매출총이익률	46.45	43.25	35.07	41.90	44.36
EBITDA이익률	15.06	22.34	1.70	13.75	17.24
영업이익률	6.79	6.39	(14.68)	6.42	13.14
계속사업이익률	5.01	1.91	(38.89)	4.10	9.51

대차대조표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	342.1	236.8	220.0	320.6	446.1
금융자산	197.8	94.6	126.4	174.9	260.6
현금성자산	141.6	64.0	106.3	143.5	220.6
매출채권	77.1	67.4	44.3	69.1	88.1
재고자산	32.9	25.6	16.8	26.2	33.4
기타유동자산	34.3	49.2	32.5	50.4	64.0
비유동자산	479.1	924.9	838.2	825.4	817.7
투자자산	82.2	99.3	72.4	101.3	123.4
금융자산	81.8	88.0	65.0	89.7	108.6
유형자산	208.5	257.9	219.9	190.2	167.0
무형자산	87.4	133.9	112.1	100.1	93.6
기타비유동자산	101.0	433.8	433.8	433.8	433.7
자산총계	821.2	1,161.6	1,058.2	1,146.0	1,263.8
유동부채	271.1	339.2	284.4	344.3	390.0
금융부채	119.7	175.3	174.9	176.3	177.4
매입채무	15.1	18.4	12.1	18.9	24.0
기타유동부채	136.3	145.5	97.4	149.1	188.6
비유동부채	129.2	401.8	496.3	502.2	506.8
금융부채	102.6	385.6	485.6	485.6	485.6
기타비유동부채	26.6	16.2	10.7	16.6	21.2
부채총계	400.3	741.1	780.7	846.5	896.8
지배주주지분	337.0	318.8	191.8	206.5	250.0
자본금	72.0	72.0	72.0	72.0	72.0
자본잉여금	158.3	154.5	154.5	154.5	154.5
자본조정	(5.1)	(5.4)	(5.4)	(5.4)	(5.4)
기타포괄이익누계액	16.3	14.3	14.3	14.3	14.3
이익잉여금	95.5	83.4	(43.6)	(28.9)	14.6
비배주주지분	83.9	101.8	85.8	93.0	117.0
자본총계	420.9	420.6	277.6	299.5	367.0
순금융부채	24.4	466.3	534.1	487.0	402.4

투자지표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,448	78	(7,932)	898	2,658
BPS	23,744	22,505	12,034	12,932	15,590
CFPS	7,269	8,735	(4,153)	5,469	8,216
EBITDAPS	6,042	8,590	390	4,767	7,619
SPS	40,127	38,468	22,747	34,675	44,177
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	30.80	494.23	(4.78)	52.62	17.78
PBR	1.88	1.71	3.15	3.65	3.03
PCFR	6.14	4.41	(9.14)	8.64	5.75
EV/EBITDA	9.75	9.08	198.74	15.29	9.08
PSR	1.11	1.00	1.67	1.36	1.07
재무비율(%)					
ROE	7.45	0.34	(49.77)	7.39	19.08
ROA	2.49	0.11	(11.45)	1.34	3.61
ROIC	10.09	3.77	(6.98)	4.49	12.89
부채비율	95.09	176.20	281.26	282.63	244.35
순부채비율	5.80	110.87	192.42	162.61	109.65
이자보상배율(배)	4.22	2.46	(2.39)	1.50	3.91

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	24.8	39.8	(125.6)	95.2	121.7
당기순이익	25.6	10.6	(141.7)	23.3	68.8
조정	5	9	4	4	3
감가상각비	42.2	88.3	59.8	41.7	29.8
외환거래손익	(0.2)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.1	0.6	0.0	0.0	0.0
기타	(37.1)	(79.9)	(55.8)	(37.7)	(26.8)
영업활동자산부채변동	(53.5)	(59.4)	(28.2)	30.3	23.2
투자활동 현금흐름	(47.8)	(101.2)	36.1	(41.4)	(32.0)
투자자산감소(증가)	(0.8)	(16.4)	25.6	(30.2)	(23.3)
자본증가(감소)	(28.4)	(66.2)	0.0	0.0	0.0
기타	(18.6)	(18.6)	10.5	(11.2)	(8.7)
재무활동 현금흐름	115.2	(16.2)	99.6	1.4	1.1
금융부채증가(감소)	(33.9)	338.6	99.6	1.4	1.1
자본증가(감소)	154.8	(3.8)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(4.4)	(349.7)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(1.3)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	92.2	(77.6)	42.3	37.2	77.1
Unlevered CFO	92.6	125.8	(66.5)	89.6	134.6
Free Cash Flow	(4.0)	(30.1)	(125.6)	95.2	121.7

2021년 3월17일

롯데관광개발(032350)

기대할 것은 많고, 주가는 여전히 싸고

백신/중국의 동반 수혜주, 저평가된 주가

코로나19로 인한 의회 일정 지연으로 제주드림타워 카지노 영업허가가 다소 지연되고 있으나, 호텔과 F&B의 경우 이미 높은 경쟁력을 증명하고 있다. 여기에 더해 백신이나 (중국과의) 트래블 버블, 혹은 한한령 완화에 대한 동반 수혜가 가능함에도 주가는 여전히 예상 P/B 1.2배에 불과하다. 완전한 이익 잠재력이 파악되기 전까지는 기업가치의 우상향 흐름이 예상되기에 지속적인 관심을 추천한다.

코로나19로 다소 지연되었으나, 2Q 내 카지노 개장 예정

작년 11월 복합리조트 제주드림타워 준공 후, 12월 그랜드하얏트 호텔을 먼저 개장했다. 5성급 호텔(그랜드 하얏트)로 최근 흡소평에서 1만실과 6천실을 연달아 완판했다. 3개월 내 사용 조건이자, 카지노 오픈 전 레지던스동이 아직 미운영중임을 감안할 때 상당히 의미가 있다. 다만, 기존에 예상했던 3월 오픈 보다는 1개월 정도 지연되고 있는데 이는 3월초로 예정되어 있던 제주도 의회 일정이 코로나19 확진자 발생으로 3월 중순으로 지연된 영향이다. 큰 변수만 없다면 2분기 내 카지노 영업이 가능할 것으로 예상된다.

가장 주목하는 이유는 호텔 캐파

기 커버리지 기업인 파라다이스/GKL 외 롯데관광개발에 가장 관심을 가지는 이유는 외국인 카지노 산업에서 무엇보다 중요한 것이 호텔 캐파이기 때문이다. 즉, 잘 수 있어야 게임을 즐길 수 있는 것이고, 테이블이 아닌 호텔 캐파가 가장 많은 카지노가 바로 제주드림타워다. 또한, 주관적 경험으로는 5성급 호텔에 걸맞는 질적/양적 F&B 경쟁력을 보유하고 있어, 호텔 숙박 ADR(평균일 약 30만원, 주말 약 30만원 후반)에 버금가는 F&B 매출이 기대된다. 연간 1) 카지노 매출은 6,000~8,000억원(각각 테이블 당 일 매출 165~223만원 가정), 2) 호텔은 1,200~1,400억원(투숙률 70~80% 및 ADR 30만원 가정), 3) F&B는 1,000억원(호텔 대비 0.8배) 이상이 가능할 것이다. 합산 실적은 매출은 8,000억원~1.05조원, 영업이익은 1,400~2,100억원 내외 수준이다.

관심종목

Not Rated

CP(3월16일): 20,450원

Key Data		Consensus Data		
		2020	2021	
KOSPI 지수 (pt)	3,067.17			
52주 최고/최저(원)	21,750/7,490	매출액(십억원)	N/A	375
시가총액(십억원)	1,416.7	영업이익(십억원)	N/A	51
시가총액비중(%)	0.07	순이익(십억원)	N/A	40
발행주식수(천주)	69,275.7	EPS(원)	N/A	573
60일 평균 거래량(천주)	795.6	BPS(원)	N/A	3,808
60일 평균 거래대금(십억원)	14.2			
19년 배당금(원)	0	Stock Price		
19년 배당수익률(%)	0.00			
외국인지분율(%)	5.24			
주요주주 지분율(%)				
김기병 외 5인	58.31			
국민연금공단	10.45			
주가상승률	1M 6M 12M			
절대	13.0 29.4 114.8			
상대	16.5 2.8 20.1			

Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	십억원	45	50	69	76	88
영업이익	십억원	2	3	5	3	(16)
세전이익	십억원	(50)	2	4	(102)	(12)
순이익	십억원	(50)	2	3	(108)	(14)
EPS	원	(1,170)	30	67	(2,131)	(206)
증감율	%	적전	흑전	123.3	적전	적지
PER	배	(6.6)	222.0	145.9	(6.8)	(69.4)
PBR	배	2.4	2.0	2.9	3.3	3.3
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.2)
ROE	%	(30.5)	0.9	2.0	(39.8)	(4.7)
BPS	원	3,257	3,275	3,401	4,353	4,348
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이기훈
02-3771-7722
sacredkh@hanafn.com

RA 박다겸
02-3771-7529
dagyeompark@hanafn.com

그림 1. 11월 준공된 제주드림타워



자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 2. 제주드림타워의 입지 - 제주도심 위치&공항/터미널 접근성



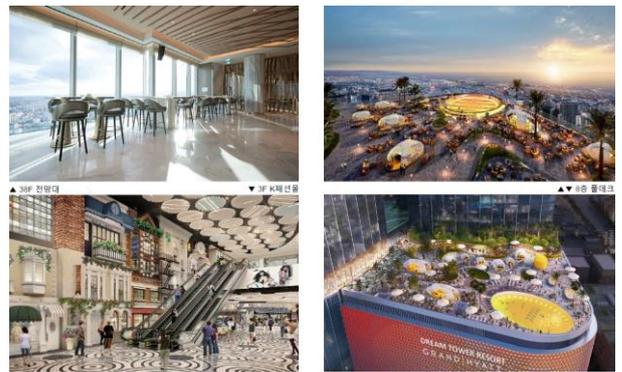
자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 3. 그랜드 하얏트 브랜드 올스위트 호텔(총 1,600실)



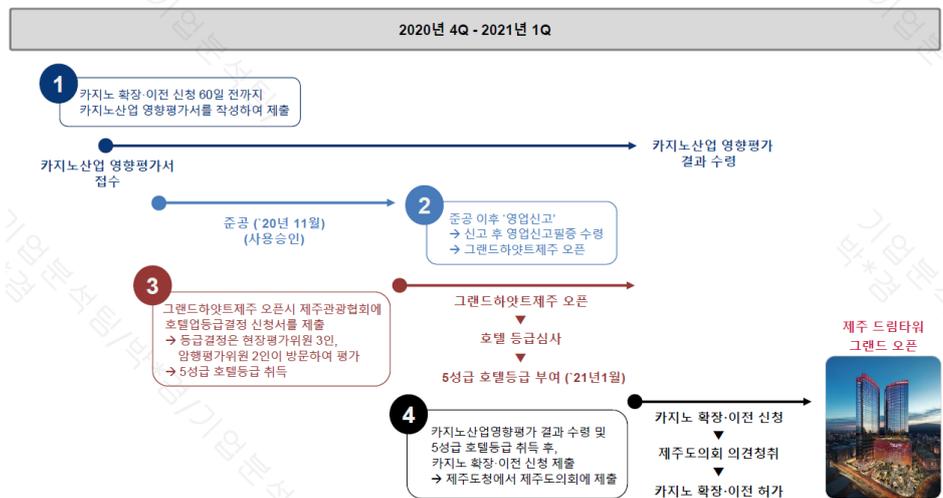
자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 4. 리테일, 전망대, 인피니티풀 및 스파 등 부대시설 확충



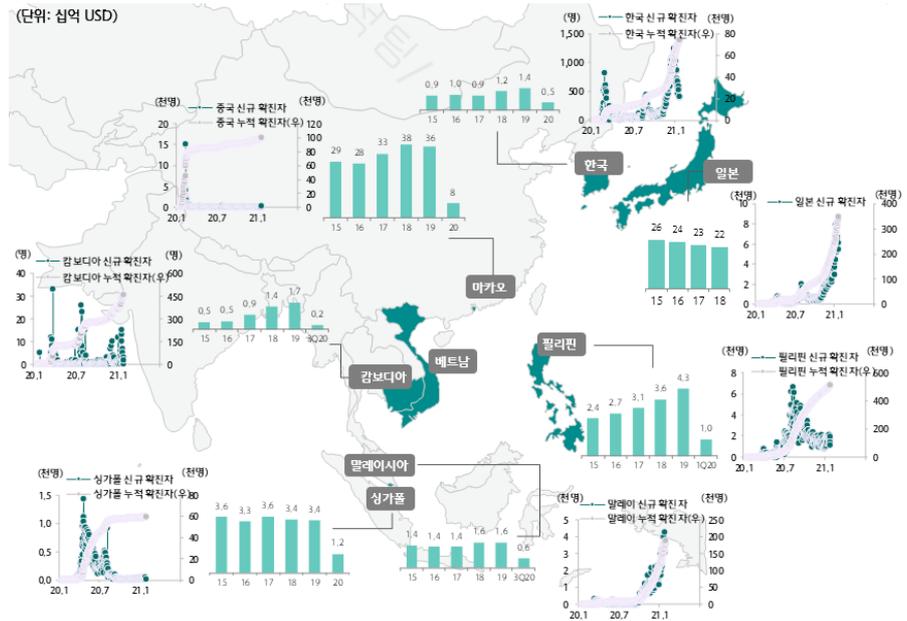
자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

그림 5. 롯데관광개발 타임라인 - 작년 12월 호텔 오픈, 3월 의회에서 확장 허가 이후 카지노 개장 예정



자료: 롯데관광개발, 하나금융투자

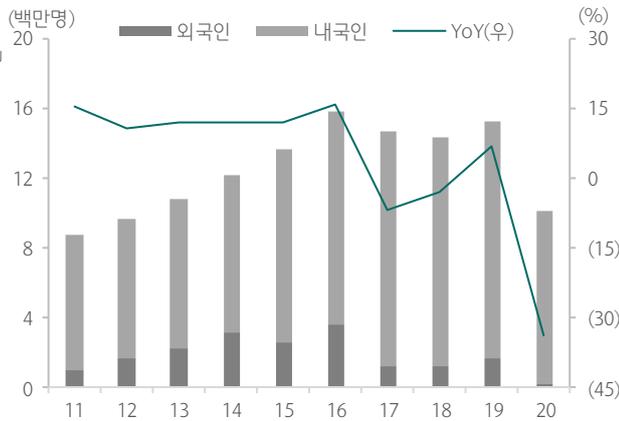
그림 6. 아시아 국가별 카지노 GGR



자료: 각사 정보 취합, Bloomberg, 하나금융투자

주: 단위는 \$십억, 캄보디아는 프놈펜의 Naga Corp 규모만 반영되었으며 필리핀은 PAGCOR와 IR 합산 금액

그림 7. 제주도 입도객 수 추이



자료: 제주특별자치도, 하나금융투자

그림 8. 제주드림타워 수익가치평가 테이블

	2019년	2020년 (5~12월)	2021년	2022년	2023년	2024년
매출		453,252	784,668	827,621	874,413	918,311
카지노		291,901	542,934	579,700	615,419	653,046
호텔		133,773	198,393	202,436	211,370	215,449
리테일		27,578	43,341	45,485	47,624	49,816
EBITDA		98,928	182,898	198,031	218,674	236,147
카지노		77,370	156,532	171,562	187,569	203,223
호텔		17,443	19,719	19,298	23,426	24,734
리테일		4,114	6,647	7,171	7,679	8,190

자료: 한국기업평가, 하나금융투자

주: 단위는 백만원

표 1. 롯데관광개발 예상 실적 시나리오(온기 영업 가정)

(단위: 십억원)

	시나리오 1(Normal)	시나리오 2(Bull)	비고
매출	823	1,066	각각 일매출 165만원/223만원 가정 각각 투숙률 70%/80% 가정 호텔의 약 80% 가정
카지노	603	813	
호텔	123	140	
F&B	98	112	
매출원가	545	712	
매출총이익	278	354	
GPM(%)	34%	33%	
판관비	119	119	편의상 인건비와 감가비만 반영
영업이익	159	234	
OPM(%)	19%	22%	
영업외비용	33	33	담보대출 7,000억원 이자(4.3%), CB 1,000억원 이자(2.5%)
당기순이익	99	157	법인세율 22% 가정

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	45	50	69	76	88
매출원가	21	23	38	44	66
매출총이익	24	27	31	32	22
판매비	22	24	26	29	39
영업이익	2	3	5	3	(16)
금융손익	(0)	(1)	(1)	(96)	5
종속/관계기업손익	0	(1)	(0)	(0)	0
기타영업외손익	(52)	0	(0)	(8)	(0)
세전이익	(50)	2	4	(102)	(12)
법인세	(0)	0	1	(4)	2
계속사업이익	(50)	2	3	(98)	(14)
중단사업이익	0	0	0	(15)	0
당기순이익	(50)	2	3	(113)	(14)
비배주주지분 순이익	0	(0)	0	(4)	(0)
지배주주순이익	(50)	2	3	(108)	(14)
지배주주지분포괄이익	(50)	1	3	(105)	(18)
NOPAT	2	3	4	3	(20)
EBITDA	2	4	6	4	(12)
성장성(%)					
매출액증가율	7.1	11.1	38.0	10.1	15.8
NOPAT증가율	흑전	50.0	33.3	(25.0)	적전
EBITDA증가율	N/A	100.0	50.0	(33.3)	적전
영업이익증가율	흑전	50.0	66.7	(40.0)	적전
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	50.0	적전	적지
EPS증가율	적전	흑전	123.3	적전	적지
수익성(%)					
매출총이익률	53.3	54.0	44.9	42.1	25.0
EBITDA이익률	4.4	8.0	8.7	5.3	(13.6)
영업이익률	4.4	6.0	7.2	3.9	(18.2)
계속사업이익률	(111.1)	4.0	4.3	(128.9)	(15.9)

대차대조표	(단위:십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	31	47	89	220	53
금융자산	9	15	49	200	27
현금성자산	7	12	45	13	16
매출채권	12	14	15	1	0
재고자산	0	0	0	0	4
기타유동자산	10	18	25	19	22
비유동자산	218	315	312	287	513
투자자산	108	105	105	12	9
금융자산	103	101	101	9	6
유형자산	102	202	199	217	445
무형자산	5	4	4	50	49
기타비유동자산	3	4	4	8	10
자산총계	249	362	402	507	566
유동부채	26	46	87	75	250
금융부채	0	0	38	31	65
매입채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	26	46	49	44	185
비유동부채	58	150	142	151	18
금융부채	0	0	0	0	3
기타비유동부채	58	150	142	151	15
부채총계	84	196	229	226	268
지배주주지분	163	164	170	284	301
자본금	15	23	23	33	35
자본잉여금	289	281	284	492	525
자본조정	0	0	0	(0)	0
기타포괄이익누계액	(0)	0	0	5	2
이익잉여금	(140)	(139)	(136)	(245)	(261)
비지배주주지분	2	2	2	(3)	(3)
자본총계	165	166	172	281	298
순금융부채	(7)	(2)	(5)	(169)	43

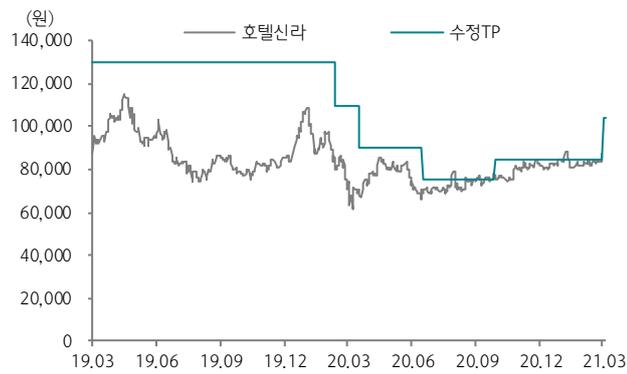
투자지표	(단위:십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	(1,170)	30	67	(2,131)	(206)
BPS	3,257	3,275	3,401	4,353	4,348
CFPS	113	130	145	326	37
EBITDAPS	54	84	117	77	(169)
SPS	1,047	1,003	1,379	1,437	1,295
DPS	0	0	0	0	0
주기지표(배)					
PER	(6.6)	222.0	145.9	(6.8)	(69.4)
PBR	2.4	2.0	2.9	3.3	3.3
PCFR	68.1	51.2	67.4	44.6	386.5
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	(0.2)
PSR	7.3	6.6	7.1	10.1	11.0
재무비율(%)					
ROE	(30.5)	0.9	2.0	(39.8)	(4.7)
ROA	(20.0)	0.4	0.8	(22.3)	(2.5)
ROIC	1.5	1.5	2.0	1.2	(5.7)
부채비율	50.7	118.0	133.0	80.4	89.7
순부채비율	(4.4)	(1.2)	(2.6)	(60.0)	14.4
이자보상배율(배)	29.8	27.9	93.0	25.6	(14.5)

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	(0)	3	6	2	(25)
당기순이익	(50)	2	3	(113)	(14)
조정	0	0	0	0	0
감가상각비	1	1	1	1	5
외환거래손익	0	0	0	0	2
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	(1)	(1)	(1)	(1)	(7)
영업활동자산부채변동	(4)	(3)	0	(3)	(16)
투자활동 현금흐름	(2)	(9)	(3)	(212)	(41)
투자자산감소(증가)	0	0	0	0	0
자본증가(감소)	2	9	5	10	215
기타	(4)	(18)	(8)	(222)	(256)
재무활동 현금흐름	1	11	30	177	69
금융부채증가(감소)	1	11	24	(18)	28
자본증가(감소)	100	(0)	3	218	36
기타재무활동	(100)	0	3	(23)	5
배당지급	0	0	0	0	0
현금의 증감	(1)	5	33	(32)	3
Unlevered CFO	5	7	7	17	3
Free Cash Flow	1	12	12	12	190

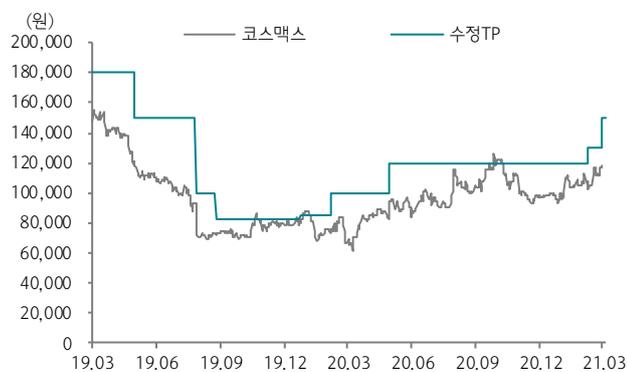
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

호텔신라



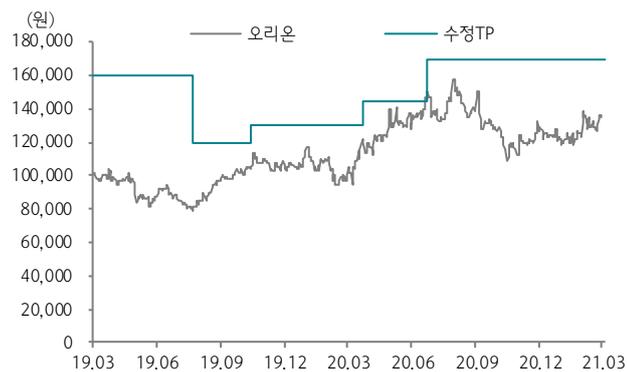
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.3.17	BUY	104,000		
20.10.13	Neutral	85,000	-4.27%	4.12%
20.7.1	Neutral	75,000	-3.11%	5.20%
20.4.1	BUY	90,000	-14.19%	-5.33%
20.2.27	BUY	110,000	-31.81%	-21.18%
19.8.21	1년 경과		-	-
18.8.21	BUY	130,000	-32.08%	-11.54%

코스맥스



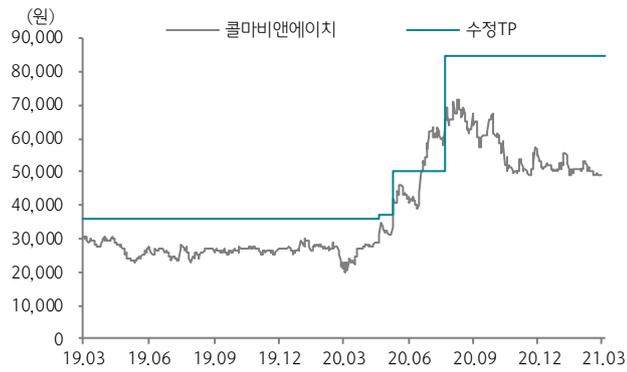
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.3.17	BUY	150,000		
21.2.24	BUY	130,000	-13.91%	-9.62%
20.5.15	BUY	120,000	-15.67%	5.00%
20.2.21	BUY	100,000	-20.67%	-9.00%
20.1.8	Neutral	85,000	-8.73%	3.53%
19.9.9	Neutral	82,000	-6.44%	6.10%
19.8.11	Neutral	100,000	-28.50%	-25.50%
19.5.16	BUY	150,000	-29.56%	-22.00%
18.8.21	BUY	180,000	-23.79%	-9.44%

오리온



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.9	BUY	170,000		
20.4.7	BUY	145,000	-10.63%	1.03%
19.10.29	BUY	130,000	-18.62%	-6.54%
19.8.8	BUY	120,000	-20.31%	-12.08%
19.3.18	1년 경과		-	-
18.3.18	BUY	160,000	-25.49%	-3.13%

콜마비엔에이치



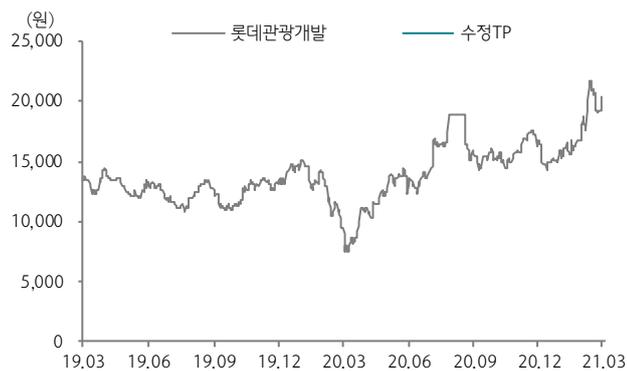
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.7	BUY	85,000		
20.5.27	BUY	50,000	0.91%	27.00%
20.5.6	BUY	37,000	-11.53%	5.95%
20.4.28	담당자 변경		-	-
20.2.15	1년 경과		-	-
19.2.15	BUY	36,000	-25.29%	-13.19%

제이콘텐트리



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.3.17	BUY	60,000		
21.1.11	BUY	50,000	-13.48%	-0.80%
20.10.13	BUY	36,000	-15.68%	16.25%
20.3.19	BUY	39,000	-23.13%	-9.10%
20.1.15	BUY	52,000	-27.88%	-16.25%
19.11.26	BUY	47,000	-16.81%	-7.98%
19.10.10	BUY	44,000	-16.83%	-9.55%
19.8.9	BUY	58,000	-38.86%	-34.91%
19.6.5	BUY	66,000	-28.92%	-22.12%
18.11.19	BUY	70,000	-27.61%	-17.29%

롯데관광개발



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.11.30	Not Rated	-		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.69%	7.31%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 3월 15일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대/심은주/이기훈)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 3월 17일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대/심은주/이기훈)는 2021년 3월 17일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조연 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%초과)
- 기타 거래주의 목록에 준하는 이해관계를 보유한 법인

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.