



Mirror Series 3

일본 내수 편

Prologue 한국 내수, 일본을 닮아가는가
 유통 본질에 충실, 기본으로 돌아가라
 생활용품 독보적 경쟁력과 해외 진출이 답
 음료 선택과 집중보다는 확산과 다변화



Mirror Series 3- 일본 내수편을 시작하며...

『한국 내수, 일본을 닮아가는가?』

한국은 일본과 여러 가지 면에서 유사합니다. 국민들의 성향이나 기호가 유사하다 보니 비슷한 TV 방송 프로그램이 상대국에서 인기를 끄는 일도 많습니다. 국민들의 성향이 비슷해서 그런지는 몰라도 경제구조 역시 상당히 흡사합니다.

특히 일본 내수 기업들은 한국보다 먼저 고령화에 따른 생산가능인구의 감소와 장기 소비 침체를 경험했습니다. 그래도 한국이 일본보다 긍정적인 면은 일본의 위기 극복 사례를 참고하여 대응책을 마련할 수 있다는 점이 아닐까 싶습니다.

우리는 일본 내수 기업의 성장 스토리를 통해 한국 내수 기업들이 가야 할 방향을 유통, 화장품, 음식료 애널리스트 입장에서 살펴보고 하였습니다. 이 자료가 한국 내수주 투자에 작은 보탬이 되기를 바랍니다.

우리는 앞으로 'Mirror Series'를 통해 기업 진화의 '올바른 방향'에 대해서 고민하려고 합니다. 해외의 주요 기업들의 성공, 실패 사례를 '거울' 삼아 이를 우리 기업들에게 투영하고자 합니다. 우리의 작은 투영이 기업과 투자자들에게 실낱 같은 실마리라도 던질 수 있기를 바랍니다.



유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr



음식료
Analyst 김정욱
02. 6098-6689
6414@meritz.co.kr

Contents

Prologue	한국 내수, 일본을 닮아가는가	7
Part I	유통 본질에 충실, 기본으로 돌아가라	15
Part II	생활용품 독보적 경쟁력과 해외 진출이 답	45
Part III	음식료 선택과 집중보다는 확산과 다변화	85

Prologue

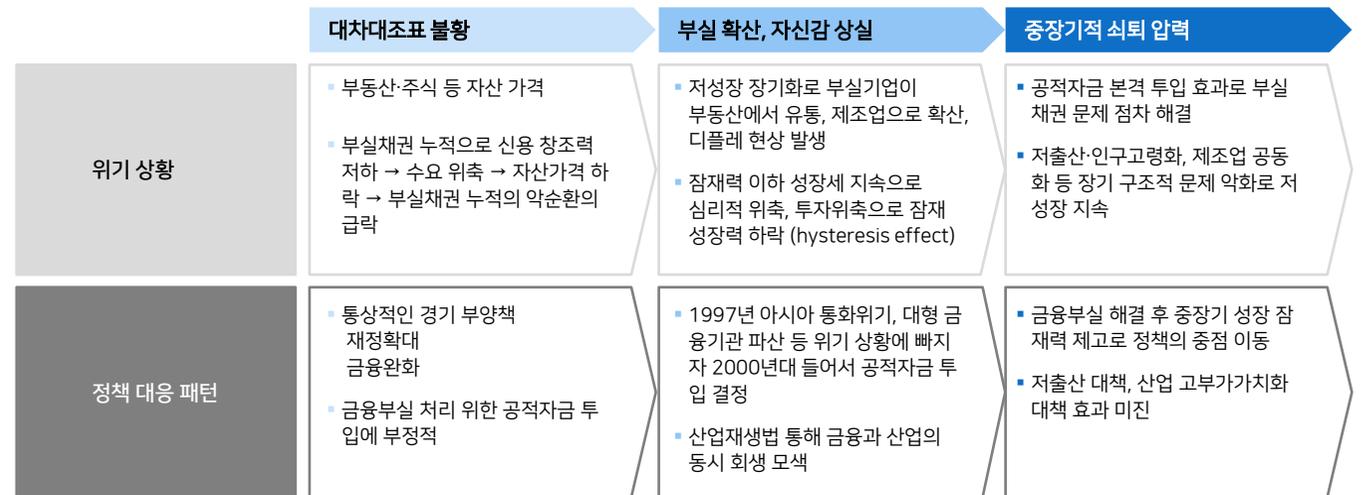
한국 내수, 일본을 닮아가는가

일본 장기불황의 전개 및 확산 패턴

일본과 유사한 성장 경로를 걷고 있는 한국

- 일본 경제, 1990년대 중반 이후 자신감 상실에 따른 심리적 위축 현상이 뚜렷해짐
- 대차대조표 불황에 의해 저성장이 계속되면서 각 경제 주체들이 경제 성장에 대한 믿음을 상실해 실제 성장률도 하락하는 이력 효과 (hysteresis effect)가 발생함
- 아직 한국은 일본과 같은 자산가격 하락에 따른 대차대조표 불황이 현실화되고 있지는 않지만 일본의 잃어버린 20년을 초래했던 다양한 경제 현상들이 상당 부분 한국에서도 나타나기 시작함

일본 장기불황의 전개 및 확산 패턴



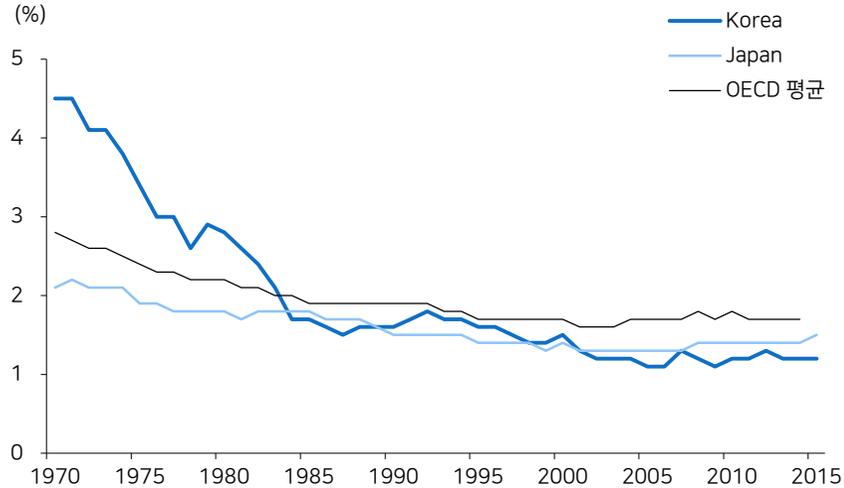
자료: LG Business Insight, 2011.11.02 (우리는 일본을 닮아가는가, LG경제연구원), 메리츠증권리서치센터

절망적이지만 닳아가고 있다 1) 최저 수준의 출산율

일본보다 더 빠르게 늙어간다

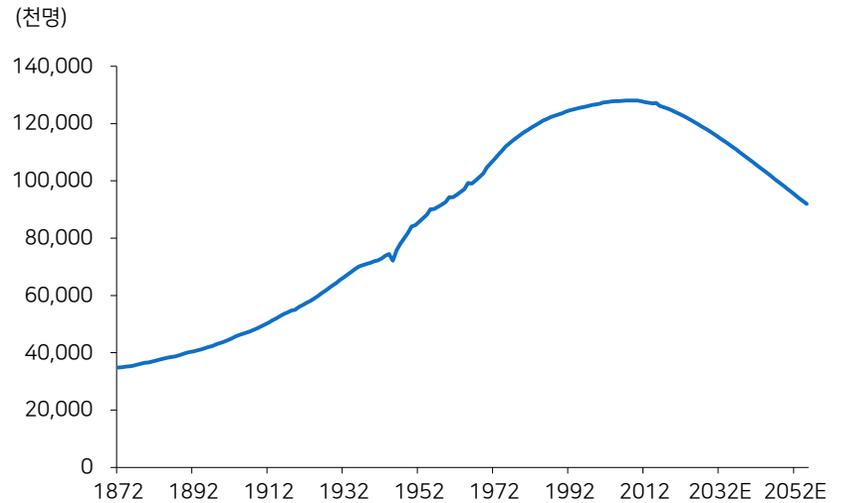
- 한국과 일본의 유사성으로 가장 강조되는 것은 바로 “인구 고령화”
- 통계청이 출산율 등을 고려해 추정한 결과 한국의 고령화 속도는 일본보다 더 빠를 것으로 전망됨
- 한국의 출산율 저하 추세는 주요 선진국들에 비해 훨씬 빠른 속도로 진행되고 있으며 2016년을 기점으로 한국의 생산가능인구는 감소세로 돌아서게 됨
- 일본의 65세 이상 고령인구 비중은 1990년 12.1%에서 2010년 23%로 20년간 연평균 0.5%pt씩 높아졌으며 한국의 고령인구 비중은 2013년 12.2%로 일본의 1990년 수준임. 하지만 현 속도로 고령화가 진행될 경우 2033년의 고령인구 비중은 26.7%로 예상되어 일본보다 높은 수준이 예상됨

OECD 평균 출산율 비교



자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 총 인구 추이 전망



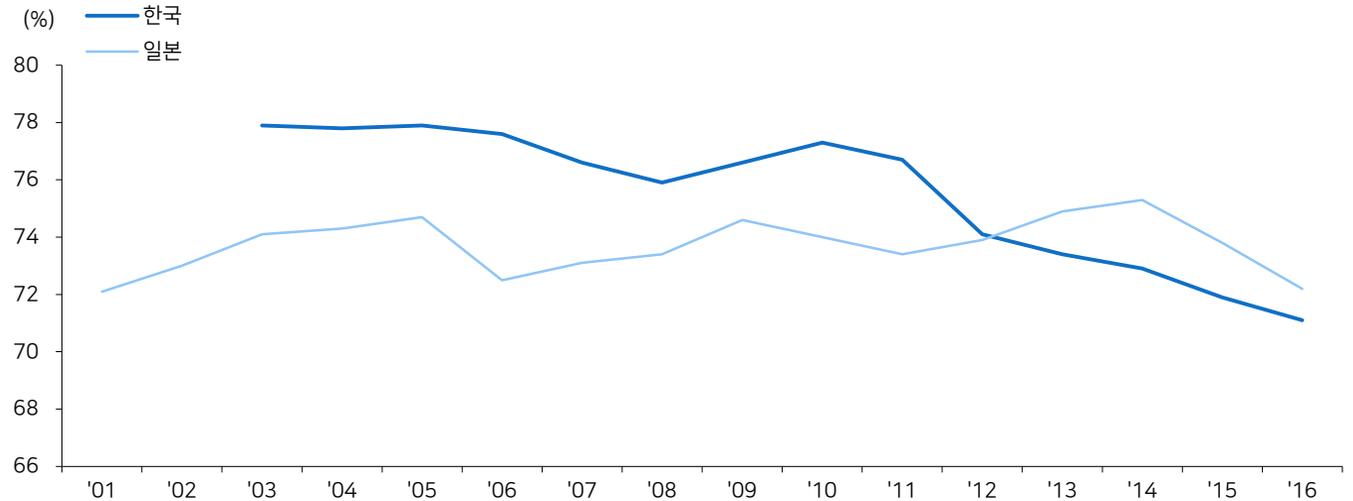
자료: 일본 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

절망적이지만 닳아가고 있다 2) 가파른 소비성향 하락

한국의 가계 평균 소비성향,
일본에 비해 떨어지는 속도가
더 가파르다

- 일본 가계의 평균 소비성향은 1981년 79.2%였으나 1990년에는 75.3%로 떨어졌고 1998년에는 71.3%까지 하락함. 경제성장률이 급격히 떨어지고 사람들의 불안 심리가 커지면서 크게 영향을 미친 것으로 추산됨
- 한국 또한 가계 평균 소비성향이 2010년 77.3%에서 2015년 72%까지 하락하였으며 2011년 이후 일본에 비해 소비성향이 떨어지는 속도가 더 가파르게 나타나고 있음

일본 vs. 한국 평균 소비성향 추이



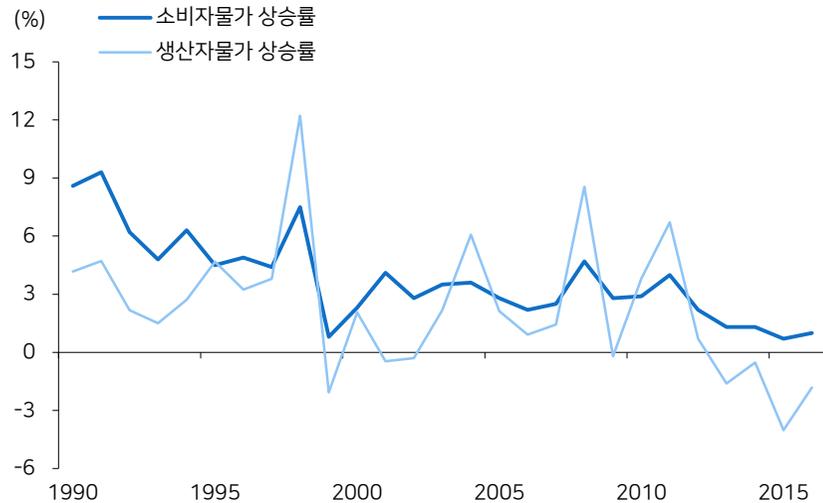
자료: 통계청, 일본 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

절망적이지만 닳아가고 있다 3) 디플레이션의 위협

한국에서도 디플레이션에 대한 우려가 등장하고 있음

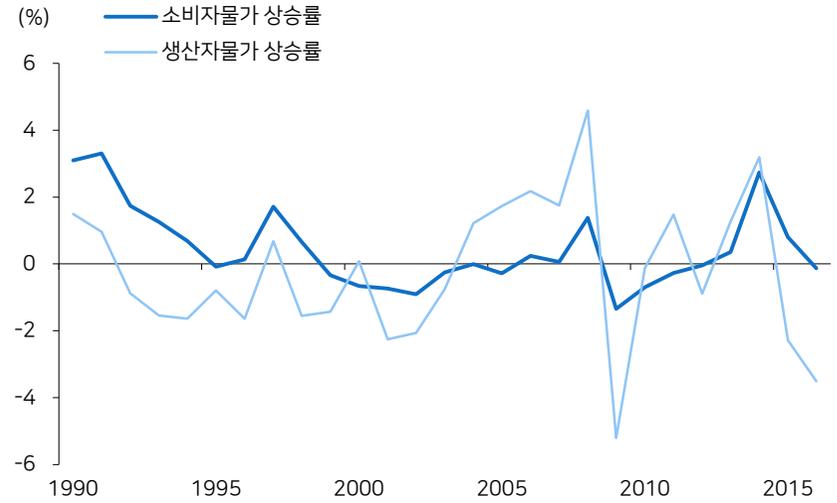
- 일본은 1999년부터 2006년까지 지속적인 디플레이션을 겪었음. 디플레이션 탈출은 아베노믹스의 중요한 과제이기도 하며 이후에도 현재까지 저물가와 디플레이션이 반복되는 상황
- 한국에서도 디플레이션에 대한 우려가 등장하고 있음. 2015년 소비자물가 상승률 0.5%에서 2017년 2% 수준으로 회복하기는 하였지만 신선식품 가격 급등 등 일시적인 요인이 혼재되어 있다는 판단임
- 실질적인 수요 회복이 뒷받침되지 않는다면 잠재 경제성장률 하락과 함께 저물가기조 이어질 전망

한국 소비자물가 상승률 vs. 생산자물가 상승률



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 소비자물가 상승률 vs. 생산자물가 상승률



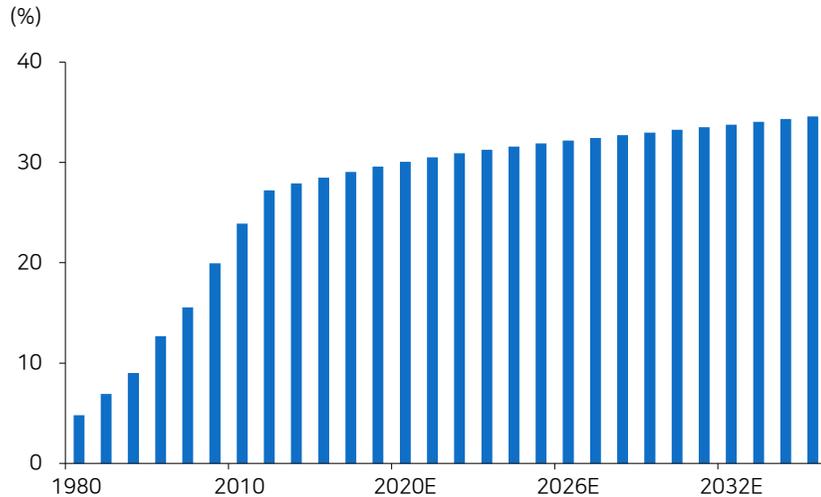
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

1인가구 증가세 추이 또한 비슷한 흐름

1인 가구의 증가, 개인적인 만족에 집중

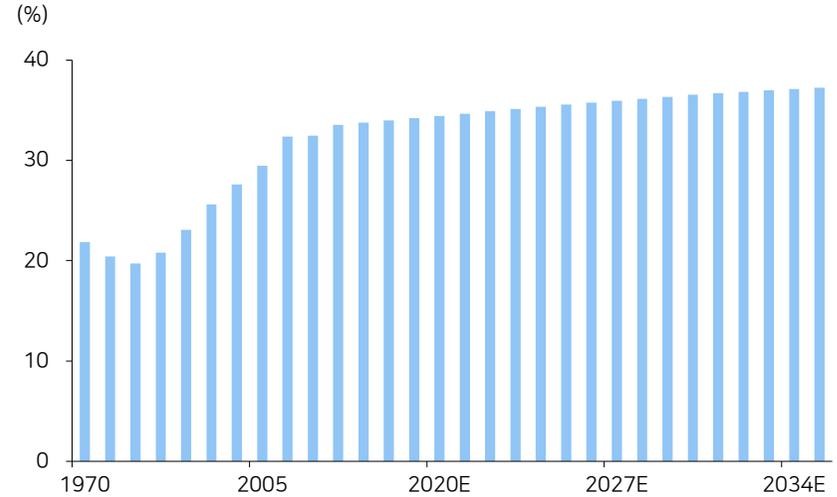
- 장기 침체기 일본에서는 동거하는 가구가 줄어들고 혼자 사는 가구가 늘어나면서 편의점에서 쉽게 식사를 해결하는 등 개인화되고 간편함을 추구하는 라이프 스타일이 널리 퍼졌음
- 한국 또한 향후 경제에 대한 우려와 출산 및 양육에 대한 부담이 커지면서 결혼을 포기하는 경향이 확산됐고 1인 가구가 늘어나고 있음
- 1인 가구는 외식이나 가공식품 소비가 많으며 가전제품의 경우 상대적으로 소형 제품을 선호함. 한편 일본처럼 1인 가구가 늘어나면서 사적인 유대 관계를 채워주는 창조형 서비스나 제품에 대한 니즈가 증가하고 소비 비중도 재화에서 서비스로 더욱 옮겨갈 전망

한국 1인가구 비중



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 1인가구 비중



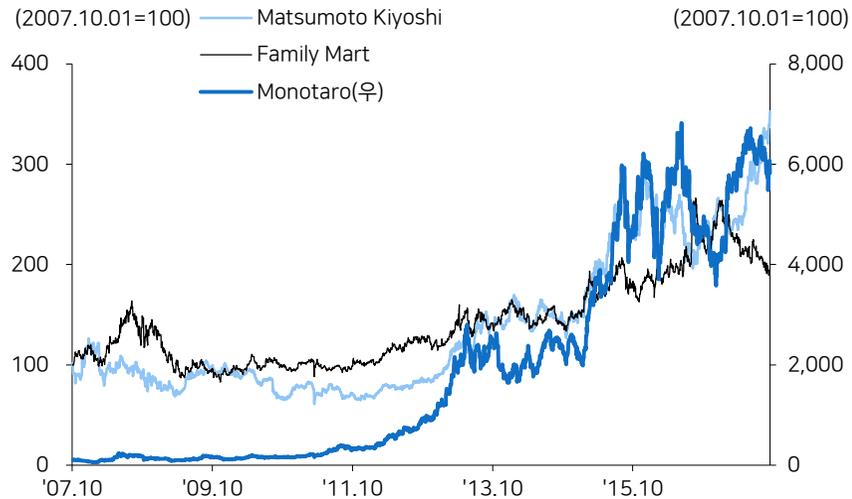
자료: 일본 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그럼에도 꾸준히 성장한 독보적인 일본 내수 기업들

지난 10년 동안 최소 2배 이상 주가 상승한 일본 내수 기업들

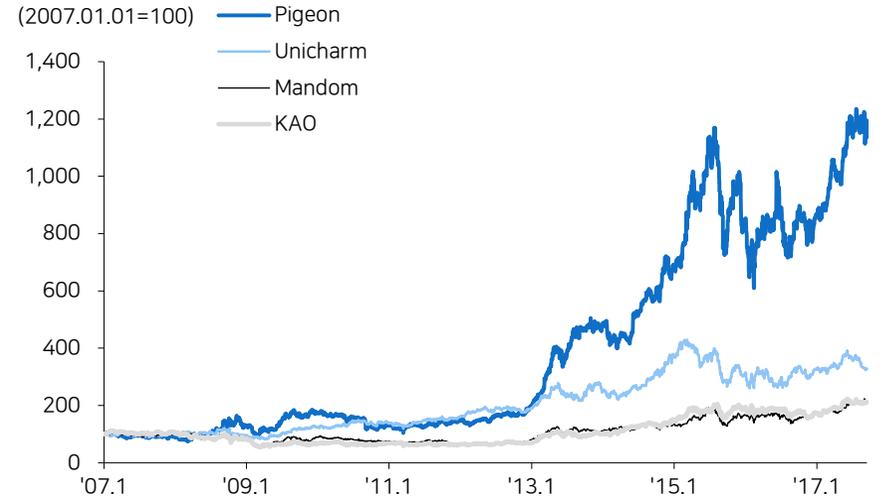
- 일본 소매시장은 이미 2000년대에 저성장 기조로 접어들기 시작했으며, 평균 구매단가가 지속적으로 하락하는 디플레이션의 힘든 시기를 겪었음
- 이러한 어려운 시기에도 불구하고 독창적인 비즈니스 모델로 성장을 이끌어 간 기업들이 있었음. 특히 온라인, 편의점, 드럭스토어 등 신유통업체들은 플랫폼 혁신과 상품력 강화로 지난 10년간 높은 성장을 보여주었으며, 생활소비재 기업들은 독보적인 제품 경쟁력을 기반으로 적극적인 해외 진출을 통해 지속적으로 성장해 나가고 있음

일본 신채널 유통업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

일본 생활소비재 기업 주가 추이



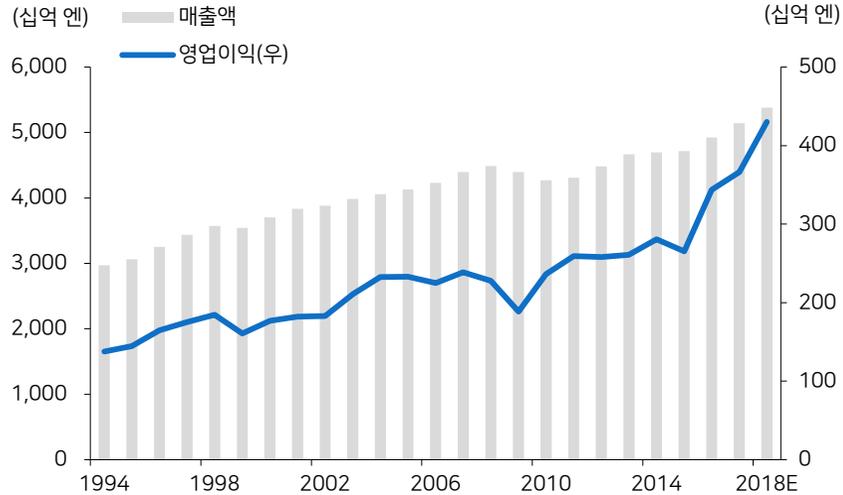
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

저성장기에도 지속적인 실적 성장을 이룩한 일본의 음료 기업

주력 사업부는 수익성 강화에 주력하는 가운데 성장 카테고리 로 사업 다각화하며 지속 성장

- 일본의 생산가능인구 감소가 시작된 1995년 이후 경기 불황과 맞물리며 2002년 까지 전체 소매판매액은 연평균 1.3% 감소. 동기간 음료 -0.6%, 일반상품 -2.8%, 의류 -3.7% 기록
- 1980년~2016년 음료 품목 중 Q와 P가 모두 성장한 품목: 냉동식품 P +1.2%, Q +2.9%, 조리식품 P +1.0%, Q +2.7%, 드레싱 P +0.3%, Q +5.9%, 소시지 P +0.8%, Q +1.5%, 치즈 P +1.3%, Q +2.2% 등
- 일본의 냉동식품(조리식품)은 1980년대비 2016년 238.8% 성장, 전체냉동식품 시장은 288.1% 성장, 연평균 3.8% 성장
- 주력 사업부는 수익성 강화에 주력하는 가운데 성장 카테고리(냉동식품, 조리식품, 화학사업부)로 사업다각화가 공통적으로 진행됨

일본 음료 합산 실적



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 음료 합산 시가총액



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Part I

일본 유통, 생존의 법칙 ‘본질에 충실, 기본으로 돌아가라’



유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

기업분석

종목	투자판단	적정주가
롯데하이마트 (071840)	Buy	84,000원
호텔신라 (008770)	Trading Buy (신규)	68,000원

Summary

I 생존의 법칙1: 오프라인 유통의 핵심은 결국 입지와 상권이다

- 일본에서 인구가 늘어나는 곳은 도시권, 특히 도호권 (도쿄 수도권)에 집중되어 있음. 오프라인 유통업체들의 실적에서 핵심 상권 점포에서의 매출이 70% 이상을 차지함. 외각 지역의 대형 쇼핑몰의 경우 화려해 보이지만 고전하고 있음
- 한편 일본 오프라인 유통업체들은 입지 환경에 맞춘 각 상권별 고객 맞춤형 형태로 대응하였음. 편리한 입지 조건은 관광객들의 인바운드 수요에도 긍정적으로 작용하고 있음

II 생존의 법칙2: 디스플레이션 극복, 가격 (P)은 절대 무너뜨리지 않는다

- 장기 불황과 전반적인 물가 하락 속에서 일본의 유통기업들에게 가격 경쟁의 만성화를 유발하는 어려움으로 작용하였음. 그러나 무조건적인 가격 할인보다는 가격 대비 품질을 향상시킨 기업에게는 시장 입지를 강화할 수 있는 기회를 제공함
- PB상품 또한 과거에는 싸게 파는 이미지였지만 가격을 싸게 하면 다른 회사들이 더 싸게 만들게 되고 결국 더 싸게 만들게 되는 악순환이 나타났음. 따라서 일본 유통업체들은 저가격이 아닌 고품질의 차별화된 프리미엄 PB상품 확대에 집중하고 있었음

III 생존의 법칙3: 효율화를 위한 전략적 제휴와 M&A

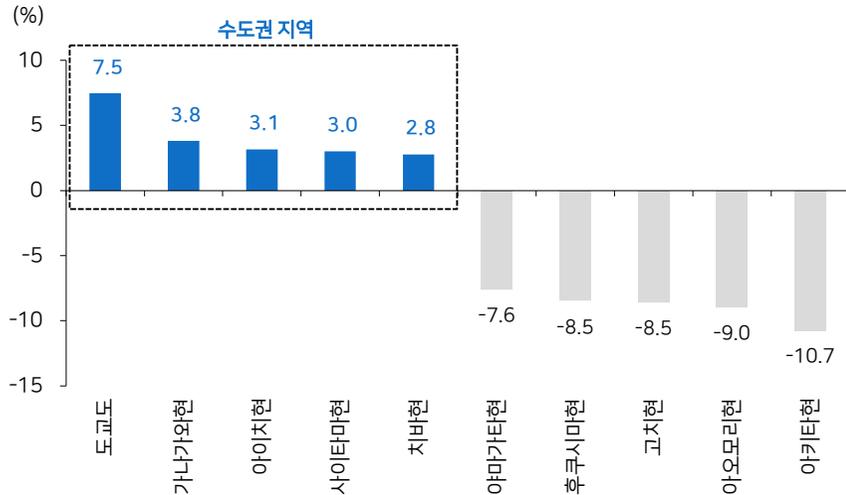
- 양적 성장보다는 산업 구조조정 관점에서 M&A와 전략적 제휴 활성화, 수평적 확장보다는 수직적 확장 중심으로 Value Chain을 강화하면서 우수한 현금 창출력과 풍부한 자금을 보유한 유통업체들 중심으로 산업 재편
- 온라인 및 모바일 쇼핑이 한국에서 좀 더 빠르게 확산되었지만 오프라인과 온라인을 연계하는 옴니채널 관점에서는 일본 유통업체들이 한국과 비슷하거나 오히려 앞서 나가고 있다는 판단임
- 일본 탐방기업: 마츠모토키요시 홀딩스 (3088 JP), H2O 리테일링 (8242 JP), 세븐 & 아이 홀딩스 (3382 JP), 모노타로 (3064 JP)
- 관심종목: 롯데하이마트 [Buy, TP: 84,000원], 호텔신라 [Trading Buy, TP: 68,000원]

오프라인 유통의 핵심은 결국 입지와 상권이다

오프라인 유통, 중심상권에
집중하여 생존하였음, 관광객
소비 흡수에도 중심상권이 유리

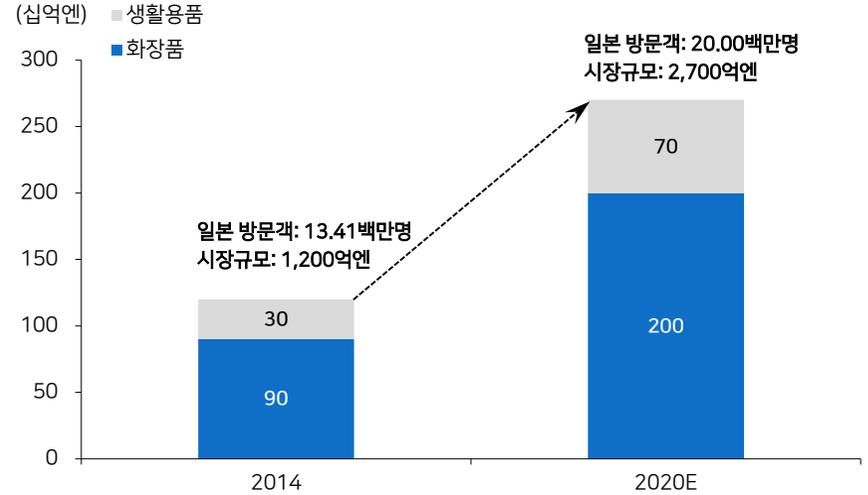
- 유통 "중심상권"이 중요함
- 일본에서 인구가 늘어나는 곳은 도시권, 특히 도호권 (도쿄 수도권)에 집중되어 있음
- 유통업체들의 실적에서 핵심상권 점포에서의 매출이 70% 이상을 차지함. 위성도시시는 본전 유지 정도임. 외각 지역의 대형 쇼핑몰의 경우 화려해 보이지만 고전하고 있음
- 편리한 입지조건은 관광객들의 "인바운드 수요"에도 긍정적임

일본 주요 도시와 지방 인구증감률 (2005→2015)



자료: 일본 경제산업성, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 인바운드 소비 모멘텀 확장



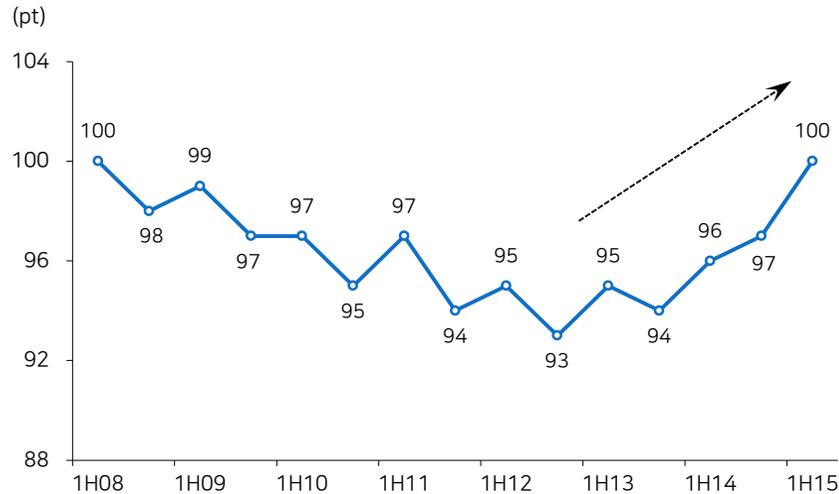
주: 시장규모는 일본관광국 자료를 기반으로 KAO에서 추정
자료: KAO, 메리츠증권증권 리서치센터

디플레이션 극복, 가격 (P)는 절대 무너뜨리지 않는다

한국 유통기업 전략과의 차이, Q보다는 P에 집중

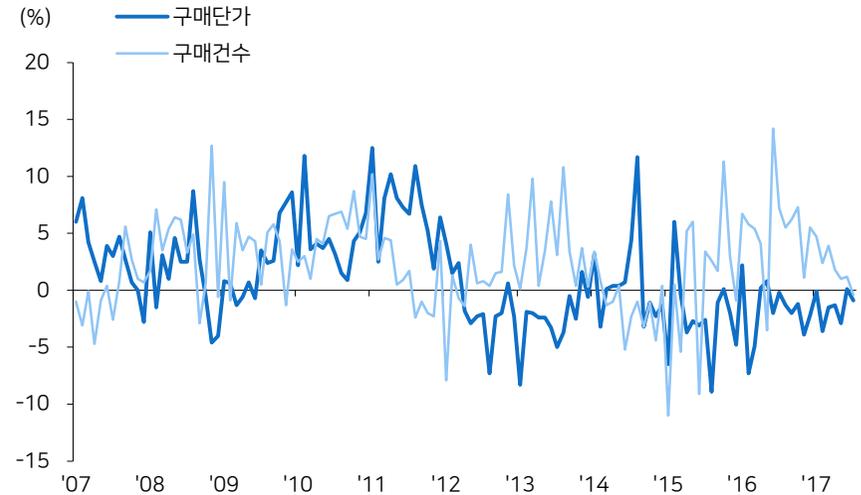
- 장기 불황과 전반적인 물가 하락 속에서 일본 가계는 저가격 제품을 선호하고 가계소비 지출을 합리화하고 절약하였음. 이는 일본의 유통기업들에게 가격 경쟁의 만성화를 유발하는 어려움으로 작용했으나 무조건적인 가격 할인보다는 가격 대비 품질을 향상시킨 기업에게는 시장 입지를 강화할 수 있는 기회를 제공함
- 일본의 백화점 업체들을 아울렛 사업을 하지 않음. 백화점은 고품질의 좋은 상품을 판매한다는 본질을 훼손시키지 않으려 함. 일본 선드럭 또한 PB상품 비중은 6~7% 정도이며 평균 가격이 낮아질 수도 있기 때문에 그 비중을 10% 이상 높이고 있지 않았음

일본 생활용품 소비자 지수 상승



주: 1) 지수는 주요 15개 생활용품 카테고리 항목에 대한 수치, 2) 12월 결산
자료: KAO, 메리츠증권증권 리서치센터

한국 백화점, 디플레이션 고민 심화



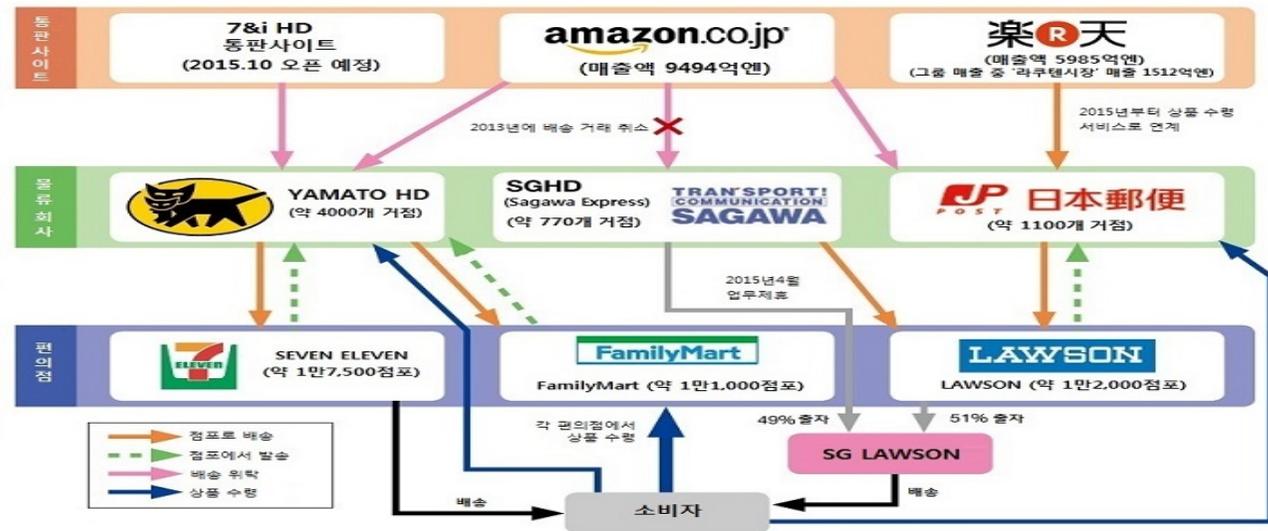
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권증권 리서치센터

효율화를 위한 전략적 제휴와 M&A

M&A를 통한 Value Chain 강화와 함께 전략적 제휴로 파트너십 구축

- 최근 일본에서는 인터넷쇼핑과 물류, 물류와 편의점 간의 업무 제휴가 활발해지고 있으며, 이는 상호 인프라를 활용하여 업무의 효율성을 높이는 동시에, 상호간 고객 수 확대의 기회를 창출하게 될 전망
- 양적 성장을 위한 M&A보다는 산업 구조조정 관점에서 M&A 활성화, 우수한 현금 창출력과 풍부한 자금을 보유한 유통업체들 중심으로 산업 재편
- 온라인 및 모바일 쇼핑이 한국에서 좀 더 빠르게 확산되었지만 오프라인과 온라인을 연계하는 옴니채널 관점에서는 일본 유통업체들이 한국과 비슷하거나 오히려 앞서 나가고 있다는 판단임

일본 유통업계의 재편 동향



자료: Globalwindow, 메리츠증권증권 리서치센터

마츠모토키요시 홀딩스 (3088 JP): 상권 특화형 드럭스토어

입지 환경에 맞춘 각 상권별 고객 맞춤형 형태의 드럭스토어

- 2011년 동일본 지진 전 편의점은 젊은 남성층만 가는 채널이었음. 재해로 인해서 하루에 2~3번씩 제품이 들어오고 물류의 중요성과 함께 편의점의 편리함이 부각됨. 그것을 계기로 일본 소매업의 상권이 300~500m권 중심으로 소형화되었음
- 그런 환경 속에서 드럭스토어 또한 입지 환경에 맞추어 다양화되고 있음. 고령화 사회 진입과 함께 젊은 층이 원하는 다양한 브랜드 상품들을 구매할 수 있다는 점이 드럭스토어의 강점임. 마츠모토 키요시는 상권별 고객의 성향에 맞춘 상품으로 대응함. 일반적으로 일본 드럭스토어의 카테고리별 비중은 의약품 30%, 화장품 30%, 일용잡화 (생활용품) 20%, 기타 (건강기능식품 등)가 20%를 차지함

일본 드럭스토어 시장 규모 및 점유율 현황

드럭스토어명	매출액 (억엔, 2016)	매출액 점유율 (%)
마츠모토키요시	5,360	10.5
웰시아	5,284	10.3
츠루하홀딩스	5,275	10.3
썬드럭	5,037	9.8
코스모스약품	4,472	8.7
스기홀딩스	4,148	8.1
코코카라파인	3,732	7.3
카와치	2,606	5.1
아인파마시즈	2,348	4.6
크리에트 SDHD	2,318	4.5

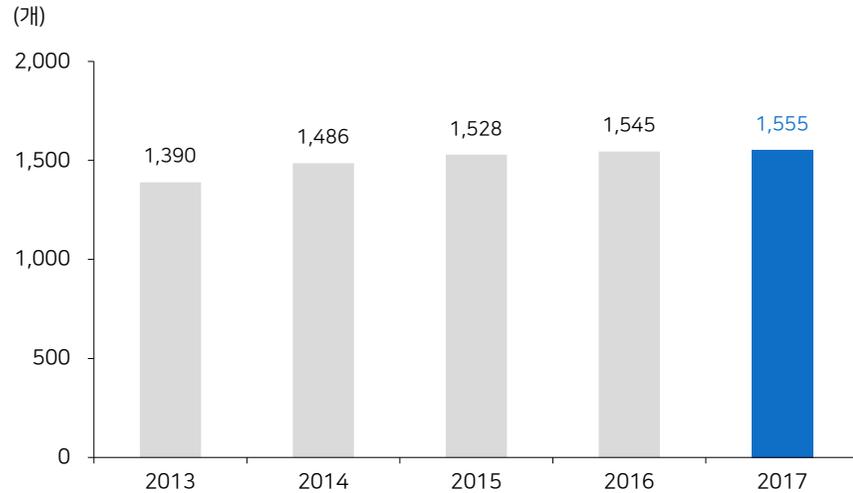
자료: 스킨가든, 메리츠증권증권 리서치센터

마츠모토키요시 홀딩스 (3088 JP): 관광객 수요와 정부 정책 긍정적

**인바운드 매출 비중 11%,
의약품 정책 영향으로 수익성
좋은 카테고리 성장 강화**

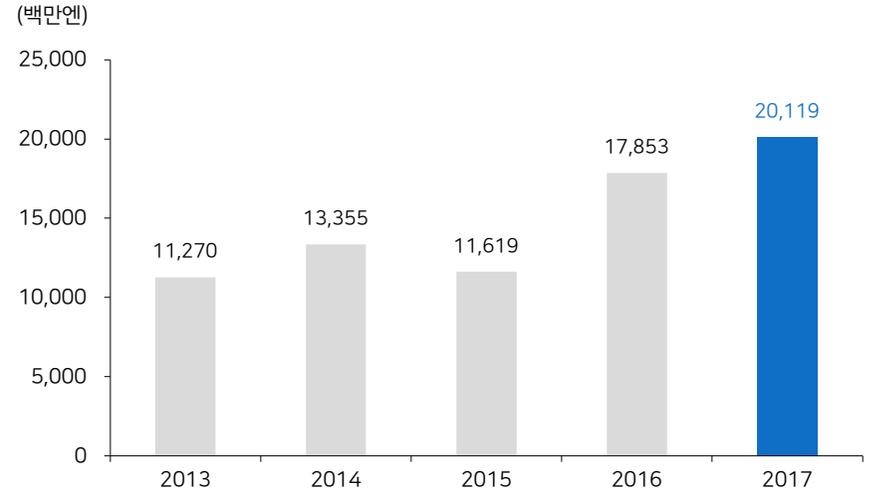
- 최근 마츠모토 키요시 내 관광객 소비 매출 비중인 2016년 5%에서 2017년 11%까지 올라오면서 화장품 카테고리의 성장률이 두드러짐. 의약품, 화장품, 건강기능식품이 평균 이익률보다 높기 때문에 마진에 긍정적임
- 5~6년전 일본의 의약품 정책이 변화하면서 드럭스토어에서도 처방전 의약품을 판매할 수 있게 되었음. 처방전을 가지는 조제약은 의료보험 제도를 통해 70% 정부가 부담함. 따라서 처방전 의약품에 있어서 이익률은 제한될 수 있겠음. 하지만 정부가 보조하지 않아도 되는 대중약품, 시판약품 중심으로 시장의 흐름이 변화하면서 조제약국은 어려워질 것으로 예상됨

마츠모토키요시 점포수 추이



자료: Matsumoto Kiyoshi, 메리츠증권증권 리서치센터

마츠모토키요시 순이익 추이



주: 3월 결산
자료: Matsumoto Kiyoshi, 메리츠증권증권 리서치센터

마츠모토키요시 홀딩스 (3088 JP): PB상품의 브랜드화, “마츠키요”

저가격 아닌 고품질의 차별화된 PB상품, “마츠키요”

- 일본 소매 유통이 동질화되고 있는 상황에서 마츠모토 키요시에서만 살 수 있는 상품으로 차별화. 일본 사람들에게 “마츠키요”라고 불리는 독립된 벤처 브랜드임
- 과거 PB상품은 싸게 파는 이미지였지만 가격을 싸게 하면 다른 회사들이 더 싸게 만들게 되고 결국 더 싸게 만들게 되는 악순환이 나타났음. 따라서 마츠모토 키요시한테만 나올 수 밖에 없는 고품질 차별화된 상품 만들어내는데 집중하였음
- PB상품 중 논실리콘 샴푸, 오가닉 샴푸, 당사 제품 중에서는 5위안에 항상 들고 있음. PB샴푸 가격은 1,600엔으로 고급샴푸이며 일본 제일 잘 팔리는 샴푸의 3배 가격임. 2016년 마츠키요의 매출 비중은 9.4%까지 올라왔음

마츠모토키요시의 PB상품, 고급샴푸에서 미백화장품까지

ARGELAN

Authentic Organic Hair Care Product

Argelan is developed according to strict organic standards so that it is gentle on your skin.



Upgraded version now on sale

NEW **BLANC WHITE**

A new whitening series that can be experienced first-hand

BLANC WHITE Series

A whitening series based on a new concept of blemishes being caused by differences in brightness levels between blemished areas and non-blemished areas.





LUNG TA

PRESTIGE HAIR ACT

LUNG TA

The best hair I have ever had with hair architecture concept.



자료: Matsumoto Kiyoshi, 메리츠중금증권 리서치센터

마츠모토키요시 홀딩스 (3088 JP): 모바일 앱을 통한 옴니채널 전략

모바일 앱을 통해 결제 및 처방 이력에 관한 데이터 공유 가능

- 모바일 앱을 통해 결제 등 활용가능. 현재 650만명이 등록되어 있음. 2014년 포인트카드 런칭 이후 포인트카드 2,400만명이 등록되어 있고, 라인 친구로도 1,700만명이 등록됨. 현재 일본 사람 둘 중 한 명은 등록되어 있다고 보고 있음
- 모바일 앱을 통해 재고 및 가격 확인이 가능함. 해당 점포에 재고가 없으면 재고가 있는 점포로 가지러 갈 수 있음. 택배 부재시 점포를 지정하면 찾아갈 수도 있음
- 한편 일본은 처방 이력을 정부 시스템을 통해서 데이터를 공유하고 있음. 따라서 고객들은 처방전을 모바일 앱을 통해 조제사가 있는 마츠모토 키요시에서 먼저 지어놓고 찾으러 갈 수 있음

Matsumoto Kiyoshi 모바일 서비스

Application
A few convenient functions from the many available are introduced below.

- ▶ **Coupons** Provides bargain coupons that can be used in all stores.
- ▶ **Active Rewards**
Presetting targets in alignment with perceived problems enables activity, weight and body fat levels associated with the targets to be recorded. There is also a chance of winning points and other rewards depending on the number of days the activities are continued.
- ▶ **Medicine notebook**
The medicine information that used to be managed in notebooks can now be managed with smartphones.

Active Rewards Medicine notebook

자료: Matsumoto Kiyoshi, 메리츠증권 리서치센터

마츠모토키요시 홀딩스 (3088 JP): 연간 및 분기별 실적 추이

Matsumoto Kiyoshi 연간 실적 추이

(십억엔)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	434.6	456.3	495.4	485.5	536.1	535.1	555.9	579.5
영업이익	18.1	19.7	22.4	17.6	27.4	28.4	31.3	33.5
세전이익	17.8	19.4	22.7	19.6	27.0	28.8	31.8	33.7
순이익	10.0	11.3	13.4	11.6	17.9	20.1	22.0	23.4
성장률 (%YoY)								
매출액	1.5	5.0	8.6	-2.0	10.4	-0.2	3.9	4.3
영업이익	16.9	8.7	14.0	-21.4	55.5	3.7	9.9	7.1
세전이익	23.8	8.9	16.9	-13.5	37.5	6.7	10.4	6.0
순이익	36.5	13.2	18.5	-13.0	53.7	12.7	9.2	6.6
수익성 (%)								
영업이익률	4.2	4.3	4.5	3.6	5.1	5.3	5.6	5.8
세전이익률	4.1	4.3	4.6	4.0	5.0	5.4	5.7	5.8
순이익률	2.3	2.5	2.7	2.4	3.3	3.8	4.0	4.0
PER (배)	8.8	11.5	13.3	19.8	17.7	14.0	18.5	17.4
PBR (배)	0.7	1.1	1.2	1.5	1.8	1.5	2.0	1.8
EV/EBITDA (배)	4.0	5.6	5.8	9.0	8.2	6.7	9.9	9.2
ROE (%)	8.6	9.1	9.4	7.6	10.8	11.3	11.3	11.0
EPS (엔)	212.9	237.7	246.8	215.6	332.9	378.2	410.7	438.3
BPS (엔)	2,447.5	2,571.8	2,737.7	2,941.9	3,200.2	3,478.9	3,791.5	4,122.3

주: 3월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Matsumoto Kiyoshi 분기별 실적 추이

(십억엔)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E
매출액	123.0	131.3	133.8	138.1	132.8	134.1	132.4	137.6	131.0	137.5	139.2	141.1
영업이익	5.6	6.6	6.3	7.9	6.6	7.2	6.3	7.7	7.2	8.2	6.8	8.6
세전이익	6.6	6.6	6.0	8.9	5.6	7.5	6.2	8.2	7.0	8.7	N/A	N/A
순이익	4.0	4.1	3.6	6.9	3.3	5.2	4.1	5.5	5.2	5.8	4.8	6.2
성장률 (%YoY)												
매출액	-7.4	17.5	8.9	8.0	8.0	2.1	-1.1	-0.4	-1.3	2.5	5.2	2.5
영업이익	-17.6	139.1	58.5	49.1	18.3	8.7	0.0	-1.9	8.9	14.5	8.7	11.3
세전이익	2.5	131.0	35.0	54.8	-16.0	13.4	3.1	-7.6	25.4	16.6	N/A	N/A
순이익	9.2	159.7	37.7	101.3	-18.4	27.0	15.1	-19.4	59.6	10.5	15.6	11.6
수익성 (%)												
영업이익률	4.6	5.0	4.7	5.7	5.0	5.4	4.8	5.6	5.5	6.0	4.9	6.1
세전이익률	5.4	5.0	4.5	6.4	4.2	5.6	4.7	6.0	5.3	6.3	N/A	N/A
순이익률	3.3	3.1	2.7	5.0	2.5	3.9	3.1	4.0	4.0	4.2	3.4	4.4

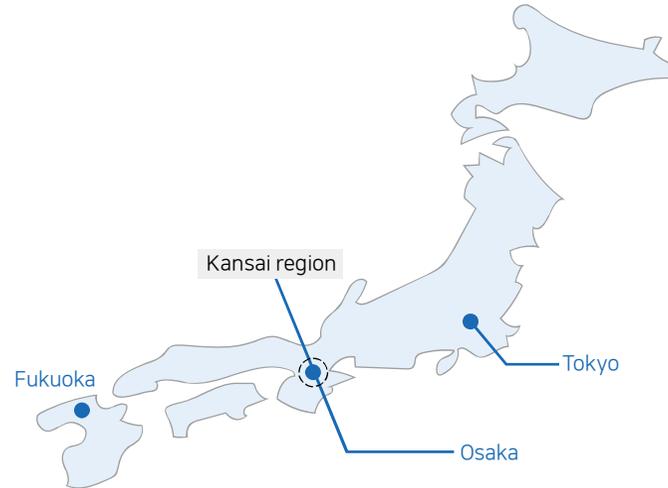
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

H2O 리테일링 (8242 JP): 일본 백화점이 살아남은 법

결국은 “입지”다, 간사이 핵심상권 중심의 유통그룹

- H2O리테일링은 한큐와 한신 그룹이 합쳐져 한 회사가 되었으며, 그룹 내 철도회사, 백화점, 도호라는 엔터테인먼트 (극장 등) 회사로 나뉘어져 있음. 매출액은 연간 2조엔 정도로 200여개의 작은 회사들이 그룹 안에 있음
- 일본에서 오사카, 간사이 지방을 중심으로 영업하고 있음. 간사이 지역은 오사카를 중심으로 4개 지역을 포함하며 2천만명 이상의 인구가 살고 있음. GDP로 보면 875.6백만 달러 규모로 간사이 지방만으로도 인도네시아와 네덜란드에 맞먹는 수준임

H2O리테일링의 비즈니스 현황



	인구 (백만명)	GDP (십억달러)
간사이 지역	20.6	875.6
인도네시아	257.5	861.9
네덜란드	16.9	750.3

	점포 수 (개)
백화점	10
Hankyu Oasis (SM)	85
Izumiyu (GMS, SM)	108

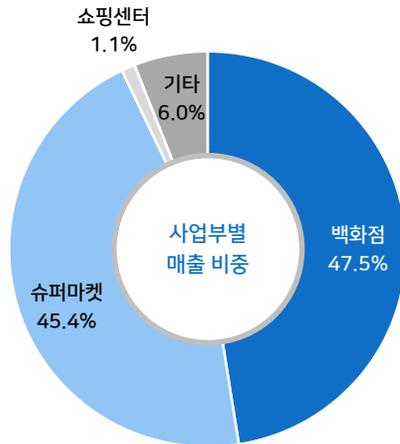
자료: H2O Retailing, 메리츠증권증권 리서치센터

H2O 리테일링 (8242 JP): 백화점, 관광객 증가와 의류 회복 긍정적

중국인 인바운드 비중 확대와 핵심층 리뉴얼 후 여성복 매출 회복으로 실적 개선

- 사업부별 매출 비중은 한류, 한신 백화점 47.5%, 이스마야, 오아시스 슈퍼마켓 45.4%, 쇼핑센터 비즈니스 등 부동산 관련 1.1%, 호텔 및 택배사업 6%를 차지함. 백화점 내에서는 오사카 한류 백화점이 압도적으로 70% 이상의 매출을 차지하고 있음
- 최근 백화점은 전년대비 10% 이상 성장하였음. 가장 큰 원인은 인바운드 매출과 의류 소비 회복 때문임. 10% 성장 중 6%는 인바운드에 의해 4%는 여성복 매장 리뉴얼 이후 일본 자체의 소비 증가에 따른 것임
- 한류 백화점은 관서 지역에서 최첨단 유행을 선도하는 신상품들을 판매한다는 이미지가 있음. 브랜드 업체들 또한 한류 백화점에서만 판매하기를 원하며 우수 영업사원들을 한류 백화점에 배치하고 있음

사업부별 매출 비중



자료: H2O Retailing, 메리츠증권증권 리서치센터

오사카 한류, 백화점 사업부 매출의 70% 차지



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

H2O 리테일링 (8242 JP): 간사이 대표 유통기업으로서의 지위 강화

간사이 지역 중심으로 M&A, 핵심 상권 매장 리뉴얼과 중장기적으로 해외 진출 준비

- H2O리테일링은 소득 수준이 높은 간사이 북쪽 지역에 집중함
- 역 터미널 중심으로 입지와 인구 구조 등을 고려할 때 고베 소고백화점과 다카스키 다카시마야 백화점을 인수하면 간사이 지역 내 점유율이 높아지게 될 것으로 보고 있음. 간사이 서쪽 지역의 공백을 메우게 되었음
- 현재 오사카 한신백화점이 리뉴얼을 진행하고 있음. 2015년 이후 63%만 영업 중이며 2018년에는 58%까지 줄어들어 2021년 리뉴얼이 완료될 때까지 다소 영향이 있을 수 있겠음
- 해외 사업으로는 2018년 가을 중국 Ningbo에 한큐 백화점을 시작할 계획임

H2O Retailing 중장기 전략

2005~2014	2015~2024	2025~2034
GP10 Plan Stage 1	GP10 Plan Stage 2	GP10 Plan Stage 3
백화점 사업부 강화 <ul style="list-style-type: none"> ▪ Hankyu Umeda 본점 복원 ▪ Nishinomiya Hankyu 및 Hakata Hankyu 매장 런칭 	Kansai 지역 지배력 강화 전략 추구 (그룹 차원의 비즈니스 성장 촉진) <ul style="list-style-type: none"> ▪ 효율성 증대 ▪ Kansai 지역 주민들의 삶의 질 향상을 위한 소비자 사업부 통합 ▪ 장기의 대규모 프로젝트 추구 	해외 사업 진출

자료: H2O Retailing, 메리츠증권증권 리서치센터

H2O Retailing 세부 전략

	1단계				2단계			3단계		
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
그룹 우선 과제					<ul style="list-style-type: none"> ▪ 중국 Ningbo 지역에 Hankyu 백화점 오픈 예정 (2018 가을 예상) 					
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 큰 지역의 소비자 유인을 위한 Hankyu Umeda 본점 역량 강화 ▪ kansai 지역 주민들의 삶의 질 향상을 위한 소비자 사업부 통합 인프라 개발 				<ul style="list-style-type: none"> ▪ Hanshin Umeda 본점 복원 (2021 가을 예상) 					
Izumiya 개혁	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 식품 사업 개발 (조직 개편, 매장 재개편 투자) 				초기 계획					
	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 경영 통합 초기 단계 ▪ 시스템 개편 				<ul style="list-style-type: none"> ▪ GMS 및 SM 개혁, 재건축, 구조적 변화 등 			초기 계획		

자료: H2O Retailing, 메리츠증권증권 리서치센터

H2O 리테일링 (8242 JP): 연간 및 분기별 실적 추이

H2O Retailing 연간 실적 추이

(십억엔)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	505.6	525.2	576.9	844.8	915.7	901.2	902.8	898.9
영업이익	10.0	10.7	17.3	21.4	23.8	22.5	22.6	23.8
세전이익	2.8	11.3	6.8	17.6	24.4	20.0	20.1	20.9
순이익	1.1	6.2	0.3	11.6	14.1	14.3	13.2	13.8
성장률 (%YoY)								
매출액	8.7	3.9	9.8	46.5	8.4	-1.6	0.2	-0.4
영업이익	-5.7	7.2	62.3	23.4	11.6	-5.4	0.0	5.3
세전이익	-51.5	298.3	-39.6	157.7	38.6	-17.9	0.2	4.2
순이익	-66.0	486.6	-95.2	3,827.5	21.3	1.7	-7.9	5.0
수익성 (%)								
영업이익률	2.0	2.0	3.0	2.5	2.6	2.5	2.5	2.6
세전이익률	0.6	2.2	1.2	2.1	2.7	2.2	2.2	2.3
순이익률	0.2	1.2	0.1	1.4	1.5	1.6	1.5	1.5
PER (배)	125.3	31.8	541.4	23.1	17.1	15.5	18.3	17.4
PBR (배)	0.8	1.1	0.9	1.1	0.9	0.8	0.9	0.9
EV/EBITDA (배)	7.0	9.0	5.3	10.6	7.6	7.8	8.4	7.9
ROE (%)	0.7	3.5	0.2	5.4	5.6	5.5	4.9	4.9
EPS (엔)	11.5	63.9	3.0	98.1	113.9	115.8	106.6	112.0
BPS (엔)	1,727.1	1,908.5	1,865.3	2,040.5	2,047.2	2,140.9	2,199.0	2,266.3

주: 3월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

H2O Retailing 분기별 실적 추이

(십억엔)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E
매출액	222.4	215.3	226.1	248.8	225.5	214.0	219.6	247.1	220.6	212.3	218.7	242.5
영업이익	5.3	3.2	4.4	10.9	5.4	3.0	3.6	10.5	5.4	3.6	3.4	10.6
세전이익	-0.8	10.4	1.9	12.1	0.0	5.4	0.6	11.2	2.8	6.4	N/A	N/A
순이익	-0.9	6.0	0.3	8.6	-0.9	3.1	3.5	7.9	-0.1	4.0	0.6	6.9
성장률 (%YoY)												
매출액	42.5	68.2	2.6	-9.2	1.4	-0.6	-2.9	-0.7	-2.1	-0.8	-0.4	-1.8
영업이익	-15.4	10.5	47.3	6.2	2.5	-5.7	-17.2	-3.5	0.5	19.8	-6.0	0.8
세전이익	적지	-21.6	21.5	239.9	흑전	-48.0	-70.6	-6.8	278,800.0	17.3	N/A	N/A
순이익	적지	-49.6	-57.8	흑전	적지	-48.5	1,042.4	-8.3	적지	29.8	-83.4	-12.6
수익성 (%)												
영업이익률	2.4	1.5	1.9	4.4	2.4	1.4	1.6	4.3	2.5	1.7	1.6	4.4
세전이익률	-0.4	4.9	0.8	4.8	0.0	2.5	0.3	4.5	1.3	3.0	N/A	N/A
순이익률	-0.4	2.8	0.1	3.5	-0.4	1.4	1.6	3.2	-0.1	1.9	0.3	2.8

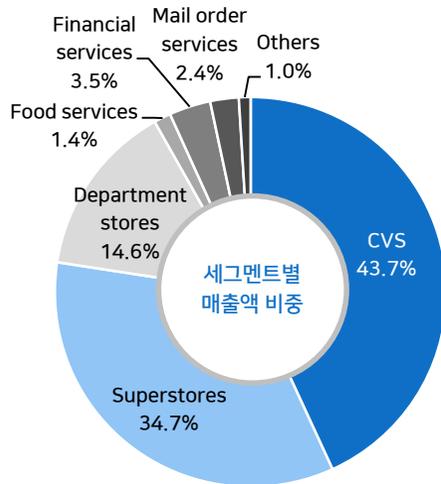
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

세븐 & 아이 홀딩스 (3382 JP): 편의점 중심의 종합유통기업

편의점 및 슈퍼마켓, 백화점 등을 영위하는 일본 대표 유통업체

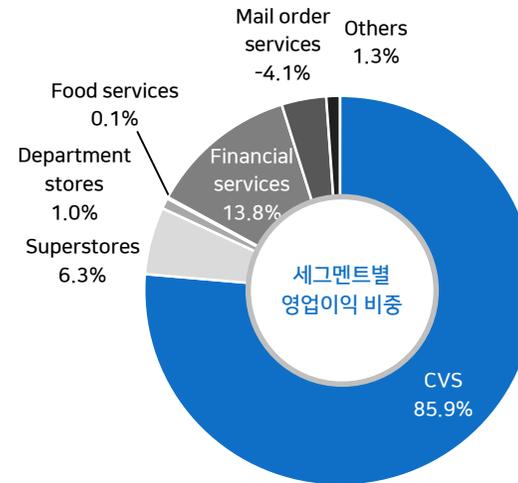
- 세븐 & 아이 홀딩스는 2006년 Seven Eleven Japan와 Ito-Yokado Co. 그리고 Denny's Japan이 합병되면서 설립된 지주회사임
- 주로 편의점과 슈퍼마켓 등의 사업을 영위하고 있으며 대부분의 이익은 편의점에서 창출되고 있음. 일본 소비 환경이 우호적이지는 않지만 편의점 수익의 안정성과 자본 효율성은 높은 편임. 한편 수익성이 낮은 GMS와 백화점, 슈퍼마켓 등은 구조조정을 통해 ROE를 개선시키고자 함

세그먼트별 매출액 비중



자료: Seven&I Holdings, 메리츠증권증권 리서치센터

세그먼트별 영업이익 비중



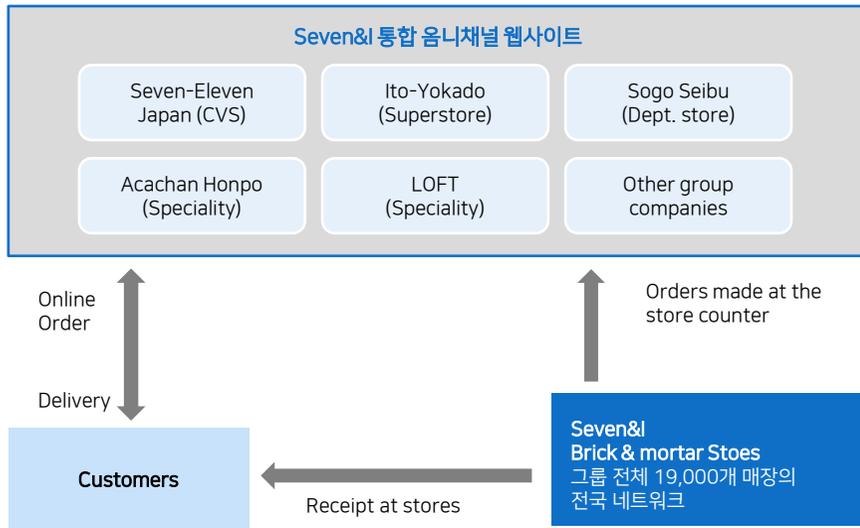
자료: Seven&I Holdings, 메리츠증권증권 리서치센터

세븐 & 아이 홀딩스 (3382 JP): 핵심은 옴니채널 전략

옴니채널 전략, 2017년 7월 ASKUL과의 제휴

- 세븐 & 아이 홀딩스는 오프라인 매장과 온라인을 통합 연결하는 데 중점을 두고 그룹의 다양한 인프라와 역량을 강화하는 옴니채널 전략을 추진하고 있음. 그룹이 보유한 온, 오프라인 매장에서 언제 어디서나 상품을 구매하고 상품을 받아볼 수 있으며 그룹의 신상품이나 프리미엄 상품을 적시에 제공하여 편리하게 구매할 수 있는 쇼핑환경을 구축하는데 중점을 두고 있음
- 2017년 7월 아스쿨과의 전략적 제휴, 아스쿨은 일본의 온라인 기반 사무용품 유통 전문기업으로 2012년 야후재팬이 지분을 42.3%로 최대주주가 되었음. 아스쿨의 'LOHACO'가 생활소품/가정용품 중심 사이트로 물류센터 활용에 있어서 식품 중심의 세븐& 아이 홀딩스와의 시너지 창출 기대

Seven&I Holdings 옴니채널 시스템



자료: Seven&I Holdings, 메리츠증권증권 리서치센터

옴니채널 전략, ASKUL과의 전략적 제휴



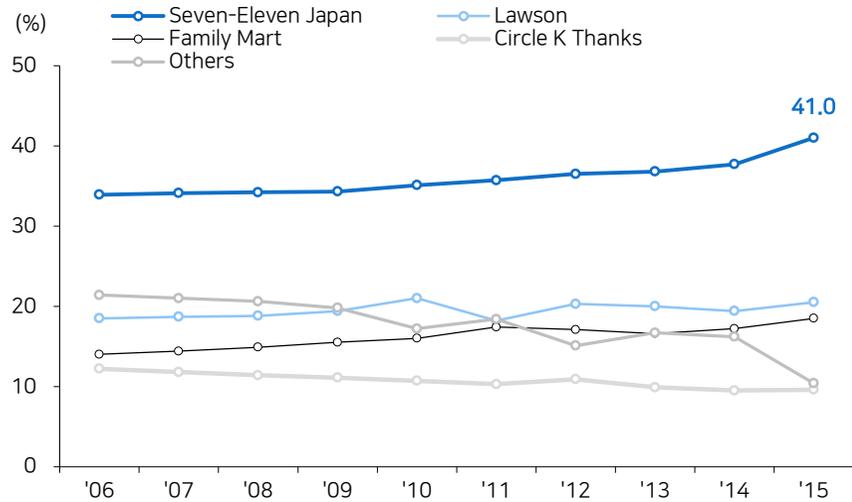
자료: Seven&I Holdings, 메리츠증권증권 리서치센터

세븐 & 아이 홀딩스 (3382 JP): 일본 편의점 시장 내 확고한 1위

차별화된 상품력으로 일본 편의점 시장 내 확고한 1위 구축

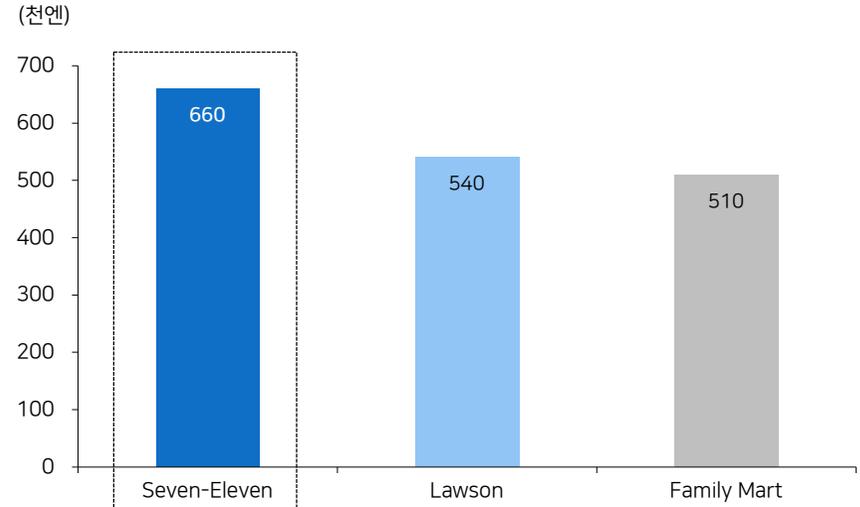
- 일본 편의점 1위 업체인 Seven Eleven은 프리미엄 PB상품 등 독보적인 상품력을 바탕으로 점당 매출액과 수익성에서 우위를 지속하고 있음. 2017년 초 세븐일레븐은 가맹수수료율을 1% 하락하였으며 오히려 가맹희망 수요가 증가하면서 점유율 상승의 기회가 되고 있음. 업계 경쟁이 치열해지고 인수합병으로 인해 대형 편의점 3사의 과점 상태가 더욱 심화될 전망
- 과거에는 가맹점 확보하기 위한 경쟁이 많았지만 그런 단계는 이제 넘어갔다고 판단함. 일본 편의점 산업 전체 점포는 57,000개 이며 60,000개면 포화에 다를 것으로 보고 있음. 따라서 점포 수 증가보다는 점당 매출액 증가에 중점을 두고 있음. 특히 편의점은 바로 사서 먹을 수 있는 즉석식품에서 가장 강점이 있고 이를 위한 투자를 지속함

일본 편의점 점유율 추이



자료: Seven&I Holdings, 메리츠증권리서치센터

일본 주요 편의점 일매출 비교



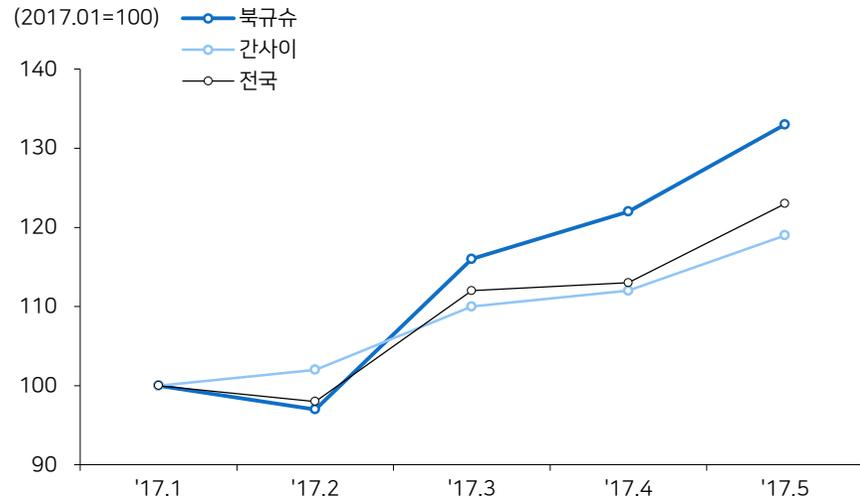
주: 2014년 2월 결산 기준
자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

세븐 & 아이 홀딩스 (3382 JP): 가장 트렌디한 편의점으로 어필

트렌디한 상품 구성으로 일본 소비자들에게 편의점 선두주자로 자리잡음

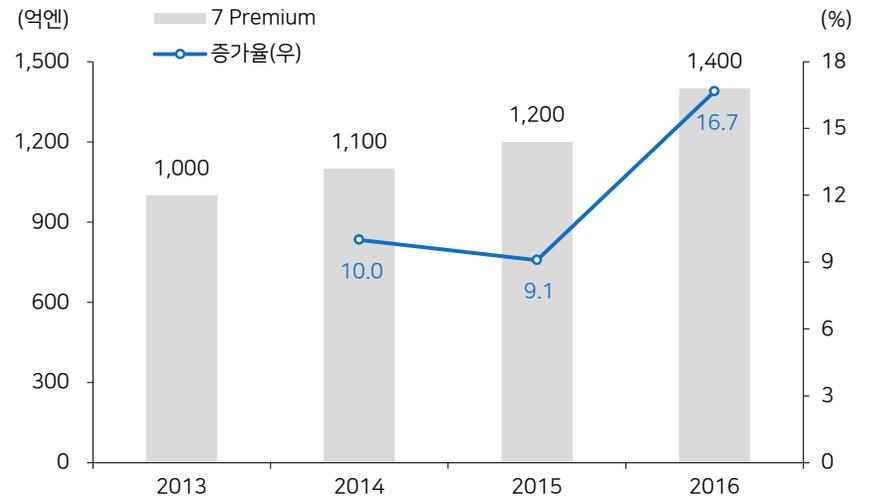
- 세븐일레븐의 Fresh Food 매출 비중 (매출 비중 30% 이상, GP마진율 40% 수준)은 경쟁사들 대비 높은 편이며, 이는 상대적으로 높은 점당 매출액으로 이어지고 있다는 판단임. 이처럼 Fresh Food는 편의점 채널의 가장 핵심적인 차별화 요소가 되었음
- Fresh Food는 가공식품과 다르게 상품 하나하나의 레시피 개발이 필요하며, 세븐일레븐은 조리 전문가들로 구성된 상품 메뉴 개발 연구소를 통해 맛의 퀄리티를 높이고 있음
- 한편으로는 고령화 추세에 맞추어 고령자의 최적점이 될 수 있는 편의점으로 변화하고 있음. 고령자가 다수 거주하는 단지의 수요에 대응해 새로운 형태의 점포를 개발하여 고령자의 생활 인프라 기능까지 담당해 나갈 계획

일본 세븐일레븐 카페라떼 머신 도입 후 매출 증가 효과



자료: Seven&I Holdings, 메리츠증권증권 리서치센터

세븐일레븐의 프리미엄 PB브랜드 (7 Premium) 매출 추이



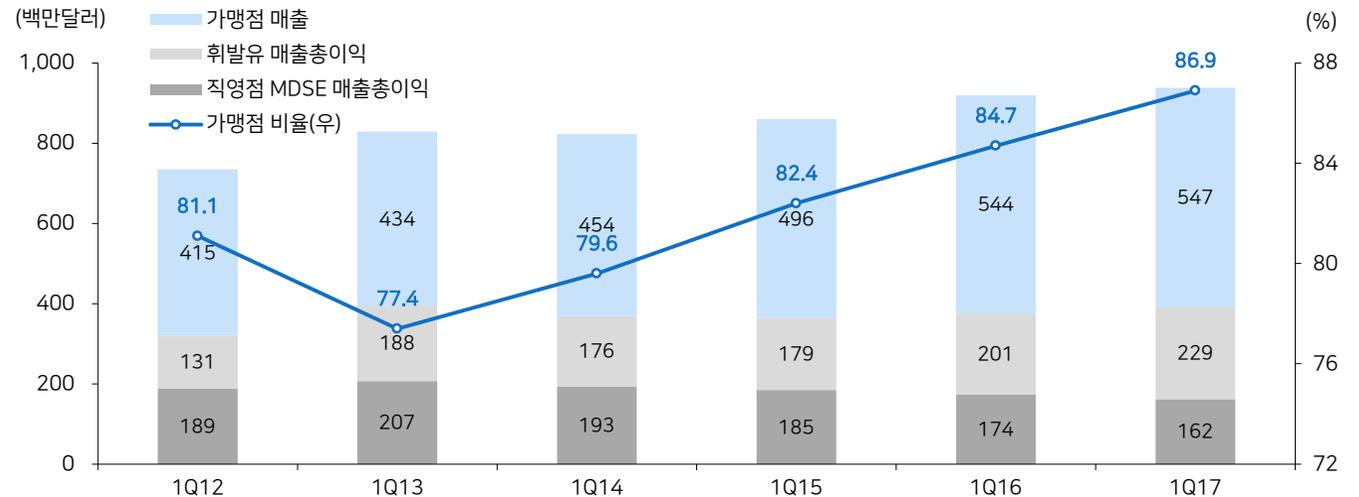
자료: Seven&I Holdings, 메리츠증권증권 리서치센터

세븐 & 아이 홀딩스 (3382 JP): 해외사업 현황

해외사업 높은 매출 증가 대비 수익성은 아직 부진한 상황

- 일본 내 편의점 업계 점유율 1위인 세븐일레븐은 이미 해외시장 진출에 있어서도 선두를 달리고 있음. 세븐일레븐은 2017년 6월 기준 일본 국내와 전세계 합하여 총 4만3457개 점포를 운영 중이며 미국, 유럽, 호주, 아시아 등 다양한 지역에 진출하였음. 태국이 10,007개로 가장 많고 미국이 8,454개임
- 현재 해외사업 실적은 높은 매출 증가 대비 수익성은 아직 부진한 상황. 편의점은 미국에서 탄생했지만 일본에서 비즈니스 모델이 정착되었기 때문에, 일본 편의점업계는 상품개발, 물류, 정보시스템 등 해외 국가의 현지 자본이 쉽게 모방할 수 없는 노하우를 가지고 있음. 그러나 일본 스타일의 편의점이 각국의 규제에 맞게 시장을 진출하기가 쉽지는 않음

미국 매출총이익 및 가맹점 비율 추이



자료: Seven&I Holdings, 메리츠증권리서치센터

세븐 & 아이 홀딩스 (3382 JP): 연간 및 분기별 실적 추이

Seven&I Holdings 연간 실적 추이

(십억엔)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	4,013.6	4,149.0	4,679.1	4,996.6	4,892.1	4,646.4	6,068.7	6,371.4
영업이익	292.1	295.7	339.7	343.3	352.3	364.6	390.4	420.1
세전이익	230.8	262.7	311.2	310.2	303.8	217.6	336.9	377.1
순이익	129.8	138.1	175.7	173.0	160.9	96.8	192.0	219.9
성장률 (%YoY)								
매출액	-11.4	3.4	12.8	6.8	-2.1	-5.0	30.6	5.0
영업이익	20.0	1.2	14.9	1.1	2.6	3.5	7.1	7.6
세전이익	3.4	13.8	18.5	-0.3	-2.1	-28.4	54.8	11.9
순이익	16.0	6.3	27.3	-1.5	-7.0	-39.9	98.4	14.5
수익성 (%)								
영업이익률	7.3	7.1	7.3	6.9	7.2	7.8	6.4	6.6
세전이익률	5.8	6.3	6.7	6.2	6.2	4.7	5.6	5.9
순이익률	3.2	3.3	3.8	3.5	3.3	2.1	3.2	3.5
PER (배)	15.3	17.3	19.2	23.4	24.7	40.2	19.9	17.4
PBR (배)	1.1	1.3	1.6	1.8	1.7	1.7	1.5	1.5
EV/EBITDA (배)	4.6	5.5	7.0	7.7	7.0	6.6	6.1	5.7
ROE (%)	7.5	7.5	8.8	7.9	6.9	4.1	8.0	8.6
EPS (엔)	147.0	156.3	198.8	195.7	182.0	109.4	215.4	247.2
BPS (엔)	2,000.2	2,142.2	2,374.1	2,604.0	2,686.5	2,644.3	2,796.3	2,951.0

주: 2월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Seven&I Holdings 분기별 실적 추이

(십억엔)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E
매출액	1,276.1	1,166.3	1,255.3	1,224.4	1,246.2	1,106.1	1,162.8	1,122.2	1,255.3	1,169.2	1,516.5	1,469.9
영업이익	93.9	81.9	90.6	88.6	91.3	81.5	100.0	92.5	90.6	84.1	107.9	99.7
세전이익	82.3	76.8	76.0	80.1	70.8	74.9	21.4	75.8	45.5	56.7	N/A	N/A
순이익	45.7	42.2	42.3	40.9	35.5	43.2	-9.7	42.1	21.2	33.6	65.0	54.6
성장률 (%YoY)												
매출액	5.8	-4.8	-0.7	-0.6	-2.3	-5.2	-7.4	-8.3	0.7	5.7	30.4	31.0
영업이익	3.7	5.7	1.0	7.7	-2.8	-0.5	10.4	4.5	-0.8	3.3	7.9	7.7
세전이익	3.3	8.3	-4.5	3.6	-13.9	-2.6	-71.8	-5.3	-35.8	-24.3	N/A	N/A
순이익	-4.2	6.9	-4.7	-5.7	-22.3	2.2	-122.9	2.8	-40.2	-22.1	-772.7	29.8
수익성 (%)												
영업이익률	7.4	7.0	7.2	7.2	7.3	7.4	8.6	8.2	7.2	7.2	7.1	6.8
세전이익률	6.5	6.6	6.1	6.5	5.7	6.8	1.8	6.8	3.6	4.8	N/A	N/A
순이익률	3.6	3.6	3.4	3.3	2.8	3.9	-0.8	3.7	1.7	2.9	4.3	3.7

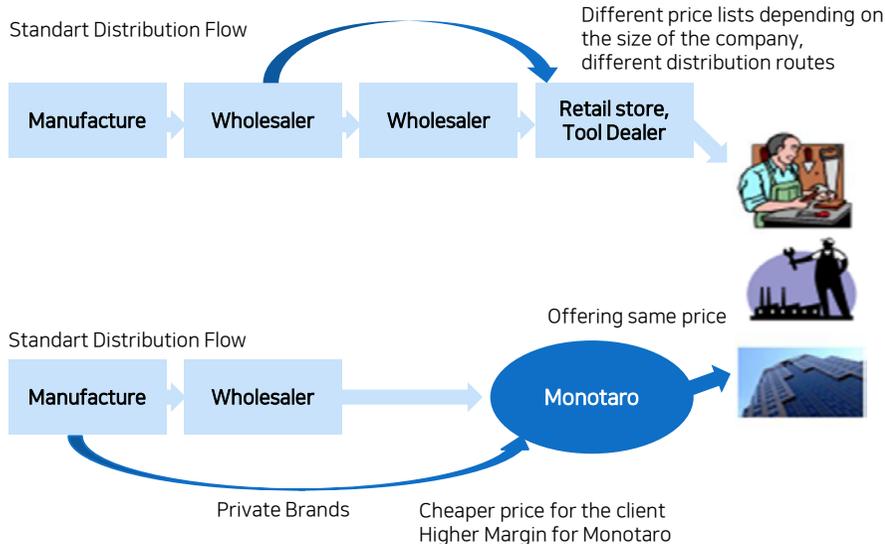
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

모노타로 (3064 JP): 유통 플랫폼의 Game Changer

일본 모노타로, 중소기업 대상 MRO 구매대행 전문기업

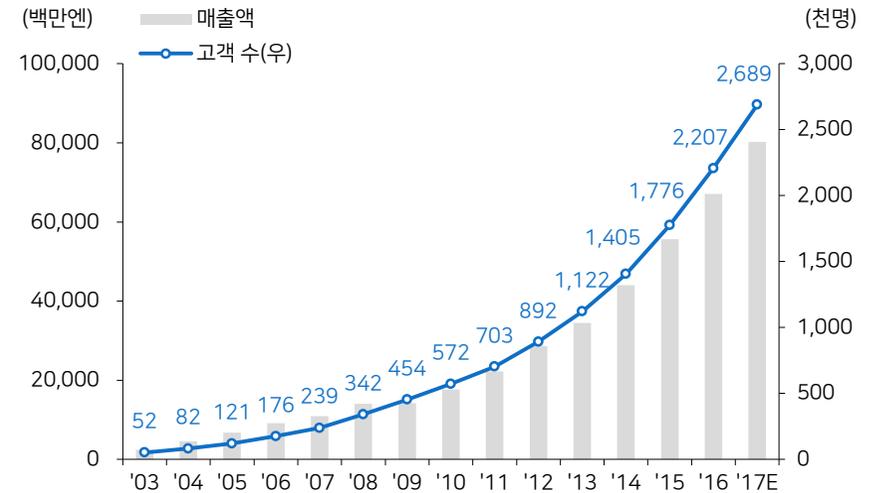
- 모노타로는 2000년 설립된 중소기업 대상으로 하는 MRO 구매대행 전문기업. 일본 시장 내 지배적인 사업자. 일본 스미토모상사와 미국 그레인저 (2017년 기준 지분율 50%)가 모노타로에 공동출자하였음
- 최근 모노타로 고성장은 구조적인 B2B 거래의 온라인화로 안정적인 제품 공급과 서비스 제공이 가능한 상위업체 중심으로 오더가 집중되고 있기 때문. 일본 MRO 시장 규모는 5조엔에서 10조엔 사이로 추산되며 온라인 침투율은 10% 정도임. 시장 규모는 유지되고 있지만 온라인 침투율이 높아지면서 오프라인 공구 상가, 건축 자재 회사 등에서 모노타로 쪽으로 수요가 이동하고 있다고 보고 있음

모노타로 비즈니스 모델 정의



자료: Jefferies, 메리츠증권증권 리서치센터

Monotaro 매출 및 고객 수 추이 (별도기준)



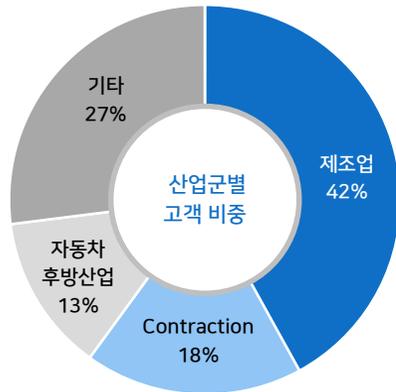
자료: Monotaro, 메리츠증권증권 리서치센터

모노타로 (3064 JP): One Price Policy와 당일배송 시스템 강점

One Price Policy와 당일배송 시스템을 기반으로 고객수 급증

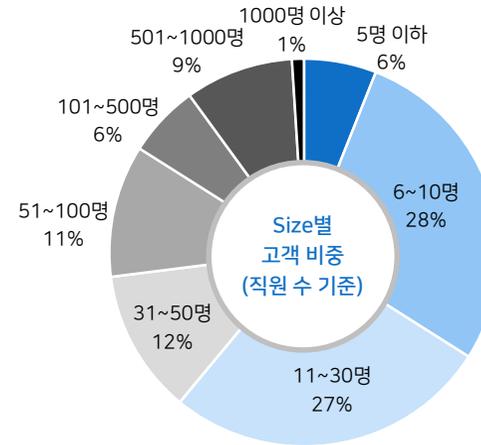
- One Price Policy를 통해 성장하였는데, 대기업들을 상대로 비즈니스를 했던 초기에는 가격 인하 요구가 컸지만 대기업이든 중소기업이든 One Price로 가격을 책정하여 성장하였음
- 가격의 강점도 있지만 당일배송 등 리드타임이 짧다는 부분을 고객들이 가장 좋게 평가하는 부분임. 가격이 싼 것도 중요하지만 자재가 없어 적시에 작업 진행이 되지 않을 때에 제조업체들은 비용이 발생하기 때문에 가격보다 배송에 큰 장점이 있다고 보고 있음
- 아마존 키바와 같은 AI로봇 등을 활용한 새로운 물류센터를 추가로 준비하고 있으며 물류센터를 운영하는 인력을 절반 수준으로 낮출 수 있어 인건비 절감이 가능할 전망

산업군별 고객 비중



자료: Monotaro, 메리츠증권증권 리서치센터

Size별 고객 비중 (직원 수 기준)



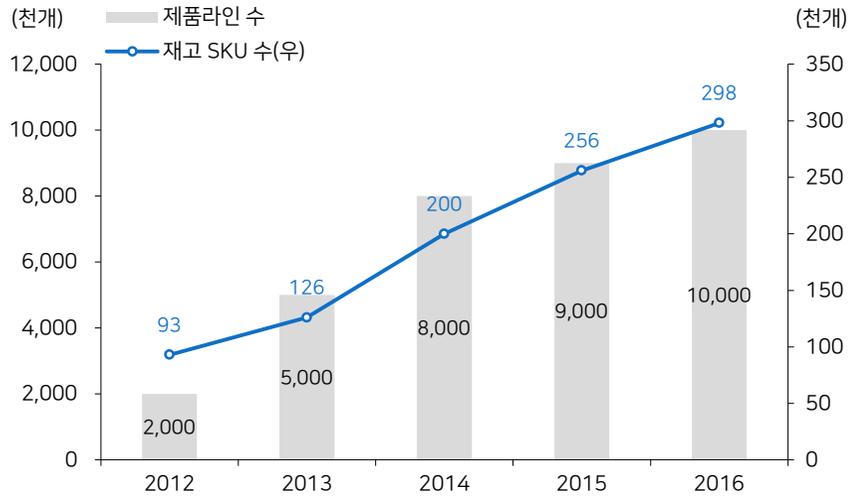
자료: Monotaro, 메리츠증권증권 리서치센터

모노타로 (3064 JP): 10년간 영업이익률 2배로 Level-up

온라인화에 따른 판관비
효율화와 PB 등 고수익상품
비중 확대로 영업이익률 상승

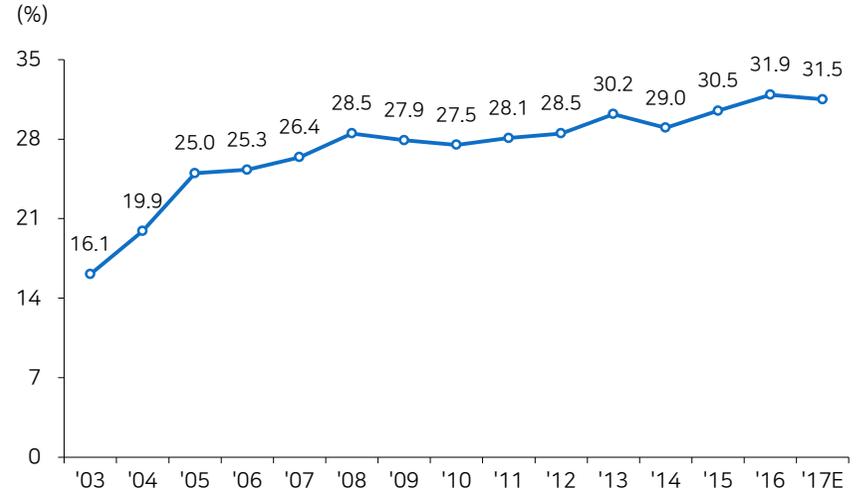
- 품질은 좋고 가격도 합리적인 PB 상품을 개발해서 매출의 21% 비중을 차지하고 있음. GP마진율은 45% 수준으로 전사적인 이익률 개선에 크게 기여하였음
- 모노타로는 천만개 이상의 상품을 취급하고 있지만 고객들이 항상 주문하는 30만개 정도를 집약시켜 당일 주문이 오면 바로 배송할 수 있는 시스템을 구축함
- 고객 수 증가와 함께 매출이 상승하면서 비용 효율화에 따른 영업이익률 상승세는 지속될 전망

제품라인 및 재고 추이



자료: Monotaro, 메리츠증권증권 리서치센터

Monotaro 매출총이익률 추이



자료: Monotaro, 메리츠증권증권 리서치센터

모노타로 (3064 JP): 연간 및 분기별 실적 추이

Monotaro 연간 실적 추이

(십억엔)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	28.7	34.6	44.9	57.6	69.6	86.7	104.7	123.7
영업이익	2.9	3.9	4.3	7.1	9.5	12.2	15.6	19.1
세전이익	2.9	3.9	4.3	7.1	9.5	12.3	15.8	19.3
순이익	1.7	2.3	2.5	4.4	6.4	8.3	10.6	13.0
성장률 (%YoY)								
매출액	29.2	20.2	30.0	28.1	21.0	24.4	20.8	18.2
영업이익	45.6	32.8	11.3	63.9	33.9	28.0	28.2	22.5
세전이익	45.7	31.3	11.7	65.1	33.6	29.6	28.0	22.0
순이익	47.1	35.5	11.1	74.5	43.5	29.8	28.1	23.1
수익성 (%)								
영업이익률	10.2	11.2	9.6	12.3	13.6	14.0	14.9	15.4
세전이익률	10.2	11.2	9.6	12.4	13.7	14.2	15.1	15.6
순이익률	5.9	6.6	5.7	7.7	9.1	9.5	10.1	10.5
PER (배)	49.3	56.7	58.9	93.6	46.4	51.0	40.0	32.5
PBR (배)	15.1	17.7	16.3	33.0	17.3	18.7	14.1	10.9
EV/EBITDA (배)	25.6	30.1	30.9	54.3	29.3	32.9	25.9	21.4
ROE (%)	34.5	35.5	30.7	40.6	42.9	42.1	40.4	37.9
EPS (엔)	14.1	18.9	20.8	36.0	51.5	66.7	85.1	104.7
BPS (엔)	46.1	60.4	75.1	102.4	137.8	182.0	240.9	311.6

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Monotaro 분기별 실적 추이

(십억엔)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E
매출액	13.4	13.9	14.4	15.8	16.6	16.7	17.3	19.1	20.6	21.2	21.7	23.5
영업이익	1.5	1.9	1.7	1.9	2.1	2.4	2.4	2.6	2.7	2.9	3.1	3.2
세전이익	1.5	1.9	1.7	1.9	2.1	2.4	2.4	2.6	2.7	2.9	N/A	N/A
순이익	1.0	1.2	1.1	1.2	1.4	1.6	1.6	1.8	2.0	2.0	2.0	2.0
성장률 (%YoY)												
매출액	24.1	32.8	30.0	25.9	23.4	20.1	19.5	21.1	23.9	27.0	25.8	23.0
영업이익	24.7	91.3	85.0	64.6	38.2	25.9	37.2	35.7	27.5	20.0	31.5	22.6
세전이익	24.3	88.9	90.6	67.4	37.6	25.7	36.7	35.7	28.3	21.0	N/A	N/A
순이익	31.3	101.4	102.6	75.7	42.5	32.1	46.7	53.0	41.8	25.7	25.5	9.8
수익성 (%)												
영업이익률	11.3	13.8	11.9	12.3	12.7	14.4	13.7	13.7	13.0	13.6	14.3	13.7
세전이익률	11.4	13.8	12.0	12.3	12.7	14.4	13.7	13.8	13.1	13.7	N/A	N/A
순이익률	7.2	8.7	7.4	7.6	8.3	9.6	9.0	9.6	9.5	9.5	9.0	8.6

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

롯데하이마트 (071840) O2O를 넘어 O4O로 도약

Analyst 양지혜 02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	84,000원
현재주가 (9.15)	67,800원
상승여력	23.9%
KOSPI	2,386.07pt
시가총액	16,006억원
발행주식수	2,361만주
유동주식비율	33.86%
외국인비중	16.78%
52주 최고/최저가	71,600원 / 40,950원
평균거래대금	48.5억원
주요주주(%)	
롯데쇼핑 외 4인	65.37
국민연금	5.03

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	9.7	7.3
6개월	38.9	24.2
12개월	59.2	33.4

주가그래프



3분기 TV, 건조기 등의 가전 수요 회복과 4분기 모바일 휴대폰 판매 효과 기대

- 최근 몇 년 간 역신장했던 TV가 회복되고 있음. 5월 UHD 방송확대에 따른 콘텐츠 증가와 2018년 평창올림픽 관련 프로모션 효과가 긍정적으로 작용하고 있음
- 생활가전의 꾸준한 성장과 함께 백색가전에서 7월까지의 에어컨 수요가 8월부터 세탁기, 건조기 등으로 이어짐
- 하반기 정보통신 관련 정부 정책이 확정되면서 단통법 이후 부진했던 모바일 휴대폰 판매가 회복될 전망

O2O (Online to Offline)를 넘어 O4O (Online for Offline)로 도약

- 온라인 비중이 2015년 2%, 2016년 7%에서 2017년 상반기 20%까지 빠르게 증가하고 있음
- 특히 옴니존에서의 매출 성장률이 높으며, 매장에 진열되지 못한 상품들을 고객들이 원하는 사양에 맞추어서 온라인으로 구매함. 영국 'ARGOS'와 유사한 옴니세일즈 단독 플래그쉽 스토어도 출점할 계획

투자의견 Buy, 적정주가 84,000원 유지

- 롯데하이마트에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 84,000원 유지
- 옴니채널 전략을 활용한 온라인 비중 확대와 상품력 강화, 카테고리 다변화는 지속적인 기업가치 상승 요인
- 롯데그룹의 배당정책 변화 (배당성향 30% 확대 등)가 롯데하이마트에도 적용될 경우 수혜가 클 것으로 예상됨

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	3,896.1	160.2	106.6	4,515	10.5	75,519	13.1	0.8	9.5	6.1	63.0
2016	3,939.4	174.5	121.4	5,144	13.9	80,298	8.2	0.5	6.5	6.6	58.5
2017E	4,144.7	208.2	153.8	6,515	26.7	86,163	10.2	0.8	7.2	7.8	48.5
2018E	4,333.3	228.4	168.7	7,146	9.7	92,609	9.3	0.7	6.2	8.0	39.2
2019E	4,484.9	240.0	181.4	7,682	7.5	99,521	8.7	0.7	5.5	8.0	30.8

롯데하이마트 (071840)

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,896	3,939	4,145	4,333	4,485
매출액증가율 (%)	3.8	1.1	5.2	4.5	3.5
매출원가	2,933	2,926	3,051	3,184	3,292
매출총이익	963	1,013	1,093	1,149	1,193
판매비와관리비	803	839	885	921	953
영업이익	160	175	208	228	240
영업이익률 (%)	4.1	4.4	5.0	5.3	5.4
금융수익	-18	-12	-8	-5	-0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	1	0	0	0	0
세전계속사업이익	143	163	200	224	240
법인세비용	37	41	46	55	58
당기순이익	107	121	154	169	181
지배주주지분 순이익	107	121	154	169	181
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	640	730	731	759	793
현금및현금성자산	130	158	192	196	210
매출채권	53	79	69	72	75
재고자산	416	462	436	456	472
비유동자산	2,265	2,275	2,290	2,284	2,279
유형자산	422	413	426	417	409
무형자산	1,705	1,704	1,699	1,695	1,692
투자자산	128	148	155	162	168
자산총계	2,905	3,005	3,021	3,043	3,072
유동부채	638	450	428	447	463
매입채무	193	281	250	261	270
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	100	0	0	0	0
비유동부채	484	659	559	410	260
사채	469	649	549	399	249
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	1,122	1,109	987	857	723
자본금	118	118	118	118	118
자본잉여금	1,056	1,056	1,056	1,056	1,056
기타포괄이익누계액	1	0	0	0	0
이익잉여금	608	722	860	1,012	1,176
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,783	1,896	2,034	2,186	2,349

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	120	237	228	222	228
당기순이익(손실)	107	121	154	169	181
유형자산감가상각비	49	47	52	50	48
무형자산감각비	3	6	5	4	3
운전자본의 증감	-88	26	8	-5	-5
투자활동 현금흐름	-85	-78	-67	-40	-38
유형자산의 증가(CAPEX)	-31	-40	-65	-40	-40
투자자산의 감소(증가)	-53	-20	-8	-7	-6
재무활동 현금흐름	-11	-131	-127	-177	-175
차입금증감	215	-1,050	-1,000	-1,500	-1,500
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	25	28	34	4	14
기초현금	105	130	158	192	196
기말현금	130	158	192	196	210
Key Financial Data					
(원,%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	165,037	166,871	175,567	183,553	189,977
EPS(지배주주)	4,515	5,144	6,515	7,146	7,682
CFPS	9,888	10,432	11,236	11,935	12,306
EBITDAPS	9,004	9,613	11,236	11,935	12,306
BPS	75,519	80,298	86,163	92,609	99,521
DPS	430	500	650	700	770
배당수익률(%)	0.7	1.2	1.0	1.1	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	13.1	8.2	10.2	9.3	8.7
PCR	6.0	4.0	5.9	5.6	5.4
PSR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
PBR	0.8	0.5	0.8	0.7	0.7
EBITDA	212.6	227.0	265.3	281.8	290.5
EV/EBITDA	9.5	6.5	7.2	6.2	5.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.1	6.6	7.8	8.0	8.0
EBITDA이익률	5.5	5.8	6.4	6.5	6.5
부채비율	63.0	58.5	48.5	39.2	30.8
금융비용부담률	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2
이자보상배율(x)	6.7	9.8	13.7	19.0	29.2
매출채권회전율(x)	74.3	59.8	55.9	61.1	60.8
재고자산회전율(x)	10.1	9.0	9.2	9.7	9.7

호텔신라 (008770) 어려울수록 본질에 집중한다

Analyst 양지혜 02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Trading Buy (신규)

적정주가 (12개월)	68,000원
현재주가 (9.15)	57,400원
상승여력	18.5%
KOSPI	2,386.07pt
시가총액	22,528억원
발행주식수	3,925만주
유동주식비율	77.49%
외국인비중	17.08%
52주 최고/최저가	66,600원 / 42,800원
평균거래대금	230.9억원
주요주주(%)	
삼성생명보험 외 5인	17.07
국민연금	12.20

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-6.8	-8.8
6개월	31.2	17.3
12개월	-10.9	-25.3

주가그래프



2분기 시장 기대치 대비 실적 선방, 3분기 호텔레저 부문의 개선 지속될 전망

- 2분기 시장 예상치 대비 영업이익 선방, 1) 시내면세점: 긴축경영 (인건비, 광고선전비 등) 및 알선수수료 감소, 2) 공항면세점: 싱가포르 적자폭 축소 3) 호텔&레저: 신라스테이 이익 개선 및 여행사업 확대 등
- 3분기 중국 관광객 급감에 따른 면세점 부진이 지속되고 있지만 타이공 매출이 보완해 주는 가운데 호텔레저의 회복으로 방어 가능할 전망

수익성 중심으로 운영하면서 영업환경 개선 시 주도권 선점을 위한 준비 지속

- 하반기 신규 사업 진행에 관한 모멘텀 보유 1) 시내면세점 신규 증축, 2) 신라스테이 해외 확장 가능성 3) 추가적인 해외공항 입찰 등
- 향후 중국과의 관계 개선 시 면세 사업에 대한 경쟁 강도가 완화되면서 신라면세점의 주도권 강화될 것으로 판단됨. 아시아 공항 면세점 점유율 또한 꾸준한 상승세

투자의견 Trading Buy, 적정주가 68,000원 제시

- 호텔신라에 대한 투자의견 Trading Buy, 적정주가 68,000원 제시
- 적정주가는 2019년 기준 EPS에 아시아 명품 소비재 평균 PER 30배를 적용하여 산출

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	3,251.7	77.2	18.5	463	-75.2	17,848	166.9	4.3	23.8	2.5	192.6
2016	3,715.3	79.0	27.8	701	51.4	15,334	68.6	3.1	15.1	4.0	208.5
2017E	3,698.4	61.3	26.2	659	-6.0	16,217	87.1	3.5	17.9	3.9	219.0
2018E	3,751.5	111.3	62.8	1,594	141.8	17,755	36.0	3.2	13.7	9.0	211.4
2019E	4,014.1	147.2	89.6	2,276	42.8	19,824	25.2	2.9	11.5	11.8	189.9

호텔신라세부 실적 추이

(십억원)	2016	2017E	2018E	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E
매출액	3,715.3	3,698.4	3,751.5	888.9	954.1	937.7	934.6	1,021.1	899.7	888.1	889.4
증가율 (% YoY)	14.3	-0.5	1.4	7.3	13.0	28.3	10.3	14.9	-5.7	-5.3	-4.8
TR	3,325.7	3,250.9	3,249.4	803.1	857.7	829.3	835.6	925.2	790.0	761.9	773.8
시내점	2,068.3	2,023.2	1,985.8	487.0	538.2	518.3	524.8	602.5	481.9	466.5	472.3
공항점	1,257.4	1,227.7	1,263.6	316.1	319.5	311.0	310.8	322.7	308.1	295.5	301.5
호텔&레저	389.6	447.4	502.1	85.8	96.4	108.4	99.0	95.9	109.7	126.1	115.6
서울	143.6	142.3	144.4	30.3	38.4	36.6	38.3	30.1	37.3	36.2	38.7
제주	76.6	81.9	88.5	14.7	19.0	25.1	17.8	16.1	19.9	26.9	19.0
기타	96.2	126.2	157.8	20.6	21.5	27.7	26.4	24.4	28.8	37.4	35.6
레저	73.2	96.9	111.5	20.2	17.5	19.0	16.5	25.3	23.7	25.7	22.3
증가율 (% YoY)											
TR	14.0	-2.2	0.0	6.7	11.9	29.2	10.4	15.2	-7.9	-8.1	-7.4
시내점	28.9	-2.2	-1.8	23.5	29.1	58.5	12.6	23.7	-10.5	-10.0	-10.0
공항점	-4.3	-2.4	2.9	-11.8	-8.6	-1.2	6.8	2.1	-3.6	-5.0	-3.0
호텔&레저	16.8	14.8	12.2	13.2	23.4	21.5	9.4	11.8	13.8	16.4	16.8
서울	4.4	-0.9	1.5	5.6	7.3	8.0	-2.3	-0.7	-2.9	-1.0	1.0
제주	7.4	6.9	8.0	2.1	18.8	5.5	4.1	9.5	4.7	7.0	7.0
기타	80.1	31.2	25.0	82.3	124.0	78.7	55.3	18.4	34.0	35.0	35.0
레저	2.7	32.4	15.0	-5.6	4.8	18.8	-4.1	25.2	35.4	35.0	35.0
비중 (%)											
TR	89.5	87.9	86.6	90.3	89.9	88.4	89.4	90.6	87.8	85.8	87.0
시내점	55.7	54.7	52.9	54.8	56.4	55.3	56.2	59.0	53.6	52.5	53.1
공항점	33.8	33.2	33.7	35.6	33.5	33.2	33.3	31.6	34.2	33.3	33.9
호텔&레저	10.5	12.1	13.4	9.7	10.1	11.6	10.6	9.4	12.2	14.2	13.0
서울	3.9	3.8	3.8	3.4	4.0	3.9	4.1	2.9	4.1	4.1	4.3
제주	2.1	2.2	2.4	1.7	2.0	2.7	1.9	1.6	2.2	3.0	2.1
기타	2.6	3.4	4.2	2.3	2.3	3.0	2.8	2.4	3.2	4.2	4.0
레저	2.0	2.6	3.0	2.3	1.8	2.0	1.8	2.5	2.6	2.9	2.5
매출원가	2,039.5	2,112.7	2,127.0	474.4	524.8	524.6	515.8	590.4	513.6	506.2	502.5
증가율 (% YoY)	15.7	3.6	0.7	7.1	13.2	35.0	10.4	24.5	-2.1	-3.5	-2.6
매출원가율 (%)	54.9	57.1	56.7	53.4	55.0	55.9	55.2	57.8	57.1	57.0	56.5
매출총이익	1,675.8	1,585.6	1,624.4	414.6	429.3	413.1	418.8	430.7	386.1	381.9	386.9
증가율 (% YoY)	12.5	-5.4	2.4	7.5	12.7	20.6	10.1	3.9	-10.1	-7.6	-7.6
매출총이익률 (%)	45.1	42.9	43.3	46.6	45.0	44.1	44.8	42.2	42.9	43.0	43.5
판매비	1,596.8	1,524.3	1,513.1	395.3	410.6	387.8	403.2	420.7	368.9	363.1	371.6
증가율 (% YoY)	13.1	-4.5	-0.7	12.3	16.8	14.2	9.2	6.4	-10.2	-6.4	-7.8
판매비율 (%)	43.0	41.2	40.3	44.5	43.0	41.4	43.1	41.2	41.0	40.9	41.8
영업이익	79.0	61.3	111.3	19.3	18.7	25.3	15.6	10.0	17.3	18.7	15.3
증가율 (% YoY)	2.3	-22.4	81.6	-42.6	-36.2	794.0	38.5	-48.2	-7.9	-25.9	-1.9
영업이익률 (%)	2.1	1.7	3.0	2.2	2.0	2.7	1.7	1.0	1.9	2.1	1.7
TR	79.0	40.5	68.9	27.8	15.4	18.5	17.3	16.9	8.2	7.6	7.7
증가율 (% YoY)	-13.2	-48.8	70.2	-35.3	-51.4	927.8	19.3	-39.2	-46.8	-58.8	-55.3
영업이익률 (%)	2.4	1.2	2.1	3.5	1.8	2.2	2.1	1.8	1.0	1.0	1.0
호텔&레저	-0.1	20.9	42.5	-8.5	3.3	6.8	-1.7	-6.9	9.1	11.1	7.6
증가율 (% YoY)	적지	흑전	103.2	적지	흑전	580.0	적지	적지	175.8	63.6	흑전
영업이익률 (%)	0.0	4.7	8.5	-9.9	3.4	6.3	-1.7	-7.2	8.3	8.8	6.6

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,252	3,715	3,698	3,751	4,014
매출액증가율 (%)	11.8	14.3	-0.5	1.4	7.0
매출원가	1,762	2,040	2,113	2,127	2,248
매출총이익	1,490	1,676	1,586	1,624	1,766
판매비와관리비	1,412	1,597	1,524	1,513	1,619
영업이익	77	79	61	111	147
영업이익률 (%)	2.4	2.1	1.7	3.0	3.7
금융수익	-19	-11	-14	-12	-9
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-15	-16	-10	-10	-10
세전계속사업이익	44	52	37	90	128
법인세비용	26	25	11	27	38
당기순이익	18	28	26	63	90
지배주주지분 순이익	18	28	26	63	90
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,024	1,079	1,197	1,296	1,341
현금및현금성자산	326	347	495	592	597
매출채권	64	118	91	83	80
재고자산	471	471	469	476	509
비유동자산	1,153	962	954	959	979
유형자산	736	707	723	737	749
무형자산	30	48	26	14	7
투자자산	383	204	203	205	220
자산총계	2,177	2,041	2,151	2,255	2,320
유동부채	583	740	737	741	777
매입채무	196	206	200	203	217
단기차입금	10	53	58	53	48
유동성장기부채	150	100	100	100	100
비유동부채	850	639	739	790	743
사채	698	599	699	749	699
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	1,433	1,379	1,477	1,531	1,520
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
기타포괄이익누계액	-4	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	355	371	384	434	510
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	744	662	674	724	800

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	122	121	168	184	203
당기순이익(손실)	18	28	26	63	90
유형자산감가상각비	63	61	64	66	68
무형자산상각비	11	14	22	12	6
운전자본의 증감	5	-23	23	8	4
투자활동 현금흐름	-204	148	-79	-83	-94
유형자산의 증가(CAPEX)	-111	-67	-80	-80	-80
투자자산의 감소(증가)	-38	179	1	-3	-14
재무활동 현금흐름	220	-245	59	-4	-104
사채의증감	100	-99	100	50	-50
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	139	21	148	97	5
기초현금	187	326	347	495	592
기말현금	326	347	495	592	597
Key Financial Data					
(원,%,배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	82,849	94,662	94,231	95,584	102,275
EPS(지배주주)	463	701	659	1,594	2,276
CFPS	4,071	4,246	3,517	4,570	5,380
EBITDAPS	3,852	3,910	3,771	4,825	5,635
BPS	17,848	15,334	16,217	17,755	19,824
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	166.9	68.6	87.1	36.0	25.2
PCR	19.0	11.3	16.3	12.6	10.7
PSR	0.9	0.5	0.6	0.6	0.6
PBR	4.3	3.1	3.5	3.2	2.9
EBITDA	151.2	153.5	148.0	189.4	221.2
EV/EBITDA	23.8	15.1	17.9	13.7	11.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.5	4.0	3.9	9.0	11.8
EBITDA이익률	4.6	4.1	4.0	5.0	5.5
부채비율	192.6	208.5	219.0	211.4	189.9
금융비용부담률	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
이자보상배율(x)	2.5	2.4	1.9	3.1	4.2
매출채권회전율(x)	56.2	40.7	35.4	43.1	49.1
재고자산회전율(x)	6.7	7.9	7.9	7.9	8.2

Part II

일본 생활용품, 생존의 법칙

‘독보적 경쟁력과 해외 진출이 답’



유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

기업분석

종목	투자판단	적정주가
LG생활건강 (051900)	Trading Buy	1,150,000원
코스맥스(192820)	Trading Buy	140,000원

Summary

I 생존의 법칙1: 독보적 1위는 강력하다

- 일본 장기 침체기에 오히려 더욱 도약한 기업들은 새로운 강점이 될 분야에 주력해서 독보적인 기술력을 인정받았음. 일본의 화장품 및 생활소비재 기업들 또한 쉽게 모방하기 어려우면서 각 시장 내 지배적인 점유율을 구축하고 있는 사례가 많음
- 특히 일본 생활용품 기업들은 일본에서의 장점을 중국 등 아시아 시장 진입에도 잘 접목시켰으며 기존 카테고리 뿐만 아니라 고령화 트렌드에 맞춘 신제품 개발을 통해 카테고리를 확장해 가고 있음

II 생존의 법칙2: 적극적인 해외 진출

- 일본 생활소비재 기업들은 중국 뿐만 아니라 동남아, 인도 등 신흥시장과 미국, 유럽 등 선진시장에도 한국 기업들 대비 선도적으로 진출하여 자리를 잡아가고 있음
- 중국 시장 만을 보았을 때 한국 기업들이 상대적으로 온라인과 모바일 채널의 적극적인 활용과 한류 영향으로 지난 몇 년간 일본 업체들 대비 선전하였지만 최근 일본 기업들 또한 온라인 채널 활용도가 증가하고 있음에 주목할 필요가 있겠음

III 생존의 법칙3: 수익성 중심의 경영

- 탐방을 진행했던 일본 생활소비재 기업들은 매출액은 다소 정체하더라도 영업이익률은 꾸준히 상승했다는 점이 공통적 특징임
- 인구 감소 등으로 일본 내 수요가 정체하고 있기 때문에 고부가가치에 집중하여 시장이 축소되지 않도록 노력하였음. 수익성이 좋은 상품을 중심으로 카테고리를 확장하여 원가율을 개선하고 인건비와 광고판촉비 절감을 통해 판관비를 효율화시킴
- 일본 탐방기업: 유니참 (8113 JP), 맨담 (4917 JP), 피죤 (7956 JP), 플라 오르비스 홀딩스 (4927 JP)
- 관심종목: LG생활건강 [Trading Buy, TP: 1,150,000원], 코스맥스 [Trading Buy, TP: 140,000원]

니치마켓이라도 독보적 1위는 강력하다

일본 생활소비재, 우수한 품질력 기반으로 독보적인 1위

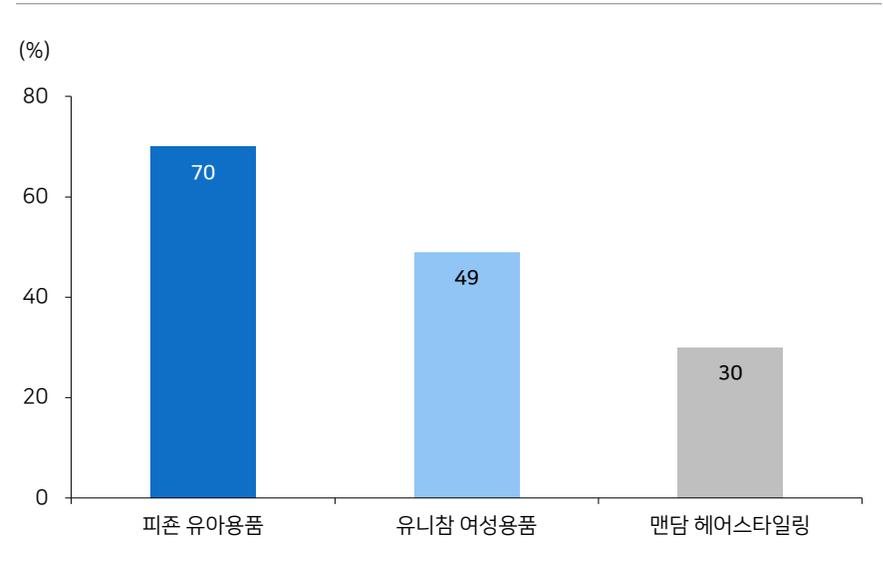
- 일본 장기 침체기에 오히려 더욱 도약한 기업들은 새로운 강점이 될 분야에 주력해서 독보적인 기술력을 인정받았음
- 일본의 화장품 및 생활소비재 기업들 또한 쉽게 모방하기 어려우면서 각 시장 내 지배적인 점유율을 구축하고 있는 카테고리들 중심으로 적극적인 해외 진출을 통해 좋은 성과를 거두고 있음

세계시장점유율 80% 이상의 독보적 일본 기업

	기업명	제품	점유율	개요
완성품 및 장비	동북 전자산업	초미약 발광계측 장치	약 100%	물질의 산화 등을 조사하는 기기
	니콘	LCD 노광장치 (중소형)	90%	액정 회로 패턴 전사
	도쿄 일렉트론	반도체 제조용 도포현상 장치	80%	반도체 회로를 형성할 때 사용하는 장치
	호리바 제작소	자동차 배기가스 분석기계	80%	배기가스 중의 성분을 검출
부품	일본가이시	NAS전지	100%	유일하게 사업화에 성공
	아사히 다이아몬드	태양전지 실리콘을 절단하는 고정식 와이어	90%	미세한 피아노선에 다이아몬드의 입자 전착
소재	아사히화학	재생 셀로스 섬유	100%	양복의 안쪽이나 내의에 사용
	일본화학	태양전지 봉지재용 첨가제	90%	구성 향상, 변색 방지
	미쓰이금속	스마트폰용 초박형 동박	90%	회로의 형성 재료

자료: www.nikkei.co.jp, 세계 제일의 비밀 일본의 알려지지 않은 유일한 기업, 2011.10.12, 메리츠 증권증권 리서치센터

일본 탐방 생활소비재 기업, 각 시장 내 1위 점유율 확보



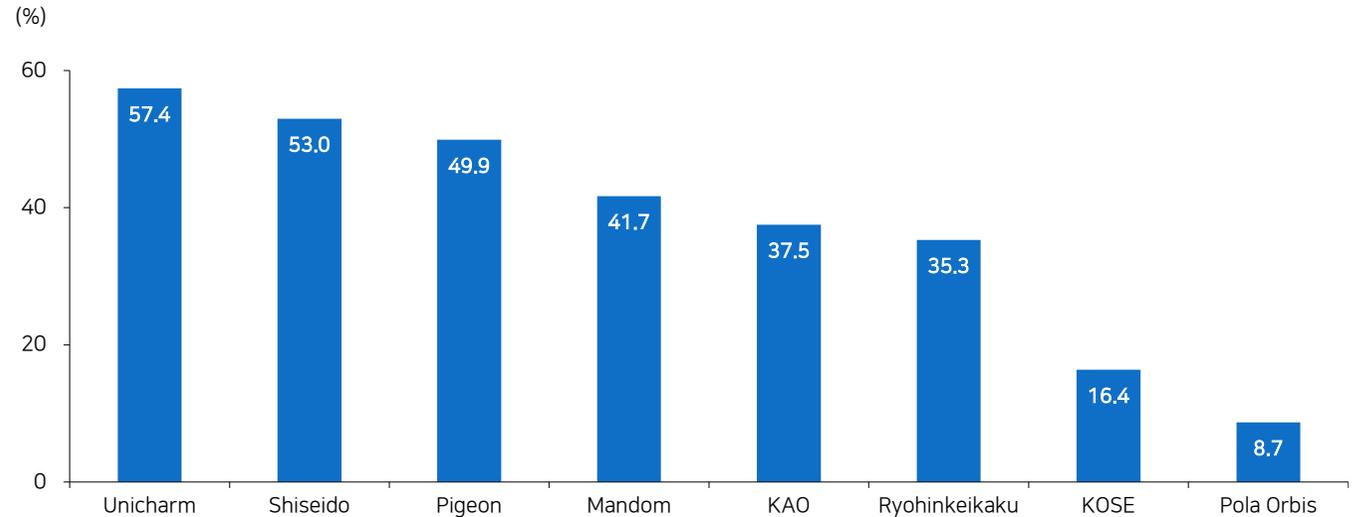
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

선진시장부터 신흥시장까지 적극적인 해외 진출

과거 대비 해외 진출에 있어서 온라인 채널 활용도 증가 주목

- 일본 생활소비재 기업들은 중국 뿐만 아니라 동남아, 인도 등 신흥시장과 미국, 유럽 등 선진시장에도 한국 기업들 대비 먼저 진출하여 자리를 잡아가고 있음
- 중국 시장 만을 보았을 때 한국 기업들이 상대적으로 온라인과 모바일 채널의 적극적인 활용과 한류 영향으로 지난 몇 년간 일본 업체들 대비 선전하였지만 최근 일본 기업들 또한 온라인 채널 활용도가 증가하고 있음에 주목할 필요가 있겠음

일본 주요 화장품, 생활용품 기업들의 해외 매출 비중 비교



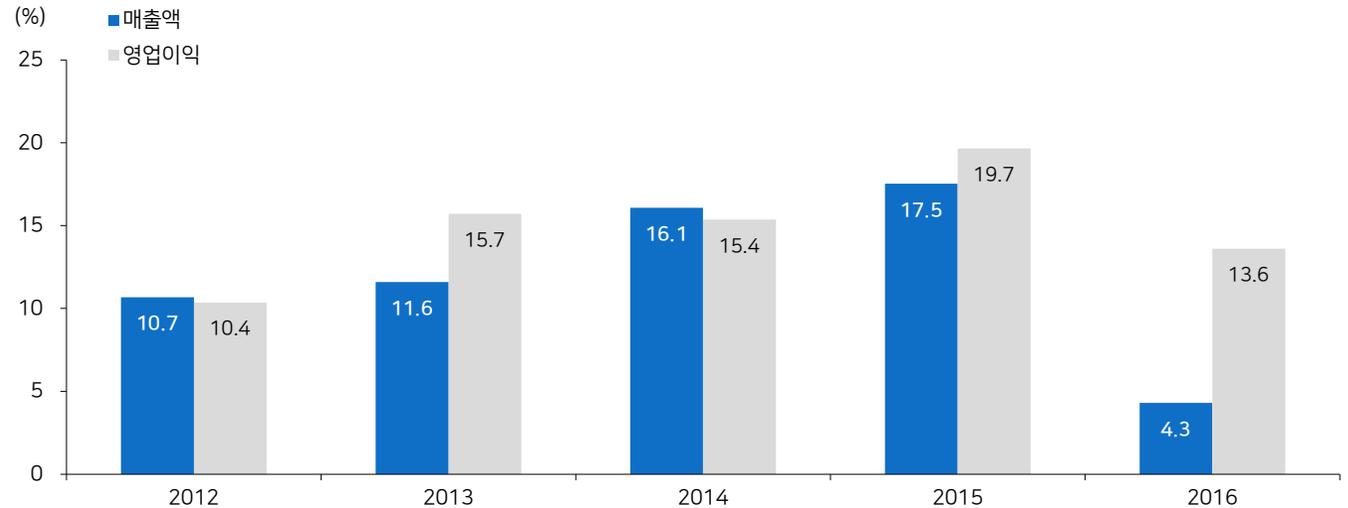
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

고부가가치 상품에 집중, 수익성 중심의 경영

수요 정체로 매출 성장이
제한적인 상황에서 원가율
개선과 판관비 효율화

- 인구 감소 등으로 일본 내 수요가 정체하고 있기 때문에 고부가가치에 집중하여 시장이 축소되지 않도록 노력하고 있음
- 수익성이 좋은 상품을 중심으로 카테고리를 확장하여 원가율을 개선하고 인건비와 광고판촉비 절감을 통해 판관비를 효율화시킴

일본 탐방기업 합산 (4개사) 매출액 및 영업이익 증가율 추이



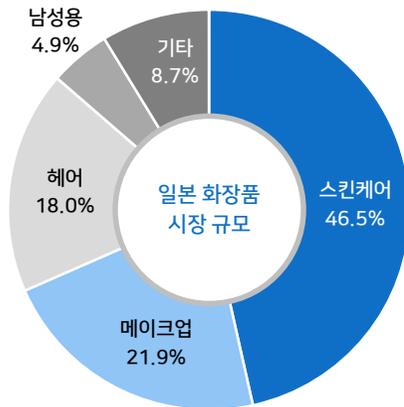
주: 2016년 Unicharm 회계결산기준 변경으로 제외
자료: 각 사 합계, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 화장품 시장 현황

출하액 기준 1.5조엔의 시장 규모 (원화기준 15조원, 판매액 기준 60조원 추산)

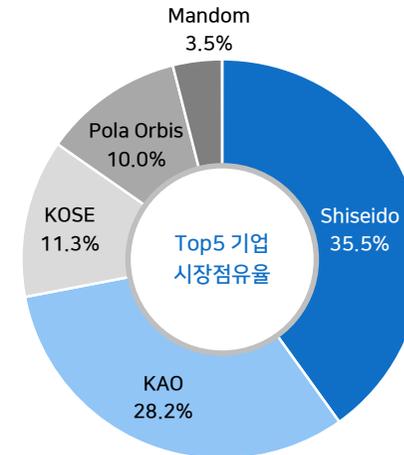
- 일본 화장품 시장은 출하액 기준 1.5조엔의 시장 규모 (원화기준 15조원, 판매액 기준 60조원 추산)를 형성하고 있음. 2009년 이후 화장품 출하개수는 늘고 있지만, 전체 화장품 시장은 약간 줄어들었다가 2015년부터 조금씩 반등하고 있음
- 시장이 감소했던 이유는 디플레이션 영향도 있지만, 중가격대 비중이 줄고 고가와 저가 비중이 늘어났기 때문. 개당 단가 추이를 살펴보면, 결과적으로 저가격대가 많이 늘었음. 일본 화장품 시장은 억제되었던 소비가 아베노믹스 이후 조금씩 회복되고 있음. 경제정책뿐만 아니라 최근 중국인 등 외국인 관광객 인바운드 소비 증가 또한 시장 회복에 긍정적인 영향을 주고 있음

일본 화장품 시장 세그먼트별 비중



자료: 2016년 야노경제연구소, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 화장품 Top5 기업 점유율



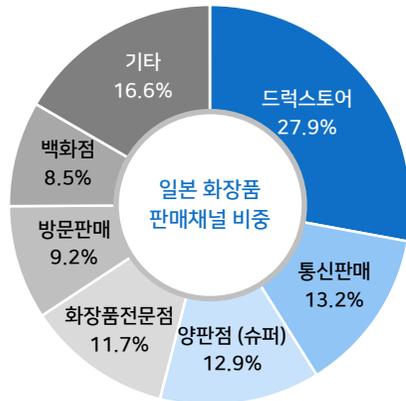
자료: 2016년 야노경제연구소, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 화장품 시장 채널 구조

일본 화장품 시장에서 제일 큰 채널은 드럭스토어

- 일본 화장품 시장에서 제일 큰 채널은 드럭스토어이며, 그 비중은 2009년 25.6%에서 2016년 27.9%로 늘어났음. E-Commerce (통신판매) 또한 2009년 9.1%에서 2016년 13.2%까지 늘어남
- 백화점의 경우 9%에서 8.5%로 감소하였으며, 백화점 비중은 상대적으로 작은 편. 일본에서 고가 화장품의 경우 백화점뿐만 아니라 화장품 전문점에서도 판매되고 있는데, 전문 화장품점 또한 12.6%에서 11.7%로 비중이 감소했음. 방문판매의 경우도 11.2%에서 9.2%로 감소하였으며, 화장품 전문점, 방문판매, GMS의 채널 비중은 지속적으로 감소하고 있는 추세

일본 화장품 판매채널 비중



자료: 2016년 야노경제연구소, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 화장품 유통채널의 이해

유통채널	대표업체	비고 (화장품 관련기업)
드럭스토어	마츠모토키요시, 산드럭, 학크,다이코쿠드럭,아인 스트루페, 코코카라파인, 코쿠민드럭	일본 전체 30,000점포 이상의 점포, 가격할인경쟁이 치열함 (1,500엔대 이하)
통신판매	홈쇼핑: QVC, SHOP CHANNEL 카탈로그: NISSEN, SENSYUKAI, BERNA, DINOS, SHADY 신문광고: 전국지 및 지방지 인터넷: 락텐,야후쇼핑 모바일: NETPRICE, CA MOBILE	DHC, FANCL, ORBIS @cosme (O2O)
양판점	이토요카도, AEON(JUSCO), 다이에, 유니, 카우보이, 오사다	아라타그룹, 타이거, 필탁
화장품전문점	메이크업슬루션(이다 직영), @COSME(신주쿠 루미네est)	
방문판매	POLA, 일본메나드, 노에비마	
백화점	이세탄, 미츠코시, 다카시마야, 한큐, 다이마루, 마츠자카야, 한신, 마츠야	
버라이어티샵	LOFT, PLAZA, SHOP IN IT'S DEMO, SBY	일본 전체 1,200점포 이다료쿠도, 오오야마 통야 (3,000엔대 이하)
기타	돈키호테	돈키호테 306점포 (2016년 매출액 7,600억엔)

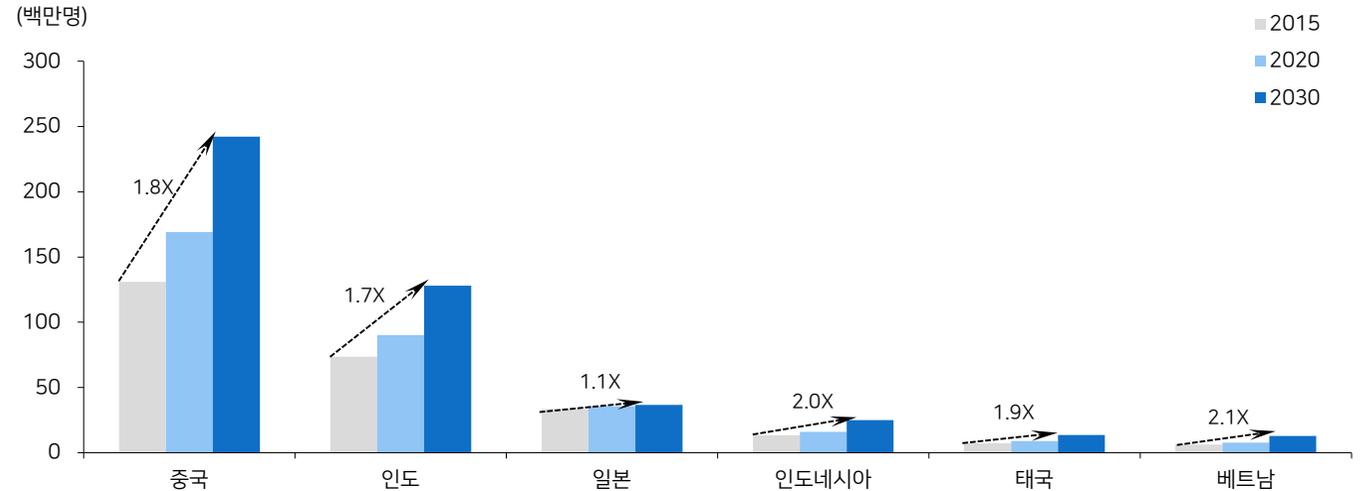
자료: 2016년 야노경제연구소, 메리츠증권증권 리서치센터

유니참 (8113 JP): 시니어 소비 성장 최대 수혜주

일본 내 성인용기저귀와 애완용품 관련 점유율 1위 기업

- 일본의 출생률은 감소하고 있지만 고령화를 타겟으로 하는 일본 사업은 좋은 편임. 특히 고령화 관련 분야에서 "고부가가치 상품"으로 집중하고 있으며 각 사업별로 시장 점유율 1위를 차지하고 있음
- 베이비케어 부문은 중국을 타겟으로 수출을 많이 하고 있음. 일본 국내 소비 변화는 크지 않지만 중국 등 아시아 시장을 겨냥하여 베이비 상품의 성장 기회를 보고 있음

아시아 65세 이상 인구 추정



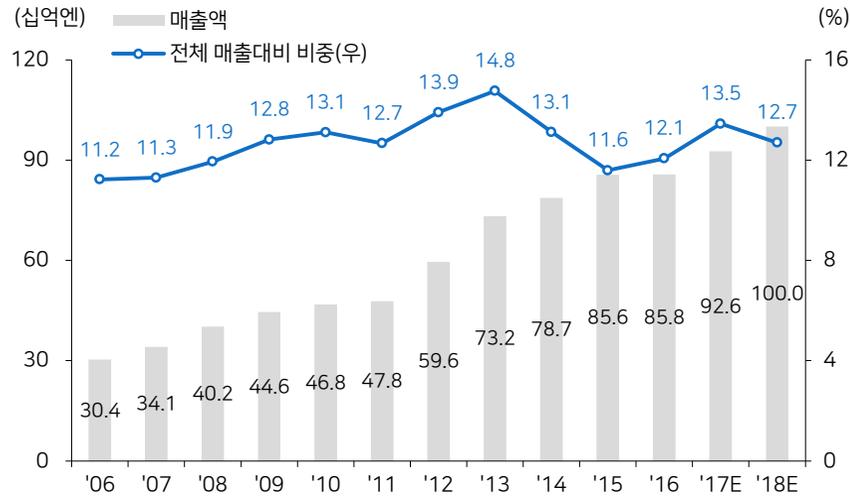
자료: World Bank, 메리츠증권증권 리서치센터

유니참 (8113 JP): 고령화와 함께 애완용품의 꾸준한 성장

고령화가 계속 진행되면서 프리미엄화와 함께 안정적 성장

- 애완용품 관련 매출은 연평균 8% 수준의 성장이 지속되고 있음. 특히 애완푸드를 중심으로 프리미엄화가 진행되면서 영업이익률이 가파르게 상승하고 있음
- 애완생활용품에서도 기존 생활용품 사업과 같은 소재를 사용하여 압도적인 점유율 차지하고 있음

유니참 애완용품 매출액 추이



자료: Unicharm, 메리츠증권증권 리서치센터

유니참 애완용품 현황



자료: Unicharm, 메리츠증권증권 리서치센터

유니참 (8113 JP): 해외 사업, 아시아 중심으로 공략

고부가가치 상품에 집중하면서 수익성 크게 개선

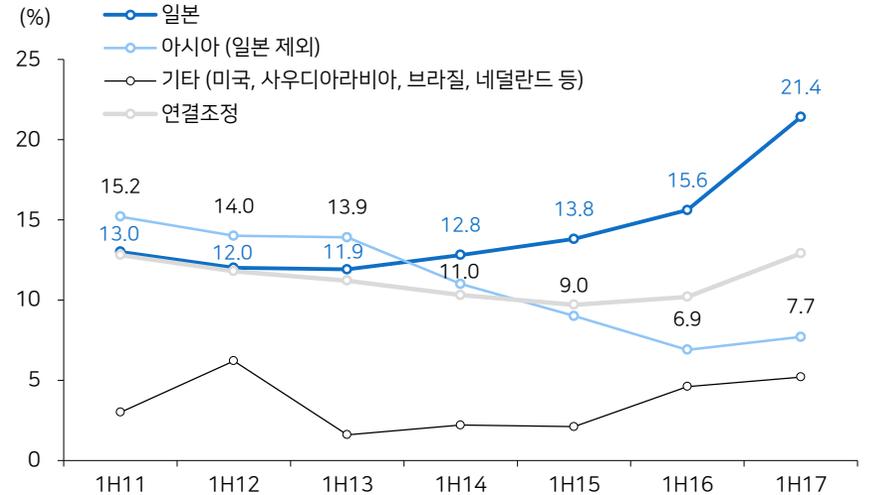
- 해외 부문에서는 아시아를 중심으로 공략하고 있음. 해외에서는 중국이 가장 매출 규모가 큼. 그 밖에 인도네시아, 태국임, 베트남, 인도, 타이완 등에 진출하였음
- 중국 현지 베이비케어 판매채널을 "온라인"으로 전환하고 있음. 지금 전환기이기 때문에 비용이 늘어나면서 수익은 다소 둔화되고 있음. 대신에 일본에서 중국으로 수출하는 프리미엄 제품 비중이 크게 늘어나면서 가동률 증가에 따른 수익성 개선세가 뚜렷함
- 중국에서는 페미닌케어의 수익성이 좋음. 연안 부를 중심으로 프리미엄 제품에 대한 선호도가 높아지면서 순조롭게 점유율 상승세를 이어가고 있음. 중국 로컬제품은 지방에서 점유율이 높은 편임

유니참 지역별 실적

(백만엔)		1H16	1H17	Difference (% , %p)
일본	매출	120,348	122,690	1.9
	영업이익	23,100	26,199	13.4
	영업이익률 (%)	19.2	21.4	2.2
아시아	매출	127,956	129,815	1.5
	영업이익	10,742	10,037	-6.6
	영업이익률 (%)	8.4	7.7	-0.7
기타 (미국, 사우디아라비아, 브라질, 네덜란드 등)	매출	49,124	49,474	0.7
	영업이익	2,501	2,556	2.2
조정항목	영업이익률 (%)	5.1	5.2	0.1
	매출	-	-	-
	영업이익	198	149	-
	영업이익률 (%)	-	-	-
연결	매출	297,429	301,980	1.5
	영업이익	36,541	38,941	6.6
	영업이익률 (%)	12.3	12.9	0.6

자료: Unicharm, 메리츠증권증권 리서치센터

유니참 지역별 영업이익률 추이



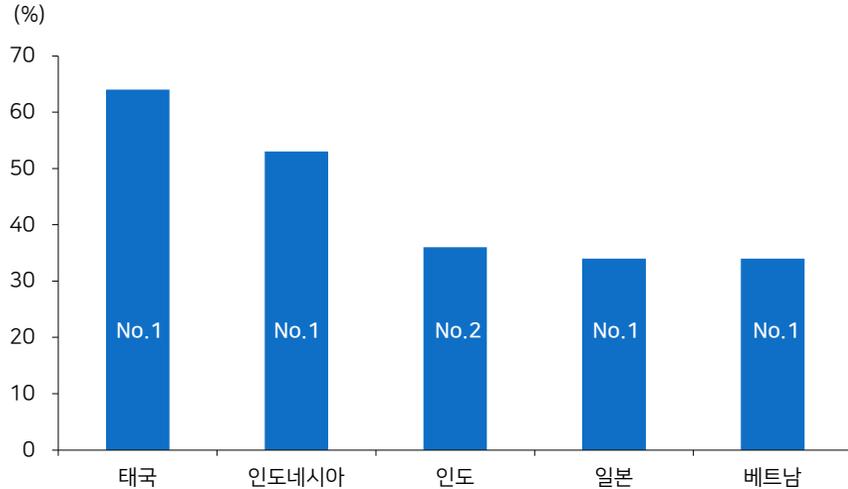
자료: Unicharm, 메리츠증권증권 리서치센터

유니참 (8113 JP): 전 사업부 전세계 1~2위 압도적 점유율 확보

아시아 신흥 시장을 중심으로
일본 제품에 대한 선호도
높아지면서 점유율 상승 기대

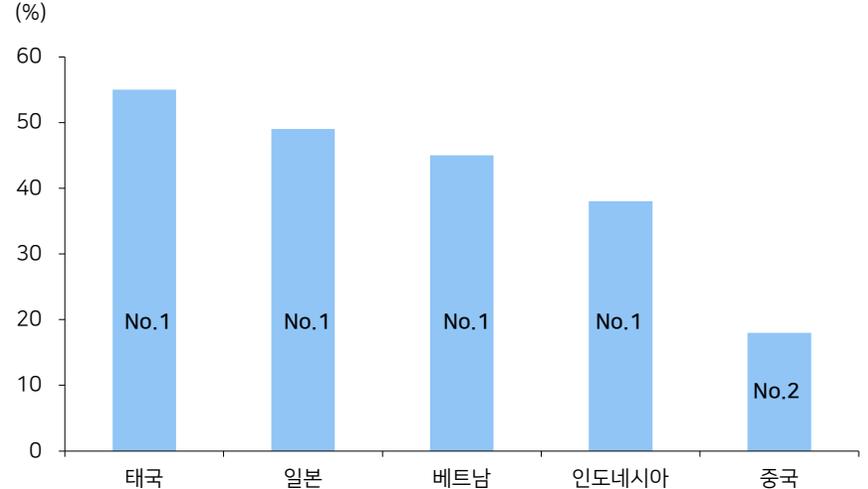
- 인도네시아, 태국 등 동남아 지역에서는 기저귀와 베이비케어의 매출 비중이 높은 편임
- 현재는 중저가 시장을 타겟으로 하고 있지만 순차적으로 부가가치를 높이면서 프리미엄화 진행 중
- 동남아 로컬 기업들이 적극적으로 프로모션을 하면서 가격적인 압박이 있지만 동남아 소비자들의 소득 수준이 상승하여 수량 증가 뿐만 아니라 퀄리티에 대한 관여도가 높아지면서 프리미엄화가 예상됨

유니참 유아용품 (기저귀 등) 국가별 시장 점유율



자료: Unicharm, 메리츠증권증권 리서치센터

유니참 여성용품 국가별 시장 점유율



자료: Unicharm, 메리츠증권증권 리서치센터

유니참 (8113JP): 연간 및 분기별 실적 추이

Unicharm 연간 실적 추이

(십억엔)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	428.4	495.8	599.5	738.7	711.0	642.5	685.4	734.7
영업이익	51.9	59.5	67.2	79.9	78.3	85.6	94.4	101.8
세전이익	45.6	64.3	67.9	77.3	73.8	81.8	91.2	99.0
순이익	27.0	43.1	38.2	40.5	44.1	51.4	58.0	62.7
성장률 (%YoY)								
매출액	13.6	15.7	20.9	23.2	-3.8	-9.6	6.7	7.2
영업이익	11.5	14.6	13.0	18.9	-2.1	9.3	10.3	7.8
세전이익	5.3	41.1	5.6	13.9	-4.6	10.9	11.5	8.5
순이익	-19.6	59.8	-11.4	6.0	8.9	16.4	13.0	8.0
수익성 (%)								
영업이익률	12.1	12.0	11.2	10.8	11.0	13.3	13.8	13.9
세전이익률	10.6	13.0	11.3	10.5	10.4	12.7	13.3	13.5
순이익률	6.3	8.7	6.4	5.5	6.2	8.0	8.5	8.5
PER (배)	30.1	23.8	28.7	36.7	34.4	29.8	26.3	24.0
PBR (배)	3.8	3.7	3.0	3.8	3.9	3.7	3.3	3.0
EV/EBITDA (배)	12.6	13.6	11.6	13.1	13.4	13.8	12.6	11.8
ROE (%)	13.0	17.1	11.5	10.6	11.4	13.1	13.9	13.8
EPS (엔)	48.3	77.9	64.1	67.6	74.3	85.6	97.0	106.2
BPS (엔)	387.2	508.4	620.0	650.4	656.1	681.2	762.6	839.5

주: 14년까지 3월결산, 15년부터 12월 결산
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Unicharm 분기별 실적 추이

(십억엔)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E
매출액	177.6	181.3	170.3	209.6	146.0	177.4	160.4	200.1	146.3	155.7	166.3	168.9
영업이익	17.0	17.7	15.2	30.1	15.2	20.7	15.7	26.8	18.5	19.6	17.6	28.5
세전이익	14.0	18.8	7.4	37.1	14.0	15.9	16.9	27.5	18.0	20.4	13.8	23.8
순이익	5.8	10.1	1.7	22.9	9.8	9.0	12.0	14.6	11.6	13.6	8.0	15.5
성장률 (%YoY)												
매출액					-17.8	-2.1	-5.8	-4.6	0.2	-12.2	3.7	-15.6
영업이익					-10.8	17.5	3.3	-10.8	21.4	-5.5	11.9	6.3
세전이익					0.0	-15.4	127.0	-25.9	28.9	28.3	-18.3	-13.4
순이익					69.1	-10.6	609.8	-36.3	18.6	50.6	-33.1	6.0
수익성 (%)												
영업이익률	9.6	9.7	8.9	14.3	10.4	11.7	9.8	13.4	12.6	12.6	10.6	16.9
세전이익률	7.9	10.4	4.4	17.7	9.6	9.0	10.5	13.7	12.3	13.1	8.3	14.1
순이익률	3.3	5.6	1.0	10.9	6.7	5.1	7.5	7.3	7.9	8.7	4.8	9.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

맨담 (4917 JP): 동남아 소비 성장 대표 수혜주

남성 화장품 및 헤어케어
전문으로 시작하여 동남아
중심으로 성장하고 있는 기업

- 수입 향수를 중심으로 판매하며 1927년 창업. 맨담이라는 헤어제품이 크게 인기를 얻으면서 맨담이 회사 이름이 되었음. 게츠비라는 남성용 화장품, 면도스킨 제품이 1978년 출시되었음. 2000년대부터 남성에서 여성 중심으로 변화 시작. 2005년부터 여성상품을 집중적으로 개발하였고 히트하였음. 현재 남성 75%, 여성 25%까지 올라왔음
- 인도네시아를 중심으로 동남아 성장. 일본 국내 시장을 보면 틈새사업이라고 볼 수 있는 남성 화장품을 독점적으로 경쟁력을 잘 구축하였음. 일본에서의 장점을 인도네시아 및 아시아 시장 진입에도 잘 접목시켰으며 남성 뿐만 아니라 여성 화장품 또한 개발하여 카테고리를 확장하고 있음

맨담 브랜드별 지역분포도

	일본	인도네시아	말레이시아	필리핀	태국	베트남	싱가포르	대만	홍콩	한국	중국	인도
GATSBY	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
LUCIDO	●											
Bifesta	●		●	●	●		●	●	●	●	●	
Pixy		●	●			●						
LUCIDO-L	●	●	●		●		●	●	●	●	●	
Pucelle		●	●			●						●

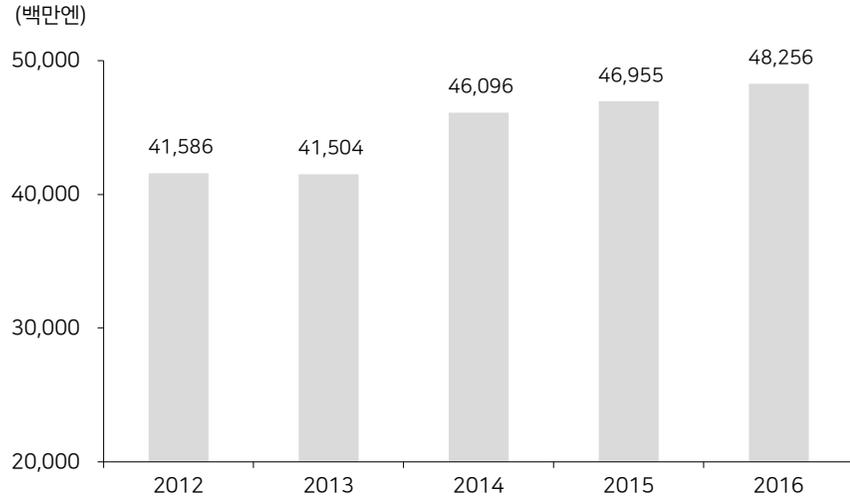
자료: Mandom, 메리츠증권증권 리서치센터

맨담 (4917 JP): 중국 및 동남아 수요로 여성 화장품 고성장

중국인 관광객들의 소비 증가와 동남아 현지 수요로 여성 화장품의 고성장

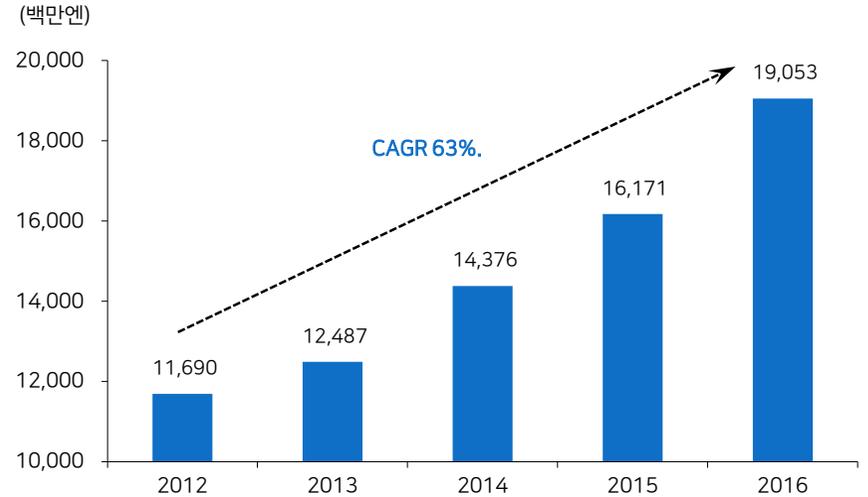
- 중국이나 아시아 지역에서의 사업은 헤어케어를 이룰 중심으로 사업하고 있음
- 해외 전개를 빨리 했다는 것이 강점임. 1958년 필리핀 공장과 1969년 인도네시아 공장을 세웠음. 해외 매출의 60%가 필리핀과 인도네시아가 차지하고 있음
- 중국 관광객들의 소비는 여성 스킨케어에서 영향이 크게 나타나고 있음. 마스크팩, 클렌징 워터 중심으로 연간 12억엔 정도 (소매점들에서 면세 tax free 해주는 것 기준으로만)로 추산하고 있음

남성화장품 매출액 추이



자료: Mandom, 메리츠증권증권 리서치센터

여성화장품 매출액 추이



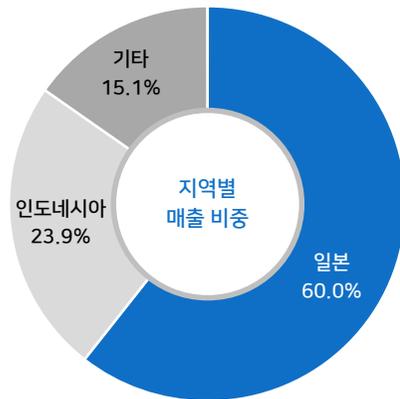
자료: Mandom, 메리츠증권증권 리서치센터

맨담 (4917 JP): 동남아 화교 수요로 인도네시아 시장 진출

선도적인 인도네시아 시장 진입으로 현지화 성공

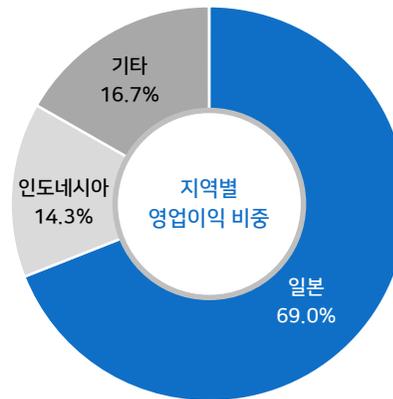
- 동남아 화교들이 일본에 출장와서 선물로 사가지고 가기 시작하면서 평가가 좋았음. 화교들의 요청으로 인도네시아 공장을 세워서 공략하게 되었음
- 인도네시아 현지 상장이 되어 있음 (Mandom Indonesia / TCID:ID). 인도네시아인들은 맨담이 로컬회사라고 생각할 정도로 유명해지게 되었음
- 전사적으로는 헤어케어 쪽이 주력상품이나 인도네시아의 매출의 50%는 여성용 제품임. 피크시라는 브랜드를 통해 스킨케어와 메이크업 제품을 종합적으로 판매하고 있음
- 인도네시아는 800명 정도 되는 뷰티어드바이저 방판 조직이 있음. 일본과는 달리 인건비가 싸기 때문에 좋은 성과를 내고 있음

지역별 매출 비중



자료: Mandom, 메리츠증권증권 리서치센터

지역별 영업이익 비중



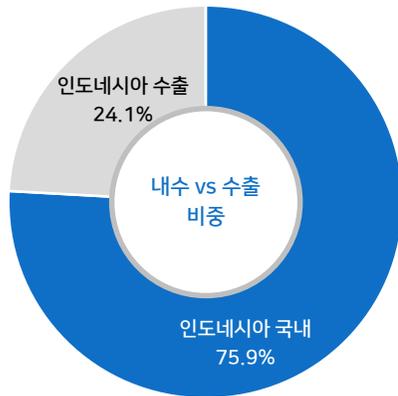
자료: Mandom, 메리츠증권증권 리서치센터

맨담 (4917 JP): 할랄인증 확보로 동남아 스킨케어 확장 강화

할랄인증, 10월부터 인도네시아 모든 제품 적용 가능

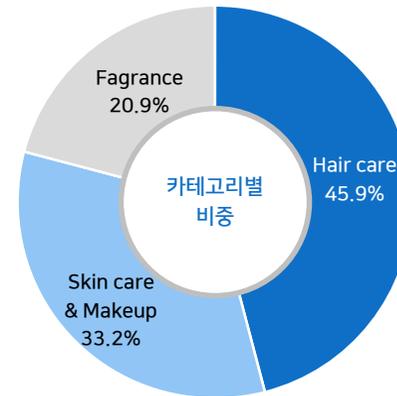
- 남성 헤어제품은 인도네시아에서 점유율 80% 정도를 차지하고 있음. 나머지는 인도네시아 로컬 회사임
- 스킨케어에서는 유럽 로레알 등 해외 제품이 많이 들어와 있음. 할랄제품을 중심으로 인도네시아 화장품 회사들이 있음. 와루다라는 회사가 유명함
- 인도네시아는 2019년부터 모든 화장품 제품이 할랄 인증을 받아야 하는데 맨담은 2017년 10월부터 모든 제품에 적용이 가능할 것으로 보고 있음

인도네시아 법인 내수 vs 수출 비중



자료: Mandom, 메리츠증권증권 리서치센터

인도네시아 법인 내 카테고리별 비중



자료: Mandom, 메리츠증권증권 리서치센터

맨담 (4917 JP): 연간 및 분기별 실적 추이

Mandom 연간 실적 추이

(십억엔)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	59.8	60.4	68.2	70.9	75.1	77.4	81.6	86.0
영업이익	6.1	5.9	6.9	7.0	6.6	7.6	8.3	8.9
세전이익	6.1	6.3	7.3	7.5	10.7	8.4	9.1	9.9
순이익	3.3	3.6	4.1	4.4	6.4	5.6	5.8	6.2
성장률 (%YoY)								
매출액	4.4	1.0	12.9	4.0	5.9	3.0	5.5	5.5
영업이익	5.3	-1.7	15.2	2.1	-5.7	15.5	9.6	6.8
세전이익	5.3	2.5	16.0	3.4	42.1	-21.7	9.2	7.7
순이익	23.5	9.3	13.4	8.2	44.2	-12.8	3.9	6.8
수익성 (%)								
영업이익률	10.1	9.8	10.0	9.9	8.8	9.8	10.2	10.4
세전이익률	10.2	10.4	10.7	10.6	14.2	10.8	11.2	11.5
순이익률	5.5	6.0	6.0	6.2	8.5	7.2	7.1	7.2
PER (배)	14.7	21.4	21.3	23.2	18.3	21.9	25.3	23.7
PBR (배)	1.1	1.6	1.7	1.8	2.0	1.9	2.2	2.1
EV/EBITDA (배)	3.9	7.0	7.4	8.7	9.9	9.0	10.7	10.2
ROE (%)	7.7	8.0	8.3	8.3	11.0	9.1	8.8	9.1
EPS (엔)	141.1	154.3	175.0	189.3	273.0	238.1	247.4	264.3
BPS (엔)	1,861.0	2,011.1	2,183.1	2,394.3	2,554.0	2,705.8	2,854.8	3,019.0

주: 3월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Mandom 분기별 실적 추이

(십억엔)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E
매출액	16.4	21.1	20.8	15.2	17.9	21.1	21.2	17.1	17.9	22.5	22.0	18.3
영업이익	0.0	3.8	1.5	1.5	-0.2	3.6	2.0	2.1	-0.2	3.9	1.5	2.9
세전이익	0.0	4.0	5.7	0.8	0.2	3.8	2.2	2.3	0.0	4.1	N/A	N/A
순이익	-0.1	2.5	3.5	0.7	-0.3	2.5	1.6	1.6	-0.1	2.6	1.2	1.9
성장률 (%YoY)												
매출액	6.5	7.4	10.9	-5.5	9.5	0.2	1.7	12.6	-0.1	6.3	3.8	6.9
영업이익	적지	16.0	-21.5	-17.6	적지	-5.2	34.8	45.2	적지	7.0	-28.4	34.0
세전이익	흑전	13.0	180.5	-59.0	669.0	-5.3	-60.8	194.4	-86.1	8.4	N/A	N/A
순이익	적지	18.3	175.0	-41.2	적지	-0.2	-55.9	143.3	적지	6.1	-21.9	18.7
수익성 (%)												
영업이익률	-0.1	18.2	7.3	9.6	-1.3	17.2	9.7	12.4	-1.1	17.3	6.7	15.6
세전이익률	0.2	19.0	27.2	5.2	1.2	18.0	10.5	13.6	0.2	18.3	N/A	N/A
순이익률	-0.5	11.8	16.9	4.3	-1.6	11.7	7.3	9.4	-0.4	11.7	5.5	10.4

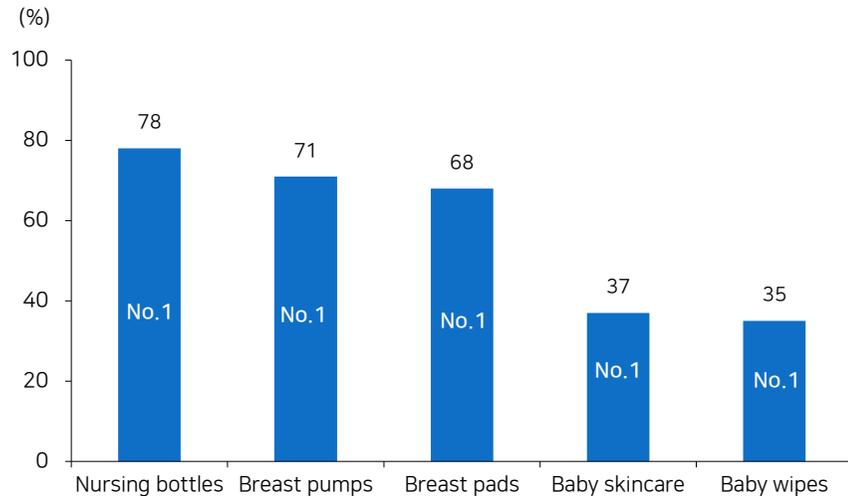
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

피죤 (7956 JP): 글로벌 유아용품 시장 내 독보적 1위 기업

전세계 유아용품 시장 내 독보적인 점유율을 확보한 기업

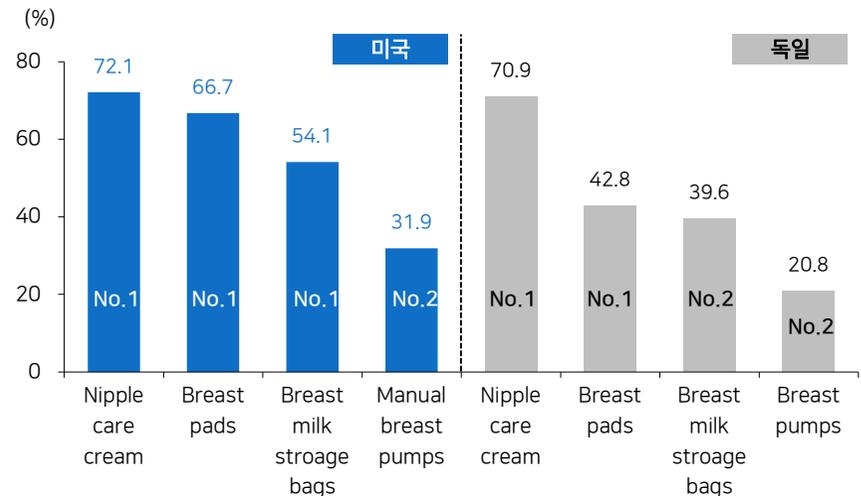
- 첫병 기준으로 일본 내 80% 점유율 차지, 전체 유아용품으로는 50% 이상의 점유율을 차지하고 있는 독보적인 유아용품 전문 기업
- 일본 내에서도 두 자릿수 성장의 견조한 실적을 꾸준히 달성하고 있는데, 이는 1) 외국인 관광객들의 소비 확대 (2015년 20억엔, 2016년 44억엔, 2017년 상반기만 31억엔 달성)와 2) 유아용품 관련 꾸준한 카테고리 확대 및 신제품 효과임. 2013년 처음 출시한 유모차는 2015년 점유율 2%에서 2017년 17%까지 올라왔음
- 독보적인 시장 지배력을 바탕으로 일본뿐만 아니라 해외 사업도 전개하고 있으며, 그 중 가장 큰 지역이 바로 중국과 미국임

Pigeon 점유율 (2017년 1월 기준)



자료: Pigeon, 메리츠증권증권 리서치센터

Lansinoh 점유율 (2017년 1월 기준)



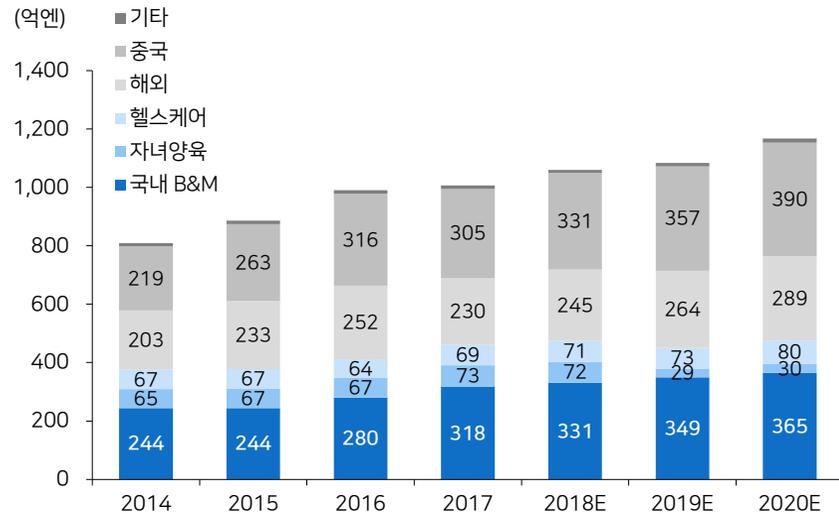
자료: Pigeon, 메리츠증권증권 리서치센터

피죤 (7956 JP): 독보적인 시장 지배력을 바탕으로 글로벌 확장

우수한 제품 경쟁력 기반으로 적극적인 해외 확장

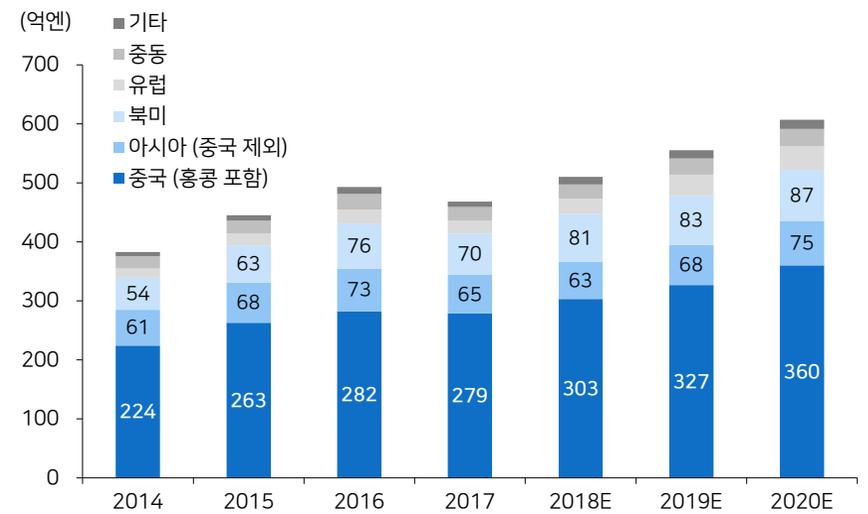
- 중국 현지법인의 높은 성장으로 전사적인 기업가치 Level-up
- 우수한 제품력과 철저한 현지화 전략 바탕으로 미국 및 기타 해외지역에서도 성공적으로 안착
- 그 외에는 동남아와 최근에는 유럽 및 브라질, 인도에도 신규 진출. 세계 진출에 있어서 각 국마다 현지화된 유아용품 개발로 좋은 성과
- 중장기적으로 아프리카 진출도 생각하고 있음

피죤 세그먼트별 매출액



자료: Pigeon, 메리츠증권증권 리서치센터

피죤 해외 지역별 매출액



자료: Pigeon, 메리츠증권증권 리서치센터

피죤 (7956 JP): 온라인 경쟁력 강화로 중국 현지법인의 고성장 지속

징동상청 (JD.com)과의 파트너십을 통해 효과적인 온라인 채널 공략

- 중국 현지법인 10%대 꾸준한 매출 증가 지속되고 있음
- 과거 대비 온라인으로 구매하는 고객들이 많이 늘어나면서 온라인 매출 비중이 2014년 20%, 2015년 30%, 2016년에는 41%까지 올라왔음. 2017년 상반기에는 43%를 기록함
- 중국 인터넷 판매 매출의 19%는 징동상청 (JD.com)에서 판매되고 있음. 피죤은 과거 대리점을 통해 온라인 채널을 운영했는데 징동상청과 파트너십을 체결하여 직접적으로 관리하기 시작하면서 매출 증가에 더욱 긍정적으로 작용하였음

피죤, 중국 온라인 사이트 현황



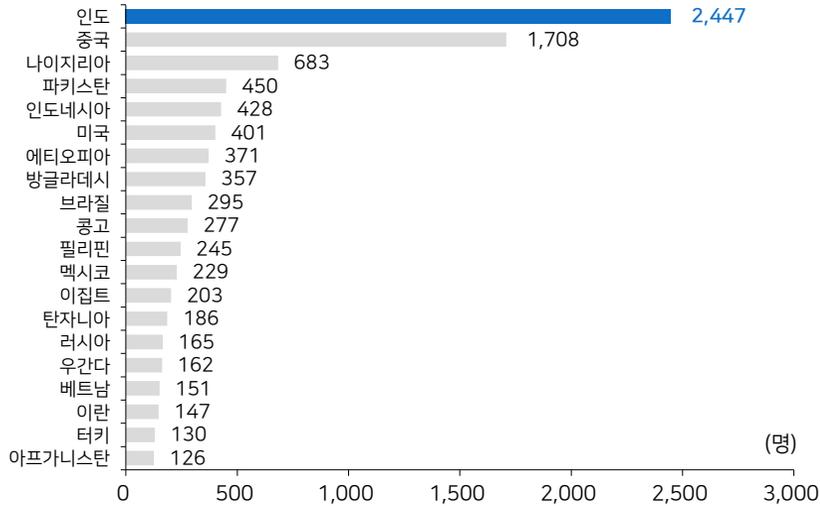
자료: Pigeon, 메리츠증권증권 리서치센터

피죤 (7956 JP): 출생률 상위권 국가에 대한 침투율 확산

중국을 넘어 인도 및 동남아, 중장기 아프리카까지 공략할 구체적인 청사진 확립

- 출생률 상위권 국가를 중심으로 해외 확장을 지속할 계획임
- 전세계 출생률 1위 국가인 인도 시장에 2009년 진출하였으며 2015년 현지 공장 설립 완료. 중국과 마찬가지로 인도 또한 진출 현지화된 유통 채널이 잘 구축되어 있지 않아 약국 등을 중심으로 판매를 확대하고 있음. 인도 소득수준에 맞는 저렴한 제품을 출시할 예정
- 기존 피죤의 제조 생산공장이 있는 인도네시아 또한 실제 소비 시장을 타겟으로 2017년 11월 본격적인 진출을 준비하고 있음

출생률 Top20 국가



자료: Pigeon, 메리츠증권증권 리서치센터

중장기 지역별 사업계획

국가	신생아 수 (천명/년)	일인당 국내총생산 (달러)	US=100%	목표 피죤 상품 (만개/년)
Mature Market (\$20K or more per capita)				
미국	401	56,300	100%	401
러시아	165	23,700	42%	70
터키	130	20,500	36%	47
Growth Market (\$10K to \$20K per capita)				
멕시코	229	18,500	33%	75
이란	147	17,800	32%	47
브라질	295	15,800	28%	83
중국	1,708	14,300	25%	434
이집트	203	11,500	20%	41
인도네시아	428	11,300	20%	86
"Next Wave" (\$5K to \$10K per capita)				
필리핀	245	7,500	13%	33
나이지리아	683	6,400	11%	78
인도	2,447	6,300	11%	274
베트남	151	6,100	11%	16
"10 Years Later" (Less than \$5K per capita)				
파키스탄	450	4,900	9%	39
방글라데시	357	3,600	6%	23
탄자니아	186	3,000	5%	10
우간다	162	2,100	4%	6
아프가니스탄	126	2,000	4%	4
에티오피아	371	1,700	3%	11
콩고	277	800	1%	4
합계	9,160			1,782

자료: Pigeon, 메리츠증권증권 리서치센터

피죤 (7956 JP): 연간 및 분기별 실적 추이

Pigeon 연간 실적 추이

(십억엔)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	59.1	65.1	77.5	84.1	92.2	94.6	101.8	105.9
영업이익	5.0	7.1	10.4	12.8	14.5	16.0	19.0	21.3
세전이익	4.7	7.4	11.0	13.1	14.9	16.2	19.4	21.9
순이익	3.2	4.6	7.0	8.5	10.2	11.1	13.3	14.9
성장률 (%YoY)								
매출액	3.6	10.1	19.0	8.6	9.6	2.6	7.6	4.0
영업이익	10.9	40.5	46.3	23.3	13.6	10.3	18.6	12.0
세전이익	8.1	56.0	49.1	19.6	13.3	9.0	19.3	12.9
순이익	8.7	43.7	52.7	21.0	20.7	9.0	19.7	12.1
수익성 (%)								
영업이익률	8.5	10.9	13.4	15.2	15.7	16.9	18.7	20.1
세전이익률	8.0	11.3	14.2	15.6	16.1	17.2	19.0	20.7
순이익률	5.4	7.0	9.0	10.0	11.1	11.7	13.1	14.1
PER (배)	18.0	21.8	27.0	34.9	29.9	33.0	35.6	31.7
PBR (배)	2.1	3.2	4.8	6.4	6.1	7.0	7.9	7.0
EV/EBITDA (배)	8.1	10.5	14.5	19.0	16.9	18.7	20.9	18.7
ROE (%)	11.8	15.5	19.7	19.8	21.3	21.8	24.1	23.7
EPS (엔)	26.5	38.1	58.2	70.6	85.2	92.8	110.8	124.2
BPS (엔)	228.4	263.8	325.8	385.5	413.9	437.4	499.6	559.6

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Pigeon 분기별 실적 추이

(십억엔)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E
매출액	22.9	21.8	24.7	21.8	23.9	22.7	23.6	23.5	24.8	24.0	25.1	25.1
영업이익	3.1	3.6	4.1	3.4	3.4	3.7	4.0	4.3	3.9	4.9	4.4	4.9
세전이익	3.4	3.7	4.2	3.6	3.4	3.5	4.2	4.5	4.0	4.9	4.5	N/A
순이익	2.1	2.5	2.8	2.5	2.4	2.5	3.1	3.0	2.6	3.5	3.0	3.4
성장률 (%YoY)												
매출액	15.2	15.8	21.2	-0.8	4.2	4.3	-4.8	8.0	3.9	5.4	6.5	6.8
영업이익	57.7	34.0	25.3	-8.9	10.6	3.8	-2.2	26.5	16.2	32.4	7.7	14.1
세전이익	62.1	38.2	28.2	-5.3	0.3	-3.6	-0.5	24.6	18.0	39.4	7.4	N/A
순이익	54.0	39.3	22.2	8.8	16.1	0.5	8.9	20.5	6.0	39.9	-1.4	14.0
수익성 (%)												
영업이익률	13.4	16.5	16.7	15.6	14.2	16.4	17.2	18.3	15.9	20.6	17.4	19.5
세전이익률	14.9	16.8	17.0	16.5	14.3	15.6	17.8	19.0	16.3	20.6	17.9	N/A
순이익률	9.0	11.3	11.4	11.5	10.1	10.9	13.0	12.8	10.3	14.5	12.0	13.7

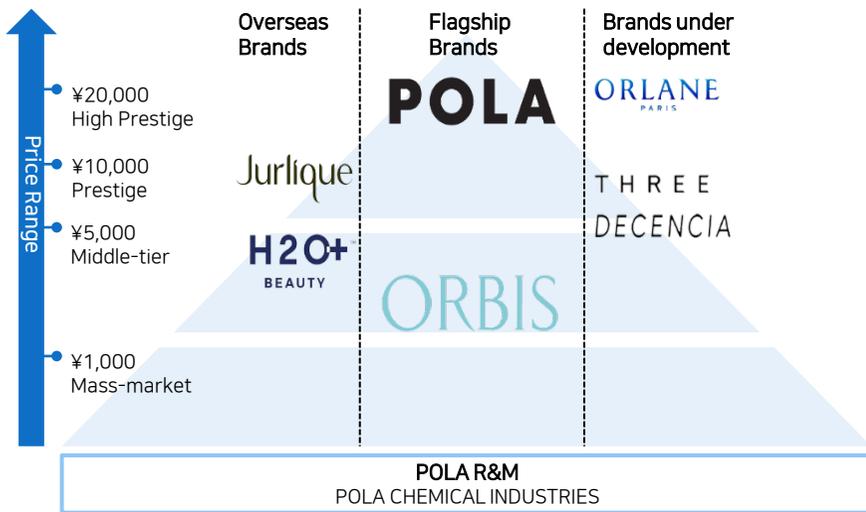
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

폴라 오르비스 홀딩스 (4927 JP): 스킨케어 전문 통신판매 화장품 기업

기초 스킨케어 중심의 방문판매 및 통신판매 전문 화장품 기업

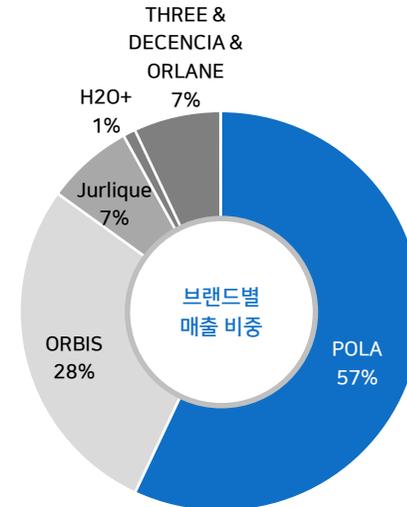
- 90년 전통의 뷰티케어 전문 기업으로 2010년 상장하였음
- 메인 브랜드는 POLA와 오르비스임. 영업이익의 대부분은 두 브랜드에서 나오고 있음. POLA는 방문판매, 오르비스는 통신판매 전문 브랜드임
- 줄리크와 H2O는 상장 후 해외에서 인수
- 일본 내 스킨케어가 전체 화장품 시장의 46% 를 차지하고 있으며 폴라 오르비스 홀딩스는 매출의 60% 이상이 스킨케어가 차지함
- 스킨케어는 반복구매율이 높아 영업이익률이 상당히 좋음

폴라 오르비스 홀딩스 브랜드 라인업 현황



자료: Pola Orbis, 메리츠증권증권 리서치센터

폴라 오르비스 홀딩스 브랜드별 매출 비중



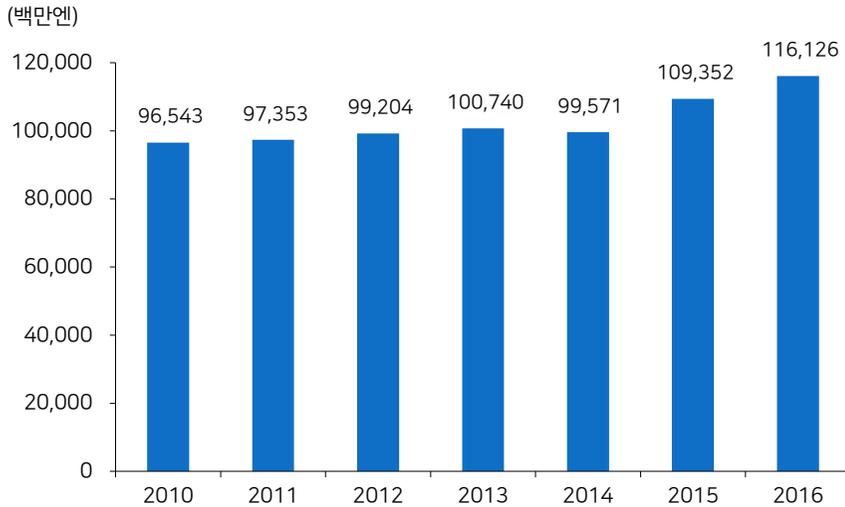
자료: Pola Orbis, 메리츠증권증권 리서치센터

폴라 오르비스 홀딩스 (4927 JP): POLA 브랜드가 이끄는 성장

POLA 브랜드 매출의 12%가 중국인 등 관광객 소비가 차지

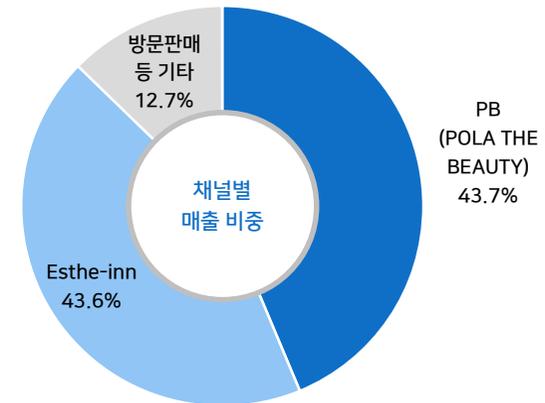
- POLA 브랜드 매출의 90%는 방문판매와 같은 회사가 직접 운영하는 채널에서 나오고 있음. 방문판매는 1929년부터 시작하였음. 1980년대부터는 여성의 사회 진출이 활발해 지면서 방문판매가 잘 이루어지지 않음. 따라서 방문판매에서 점포로 형태를 바꾸고 고객들이 직접 와서 제품을 경험하고 구매할 수 있는 전문샵을 설립하였음. 현재는 이러한 종합적인 Pola the Beauty 샵을 통해 운영되고 있음
- POLA의 특징은 상장 후 매출액은 정체하였으나 영업이익률은 꾸준히 증가함. 스킨케어 집중하기 때문이며 원가 비중도 매년 조금씩 내려가고 마케팅 효과도 좋아짐
- 2015년 이후 POLA의 성장은 인바운드 매출 증가 영향. POLA 브랜드 매출의 12%가 인바운드 수요에 의한 것임. 채널은 POLA 매장 70%과 백화점 30%이며 주로 중국인들이 메인임

POLA 브랜드 매출액 추이



자료: Pola Orbis, 메리츠증권증권 리서치센터

POLA 브랜드 채널별 매출 비중



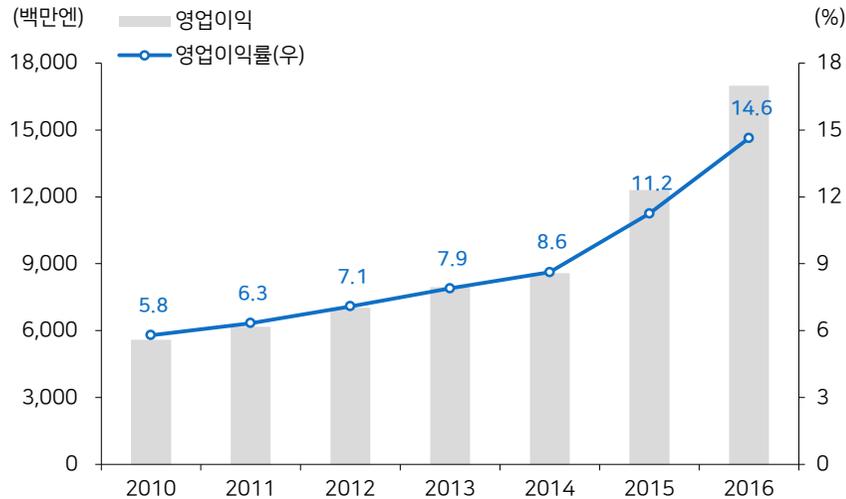
자료: Pola Orbis, 메리츠증권증권 리서치센터

폴라 오르비스 홀딩스 (4927 JP): POLA 고가 신제품의 폭발적 반응

2017년 출시한 고가 링클제품이 히트하면서 호실적

- 2017년 상반기 매출액 22.5%, 영업이익 80.5% 증가
- 2017년 1월 고가 (1만5천엔)의 주름개선 기능성 화장품인 Wrinkle SHOT을 런칭하였는데 시장에 성공적으로 자리잡으면서 실적이 급상승하였음
- 현재 상반기 신규 고객 중 30%가 재구매하였으며 기존 POLA 고객 중에서는 70%가 재구매함. 당분간 Wrinkle SHOT 판매 증가 효과 지속될 수 있겠음

POLA 브랜드 영업이익 추이



자료: Pola Orbis, 메리츠증권증권 리서치센터

POLA 링클 신제품, Wrinkle SHOT



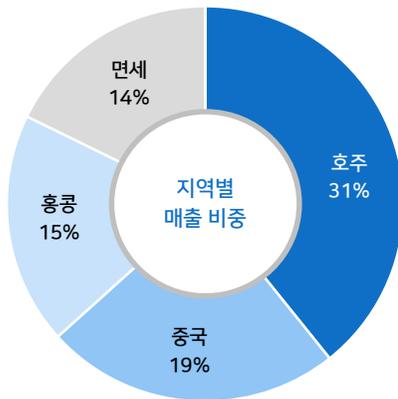
자료: Pola Orbis, 메리츠증권증권 리서치센터

폴라 오르비스 홀딩스 (4927 JP): 아쉬운 해외 M&A의 실패

2012년 줄리크 인수, 온라인으로의 흐름 놓치며 실패

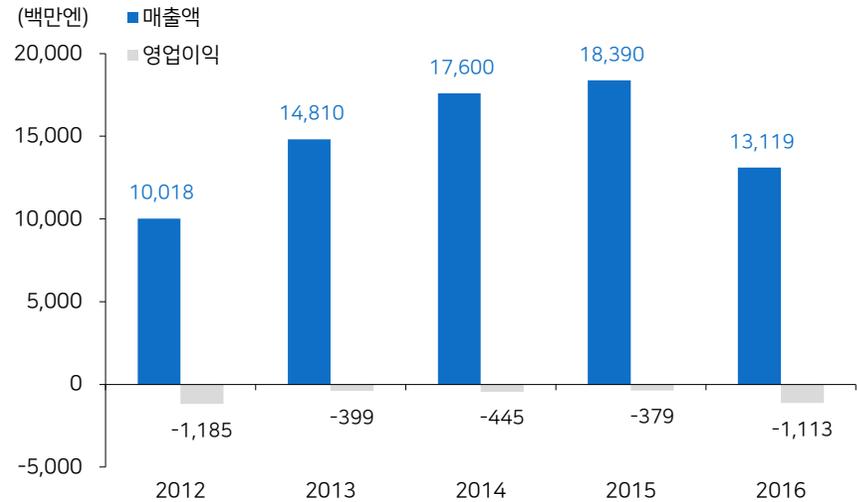
- Jurilique는 2012년 인수한 호주의 스킨케어와 보디크림 및 핸드크림 전문 브랜드로 중국을 타겟으로 매출을 올리고 있음
- 중국 화장품 유통 시장이 온라인 중심으로 빠르게 변화하는데 맞추지 못하고 경영진이 계속 변경되는 등 PMI가 잘 이루어지지 않으면서 부진하였음
- 2018년 이후 신제품을 출시할 예정이며 점차 회복할 것으로 보고 있음. 호주, 뉴질랜드, 중국, 홍콩, 면세점 매출 비중이 증가하고 있음

Jurilique 브랜드 지역별 매출 비중



자료: Pola Orbis, 메리츠증권증권 리서치센터

Jurilique 브랜드 매출액 및 영업이익 추이



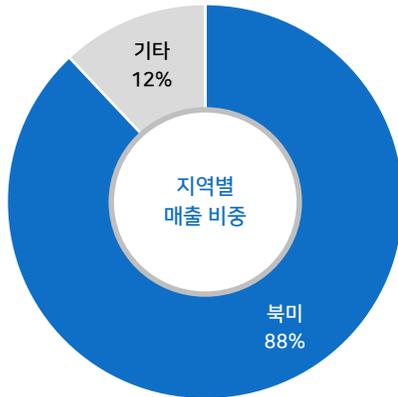
주: 영업이익 영업권 상각 후 기준
자료: Pola Orbis, 메리츠증권증권 리서치센터

폴라 오르비스 홀딩스 (4927 JP): 아쉬운 해외 M&A의 실패

2011년 H2O+ 인수, 매출 위한 과도한 할인으로 브랜드 무너짐

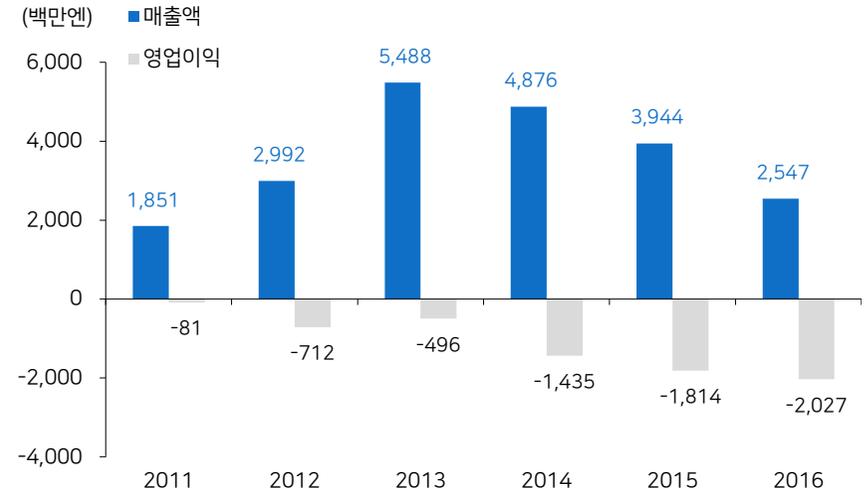
- 2011년 인수한 스킨케어 전문 브랜드로 매출액 증가에만 너무 집중하여 가격이 무너지면서 브랜드가 망가짐
- 중국 시장에서는 철수했고 미국 시장에 포커스를 두고 대대적인 리뉴얼을 통해 재탄생함. 2016년 대비 2017년 손실 폭을 줄이고 있으며 2018년에는 손익분기점 회복을 예상하고 있음
- 미국 시장에서 SNS를 중심으로 마케팅 하고 있음. 30~35세 여성 타겟으로 프로모션 진행

H2O+ 브랜드 지역별 매출 비중



자료: Pola Orbis, 메리츠증권증권 리서치센터

H2O+ 브랜드 매출액 및 영업이익 추이



주: 영업이익 영업권 상각 후 기준
자료: Pola Orbis, 메리츠증권증권 리서치센터

폴라 오르비스 홀딩스 (4927 JP): 트렌드에 부합한 신규 브랜드 성장

감각적인 Three 브랜드와
기능성 전문 Decencia 브랜드의
성장 가능성 높아

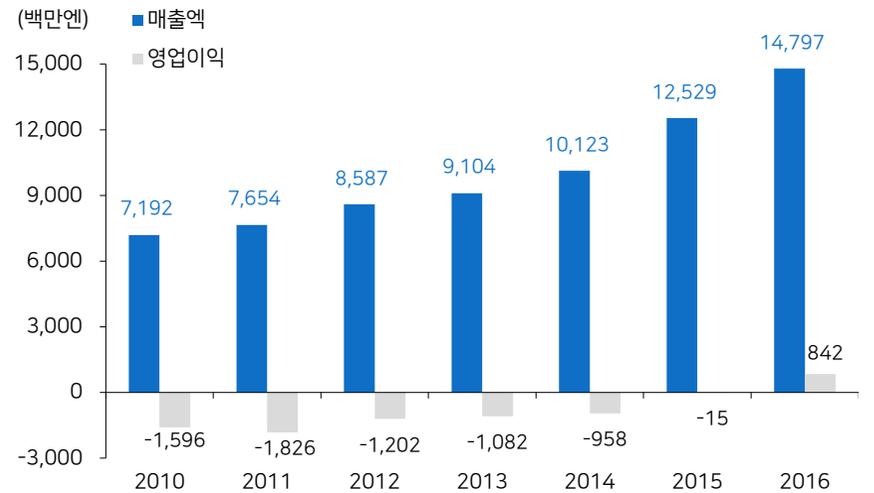
- Julique와 H2O+의 부진에도 새로운 소비 트렌드에 부합한 Three와 Decencia의 높은 성장 긍정적
- 2017년 상반기 Three와 Decencia는 각각 35.9%, 30% 증가하였음
- Three는 패션 및 화장품 유행에 민감한 30~35세 여성을 타겟으로 2016년 흑자전환하였음
- Decencia는 비슷한 30대 전후 연령층을 타겟으로 하지만 아토피나 민감성 피부 대상 기능성 스킨케어 전문 브랜드로 자리잡고 있음

THREE & DECENCIA & ORLANE 브랜드



자료: Pola Orbis, 메리츠증권증권 리서치센터

THREE & DECENCIA & ORLANE 브랜드 매출액 및 영업이익 추이



자료: Pola Orbis, 메리츠증권증권 리서치센터

폴라 오르비스 홀딩스 (4927 JP): 연간 및 분기별 실적 추이

Pola Orbis 연간 실적 추이

(십억엔)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	180.9	191.4	198.1	214.8	218.5	234.7	242.2	251.8
영업이익	13.5	16.0	17.7	22.5	26.9	36.1	38.2	41.6
세전이익	14.3	13.3	13.0	22.7	24.7	36.2	38.5	41.5
순이익	6.7	7.3	10.4	14.1	17.4	23.6	25.2	27.7
성장률 (%YoY)								
매출액	8.5	5.8	3.5	8.4	1.7	7.4	3.2	4.0
영업이익	5.2	18.5	10.4	27.3	19.5	34.1	5.9	8.8
세전이익	27.1	-7.1	-2.4	74.8	9.1	46.4	6.1	7.9
순이익	-16.9	9.5	41.9	35.8	23.8	35.3	6.6	10.0
수익성 (%)								
영업이익률	7.5	8.4	8.9	10.5	12.3	15.4	15.8	16.5
세전이익률	7.9	6.9	6.6	10.6	11.3	15.4	15.9	16.5
순이익률	3.7	3.8	5.2	6.6	8.0	10.1	10.4	11.0
PER (배)	20.5	28.4	25.9	31.5	30.6	34.3	32.1	29.2
PBR (배)	0.8	1.2	1.5	2.5	2.9	4.1	3.9	3.7
EV/EBITDA (배)	4.7	6.7	8.3	12.8	12.9	17.1	16.3	15.3
ROE (%)	4.2	4.3	5.9	7.8	9.5	12.7	12.7	13.0
EPS (엔)	30.2	33.1	47.0	63.7	78.9	106.7	113.7	125.1
BPS (엔)	745.3	783.9	816.7	815.8	839.3	886.7	933.6	985.0

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Pola Orbis 분기별 실적 추이

(십억엔)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E
매출액	45.4	54.4	52.7	62.3	49.5	57.4	52.2	59.3	56.1	61.3	57.6	63.7
영업이익	2.9	6.3	6.0	7.3	3.7	8.5	6.2	8.6	9.1	11.8	6.8	9.3
세전이익	3.5	6.6	5.6	6.9	6.3	7.8	6.1	4.5	8.8	12.2	N/A	N/A
순이익	2.4	3.6	3.2	4.8	3.6	4.6	4.0	5.2	5.8	8.2	3.8	5.9
성장률 (%YoY)												
매출액	-9.6	18.9	14.4	11.1	9.1	5.6	-1.0	-4.7	13.2	6.7	10.3	7.3
영업이익	-46.7	119.9	195.1	-0.7	26.3	33.9	2.5	18.4	148.5	39.4	10.5	8.7
세전이익	-30.7	133.0	297.8	91.2	78.5	18.9	8.6	-35.3	39.5	56.7	N/A	N/A
순이익	-1.0	196.3	168.6	-12.1	47.8	27.6	27.2	6.5	59.8	75.9	-5.6	15.3
수익성 (%)												
영업이익률	6.4	11.6	11.4	11.7	7.4	14.8	11.8	14.5	16.3	19.3	11.8	14.7
세전이익률	7.8	12.0	10.7	11.1	12.8	13.6	11.7	7.6	15.8	19.9	N/A	N/A
순이익률	5.4	6.7	6.0	7.8	7.3	8.1	7.7	8.7	10.3	13.3	6.6	9.3

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Appendix. 일본 내 K-Beauty 열풍, 다시 부활할 수 있을까?

일본 신오쿠보, 한류의 부활

- 일본 신오쿠보는 2003년 드라마 겨울연가 등으로 대표되는 한류 열풍으로 크게 성장
- 그러나 2012년 독도 이슈 및 일본의 우경화 등으로 일본 내 반한 감정이 확대되면서 일본 극우단체의 혐한 시위가 본격화
- 이후 한류에 의존했던 일본 신오쿠보 상권은 급속도로 위축되면서 한인상가 크게 감소
- 일본 내 정치적 분위기가 변화하면서 2016년부터 일본 신오쿠보 거리도 살아나기 시작. 한국 아이돌의 음악과 화장품 및 음식을 경험하기 위한 젊은이들로 주말 저녁 일본 신오쿠보는 크게 붐빔

2013년 신오쿠보 혐한시위



자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

2017년 일본 젊은이들로 붐비는 신오쿠보 거리



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Appendix. 일본 내 K-Beauty 열풍, 다시 부활할 수 있을까?

일본 시부야와 하라주쿠 등 젊은이들이 붐비는 중심가에서도 한류를 접할 수 있었음

- 일본 시부야와 하라주쿠 등 젊은이들이 몰리는 중심가에서도 한류를 다시 접할 수 있음
- 도쿄 젊은이들의 패션 중심지인 도쿄 하라주쿠(原宿) 다케시타(竹下) 거리 중심에는 아모레퍼시픽그룹의 '에뛰드하우스'와 패션 및 화장품 브랜드 '스타일난다' 매장이 각각 2016년 12월과 2017년 5월에 입점
- 일본의 젊은 여성들은 독특한 제형 (눈썹틴트, 쿠션 등)과 패키지의 한국 화장품에 선호도가 높음
- 한편 일본 프리마켓(flea market) 기업 '플리루'에 따르면 1,700명의 여성을 대상으로 '본인의 패션에 참고하는 나라'를 조사한 결과 20대의 26%, 10대의 48%가 한국이라고 답함

하라주쿠 스타일난다 (3CE) 매장



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

시부야 타워레코드 내 트와이스



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Appendix. 일본 신한류 부활의 주역은 10~20대

일본 신한류 부활의 주역은 소셜미디어에 능숙한 10~20대

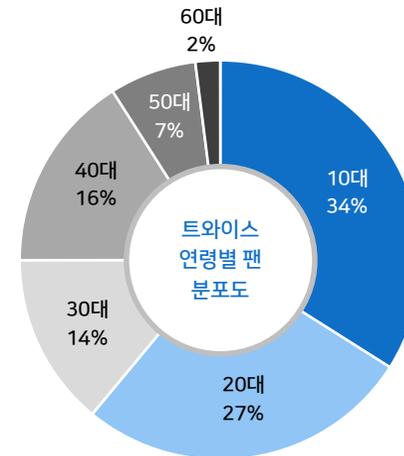
- 이번 일본 신한류 부활의 주역은 소셜미디어에 능숙한 10~20대. 이번 붐은 가요기획사보다 현지 팬들이 먼저 이끌었음
- 2012년 이후 일본 지상파 TV는 한국 연예인 출연을 보이콧했지만 구원자는 유튜브와 소셜미디어
- 일본의 최근 젊은 층은 스마트폰 동영상이나 소셜미디어 같은 새로운 접근 방식에 친숙하며 제품·콘텐츠에 대한 국적 의식 없이 좋아하는 걸 공유

2011년 주요 한류 스타의 팬층 구성비, 30~40대 중심

구분	팬수	1위 (%)		2위 (%)		3위 (%)	
KARA	556	40 남	27.7	40 여	19.2	30 여	16.9
동방신기	516	40 여	28.3	30 여	25.0	20 여	22.5
소녀시대	505	40 남	27.3	30 여	18.6	40 여	17.4
장근석	411	40 여	36.3	30 여	29.7	20 여	19.7

자료: 오리콘, KOTRA, 메리츠증권증권 리서치센터

2017년 트와이스 연령별 팬 분포도, 10~20대 중심



주: 일본 라인 이용자 56만명 대상
자료: 일본 라인 선호도 총조사, 메리츠증권증권 리서치센터

Appendix. 일본 신한류 부활의 주역은 10~20대

일본 내 '크리에이션 미디어'의 성장, 한류 유저를 위한 특화된 미디어로서 활용 가능

- 크리에이션 미디어는 인터넷에 퍼져있는 다량의 정보를 각 특색에 맞춰 모아둔 사이트. 최근 일본에서는 크리에이션 미디어라는 신종 콘텐츠가 성장하고 있음
- 일본 사람들을 위한 한국 정보 특화 미디어로 '모오다 (モウダ)'가 있음. 모오다는 연예, 여행, 유학, 패션, 미용, 맛집, 트렌드, 아이돌, 문화 등 한류 유저를 위한 생생한 정보를 제공하는 크리에이션 미디어 사이트
- 모오다 유저의 90% 이상이 10대 후반에서 20대 여성이며, 90% 이상이 스마트폰으로 모오다를 구독하고 80% 이상이 하루에 10회 이상 인터넷을 이용. 화장품이나 패션 기업들은 일본의 한류를 좋아하고 트렌드에 민감한 10~20대 여성을 공략하기 위한 다양한 프로모션이 가능

일본의 주요 크리에이션 미디어

서비스명과 링크	설명	월평균 방문자 (만명)
그노시 (웹, 앱) gnosy.com	- 3분 안에 읽는 데일리 뉴스, 서비스 포털화 진행중	378
스마트뉴스 (웹) smartnews.com/ja	- 화제의 뉴스를 독자 알고리즘으로 선정해 배포	400
안테나 (웹, 앱) antenna.jp	- TV, 잡지, 신문 등 전문 매체와 계약해 얻은 정보를 개인 맞춤형으로 제공	50
뉴스픽스 (웹, 앱) newspicks.com	- 업계 전문가나 팔로잉하는 사용자가 읽은 기사로 구성된 커스텀 신문 서비스	279
라인뉴스 (앱) news.line.me/about/	- 라인이 제공하는 크리에이션 뉴스 서비스	115
스포트라이트 (웹, 앱) spotlight-media.jp	- 최신 트렌드 및 다양한 장르의 정보를 제공	533
바이에스 (웹, 앱) by-s.me	- 성인 여성의 주요 관심사 기반 정보 제공	136

자료: 언론자료, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 내 최대 한국정보 크리에이션 '모오다 (モウダ)' 월평균방문자 85만명



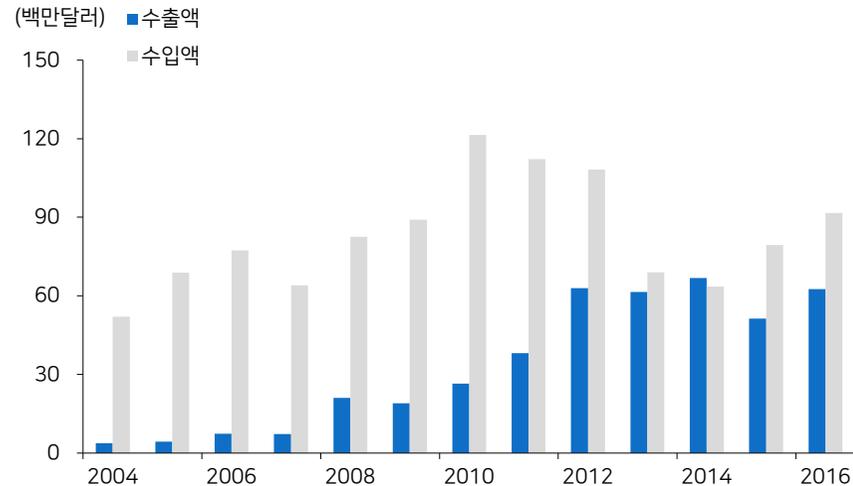
자료: 모오다, 메리츠증권증권 리서치센터

Appendix. 일본 내 K-Beauty, 저가 색조 화장품에서 기회요인 잠재

일본 내 K-Beauty 열풍, 다시 부활할 수 있을까? 저가 색조 화장품의 기회요인 잠재

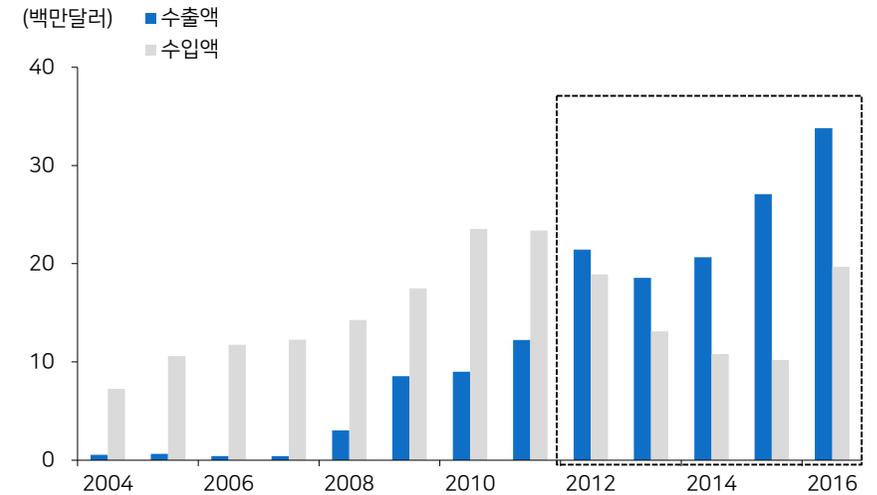
- 과거 2009~2010년 BB크림을 비롯한 국내 브랜드샵 제품들이 일본에서 크게 성장하였는데 일본인들은 합리적인 가격 대비 높은 퀄리티에 만족했던 것으로 전해짐.
- 엔고 현상도 한국을 방문하는 일본인 관광객 증가와 함께 한국 화장품의 가격 경쟁력을 더욱 부각
- 최근 일본향 기초 및 색조 화장품의 수출액은 꾸준히 증가. 다만 방사능이슈로 급감했던 국내로 유입되는 일본산 기초 및 색조 화장품 또한 지난해부터 증가하기 시작
- 한편 과거 대비 색조 화장품에서 일본으로의 수출액이 수입액을 넘어선 점이 의미있음. 독특한 제형과 컨셉의 중저가 색조 화장품에서 일본 10~20대를 겨냥한 기회요인이 크다고 판단

일본향 기초화장품 수출액 및 수입액 비교



자료:한국무역협회, 메리츠증권증권 리서치센터

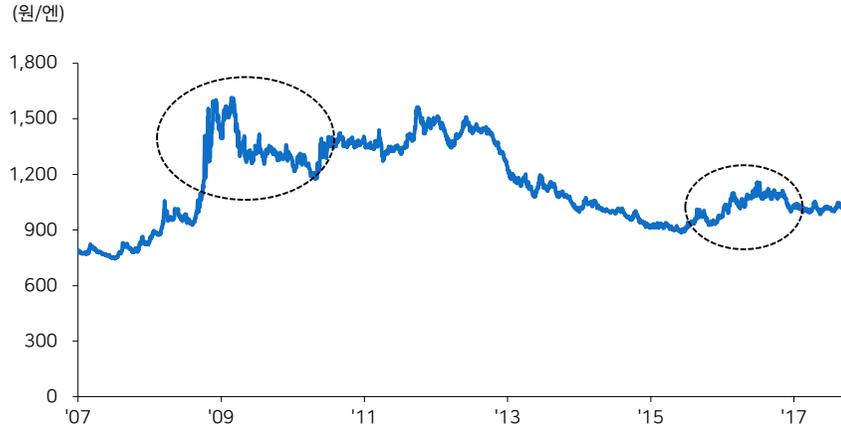
일본향 색조화장품 수출액 및 수입액 비교



자료:한국무역협회, 메리츠증권증권 리서치센터

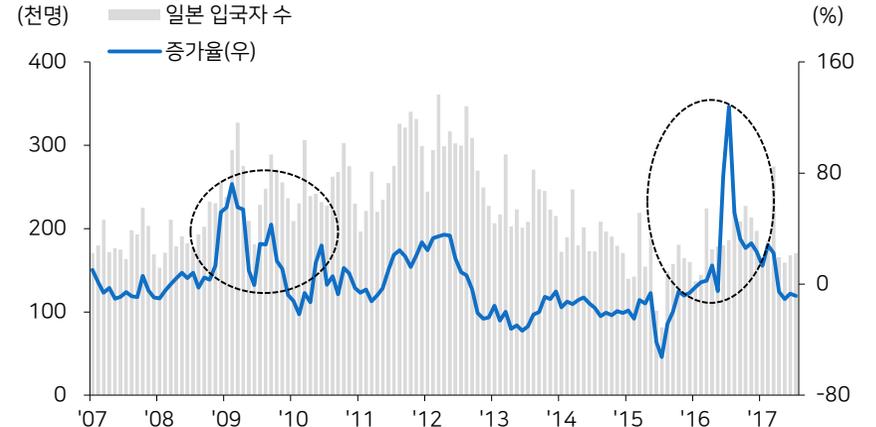
Appendix. 일본 내 K-Beauty, 저가색조 화장품에서 기회요인 잠재

일본향 기초화장품 수출액 및 수입액 비교



자료:한국무역협회, 메리츠증권증권 리서치센터

일본향 색조화장품 수출액 및 수입액 비교



자료:한국무역협회, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 드럭스토어 내 에이블씨엔씨 미샤 쿠션, 저렴한 가격 (1,000엔) 강점



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

LG생활건강(051900) 시니어 소비 성장의 대표 수혜주

Analyst 양지혜 02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월)	1,150,000원
현재주가 (9.15)	909,000원
상승여력	26.5%
KOSPI	2,386.07pt
시가총액	141,969억원
발행주식수	1,562만주
유동주식비율	59.83%
외국인비중	46.32%
52주 최고/최저가	1,008,000원 / 741,000원
평균거래대금	257.4억원
주요주주(%)	
LG 외 1인	34.03
국민연금	6.15

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-6.2	-8.2
6개월	6.8	-4.5
12개월	-6.6	-21.7

주가그래프



전사적인 수익성 관리와 함께 중국 현지법인 확대에 집중하고 있음

- 중국 인바운드 소비 감소 영향 지속되겠지만 전사적인 수익성 관리와 중국 현지 확대에 집중
- 화장품 사업부는 럭셔리 중심의 효율적인 성장 전략으로 중국 현지 고성장 (2Q +25% YoY 성장)이 지속될 전망
- 음료 사업부는 평창올림픽 관련 판촉비 집행으로 상반기 대비 하반기 음료의 영업이익 개선폭은 낮아지겠지만 당시럽 전환 (자체생산 비중 확대)에 따른 원가 절감과 상품믹스 개선으로 완만한 영업이익률 상승 예상

애견생활용품 및 시니어제품 등 신규 세그먼트가 안정적인 성장을 지지함

- 생활용품 사업부 또한 프리미엄화와 수익성 관리에 집중하고 있으며 애견생활용품 및 시니어제품 (성인용 기저귀 등)과 같은 신규 세그먼트가 안정적인 성장을 지지하고 있음
- LG생활건강은 2016년 8월 O's Sirius(오스 시리우스) 샴푸, 컨디셔너 등 펫 케어 제품을 출시하였으며, 지난 2월에는 펫 푸드 브랜드 'Sirius Will(시리우스 윌)'을 선보이며, 4천억원 대에 달하는 시장에 본격적으로 진출함

투자의견 Trading Buy, 적정주가 1,150,000원 유지

- LG생활건강에 대한 투자의견 Trading Buy, 적정주가 1,150,000원 유지
- 적정주가는 12MF EPS에 목표배수 27배 (글로벌 화장품 업종 평균)를 적용한 수치임

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	5,328.5	684.1	460.4	29,372	32.6	119,390	36.5	9.1	22.5	25.1	99.2
2016	6,094.1	880.9	568.2	36,074	22.8	147,920	24.2	6.0	14.9	24.9	71.8
2017E	6,203.8	897.2	640.6	40,649	12.7	176,617	22.8	5.7	15.0	23.0	56.4
2018E	6,769.2	998.4	721.2	45,733	12.5	208,726	20.3	4.8	13.0	21.8	46.9
2019E	7,243.0	1,115.4	826.1	52,377	14.5	245,460	17.7	4.1	11.3	21.2	38.9

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,328	6,094	6,204	6,769	7,243
매출액증가율 (%)	13.9	14.4	1.8	9.1	7.0
매출원가	2,226	2,434	2,480	2,691	2,832
매출총이익	3,102	3,660	3,724	4,078	4,411
판매비와관리비	2,418	2,779	2,827	3,080	3,296
영업이익	684	881	897	998	1,115
영업이익률 (%)	12.8	14.5	14.5	14.7	15.4
금융수익	-28	-16	-11	-5	2
종속/관계기업관련손익	6	7	9	9	9
기타영업외손익	-18	-119	-20	-20	-10
세전계속사업이익	645	753	876	983	1,116
법인세비용	174	174	223	247	274
당기순이익	470	579	653	735	842
지배주주지분 순이익	460	568	641	721	826

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,331	1,425	1,658	2,054	2,579
현금및현금성자산	397	339	627	929	1,374
매출채권	420	470	453	494	529
재고자산	441	536	497	543	581
비유동자산	2,884	3,078	3,236	3,379	3,460
유형자산	1,290	1,464	1,638	1,793	1,885
무형자산	1,380	1,420	1,403	1,386	1,369
투자자산	54	64	65	71	76
자산총계	4,215	4,502	4,894	5,434	6,039
유동부채	1,159	1,147	1,127	1,177	1,214
매입채무	217	229	227	248	265
단기차입금	83	92	87	82	77
유동성장기부채	290	185	160	135	110
비유동부채	940	734	638	559	475
사채	688	509	409	309	209
장기차입금	0	8	8	8	8
부채총계	2,099	1,881	1,765	1,736	1,690
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
기타포괄이익누계액	-118	-92	-92	-92	-92
이익잉여금	2,066	2,539	3,036	3,590	4,225
비지배주주지분	78	88	101	115	131
자본총계	2,115	2,621	3,129	3,698	4,349

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	638	713	836	876	990
당기순이익(손실)	470	579	653	735	842
유형자산감가상각비	111	116	125	146	158
무형자산상각비	16	18	17	17	16
운전자본의 증감	-16	-135	50	-13	-18
투자활동 현금흐름	-347	-406	-293	-299	-248
유형자산의 증가(CAPEX)	-302	-332	-300	-300	-250
투자자산의 감소(증가)	5	-2	8	3	4
재무활동 현금흐름	-232	-367	-256	-275	-296
차입금증감	-1,475	-2,669	-1,300	-1,300	-1,300
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	59	-58	288	302	446
기초현금	338	397	339	627	929
기말현금	397	339	627	929	1,374

Key Financial Data

(원,%배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	341,172	390,190	397,215	433,417	463,756
EPS(지배주주)	29,372	36,074	40,649	45,733	52,377
CFPS	53,632	66,010	65,294	73,060	81,951
EBITDAPS	51,937	64,965	66,575	74,340	82,592
BPS	119,390	147,920	176,617	208,726	245,460
DPS	5,500	7,500	8,625	9,919	11,407
배당수익률(%)	0.5	0.9	0.9	1.1	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	36.5	24.2	22.8	20.3	17.7
PCR	19.6	13.0	13.9	12.4	11.1
PSR	3.1	2.2	2.3	2.1	2.0
PBR	9.1	6.0	5.7	4.8	4.1
EBITDA	811.2	1,014.6	1,039.8	1,161.1	1,289.9
EV/EBITDA	22.5	14.9	15.0	13.0	11.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.1	24.9	23.0	21.8	21.2
EBITDA이익률	15.2	16.6	16.8	17.2	17.8
부채비율	99.2	71.8	56.4	46.9	38.9
금융비용부담률	0.6	0.3	0.3	0.2	0.1
이자보상배율(x)	20.8	44.3	57.4	77.8	111.0
매출채권회전율(x)	12.9	13.7	13.5	14.3	14.2
재고자산회전율(x)	12.5	12.5	12.0	13.0	12.9

코스맥스 (192820) 중국을 넘어 동남아와 미주까지

Analyst 양지혜 02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월)	140,000원
현재주가 (9.15)	113,000원
상승여력	23.9%
KOSPI	2,386.07pt
시가총액	11,356억원
발행주식수	1,005만주
유동주식비율	71.80%
외국인비중	26.87%
52주 최고/최저가	158,942원 / 97,300원
평균거래대금	104.8억원
주요주주(%)	
코스맥스비티아이 외 4인	26.03
국민연금	9.52

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-4.2	-6.3
6개월	-14.7	-23.8
12개월	-20.4	-33.3

주가그래프



하반기 국내법인 부진 지속되겠지만 중국 현지법인의 꾸준한 고성장에 주목

- 국내법인, 중국 인바운드 소비 타격에 따른 주요 고객사 부진과 감가상각비 등 고정비성 투자 비용 확대로 부진
- 온라인 및 모바일 기반의 신규 고객사들이 꾸준히 영입되고 립스틱 등 중국 색조 화장품이 높은 성장을 지속하면서 중국 현지법인은 40%대의 높은 성장과 호실적이 예상됨

중장기 스마트팩토리를 통한 효율화와 동남아, 미주 등 글로벌 진출 다변화 효과 기대

- 글로벌 수출이 확대되고 생산물량이 크게 증가하면서 자동화 설비 구축을 통한 효율성 개선이 기대됨
- 미국법인, 수익성이 좋은 기초 스킨케어 품목 중심으로 신규 매출이 확대되면서 수익성이 점차 개선될 전망
- 인도네시아법인은 맨담, 유니레버 등 글로벌 고객사의 할랄제품 중심으로 오더 확대 중, 특히 립스틱 쪽 반응 좋은 편

투자의견 Trading Buy, 적정주가 140,000원 유지

- 코스맥스에 대한 투자의견 Trading Buy, 적정주가 140,000원 유지
- 국내 화장품 시장 침체와 신규 투자 확대에 따른 단기 실적 부진에도 글로벌 화장품 시장을 선도하는 대표적인 화장품 ODM 기업으로서의 높은 성장성을 감안할 때 중장기 긍정적 시각을 유지함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	533.3	35.9	21.2	2,042	-0.8	9,997	78.1	17.9	40.9	23.8	354.8
2016	757.0	52.6	34.8	3,392	66.1	20,428	31.9	5.8	19.2	22.5	221.2
2017E	917.3	45.2	30.4	2,732	-19.5	34,514	36.9	3.2	19.7	10.8	130.9
2018E	1,105.6	59.7	41.0	3,690	35.1	37,640	27.3	3.0	15.8	11.2	127.8
2019E	1,326.7	79.6	56.7	5,102	38.3	42,324	19.8	2.6	12.4	14.0	122.8

코스맥스 (192820)

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	533	757	917	1,106	1,327
매출액증가율 (%)	59.7	41.9	21.2	20.5	20.0
매출원가	445	639	799	956	1,141
매출총이익	88	118	118	149	186
판매비와관리비	52	65	73	90	106
영업이익	36	53	45	60	80
영업이익률 (%)	6.7	7.0	4.9	5.4	6.0
금융수익	-5	-6	-7	-6	-5
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	-1	2	2	2
세전계속사업이익	29	46	41	56	76
법인세비용	11	15	13	19	25
당기순이익	19	31	27	37	51
지배주주지분 손이익	21	35	30	41	57
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	256	396	490	524	581
현금및현금성자산	17	68	145	108	82
매출채권	142	187	199	240	288
재고자산	84	125	127	153	183
비유동자산	183	270	307	324	341
유형자산	163	236	271	285	298
무형자산	5	6	5	5	4
투자자산	4	15	18	21	26
자산총계	439	666	798	849	922
유동부채	296	384	374	395	422
매입채무	78	125	123	148	178
단기차입금	135	172	152	132	112
유동성장기부채	42	18	16	14	12
비유동부채	46	75	78	82	86
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	34	60	60	60	60
부채총계	342	459	452	476	508
자본금	5	5	6	6	6
자본잉여금	60	151	271	271	271
기타포괄이익누계액	2	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	32	58	78	109	156
비지배주주지분	-1	-4	-7	-10	-16
자본총계	97	207	345	373	414

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	-7	23	42	29	40
당기순이익(손실)	19	31	27	37	51
유형자산감가상각비	9	12	15	16	17
무형자산상각비	0	1	0	0	0
운전자본의 증감	-40	-31	-1	-24	-28
투자활동 현금흐름	-47	-98	-54	-34	-35
유형자산의 증가(CAPEX)	-43	-90	-50	-30	-30
투자자산의 감소(증가)	-0	-11	-3	-4	-4
재무활동 현금흐름	60	125	89	-32	-32
차입금증감	656	391	-220	-220	-220
자본의증가	0	92	121	0	0
현금의증가(감소)	7	51	77	-37	-27
기초현금	11	17	68	145	108
기말현금	17	68	145	108	82
Key Financial Data					
(원,%배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	57,665	81,655	91,280	110,012	132,015
EPS(지배주주)	2,042	3,392	2,732	3,690	5,102
CFPS	5,537	8,001	6,241	7,787	9,861
EBITDAPS	4,872	7,029	6,042	7,587	9,662
BPS	9,997	20,428	34,514	37,640	42,324
DPS	700	1,000	1,000	1,000	1,000
배당수익률(%)	0.4	0.8	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	78.1	31.9	36.9	27.3	19.8
PCR	32.4	14.9	17.9	14.3	11.3
PSR	3.1	1.5	1.2	1.0	0.8
PBR	17.9	5.8	3.2	3.0	2.6
EBITDA	45.1	65.2	60.7	76.3	97.1
EV/EBITDA	40.9	19.2	19.7	15.8	12.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	23.8	22.5	10.8	11.2	14.0
EBITDA이익률	8.4	8.6	6.6	6.9	7.3
부채비율	354.8	221.2	130.9	127.8	122.8
금융비용부담률	1.1	0.9	0.8	0.6	0.4
이자보상배율(x)	6.3	7.6	6.3	9.2	13.7
매출채권회전율(x)	4.5	4.6	4.7	5.0	5.0
재고자산회전율(x)	7.5	7.2	7.3	7.9	7.9



Part III

일본 음식료, 생존의 법칙 ‘선택과 집중보다는 확산과 다변화’



음식료
Analyst 김경욱
02. 6098-6689
6414@meritz.co.kr

기업분석

종목	투자판단	적정주가
CJ제일제당 (097950)	Buy	510,000원
하이트진로 (000080)	Buy	30,000원

Summary

I 생존의 법칙1: 저성장기+가구구조 변화+노령화 환경에도 성장하는 품목은 있다

- 일본의 생산가능인구 감소가 시작된 1995년 이후 경기 불황과 맞물리며 2002년 까지 전체 소매판매액은 연평균 1.3% 감소. 동기간 음식료 -0.6%, 일반상품 -2.8%, 의류 -3.7% 기록
- 글로벌 금융위기 이후 회복기 2010년~2015년 전체 소매판매액은 0.6% 성장. 동기간 음식료 +1.2%, 일반상품 -0.4%, 의류 +1.3% 성장. 1990년~2015년까지 생산가능 인구감소, 경기불황 및 회복기를 거치며 소매판매 비중의 변화를 경험. 음식료 28.5% → 32.3%, 일반상품 14.3% → 9.1%, 의류 10.5% → 8.0%
- 1980년~2016년 음식료 품목 중 Q와 P가 모두 성장한 품목: 냉동식품 P +1.2%, Q +2.9%, 조리식품 P +1.0%, Q +2.7%, 드레싱 P +0.3%, Q +5.9%, 소시지 P +0.8%, Q +1.5%, 치즈 P +1.3%, Q +2.2% 등
- 일본의 냉동식품(조리식품)은 1980년대비 2016년 238.8% 성장, 연평균 성장률은 조리식품 +3.4%, 수산물 +0.0%, 농산물 -0.3%, 축산물 -2.5%. 동기간 수입 냉동식품 시장은 734.0% 성장, 연평균 6.1% 성장. 전체냉동식품 시장은 288.1% 성장, 연평균 3.8% 성장

II 생존의 법칙2: 주력 제품에 안주하기 보다는 성장 시장에 진출하며 종합식품 기업으로 변모

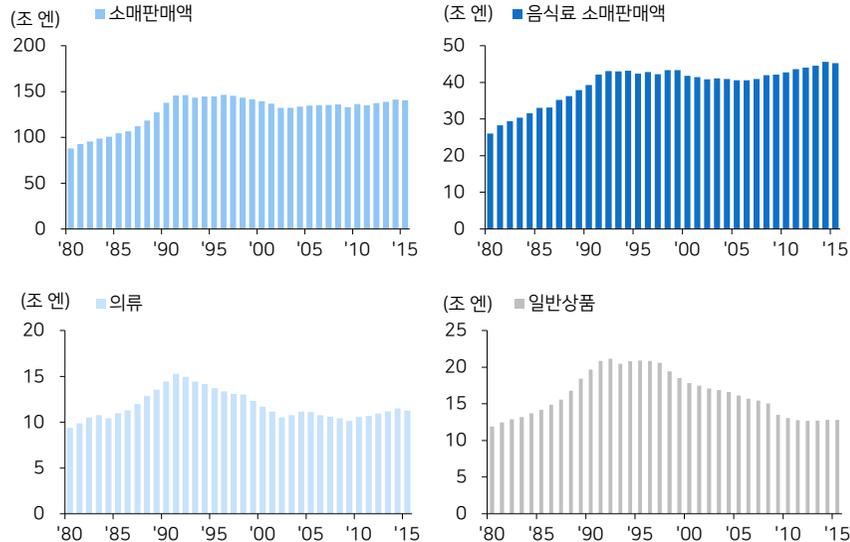
- 아사히 홀딩스: 인구감소 및 경기불황에 따른 맥주수요 감소. 가격 메리트가 있는 발포주, 제3맥주 시장이 빠르게 성장했으며 클리어 아사히를 출시 및 확대하며 대응. 기존 맥주는 아사히 슈퍼 드라이에 집중하며 수익성 방어. 발포주, 제3맥주 외에도 위스키, 추하이, 와인 등 기타주류 포트폴리오를 확대. 식품 부문은 민트, 베이비푸드, HMR 등을 중심으로 매출 성장 지속, 주력 브랜드 비중은 13년 39.8%에서 17년 48.5%로 확대
- 니폰수산: 수산업을 기반으로 성장동력인 가공식품은 냉동식품을 중심으로 지속 성장 중. 매년 70개의 신제품을 출시, 신제품 효과로 5%의 지속적인 성장 흐름 유지. 냉동식품 트렌드는 반찬류에서 한끼 식사로 변화 중. 주먹밥, 파스타, 스테이크, 라면, 짬뽕 등. 냉동식품 및 가공식품에 대한 거부감 감소로 식사 대응 수요는 지속될 전망. 화학사업은 EPA, DHA 등을 활용 의약품 또는 의약품 원료로 해외 매출처 확보 노력
- 일본 탐방기업: 아사히홀딩스그룹 (2502 JP), 니폰수산 (1332 JP), 큐피 (2809 JP), 가루비 (2229 JP), JT (2914 JP)
- 관심종목: CJ제일제당 [Buy, TP: 510,000원], 하이트진로 [Buy, TP: 30,000원]

생산가능 인구 감소, 경기 불황을 거치며 음식료 소매 판매 비중 확대

생산가능 인구감소, 경기불황 및 회복기를 거치며 소매판매 비중의 변화를 경험 음식료 비중은 28.5% → 32.3%

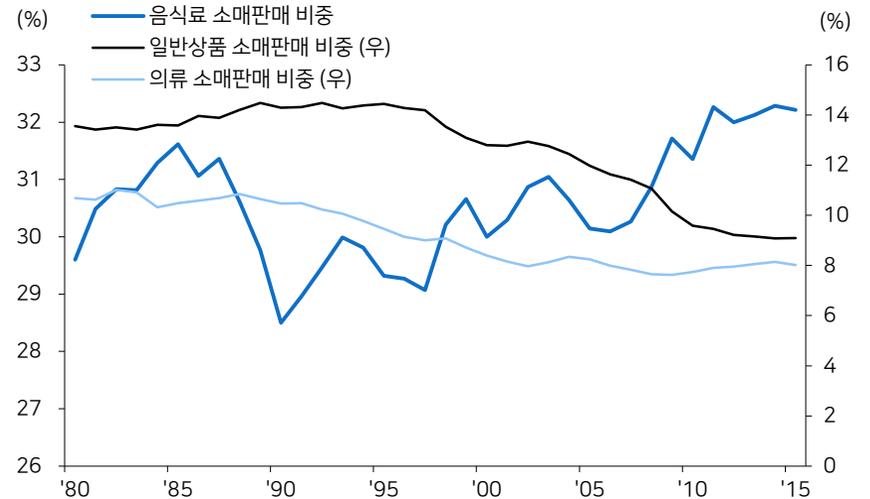
- 일본의 생산가능인구 감소가 시작된 1995년 이후 경기 불황과 맞물리며 2002년 까지 전체 소매판매액은 연평균 1.3% 감소. 동기간 음식료 -0.6%, 일반상품 -2.8%, 의류 -3.7% 기록
- 글로벌 금융위기 이후 회복기는 2010년~2015년. 전체 소매판매액은 0.6% 성장. 동기간 음식료 +1.2%, 일반상품 -0.4%, 의류 +1.3%
- 1990년~2015년까지 생산가능 인구감소, 경기불황 및 회복기를 거치며 소매판매 비중의 변화를 경험 음식료 28.5% → 32.3%, 일반상품 14.3% → 9.1%, 의류 10.5% → 8.0%

일본 소매판매액 및 음식료, 의류, 일반상품 판매액 추이



자료: 일본 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 소비판매액 내 음식료, 일반상품, 의류 비중



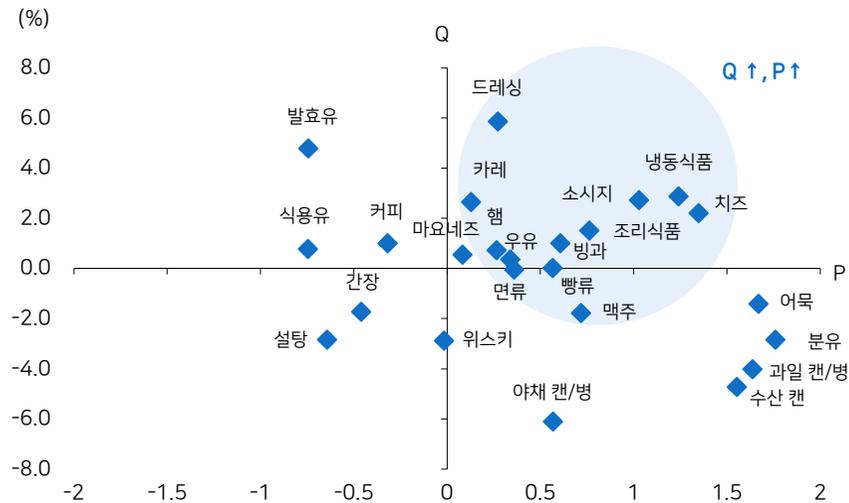
자료: 일본 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

음식료품 소비내에서도 품목별로 P, Q 성장의 차별화

음식료 품목 중 Q와 P가 모두 성장한 품목: 냉동식품, 조리식품, 드레싱 등

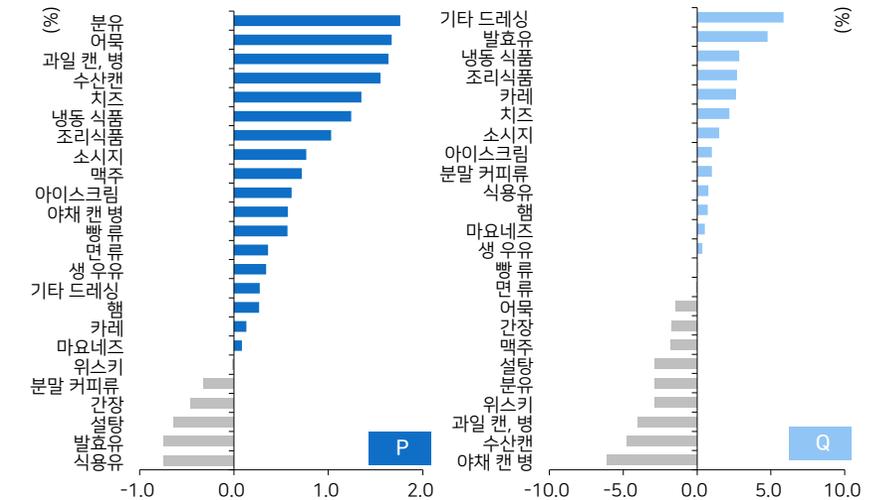
- 1980년~2016년 음식료 품목 중 Q와 P가 모두 성장한 품목: 냉동식품 P +1.2%, Q +2.9%, 조리식품 P +1.0%, Q +2.7%, 드레싱 P +0.3%, Q +5.9%, 소시지 P +0.8%, Q +1.5%, 치즈 P +1.3%, Q +2.2% 등
- 동기간 Q가 성장한 품목: 발효유 Q +4.8%, P -0.7%, 커피 Q +1.0%, P -0.3%, 식용유 Q+0.8%, P -0.7% 등
- 동기간 P상승으로 매출을 방어한 품목: 분유 P +1.8%, Q-2.9%, 어묵 P +1.7%, Q -1.4%, 수산캔 P +1.6%, Q -4.7%, 과일캔 P +1.9%, Q -4.0% 등
- 면류, 간장, 맥주, 위스키, 설탕 등은 정체 및 감소

음식료 품목 중 Q와 P가 모두 성장한 품목: 냉동식품, 조리식품, 드레싱 등



자료: 일본 농림수산성, 메리츠증권증권 리서치센터

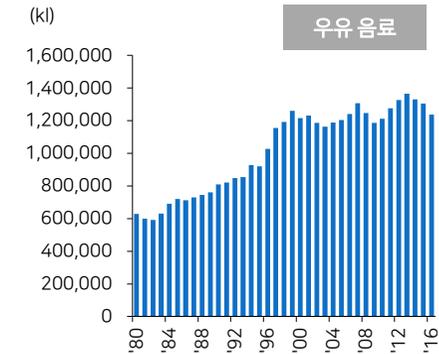
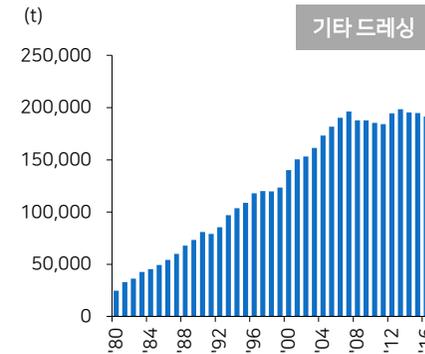
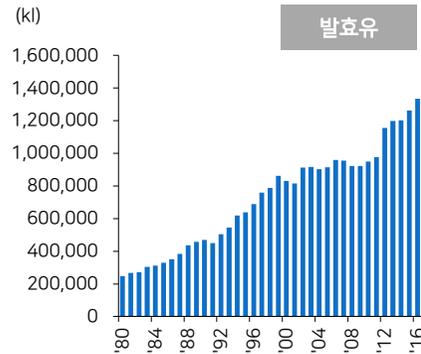
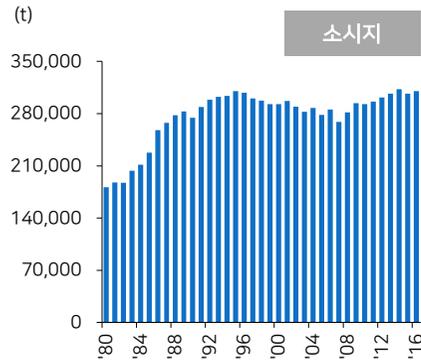
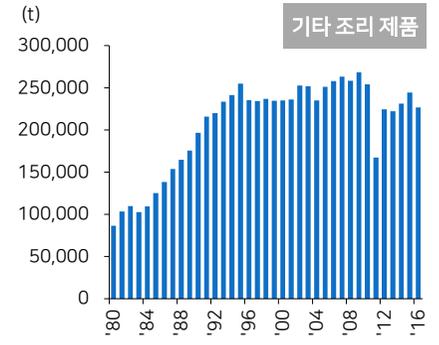
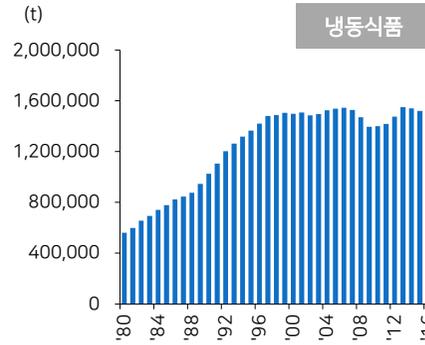
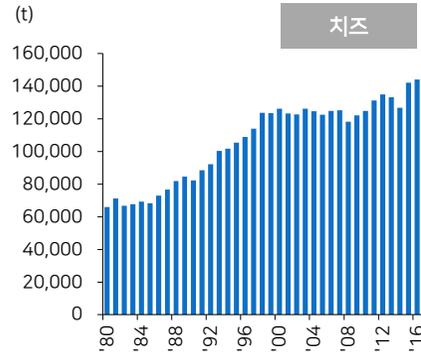
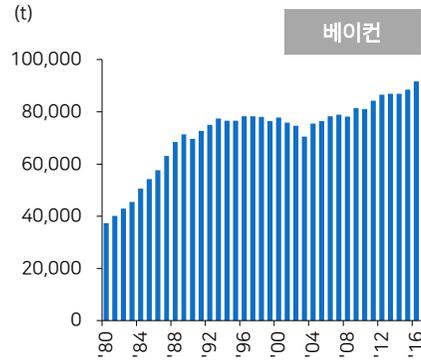
P상승으로 매출을 방어한 품목 분유, 어묵, 캔가공품 등



자료: 일본 농림수산성, 메리츠증권증권 리서치센터

음식료 Q 성장 품목들의 연도별 내수량 추이

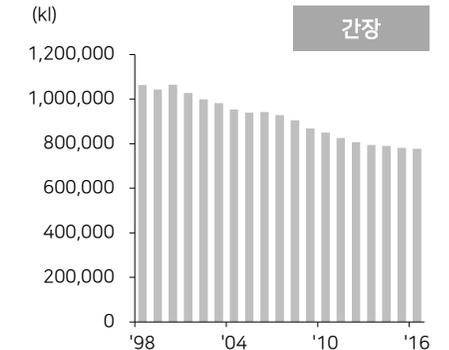
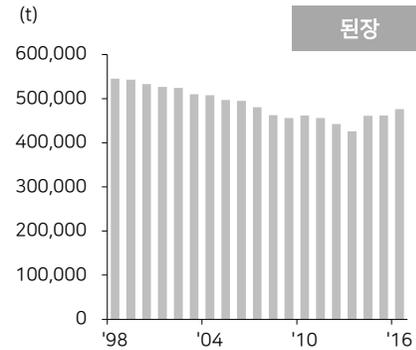
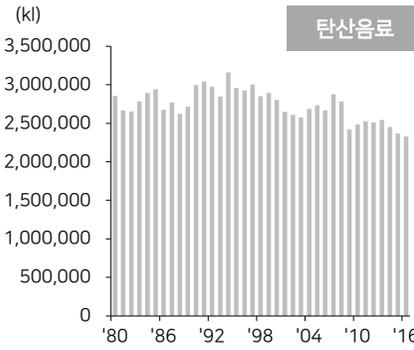
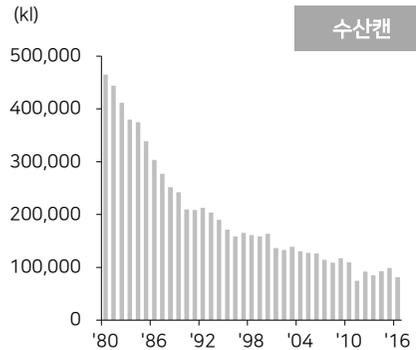
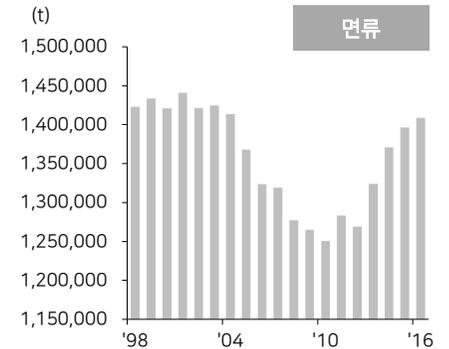
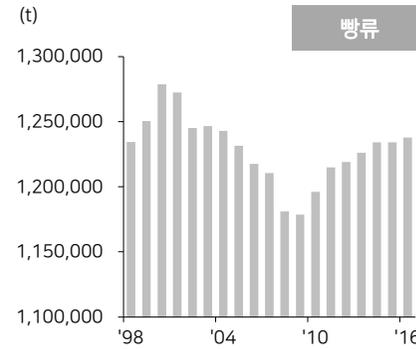
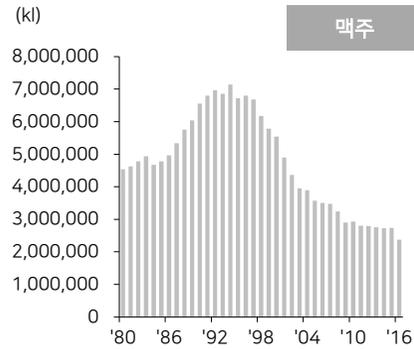
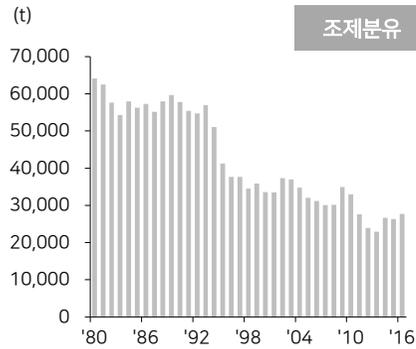
베이컨, 발효유, 냉동식품, 조리식품, 소시지, 치즈, 기타드레싱, 우유음료 등 Q 성장



자료: 일본 농림수산성, 메리츠증권증권 리서치센터

음식료 Q 감소 품목들의 연도별 내수량 추이

조제분유, 맥주, 수산캔, 탄산음료, 된장, 간장은 Q 감소 흐름 지속, 빵류, 면류는 등락을 보이며 정체



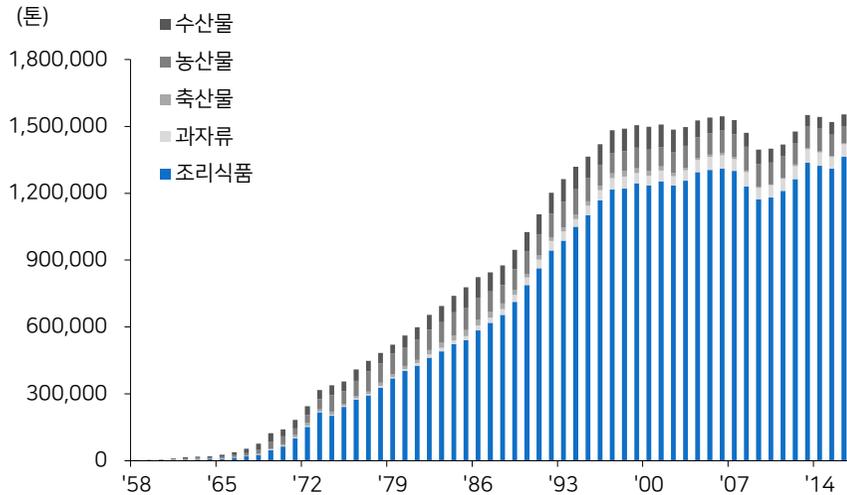
자료: 일본 농림수산성, 메리츠증권 리서치센터

음식료 냉동식품(조리식품)의 고성장은 지속

전체냉동식품 시장은 1980년 대비 288.1% 성장, 연평균 3.8% 성장

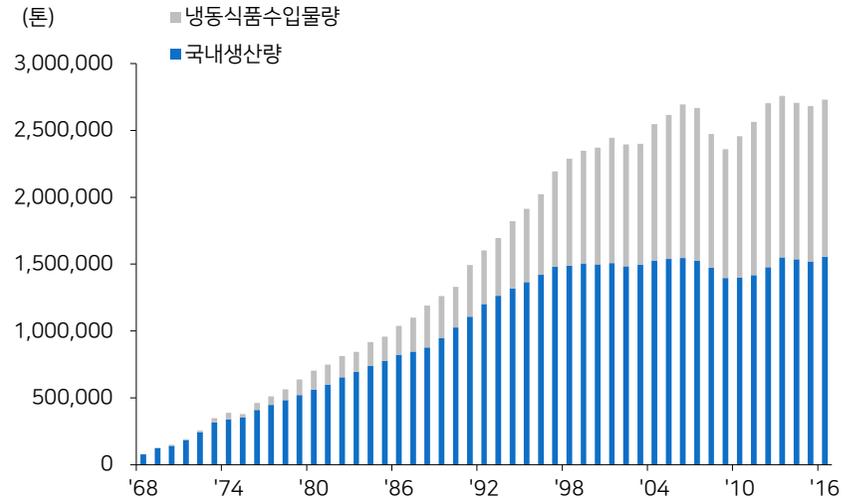
- 일본의 냉동식품은 조리식품, 과자류, 축산물, 농산물, 수산물로 구성. 조리식품 비중이 87.7%로 절대적으로 높음. 수산물 3.4%, 농산물 4.8%, 축산물 0.4%. 1980년 비중은 수산물 9.5%, 농산물 14.9%, 축산물 2.5%, 조리식품 71.6%
- 1980년대비 2016년 조리냉동식품은 238.8% 성장, 수산물 -0.7%, 농산물 -10.6%, 축산물 -59.7%. 연평균 성장률은 조리식품 +3.4%, 수산물 +0.0%, 농산물 -0.3%, 축산물 -2.5%
- 동기간 수입 냉동식품 시장은 734.0% 성장, 연평균 6.1% 성장. 전체냉동식품 시장은 288.1% 성장, 연평균 3.8% 성장

일본의 냉동식품은 조리식품을 중심으로 1980년 이후에도 지속적인 성장



자료: 일본 냉동식품 협회, 메리츠증권증권 리서치센터

수입시장의 고성장까지 더해지며 전체 냉동식품 시장은 연평균 3.8% 성장



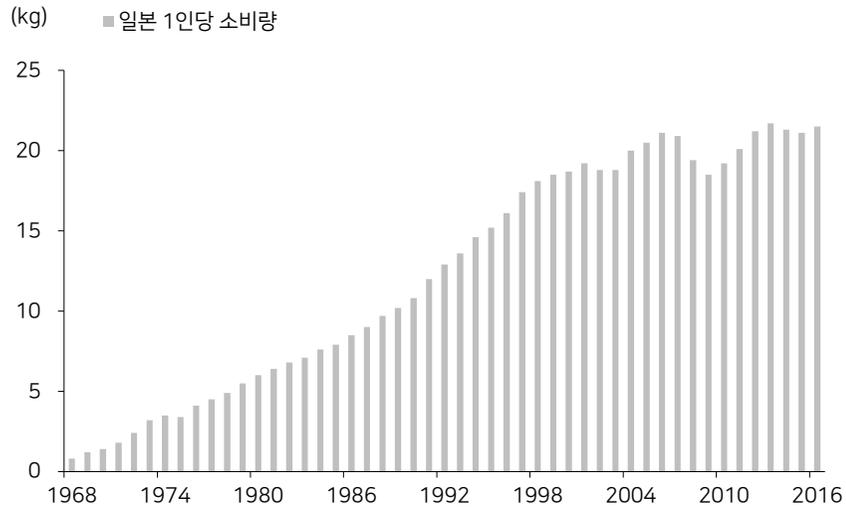
자료: 일본 냉동식품 협회, 메리츠증권증권 리서치센터

음식료 냉동식품(조리식품)의 고성장은 지속

2016년 1인당 냉동식품 소비량
일본 21.5kg, 한국 8.0kg

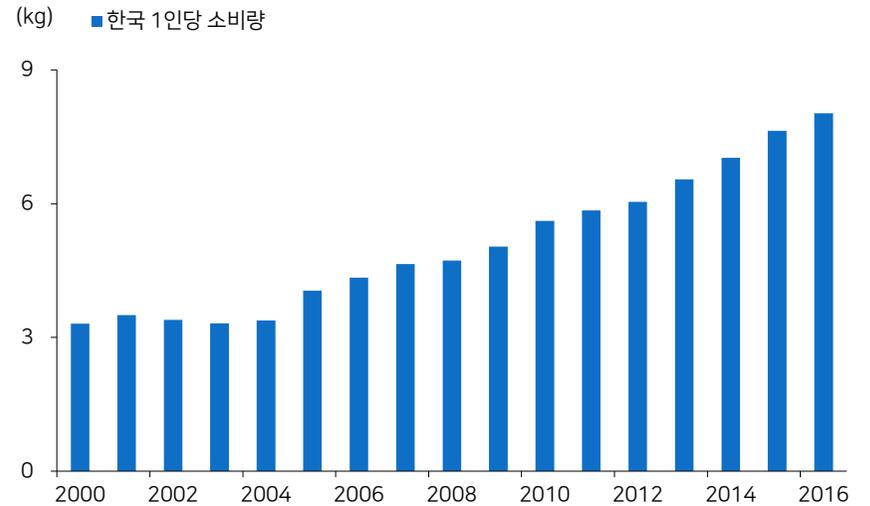
- 일본의 1인당 냉동식품 소비량은 1986년 8.5kg 달성, 2016년 21.5kg
- 한국의 1인당 냉동식품 소비량은 2016년 8.0kg 기록

일본의 1인당 냉동식품 소비량은 1986년 8.5kg 달성, 2016년 21.5kg



자료: 일본 냉동식품 협회, 메리츠증권증권 리서치센터

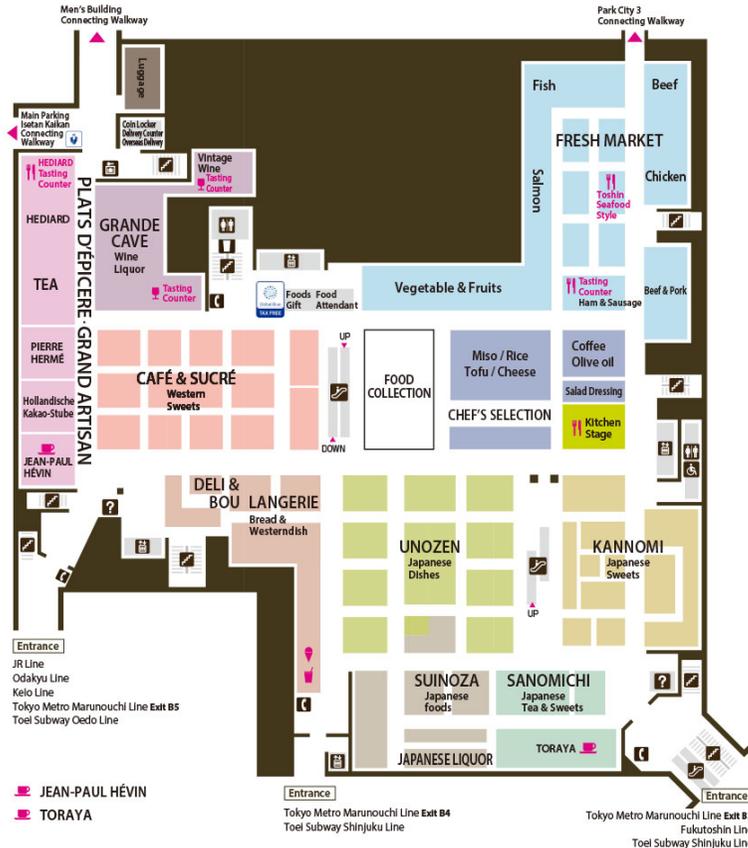
한국의 1인당 냉동식품 소비량은 2016년 8.0kg 기록



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 유통 채널 내 냉동식품, 조리식품 판매 현황

일본 백화점 식품관 매장 현황 - 농수축산물 일부 가공식품을 제외하고는 대부분 조리식품 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

일본 유통 채널 내 냉동식품, 조리식품 판매 현황

일본 대형마트 내 냉동식품 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

일본 대형마트 내 조리식품 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

일본 대형마트 내 냉동식품 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

일본 대형마트 내 조리식품 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

일본 유통 채널 내 냉동식품, 조리식품 판매 현황

일본 편의점의 조리식품 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

일본 편의점의 조리식품 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

일본 편의점의 냉동식품 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

일본 편의점의 냉동식품 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

일본 유통 채널 내 냉동식품, 조리식품 판매 현황

일본 슈퍼마켓의 조리식품 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

일본 슈퍼마켓의 조리식품 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

일본 무인양품의 조리식품 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

일본 무인양품의 조리식품 매대



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

음식료 식품 기업들의 사업 다각화 History

주력 사업부는 수익성 강화에
주력하는 가운데 성장
카테고리로 사업 다각화

주력 사업부는 수익성 강화에 주력하는 가운데 성장 카테고리(냉동식품, 조리식품, 화학사업부)로 사업다각화
가 공통적으로 진행됨

	<ul style="list-style-type: none"> 전정으로 인해 중단된 마요네즈 사업 재개(1948) 	<ul style="list-style-type: none"> 샐러드 사업 진출(1974) 	<ul style="list-style-type: none"> Q&B Foods 설립하며 미국 마요네즈 시장 진출(1982) 파인케미칼 사업부문 출범(1982) 	
	<ul style="list-style-type: none"> 모선 타입 어선으로 연어, 송어 조업 시작(1952) 	<ul style="list-style-type: none"> EPA 개발 시작(1980) 		<ul style="list-style-type: none"> 연어, 송어 양식업체인 Salmontes Antartica(칠레) 인수(1988) 냉동식품 Yaki Onigiri(구운 주먹밥) 출시 (1989)
	<ul style="list-style-type: none"> 마쓰오 푸드에서 가루비 제과로 상호 변경(1955) 	<ul style="list-style-type: none"> 가루비 아메리카 법인 설립(1970) 		<ul style="list-style-type: none"> 그레놀라 제품 출시(1991) 해태가루비 설립(2011) 유럽 법인 설립(2014) 대만, 호주 법인 설립(2016)
	<ul style="list-style-type: none"> 대일본주류 회사 분할로 아사히주류 설립(1949) 		<ul style="list-style-type: none"> 아사히 슈퍼드라이 출시(1987) 	<ul style="list-style-type: none"> Asahi Soft Drinks Co., Ltd 정식 출범(1990) 냉동식품업체 Amano Jitsugyo 인수(2008) 일본 최대 아동용식품 업체 Wakodo 인수(2006)
	<ul style="list-style-type: none"> 원스턴(1954), 샬렘(1956) 출시 	<ul style="list-style-type: none"> 마일드세븐 출시(1977) 	<ul style="list-style-type: none"> Central Pharmaceutical Research Institute 출범(1993) 	<ul style="list-style-type: none"> Unimat와 음료 사업 제휴(1998) Asahi Kasei의 식품부문 인수(1999) Katokichi와 Fuji Foods 인수(2008)
	<ul style="list-style-type: none"> Chicken Ramen(첫 인스턴트 라면) 출시(1958) 	<ul style="list-style-type: none"> Ciscorn(시리얼) 출시(1963) Yoke(요거트 법인) 설립(1970) 	<ul style="list-style-type: none"> 냉동식품 시장 진출(1983) 	
	<ul style="list-style-type: none"> 전후 복구 작업(1948) Tokushima Ham 설립(1951) 	<ul style="list-style-type: none"> 니폰 브로일러 설립하며 농장 사업 시작(1968) 	<ul style="list-style-type: none"> Marine Foods 인수하며 수산물시장 진입(1981) Nippon Dry Foods 설립하며 냉동식품시장 진출(1984) 	<ul style="list-style-type: none"> Kansai Luna 인수하며 유음료시장 진출(1992)

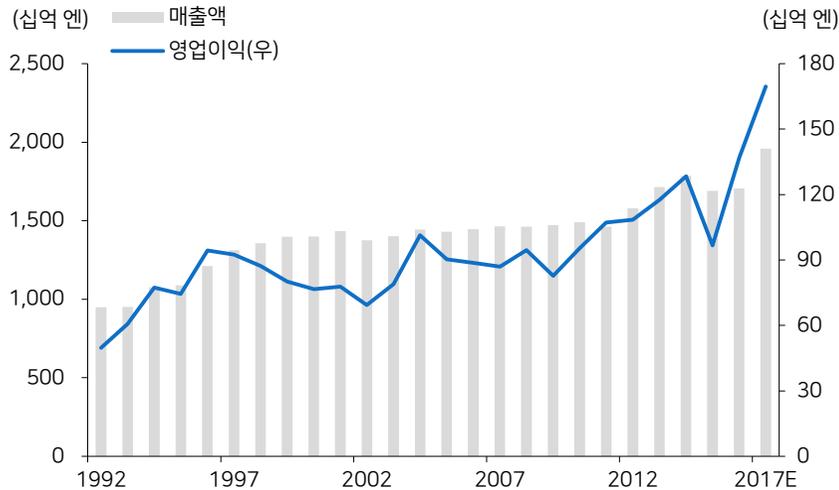
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

아사히 그룹 홀딩스 (2502 JP) - 신시장 발빠른 대응으로 성장세 지속

인구감소 및 경기불황에 따른 맥주수요 감소. 가격 메리트가 있는 발포주, 제3맥주 시장이 빠르게 성장했으며 클리어 아사히를 출시 및 확대하며 대응

- 아사히는 일본 1위의 맥주 회사로 1889년 설립된 대일본맥주가 1949년 아사히 맥주와 삿포로 맥주로 분할되며 설립. 1987년 아사히 슈퍼 드라이를 출시해 2010년 1위를 탈환
- 94년 발포주, 제3맥주 시장의 성장에도 발빠른 대응으로 견조한 성장세 지속. 매출구성은 주류 57%, 음료 21%. 기타(식품, 해외) 22%로 구성
- 인구감소 및 경기불황에 따른 맥주수요 감소. 가격 메리트가 있는 발포주, 제3맥주 시장이 빠르게 성장했으며 클리어 아사히를 출시 및 확대하며 대응. 기존 맥주는 아사히 슈퍼 드라이에 집중하며 수익성 방어

아사히 그룹 홀딩스 매출액, 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

아사히 그룹 홀딩스 주가 추이



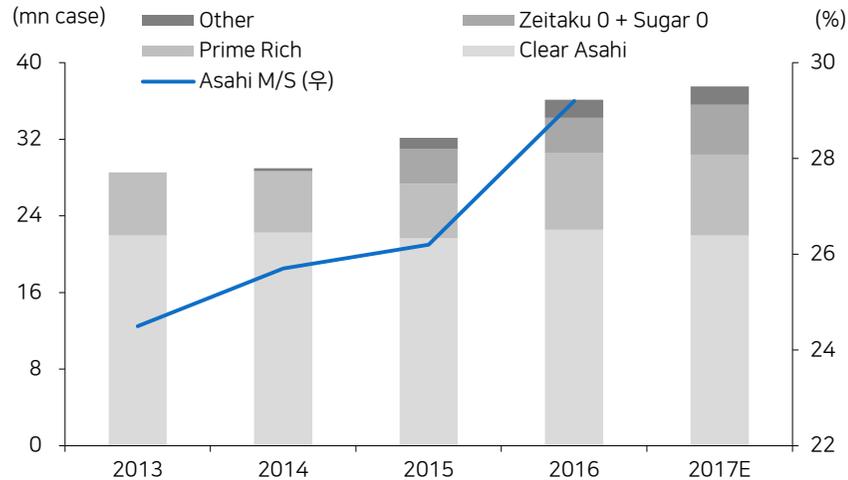
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

아사히 그룹 홀딩스 (2502 JP) - 식품 부문은 민트, HMR 중심 성장

식품 부문은 민트, 베이비푸드, HMR 등을 중심으로 매출 성장 지속

- 발포주, 제3맥주 외에도 위스키, 칵테일, 와인 등 기타주류 포트폴리오를 확대하면서 맥주 매출액 감소를 방어. 맥주 80%, 맥주 외 주류 20% 매출 구성 유지 중
- 음료 사업은 주력 브랜드 6개를 강화시키고 있으며 부가가치가 높은 건강, 기능성 제품 확대 및 용량 다변화로 대응
- 식품 부문은 민트, 베이비푸드, HMR 등을 중심으로 매출 성장 지속, 주력 브랜드 비중은 13년 39.8%에서 17년 48.5%로 확대
- 16년 10월 12월 서유럽, 중유럽에서 각각 맥주 브랜드 인수. 총 12조원 활용. 독점 금지 이슈에 따른 인수 기회 활용. 당분간은 신규 M&A 보다는 기존 인수 기업들을 활용한 유럽 내 매출액 성장에 주력

아사히 발포주, 제3맥주 카테고리 상품 매출 성장 및 점유율 추이



자료: 아사히 그룹 홀딩스, 메리츠증권리서치센터

아사히 발포주, 제3맥주 제품 구성

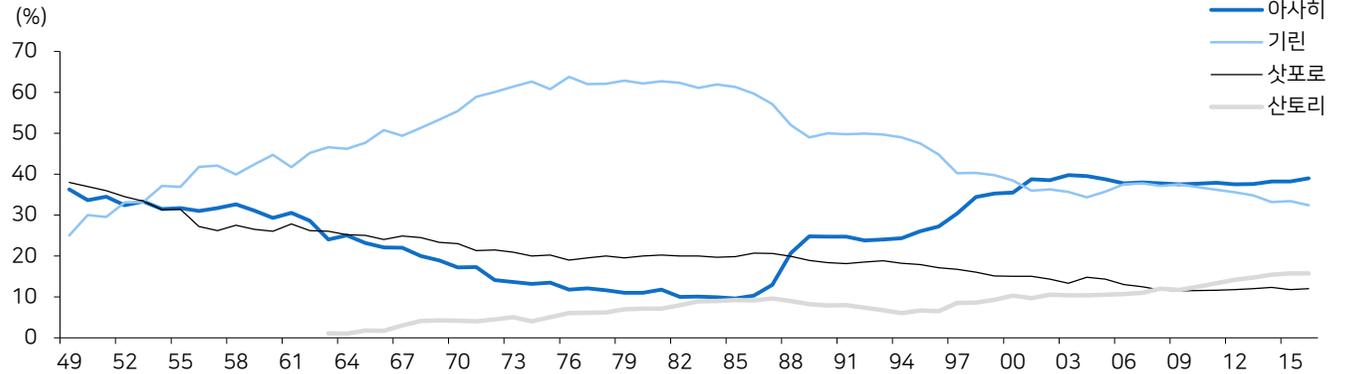
◆ Clear Asahi: Enhancement of Brand Value



자료: 아사히 그룹 홀딩스, 메리츠증권리서치센터

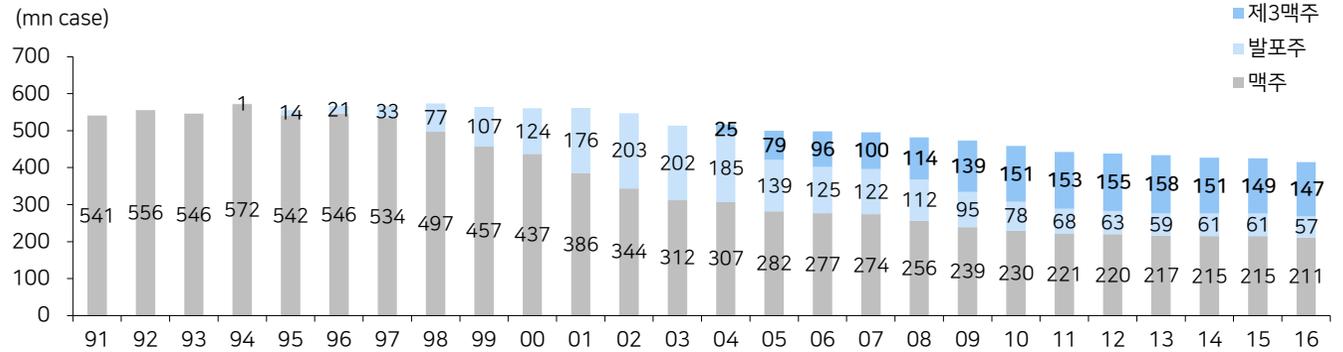
아사히 그룹 홀딩스 (2502 JP) - 맥수 신시장 대응으로 1위 탈환

일본 주요 4사 맥주 점유율 추이



자료: 아사히 그룹 홀딩스, 메리츠증권리서치센터

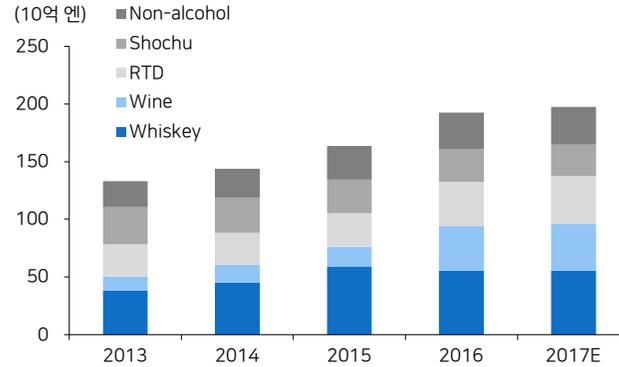
맥주 시장의 감소 및 제3맥주, 발포주 시장의 성장



자료: 아사히 그룹 홀딩스, 메리츠증권리서치센터

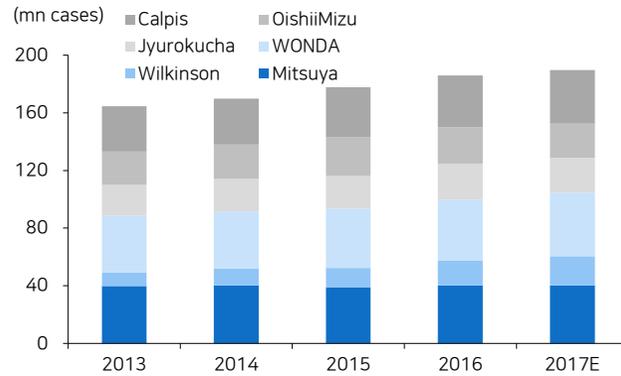
아사히 그룹 홀딩스 (2502 JP) - 기타주류 포트폴리오를 확대

기타 주류 포트폴리오 확대



자료: 아사히 그룹 홀딩스, 메리츠증권증권 리서치센터

음료 부문은 주력 6개 부문 제품 점진적인 성장



자료: 아사히 그룹 홀딩스, 메리츠증권증권 리서치센터

기타 주류 제품 현황



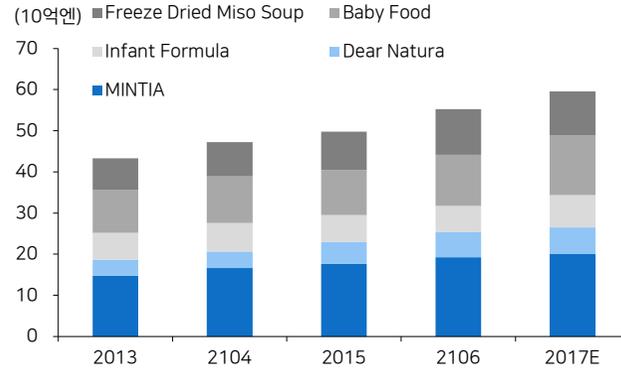
자료: 아사히 그룹 홀딩스, 메리츠증권증권 리서치센터

음료 제품 현황



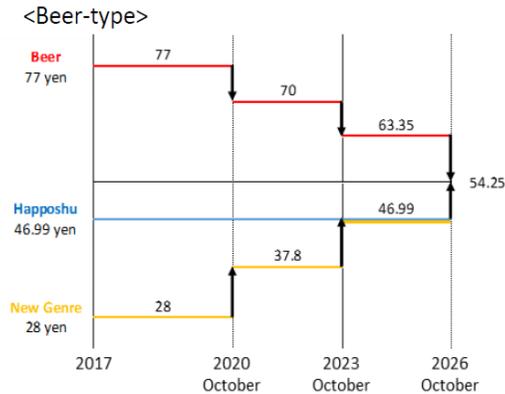
자료: 아사히 그룹 홀딩스, 메리츠증권증권 리서치센터

식품 부문은 민트, 베이비푸드, HMR 중심 성장



자료: 아사히 그룹 홀딩스, 메리츠증권리서치센터

2026년 까지 맥주 세제 개편 예상



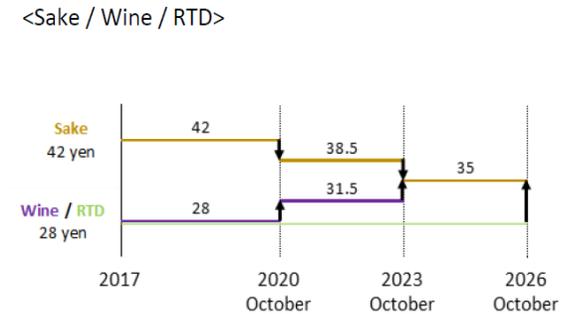
자료: 아사히 그룹 홀딩스, 메리츠증권리서치센터

가공식품 사업 제품 현황



자료: 아사히 그룹 홀딩스, 메리츠증권리서치센터

2026년 까지 사케 및 기타주류 세제 개편 예상



자료: 아사히 그룹 홀딩스, 메리츠증권리서치센터

아사히 그룹 홀딩스 (2502 JP): 연간 및 분기별 실적 추이

아사히 그룹 홀딩스 연간 실적 추이

(십억엔)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,462.7	1,579.1	1,714.2	1,785.5	1,689.5	1,706.9	1,957.9	2,045.0
영업이익	107.2	108.4	117.5	128.3	96.6	136.9	169.6	200.0
세전이익	90.4	99.8	110.5	129.1	117.6	150.1	171.0	192.4
순이익	55.1	57.2	61.7	69.1	75.8	89.2	111.2	126.4
성장률 (%YoY)								
매출액	-1.8	8.0	8.6	4.2	-5.4	1.0	14.7	4.5
영업이익	12.4	1.2	8.3	9.2	-24.7	41.7	23.9	18.0
세전이익	-2.2	10.4	10.6	16.9	-9.0	27.6	13.9	12.5
순이익	3.8	3.8	8.0	11.9	9.6	17.8	24.7	13.6
수익성 (%)								
영업이익률	7.3	6.9	6.9	7.2	5.7	8.0	8.7	9.8
세전이익률	6.2	6.3	6.4	7.2	7.0	8.8	8.7	9.4
순이익률	3.8	3.6	3.6	3.9	4.5	5.2	5.7	6.2
PER (배)	14.3	15.0	21.8	25.2	23.0	18.9	19.1	16.6
PBR (배)	1.2	1.2	1.7	2.0	2.2	2.0	2.3	2.1
EV/EBITDA (배)	7.1	7.9	9.7	10.8	12.8	10.8	13.8	12.2
ROE (%)	5.6	5.1	5.0	5.3	5.8	6.6	7.7	7.8
EPS (엔)	118.4	122.8	135.7	148.9	164.8	194.8	249.6	283.7
BPS (엔)	1,378.2	1,553.3	1,772.5	1,904.6	1,724.0	1,825.6	2,027.9	2,256.4

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

아사히 그룹 홀딩스 분기별 실적 추이

(십억엔)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E
매출액	374.2	482.6	501.7	498.9	345.9	432.9	501.9	524.7	379.2	558.2	532.4	535.5
영업이익	10.8	36.5	46.3	41.5	12.9	39.9	50.2	38.1	13.6	57.1	56.2	49.4
세전이익	13.6	38.4	47.5	13.3	5.0	42.6	13.5	64.4	5.9	57.8	61.7	50.4
순이익	13.3	26.2	29.5	7.5	2.1	28.6	7.5	45.8	2.8	40.5	37.1	32.2
성장률 (%YoY)												
매출액	-0.2	10.6	3.7	1.7	-7.5	-10.3	0.0	5.2	9.6	28.9	6.1	2.1
영업이익	-29.7	28.9	4.2	3.3	19.4	9.3	8.4	-8.2	5.7	43.2	12.0	29.4
세전이익	63.1	32.7	-22.9	-56.0	-63.1	11.2	-71.5	383.8	17.4	35.5	355.9	-21.7
순이익	410.8	56.2	-15.8	-49.4	-83.9	9.3	-74.7	514.4	29.8	41.7	397.9	-29.6
수익성 (%)												
영업이익률	2.9	7.6	9.2	8.3	3.7	9.2	10.0	7.3	3.6	10.2	10.6	9.2
세전이익률	3.6	7.9	9.5	2.7	1.5	9.9	2.7	12.3	1.6	10.4	11.6	9.4
순이익률	3.6	5.4	5.9	1.5	0.6	6.6	1.5	8.7	0.7	7.3	7.0	6.0

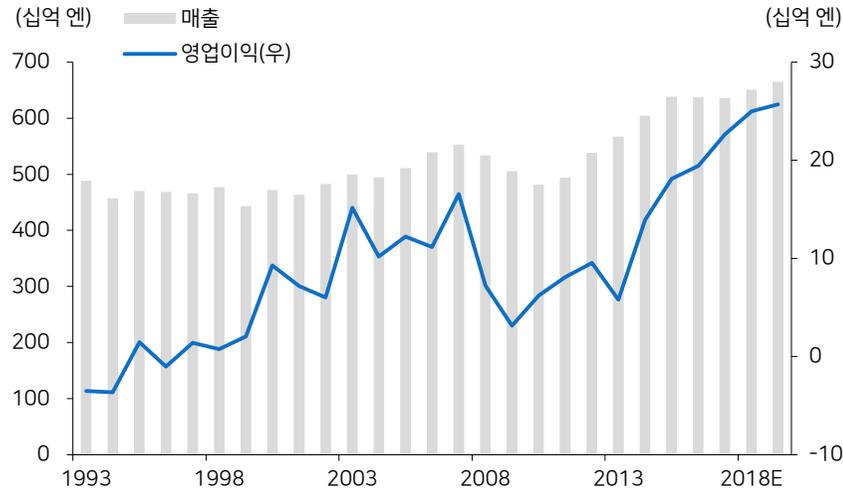
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

니폰 수산 (1332 JP) - 수산업을 바탕으로 가공식품의 성장 동력 확보

수산물 밸류체인 계열화 2위 기업. 추가 성장 동력으로 가공식품과 화학사업을 영위

- 니폰수산은 1911년 설립된 수산업 기업. 수산물 밸류체인 계열화 기업 중 일본 내 2위. 글로벌 어획량 규제 트렌드에 맞춰, 조업에 주력하던 과거 전략에서 양식업(연어, 송어, 새우 등)에 주력하고 있음. 추가 성장 동력으로 가공식품과 화학사업을 영위
- 가공식품은 특히 냉동식품을 중심으로 지속 성장 중. 매년 70개의 신제품을 출시, 신제품 효과로 5%의 지속적인 성장 흐름 유지. 냉동식품 트렌드는 반찬류에서 한끼 식사로 변화 중. 주먹밥, 파스타, 스테이크, 라면, 짬뽕 등. 냉동식품 및 가공식품에 대한 거부감 감소로 식사 대응 수요는 지속될 전망
- 화학사업은 EPA, DHA 등을 활용 의약품 또는 의약품 원료로 제공 국내 제네릭 시장의 성장으로 국내보다는 미국/중국의약품 원료 제공을 모색 중

니폰수산 매출액, 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

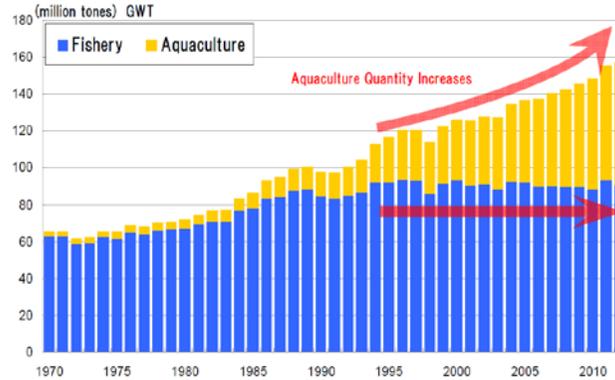
니폰수산 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

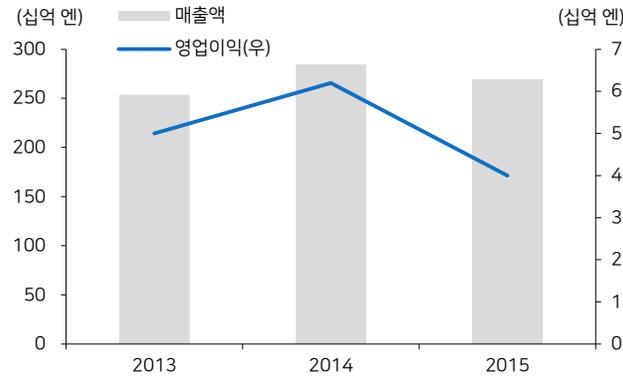
니폰 수산 (1332 JP) - 수산업을 바탕으로 가공식품의 성장 동력 확보

글로벌 수산업 시장은 어획에서 양식업으로 변모



자료: 니폰수산, 메리츠증권증권 리서치센터

수산업 매출액 및 영업이익 추이



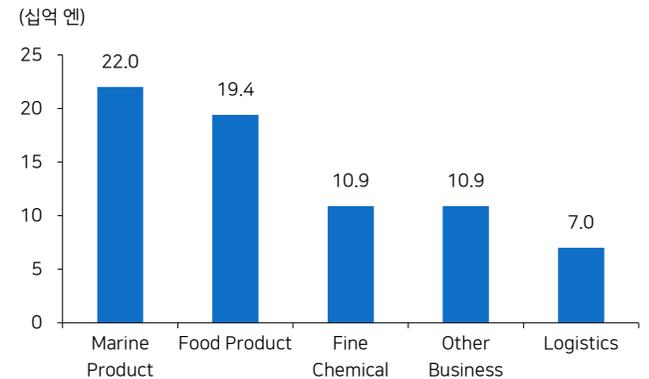
자료: 니폰수산, 메리츠증권증권 리서치센터

수산업 사업부 현황



자료: 니폰수산, 메리츠증권증권 리서치센터

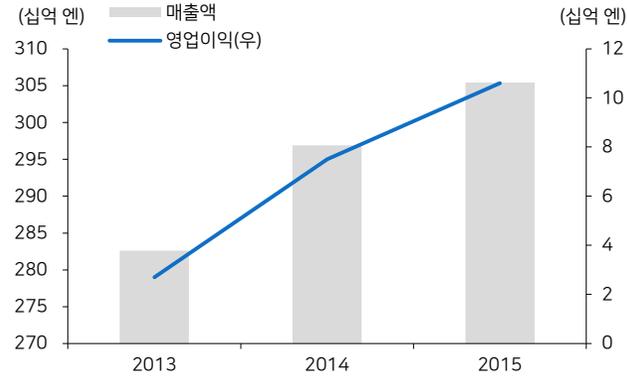
중장기 사업 부문별 투자 계획



자료: 니폰수산, 메리츠증권증권 리서치센터

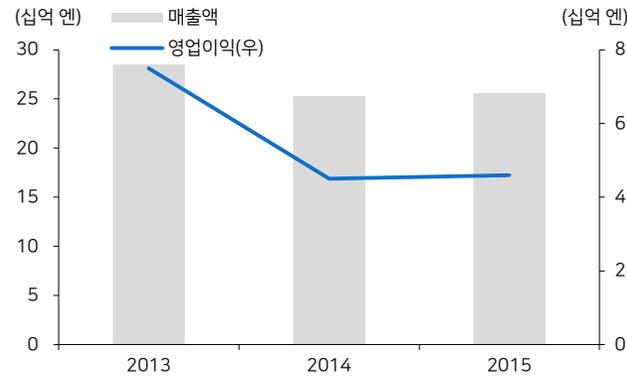
니폰 수산 (1332 JP) - 수산업을 바탕으로 가공식품의 성장 동력 확보

가공식품 부문 실적 추이



자료: 니폰수산, 메리츠증권증권 리서치센터

화학사업 부문 실적 추이



자료: 니폰수산, 메리츠증권증권 리서치센터

가공식품 사업부분 현황



자료: 니폰수산, 메리츠증권증권 리서치센터

EPA를 활용한 화학사업부 현황



자료: 니폰수산, 메리츠증권증권 리서치센터

니폰 수산 (1332 JP): 연간 및 분기별 실적 추이

니폰 수산 연간 실적 추이

(십억엔)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	538.0	566.9	604.2	638.4	637.2	636.0	650.6	664.9
영업이익	9.6	5.8	13.9	18.1	19.4	22.6	25.0	25.7
세전이익	1.5	-2.2	11.1	21.2	20.9	24.5	32.0	27.9
순이익	2.3	-4.6	4.0	10.6	12.3	14.2	19.2	17.5
성장률 (%YoY)								
매출액	8.8	5.4	6.6	5.7	-0.2	-0.2	2.3	2.2
영업이익	18.1	-39.2	139.8	30.0	7.4	16.5	10.4	2.8
세전이익	58.6	적전	흑전	90.9	-1.1	17.1	30.5	-12.8
순이익	흑전	적전	흑전	164.1	16.6	15.5	35.1	-9.0
수익성 (%)								
영업이익률	1.8	1.0	2.3	2.8	3.1	3.6	3.8	3.9
세전이익률	0.3	-0.4	1.8	3.3	3.3	3.9	4.9	4.2
순이익률	0.4	-0.8	0.7	1.7	1.9	2.2	3.0	2.6
PER (배)	33.8	N/A	15.0	9.6	12.3	11.6	10.0	11.0
PBR (배)	1.6	0.9	0.9	1.1	1.6	1.4	1.4	1.2
EV/EBITDA (배)	12.0	13.0	10.2	10.3	10.8	9.5	9.3	9.2
ROE (%)	1.6	-1.3	2.0	3.8	4.3	4.8	5.5	4.5
EPS (엔)	8.4	-16.6	14.5	38.2	44.6	48.0	63.0	57.4
BPS (엔)	175.6	191.4	254.6	326.4	343.6	388.4	447.2	495.1

주: 3월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

니폰 수산 분기별 실적 추이

(십억엔)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	160.7	160.9	165.2	150.4	156.3	147.4	165.1	167.1	162.7	160.5	N/A	N/A
영업이익	5.1	4.5	7.8	2.1	4.2	5.6	8.9	3.9	6.7	6.6	N/A	N/A
세전이익	6.7	5.1	7.5	1.6	2.9	5.6	11.6	4.5	7.8	N/A	N/A	N/A
순이익	4.0	2.8	4.4	1.1	1.7	3.0	7.7	1.8	5.1	7.8	N/A	N/A
성장률 (%YoY)												
매출액	5.9	6.8	-2.7	-9.5	-2.7	-8.4	-0.1	11.1	4.1	8.9	N/A	N/A
영업이익	0.2	-12.9	14.2	96.0	-18.1	25.5	14.9	87.2	61.0	17.1	N/A	N/A
세전이익	34.9	-10.1	-5.8	-37.5	-57.3	9.5	53.7	184.8	170.8	N/A	N/A	N/A
순이익	59.7	-17.4	-4.6	15,200.0	-58.5	8.0	73.1	71.7	206.0	156.7	N/A	N/A
수익성 (%)												
영업이익률	3.2	2.8	4.7	1.4	2.7	3.8	5.4	2.4	4.1	4.1	N/A	N/A
세전이익률	4.0	4.0	3.6	2.2	3.7	4.6	4.2	2.2	4.8	N/A	N/A	N/A
순이익률	1.6	-0.1	4.7	-0.8	1.4	2.1	6.3	1.7	3.1	4.9	N/A	N/A

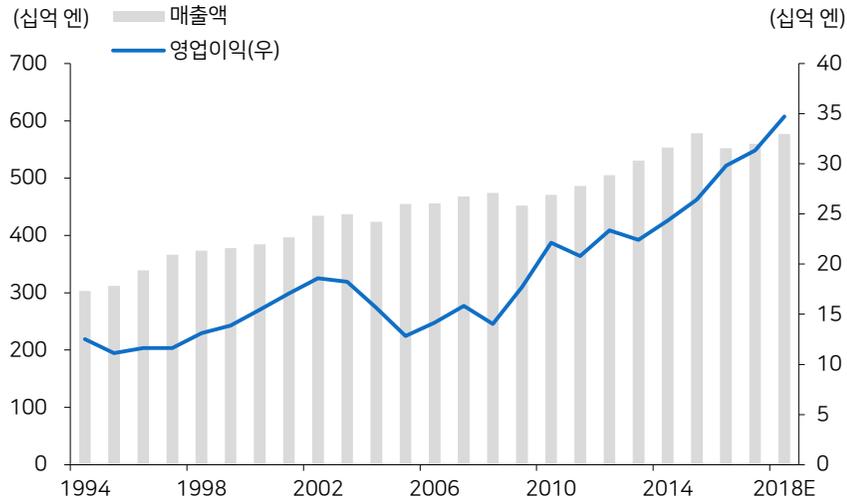
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

큐피 (2809 JP) - 마요네즈 시장 정체를 조리식품, 냉동식품으로 탈피

일본의 마요네즈 시장은 지속적인 정체 흐름. 드레싱, 반찬용 샐러드, 냉동식품 부문의 외형 확대로 성장성 확보

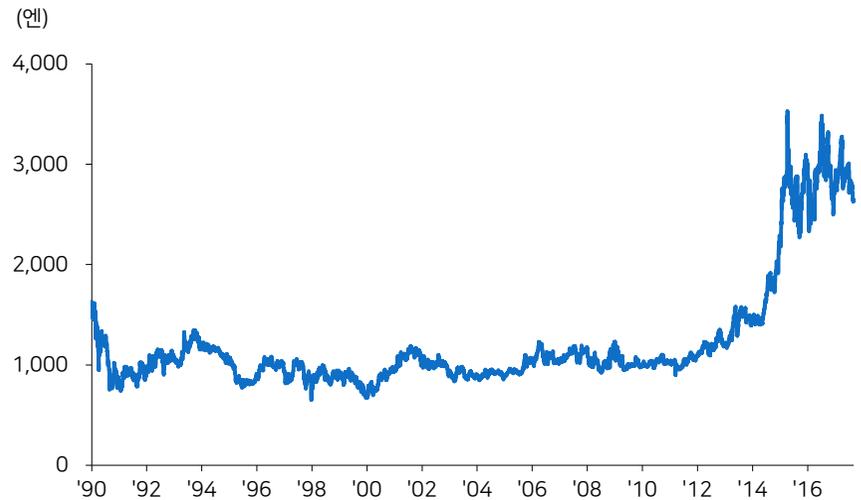
- 일본 마요네즈 드레싱 1위 기업. 조미료 사업을 시작으로 현재 6개 사업부문 운영. 주력 사업부는 마요네즈/드레싱, 알 가공품, 가공식품, 화학사업 등
- 일본의 마요네즈 시장은 지속적인 정체 흐름. 드레싱, 반찬용 샐러드, 냉동식품 부문의 외형 확대로 성장성 확보. 1인가구 확대, 고령화로 조리를 통한 내식 시장은 지속적인 감소. 반면 중식/외식 시장 확대되며 가공을 통한 유통채널 공급, 레스토랑 납품, 리테일 판매는 지속적인 성장세
- 화학부문은 육계 가공의 부산물인 히알론산을 활용. 매출규모는 미미하지만 높은 수익성 확보

큐피 매출액, 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

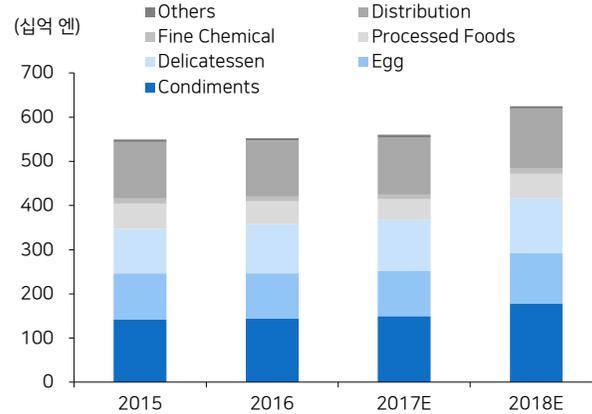
큐피 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

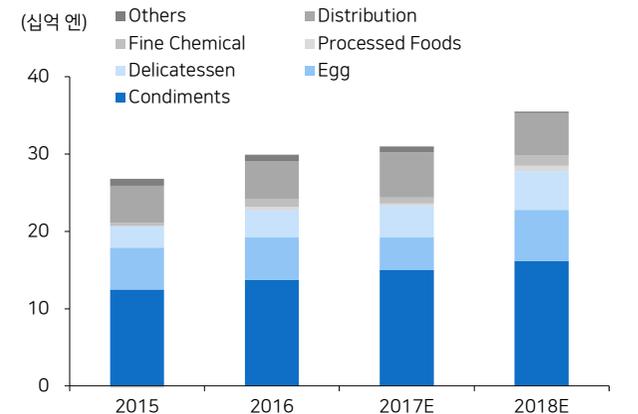
큐피 (2809 JP) - 마요네즈 시장 정체를 조리식품, 냉동식품으로 탈피

사업부문별 매출액 추이 및 전망



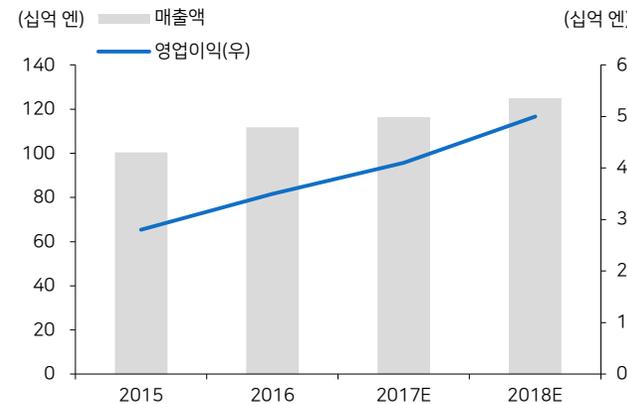
자료: 큐피, 메리츠증권증권 리서치센터

사업부문별 영업이익 추이 및 전망



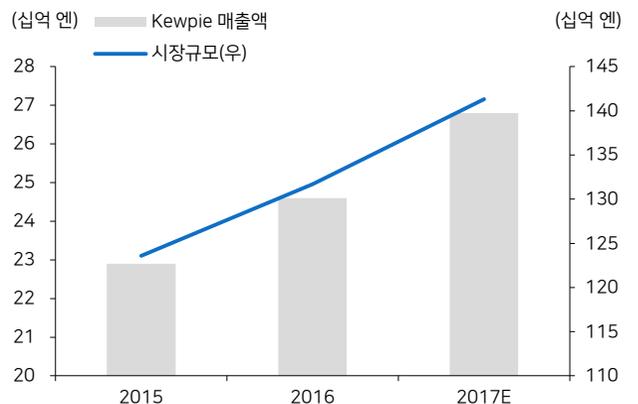
자료: 큐피, 메리츠증권증권 리서치센터

반찬 샐러드 부문 매출액, 영업이익 추이 및 전망



자료: 큐피, 메리츠증권증권 리서치센터

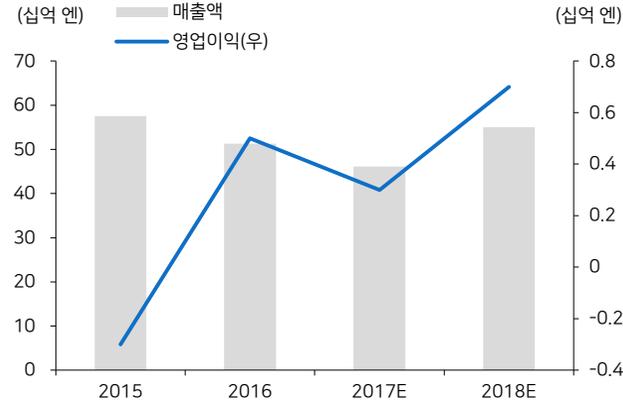
반찬 샐러드 시장 규모와 큐피 매출액



자료: 큐피, 메리츠증권증권 리서치센터

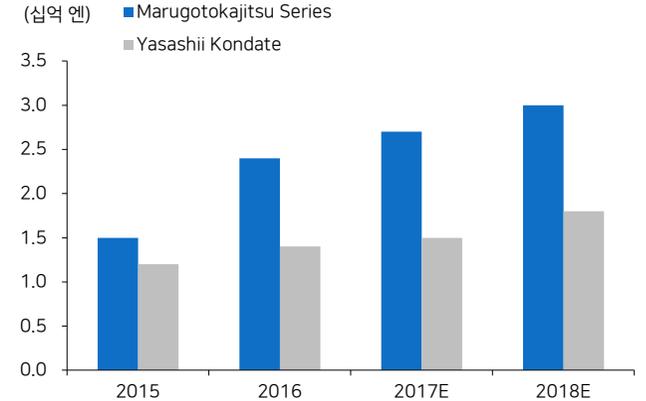
큐피 (2809 JP) - 마요네즈 시장 정체를 조리식품, 냉동식품으로 탈피

가공식품 부문 매출액, 영업이익 추이 및 전망



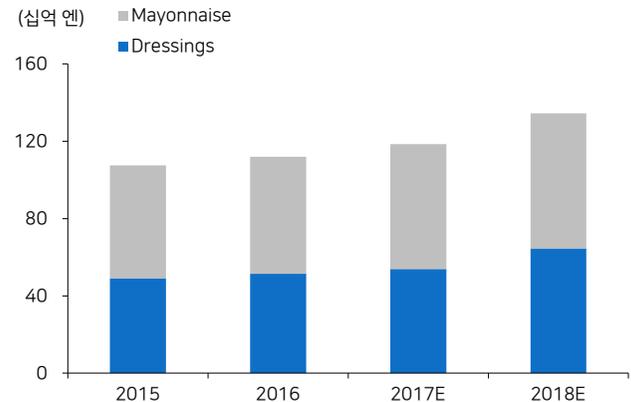
자료: 큐피, 메리츠증권증권 리서치센터

가공식품 주력 제품 매출액 추이 및 전망



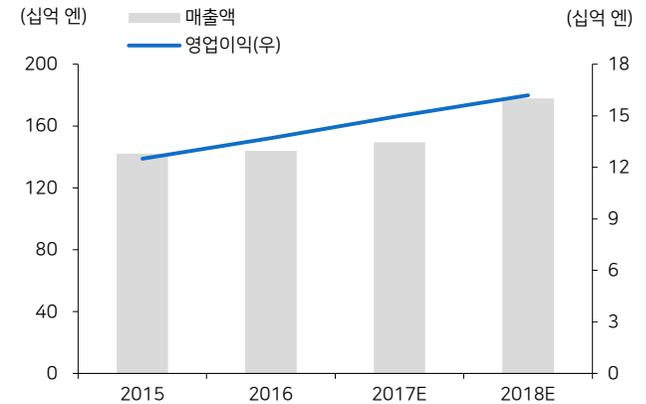
자료: 큐피, 메리츠증권증권 리서치센터

마요네즈/드레싱 매출액 전망



자료: 큐피, 메리츠증권증권 리서치센터

마요네즈/드레싱 사업부 매출액, 영업이익 전망



자료: 큐피, 메리츠증권증권 리서치센터

큐피 (2809 JP): 연간 및 분기별 실적 추이

큐피 연간 실적 추이

(십억엔)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	486.4	505.0	530.5	553.4	578.2	552.3	560.1	577.0
영업이익	20.8	23.4	22.4	24.3	26.4	29.8	31.3	34.7
세전이익	17.6	23.4	22.4	24.6	28.7	30.3	31.2	34.8
순이익	9.4	12.3	12.6	13.4	17.0	17.1	17.9	20.2
성장률 (%YoY)								
매출액	3.3	3.8	5.1	4.3	4.5	-4.5	1.4	3.0
영업이익	-5.9	12.3	-4.1	8.7	8.6	12.8	5.1	10.8
세전이익	-17.5	32.5	-4.1	9.7	16.6	5.7	2.9	11.4
순이익	-11.0	30.1	2.2	6.4	27.4	0.4	4.6	12.7
수익성 (%)								
영업이익률	4.3	4.6	4.2	4.4	4.6	5.4	5.6	6.0
세전이익률	3.6	4.6	4.2	4.4	5.0	5.5	5.6	6.0
순이익률	1.9	2.4	2.4	2.4	2.9	3.1	3.2	3.5
PER (배)	16.9	14.6	17.3	21.9	26.3	23.8	22.3	19.9
PBR (배)	1.0	1.1	1.2	1.5	2.1	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA (배)	4.9	4.9	6.1	7.5	10.4	9.0	9.3	8.6
ROE (%)	5.2	7.0	6.6	6.4	7.6	7.2	7.2	7.6
EPS (엔)	62.6	82.1	83.9	88.7	112.2	113.5	118.8	133.8
BPS (엔)	1,068.7	1,141.7	1,230.3	1,284.4	1,410.5	1,420.6	1,500.4	1,595.5

주: 11월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

큐피 분기별 실적 추이

(십억엔)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E
매출액	135.6	147.3	148.7	146.6	132.1	141.3	140.5	138.4	132.1	145.1	143.9	140.2
영업이익	5.5	7.9	7.8	5.2	4.4	9.8	9.3	6.4	5.6	9.2	13.8	7.0
세전이익	7.5	7.8	7.7	5.7	4.4	9.8	9.4	6.7	5.0	9.4	N/A	N/A
순이익	5.1	4.7	4.3	3.0	2.4	5.8	5.4	3.5	2.7	5.4	6.1	3.4
성장률 (%YoY)												
매출액	3.1	4.1	6.3	4.3	-2.5	-4.1	-5.5	-5.6	0.0	2.7	2.4	1.3
영업이익	53.4	5.2	6.6	-11.4	-20.3	23.5	19.0	21.7	28.2	-6.1	48.8	9.4
세전이익	97.9	2.0	-3.1	8.8	-41.5	25.9	22.7	17.5	14.3	-4.4	N/A	N/A
순이익	147.8	13.8	-6.0	12.7	-53.0	23.5	27.1	16.7	12.7	-7.6	13.2	-2.1
수익성 (%)												
영업이익률	4.0	5.4	5.2	3.6	3.3	6.9	6.6	4.6	4.2	6.3	9.6	5.0
세전이익률	5.6	5.3	5.2	3.9	3.3	6.9	6.7	4.8	3.8	6.5	N/A	N/A
순이익률	3.7	3.2	2.9	2.0	1.8	4.1	3.9	2.5	2.0	3.7	4.3	2.4

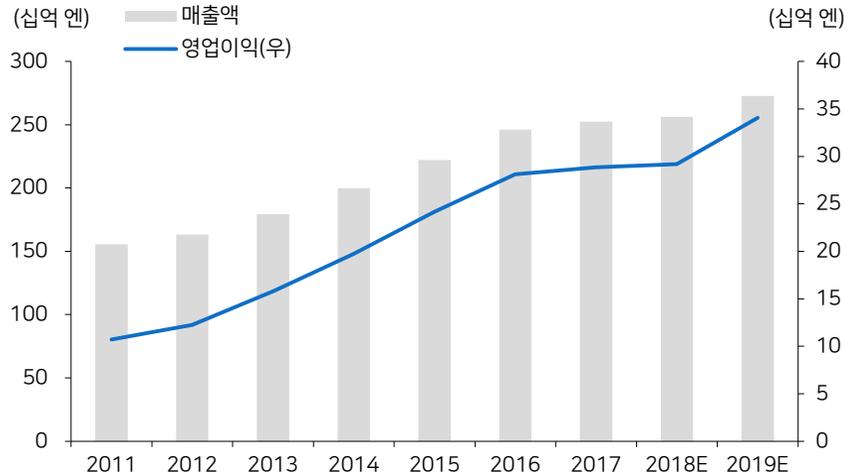
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

가루비 (2229 JP) - 제과시장의 정체를 시리얼, 해외사업으로 탈피

제과 시장의 정체 상황속에서 점유율 확대, 11년 출시한 그레놀라 시리얼을 성장 동력으로 활용 중

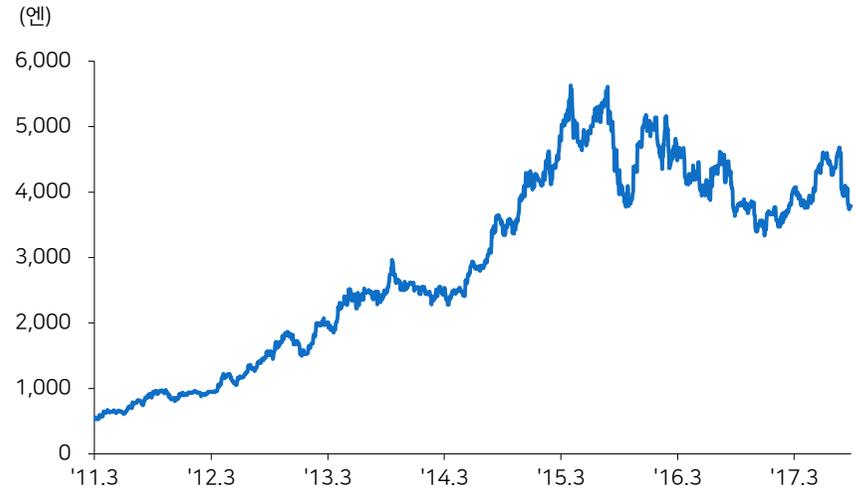
- 가루비는 일본의 제과회사로 스낵 매출액 비중은 80%. 그중 62%가 감자스낵. 다양한 플레이버와 특색있는 제품 보유. 제과 시장의 정체 상황속에서 점유율 확대, 11년 출시한 그레놀라 시리얼을 성장 동력으로 활용 중
- 기존 스낵시장의 정체를 가격 인하를 통한 수량 확대로 대응. 2009년 이후 가동률 60% 수준이었으나 가격인하 → 판매량 확대 → 가동률 상승 → 수익성 개선으로 이어짐. 2015년 공장 가동률 90% 기록
- 기존 스낵 시장은 점유율 확대를 위한 신제품 출시, 플레이버 다변화 지속할 계획. 시리얼 부문은 캐파 증설 예정되어 있으며 중국시장 수출 준비 중

가루비 매출액, 영업이익의 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

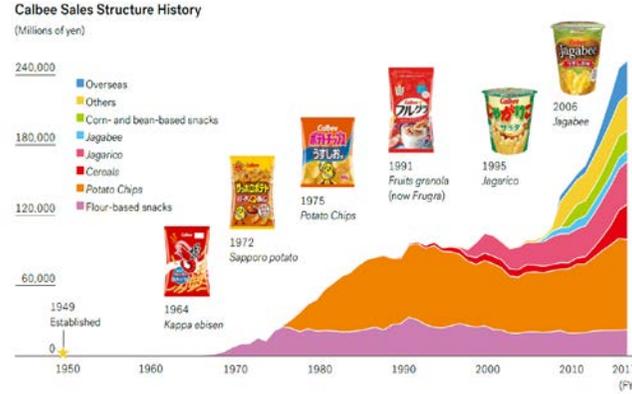
가루비 주가추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

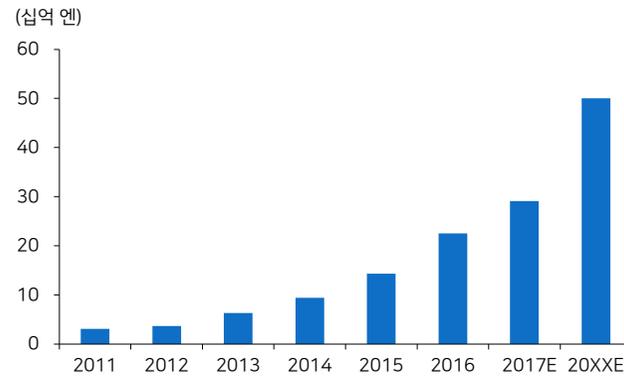
가루비 (2229 JP) - 제과시장의 정체를 시리얼, 해외사업으로 탈피

신제품(제과, 시리얼) 및 해외사업 확대로 성장



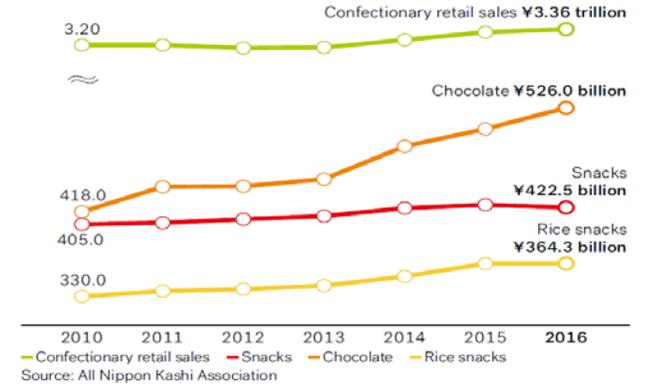
자료: 가루비, 메리츠증권 리서치센터

가루비의 시리얼(그레놀라) 매출액 추이 및 전망



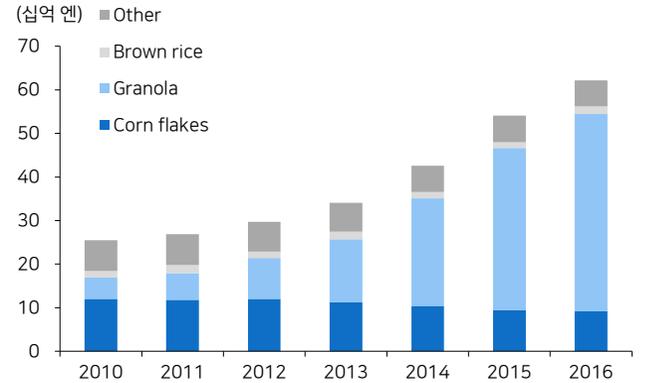
자료: 가루비, 메리츠증권 리서치센터

일본 제과시장은 초콜릿을 제외 시 정체 흐름



자료: 가루비, 메리츠증권 리서치센터

일본의 시리얼 시장(제품군별) 추이



자료: 가루비, 메리츠증권 리서치센터

가루비 (2229 JP): 연간 및 분기별 실적 추이

가루비 연간 실적 추이

(십억엔)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	163.3	179.4	199.9	222.2	246.1	252.4	256.3	272.8
영업이익	12.2	15.8	19.7	24.2	28.1	28.8	29.2	34.1
세전이익	12.9	16.0	20.5	24.2	26.1	27.7	28.3	33.1
순이익	7.1	9.4	12.1	14.1	16.8	18.6	19.1	22.2
성장률 (%YoY)								
매출액	5.0	9.9	11.4	11.1	10.8	2.6	1.5	6.4
영업이익	14.4	28.9	24.9	22.7	16.3	2.5	1.2	16.7
세전이익	55.3	23.6	28.5	17.9	7.9	6.0	2.3	16.8
순이익	66.9	33.0	28.0	16.8	19.0	10.8	2.7	16.4
수익성 (%)								
영업이익률	7.5	8.8	9.9	10.9	11.4	11.4	11.4	12.5
세전이익률	7.9	8.9	10.3	10.9	10.6	11.0	11.1	12.1
순이익률	4.3	5.3	6.0	6.4	6.8	7.4	7.5	8.2
PER (배)	19.2	26.4	26.5	49.3	35.5	27.3	26.5	22.8
PBR (배)	1.8	2.9	3.3	6.3	4.9	4.0	3.6	3.2
EV/EBITDA (배)	6.2	9.9	10.7	21.0	15.3	12.6	12.4	10.9
ROE (%)	9.6	11.1	12.5	13.3	14.4	14.1	13.0	13.6
EPS (엔)	55.1	72.2	91.5	105.8	125.9	139.2	141.7	164.6
BPS (엔)	597.3	664.9	730.2	822.2	905.3	958.7	1,057.9	1,175.9

주: 3월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

가루비 분기별 실적 추이

(십억엔)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	59.8	61.1	64.2	61.0	61.8	61.9	65.3	63.5	56.5	62.7	67.5	69.6
영업이익	6.1	6.7	9.1	6.2	7.1	6.6	8.5	6.6	3.4	7.0	9.7	9.1
세전이익	6.0	6.2	9.2	4.7	6.2	6.4	9.4	5.7	3.5	N/A	N/A	N/A
순이익	3.5	4.2	5.7	3.4	3.8	4.2	6.4	4.2	2.3	4.3	6.6	6.0
성장률 (%YoY)												
매출액	14.5	13.2	10.0	6.0	3.2	1.3	1.7	4.1	-8.5	1.3	3.4	9.7
영업이익	3.9	19.8	16.0	27.6	16.9	-1.3	-6.7	6.1	-52.1	5.4	14.3	37.8
세전이익	2.8	-1.0	18.8	8.0	3.4	2.5	2.4	21.2	-44.3	N/A	N/A	N/A
순이익	3.1	13.2	21.5	46.5	10.1	-0.5	12.0	23.2	-40.3	2.9	2.0	42.9
수익성 (%)												
영업이익률	10.2	11.0	14.2	10.2	11.5	10.7	13.0	10.4	6.0	11.1	14.4	13.1
세전이익률	10.1	10.1	14.3	7.7	10.1	10.3	14.4	9.0	6.1	N/A	N/A	N/A
순이익률	5.8	6.8	8.9	5.6	6.2	6.7	9.8	6.6	4.0	6.8	9.7	8.6

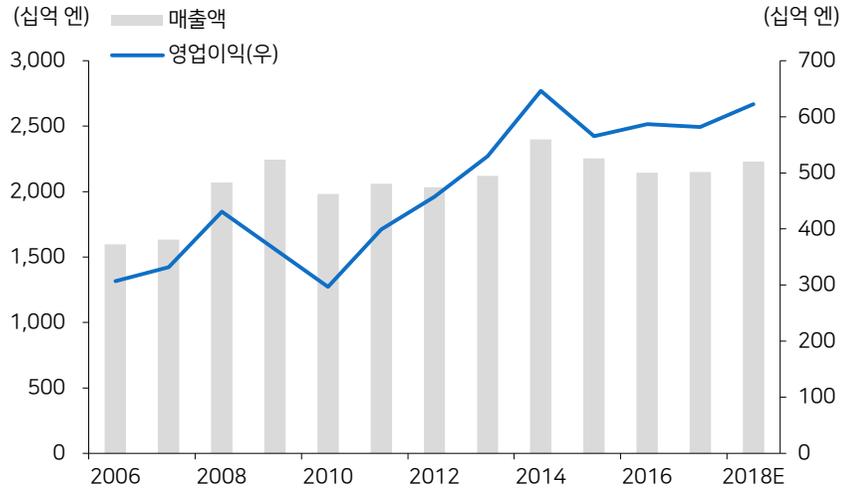
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

JT (2914 JP) - 프롬테크 본격 출시로 고체형 전자담배 시장 대응 기대

고체형 전자담배 시장 비중은 16년 3% 기록, 17년 12% 예상, 2020년 30%까지 성장 전망

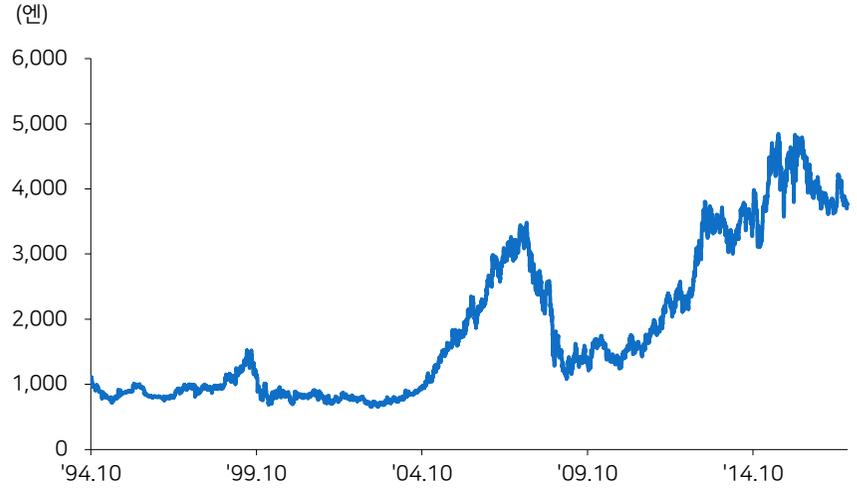
- JT는 담배와 의약품, 음식료품을 판매하는 일본 최대의 담배회사. 담배 매출액 전체의 90%이며 국내 40%, 해외 60%로 구성. 식품과 의약품 비중은 각각 7%, 3%
- 고체형 전자담배 시장비중은 16년 3% 기록, 17년 12% 예상, 2020년 30%까지 성장 전망. 고체형 전자담배 시장에 대응하기 위해 프롬테크 출시. 17.6월 도쿄를 중심으로 정식 판매. 아이코스는 16년 초 정식 판매, 글로는 17.7월 정식 판매 시작
- 고체형 전자담배가 일본에서 유독 성장한 이유는 ① 타 국가와 달리 액체형 전자담배가 법적으로 규제, ② 냄새가 적다는 장점, ③ 신제품을 선호하는 소비자 성향 특성으로 판단

JT 매출액, 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

JT 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

JT (2914 JP) - 프롬테크 본격 출시로 고체형 전자담배 시장 대응 기대

현재는 48억개비 생산 능력
18년말 200억개비
생산능력으로 확대
예상(500억엔 투자로 증설)

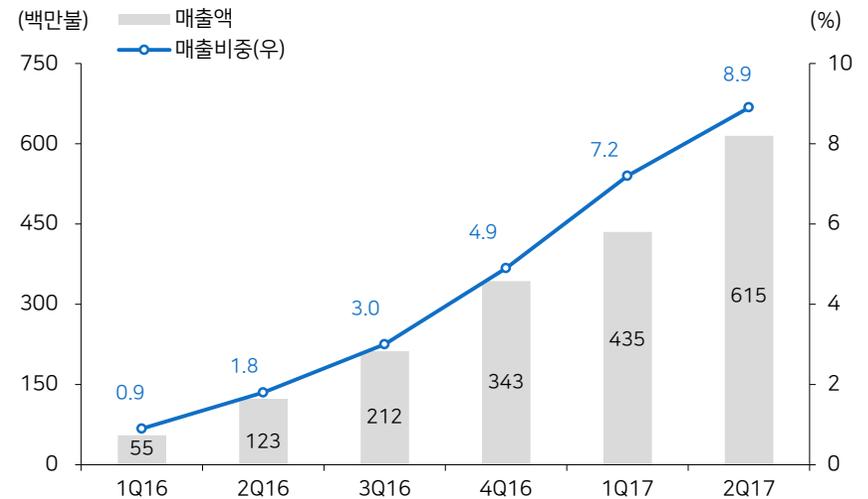
- 프롬테크는 1회 충전으로 1일 사용 가능하며 충전용 캡슐은 한갑에 5개로 일반 담배 한갑의 효용과 유사함(1캡슐 50회 흡연 가능). 충전의 편리성, 연기가 아닌 증기 방식, 0%에 가까운 냄새는 아이코스 대비 장점으로 판단
- 캡슐 생산 부족으로 인해 디바이스 공급을 조절하는 단계(디바이스는 OEM, 캡슐은 자체 생산). 현재는 48억개비 생산 능력. 18년말 200억개비 생산능력으로 확대 예상(500억엔 투자로 증설)

17.6월 JT 고체형 전자담배 프롬테크 정식 출시



자료: JT, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 시장 내 아이코스(히트스틱) 점유율 추이



자료: JT, PMI, 메리츠증권증권 리서치센터

JT (2914 JP): 연간 및 분기별 실적 추이

JT 연간 실적 추이

(십억엔)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	2,059.4	2,033.8	2,120.2	2,399.8	2,252.9	2,143.3	2,149.7	2,228.9
영업이익	399.0	457.1	529.6	646.6	565.2	586.8	581.6	622.7
세전이익	385.2	441.4	509.6	636.2	565.1	578.2	569.1	611.7
순이익	243.3	320.9	343.6	428.0	485.7	421.7	413.9	443.7
성장률 (%YoY)								
매출액	4.0	-1.2	4.2	13.2	-6.1	-4.9	0.3	3.7
영업이익	34.6	14.6	15.8	22.1	-12.6	3.8	-0.9	7.1
세전이익	39.6	14.6	15.5	24.9	-11.2	2.3	-1.6	7.5
순이익	75.7	31.9	7.1	24.6	13.5	-13.2	-1.8	7.2
수익성 (%)								
영업이익률	19.4	22.5	25.0	26.9	25.1	27.4	27.1	27.9
세전이익률	18.7	21.7	24.0	26.5	25.1	27.0	26.5	27.4
순이익률	11.8	15.8	16.2	17.8	21.6	19.7	19.3	19.9
PER (배)	11.8	13.8	16.6	13.8	20.2	16.3	16.2	15.1
PBR (배)	1.9	2.7	3.0	2.4	3.3	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA (배)	6.6	8.0	8.9	7.6	11.0	9.8	11.0	10.4
ROE (%)	10.6	15.0	16.1	17.6	17.7	14.7	13.6	13.6
EPS (엔)	127.1	168.5	181.1	235.5	270.5	235.5	230.4	246.9
BPS (엔)	800.9	858.1	993.7	1,378.6	1,369.1	1,371.4	1,457.9	1,562.5

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

JT 분기별 실적 추이

(십억엔)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E
매출액	374.2	482.6	501.7	498.9	345.9	432.9	501.9	524.7	379.2	558.2	532.4	535.5
영업이익	10.8	36.5	46.3	41.5	12.9	39.9	50.2	38.1	13.6	57.1	56.2	49.4
세전이익	13.6	38.4	47.5	13.3	5.0	42.6	13.5	64.4	5.9	57.8	61.7	50.4
순이익	13.3	26.2	29.5	7.5	2.1	28.6	7.5	45.8	2.8	40.5	37.1	32.2
성장률 (%YoY)												
매출액	-0.2	10.6	3.7	1.7	-7.5	-10.3	0.0	5.2	9.6	28.9	6.1	2.1
영업이익	-29.7	28.9	4.2	3.3	19.4	9.3	8.4	-8.2	5.7	43.2	12.0	29.4
세전이익	63.1	32.7	-22.9	-56.0	-63.1	11.2	-71.5	383.8	17.4	35.5	355.9	-21.7
순이익	410.8	56.2	-15.8	-49.4	-83.9	9.3	-74.7	514.4	29.8	41.7	397.9	-29.6
수익성 (%)												
영업이익률	2.9	7.6	9.2	8.3	3.7	9.2	10.0	7.3	3.6	10.2	10.6	9.2
세전이익률	3.6	7.9	9.5	2.7	1.5	9.9	2.7	12.3	1.6	10.4	11.6	9.4
순이익률	3.6	5.4	5.9	1.5	0.6	6.6	1.5	8.7	0.7	7.3	7.0	6.0

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Buy

적정주가 (12개월)	510,000원
현재주가 (9.15)	350,500원
상승여력	45.5%
KOSPI	2,386.07pt
시가총액	46,154억원
발행주식수	1,317만주
유동주식비율	59.11%
외국인비중	25.67%
52주 최고/최저가	390,500원 / 335,000원
평균거래대금	110.4억원
주요주주(%)	
CJ 외 6인	37.80
국민연금	13.15

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-2.6	-4.8
6개월	0.9	-9.8
12개월	-4.4	-19.9

주가그래프



고성장 시장(HMR, 냉동)의 선점으로 독보적인 가공식품 성장 지속 예상

- 진천 식품통합기지 2020년 목표 매출액은 5,000억원, 영업이익은 560억원
- 주요품목은 햇반, 만두, 조리냉동 등 20년 까지 햇반 20.1%, HMR 26.4%, 조리냉동 12.7%의 CAGR 고성장 예상. 1인 가구, 여성경제인구 증가 등 구조적인 변화와 동행할 전망
- 16년 가공식품 매출액은 2.7조원. 글로벌 비중 14%, 20년 목표 매출 9조원(M&A 3.3조원), 글로벌 비중 47% 목표

3Q17 우호적인 외부환경(원가, 판가)에 수익성 개선 의지가 더해져 영업이익 성장 전환 예상

- 가공은 광고/판촉 축소(매출은 성수기 효과로 성장), 중국 부진 영향 제거
- 소재는 원당/대두 투입가 하락, 셀렉타 인수 반영. 해외바이오는 중국 업체들의 가동률 하락으로 제품 가격 상승
- 사료는 점진적인 회복(베트남 축산 시세 회복, 인도네시아 사료 판가 인상 예상)
- 3Q17 영업이익(대통제외) 9% 성장 예상되며 4Q17~2Q18까지 영업이익 전년도 낮은 베이스 효과 이어질 전망

투자의견 Buy, 적정주가 51만원 유지

- 2Q17 실적은 영업이익 감익이 확대되며 부진했지만, 3Q17 회복의 기대감은 아직 유효. 주가는 재차 박스권 하단수준이며 HMR과 냉동식품을 타겟하는 가공식품 부문은 지속적인 성장 흐름이 가능하다고 판단

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	12,924.5	751.4	189.3	19,035	84.7	216,981	26.7	1.7	10.1	6.2	155.4
2016	14,563.3	843.6	275.9	26,607	39.8	235,302	17.3	1.5	9.6	8.4	160.1
2017E	15,965.9	863.0	324.5	28,874	8.5	247,195	14.2	1.4	9.3	9.3	161.2
2018E	17,082.4	1,051.7	426.7	39,407	36.5	274,187	10.7	1.3	7.9	11.3	150.3
2019E	18,285.3	1,154.1	481.8	45,367	15.1	304,979	9.5	1.1	7.1	11.5	139.6

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	12,924	14,563	15,966	17,082	18,285
매출액증가율 (%)	10.4	12.7	9.6	7.0	7.0
매출원가	10,038	11,275	12,410	13,221	14,152
매출총이익	2,886	3,288	3,556	3,861	4,133
판매비와관리비	2,135	2,444	2,693	2,810	2,979
영업이익	751	844	863	1,052	1,154
영업이익률 (%)	5.8	5.8	5.4	6.2	6.3
금융수익	-263	-212	-161	-171	-171
중속/관계기업관련손익	21	1	40	37	47
기타영업외손익	-145	-104	-194	-170	-170
세전계속사업이익	365	528	549	748	860
법인세비용	111	175	165	225	259
당기순이익	254	354	384	522	601
지배주주지분 손이익	189	276	325	427	482
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	4,019	4,881	5,113	5,865	6,742
현금및현금성자산	530	644	468	895	1,422
매출채권	1,623	2,029	2,224	2,380	2,547
재고자산	1,098	1,280	1,404	1,502	1,608
비유동자산	9,733	10,886	11,164	10,952	10,711
유형자산	6,690	7,281	7,474	7,288	7,065
무형자산	1,737	2,334	2,296	2,207	2,122
투자자산	740	817	895	958	1,025
자산총계	13,751	15,766	16,277	16,816	17,453
유동부채	4,336	4,699	4,731	4,874	5,029
매입채무	849	1,114	1,221	1,307	1,399
단기차입금	1,441	1,801	1,733	1,733	1,733
유동성장기부채	1,148	773	668	648	628
비유동부채	4,030	5,007	5,315	5,225	5,140
사채	2,242	2,899	3,346	3,206	3,066
장기차입금	848	1,155	855	835	815
부채총계	8,366	9,706	10,045	10,098	10,169
자본금	72	72	72	72	72
자본잉여금	923	924	926	926	926
기타포괄이익누계액	109	148	80	80	80
이익잉여금	2,334	2,567	2,820	3,211	3,658
비지배주주지분	2,242	2,651	2,648	2,743	2,862
자본총계	5,385	6,060	6,231	6,718	7,284

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,155	800	961	1,013	1,071
당기순이익(손실)	254	354	384	522	601
유형자산감가상각비	394	437	463	466	453
무형자산감가상각비	89	95	93	89	85
운전자본의 증감	77	-359	-109	-63	-68
투자활동 현금흐름	-693	-1,409	-870	-374	-331
유형자산의 증가(CAPEX)	-673	-845	-716	-300	-250
투자자산의 감소(증가)	-44	-77	-79	-63	-67
재무활동 현금흐름	-364	726	-253	-213	-212
차입금증감	-2,039	9,268	-2,932	-2,672	-2,670
자본의증가	9	2	2	0	0
현금의증가(감소)	94	115	-176	427	527
기초현금	436	530	644	468	895
기말현금	530	644	468	895	1,422
Key Financial Data					
(원,%배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	982,902	1,106,572	1,212,586	1,297,169	1,388,510
EPS(지배주주)	14,136	20,708	24,392	32,145	36,329
CFPS	89,425	99,546	93,584	98,884	106,170
EBITDAPS	93,922	104,471	107,766	121,968	128,495
BPS	216,981	235,302	247,195	274,187	304,979
DPS	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	26.7	17.3	14.2	10.7	9.5
PCR	4.2	3.6	3.7	3.5	3.3
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2
PBR	1.7	1.5	1.4	1.3	1.1
EBITDA	1,235.0	1,374.9	1,418.9	1,606.2	1,692.2
EV/EBITDA	10.1	9.6	9.3	7.9	7.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.2	8.4	9.3	11.3	11.5
EBITDA이익률	9.6	9.4	8.9	9.4	9.3
부채비율	155.4	160.1	161.2	150.3	139.6
금융비용부담률	1.4	1.2	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	4.2	4.7			
매출채권회전율(x)	8.1	8.0	7.5	7.4	7.4
재고자산회전율(x)	11.9	12.2	11.9	11.8	11.8

하이트진로 (000080) 발포주 시장은 여전히 성장 초기국면

Analyst 김정욱 02. 6098-6689
6414@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	30,000원
현재주가 (4.4)	25,300원
상승여력	18.6%
KOSPI	2,386.07pt
시가총액	17,744억원
발행주식수	7,013만주
유동주식비율	43.46%
외국인비중	18.34%
52주 최고/최저가	26,150원 / 19,900원
평균거래대금	55.7억원
주요주주(%)	
하이트진로홀딩스 외 13인	53.82
국민연금	5.04

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	4.8	2.5
6개월	24.3	11.1
12개월	9.8	-8.0

주가그래프



발포주 시장은 여전히 성장 초기국면으로 판단

- 일본은 발포주에 대한 세금 정책 변경으로 맥아비율을 낮춘 제2발포주, 제3발포주, 제3맥주 출시. 일본의 발포주+제3맥주 시장규모는 275만kl(맥주 시장의 49.6%). 95년 출시 이후 10년간 34배 성장
- 국내 발포주 시장 역시 맛보다는 가격에 소구. 차별화된 맛에 의한 초기 과열보다는 가격 경쟁력에 기반한 점진적인 M/S 확대 전망
- 동사의 발포주 판매량 17.5월 12만상자, 6월 30만상자, 7월 80만상자 기록, 8월 100만상자, 9월 120만 상자 예상

3Q17 맥주/소주 전부문 성장 + 비용 감축 효과로 영업이익 고성장 흐름 이어질 전망

- 맥주는 엑스트라 콜드 리뉴얼에 따른 재고정리 효과 완화. 7월말~9월초 OB맥주 파업효과 더해지며 레귤러 맥주 매출액은 전년수준 유지 예상(수량감소 5%, 가격인상 6% 반영). 발포주 매출액 380억원 전망으로 3Q17 맥주부문 10~15% 성장 예상
- 소주는 점유율 51% 상회. 수도권 점유율 유지 및 지방점유율 확대 효과 지속

투자의견 Buy, 적정주가 3만원 유지

- 필라이트의 가격 메리트를 감안한다면 맥주 점유율은 오랜 부진에서 반등 가능성이 있다고 판단. 소주의 양호한 성장 흐름 지속, 맥주의 점유율 상승을 감안 EV/EBITDA 배수로 맥주 9배, 소주 10배 적용

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	1,907.5	134.0	53.3	744	160.0	15,592	31.5	1.5	10.3	4.0	161.2
2016	1,890.2	124.0	38.4	533	-28.4	15,234	39.7	1.4	10.0	2.9	163.3
2017E	1,947.2	101.3	38.9	539	1.5	14,070	47.0	1.8	12.4	3.1	178.2
2018E	1,994.9	164.7	85.4	1,202	119.4	14,477	21.1	1.8	9.4	7.0	176.9
2019E	2,025.3	177.9	95.4	1,345	11.7	15,021	18.9	1.7	8.8	7.7	173.6

하이진로 (000080)

Income Statement					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,907	1,890	1,947	1,995	2,025
매출액증가율 (%)	1.9	-0.9	3.0	2.4	1.5
매출원가	1,087	1,066	1,124	1,141	1,153
매출총이익	820	824	823	854	873
판매비와관리비	686	700	722	689	695
영업이익	134	124	101	165	178
영업이익률 (%)	7.0	6.6	5.2	8.3	8.8
금융수익	-43	-40	-41	-41	-41
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-11	-23	-4	-11	-11
세전계속사업이익	80	61	57	113	126
법인세비용	26	23	18	27	30
당기순이익	53	38	39	85	95
지배주주지분 손이익	53	38	39	85	95
Balance Sheet					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	852	958	980	1,135	1,283
현금및현금성자산	158	159	157	294	429
매출채권	519	508	522	535	542
재고자산	138	130	134	137	139
비유동자산	2,609	2,443	2,367	2,258	2,159
유형자산	2,241	2,104	2,010	1,909	1,817
무형자산	213	205	199	193	187
투자자산	55	56	58	59	60
자산총계	3,460	3,401	3,346	3,393	3,442
유동부채	1,436	1,410	1,514	1,532	1,544
매입채무	156	138	142	145	147
단기차입금	453	466	508	508	508
유동성장기부채	200	180	220	220	220
비유동부채	700	699	630	636	640
사채	469	444	367	367	367
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	2,136	2,109	2,143	2,168	2,184
자본금	369	369	369	369	369
자본잉여금	709	709	709	709	709
기타포괄이익누계액	4	13	11	11	11
이익잉여금	336	294	207	230	262
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	1,325	1,292	1,203	1,226	1,258

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	304	185	102	201	199
당기순이익(손실)	53	38	39	85	95
유형자산감가상각비	110	110	111	103	94
무형자산감가상각비	10	9	7	6	6
운전자본의 증감	54	-41	-126	6	4
투자활동 현금흐름	-78	-86	-43	-2	-1
유형자산의 증가(CAPEX)	-118	-124	-41	0	0
투자자산의 감소(증가)	4	-1	-2	-1	-1
재무활동 현금흐름	-123	-102	-59	-63	-63
차입금증감	-521	-320	218	-320	-320
자본의증가	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	104	0	-1	136	135
기초현금	54	158	159	157	294
기말현금	158	159	157	294	429
Key Financial Data					
(원,%배)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	27,198	26,952	27,764	28,444	28,878
EPS(지배주주)	744	533	540	1,203	1,346
CFPS	4,174	3,843	4,169	3,720	3,763
EBITDAPS	3,621	3,461	3,133	3,909	3,965
BPS	15,592	15,234	14,070	14,477	15,021
DPS	1,000	900	900	900	900
배당수익률(%)	4.3	4.3	3.6	3.6	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	31.5	39.7	47.0	21.1	18.9
PCR	5.6	5.5	6.1	6.8	6.7
PSR	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
PBR	1.5	1.4	1.8	1.8	1.7
EBITDA	253.9	242.7	219.7	274.2	278.1
EV/EBITDA	10.3	10.0	12.4	9.4	8.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	2.9	3.1	7.0	7.7
EBITDA이익률	13.3	12.8	11.3	13.7	13.7
부채비율	161.2	163.3	178.2	176.9	173.6
금융비용부담률	2.4	2.2	2.1	2.0	2.0
이자보상배율(x)	2.9	3.0	2.5	4.0	4.4
매출채권회전율(x)	3.8	3.7	3.8	3.8	3.8
재고자산회전율(x)	13.9	14.1	14.7	14.7	14.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 9월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의
 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 2017년 9월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사의 조사분석 담당자는 2017년 9월 18일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
 (작성자: 양지혜, 김정욱)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투
 자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할
 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를
 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)
	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

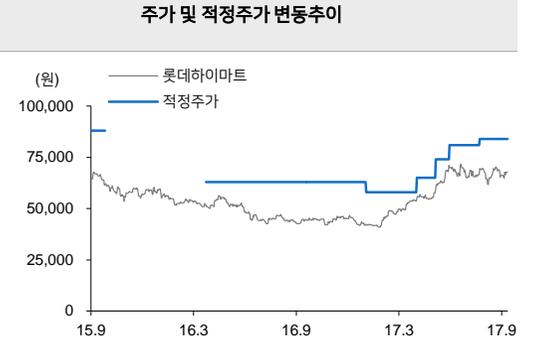
투자 의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0%

2017년 6월 30일 기준으로
 최근 1년간 금융투자상품에
 대하여 공표한 최근일
 투자등급의 비율

롯데하이마트 (071840) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

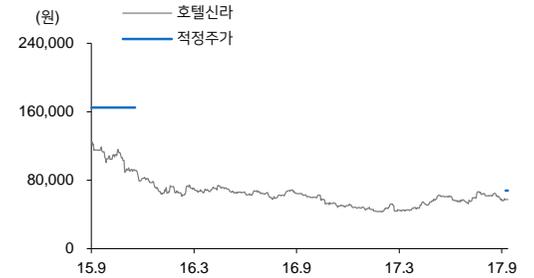
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2015.10.01	산업브리프	Buy	88,000	유주연	-28.0	-35.1
2015.10.13	산업브리프	Buy	88,000	유주연	-34.2	-42.0
				담당자 변경		
2016.04.07	산업분석	Buy	63,000	양지혜	-19.5	-29.8
2016.07.08	기업브리프	Buy	63,000	양지혜	-22.0	-32.3
2016.08.08	기업브리프	Buy	63,000	양지혜	-23.9	-32.4
2016.09.22	기업브리프	Buy	63,000	양지혜	-25.4	-33.3
2016.11.16	기업브리프	Buy	63,000	양지혜	-25.6	-33.3
2016.11.30	산업분석	Buy	63,000	양지혜	-26.2	-33.8
2017.01.13	기업브리프	Buy	58,000	양지혜	-28.0	-29.4
2017.02.10	기업브리프	Buy	58,000	양지혜	-18.3	-29.4
2017.04.12	기업분석	Buy	65,000	양지혜	-14.2	-16.2
2017.05.15	기업브리프	Buy	74,000	양지혜	-13.4	-18.8
2017.06.08	산업분석	Buy	81,000	양지혜	-15.8	-19.6
2017.07.13	기업브리프	Buy	81,000	양지혜	-16.4	-19.6
2017.07.31	기업브리프	Buy	84,000	양지혜	-19.8	-26.4
2017.09.18	산업분석	Buy	84,000	양지혜	-	-



호텔신라 (008770) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2015.11.16	기업브리프	Buy	165,000	김승철	-30.5	-45.9
2015.12.04	산업분석	Buy	165,000	김승철	-46.7	-63.1
				담당자 변경		
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	68,000	양지혜	-	-



LG생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

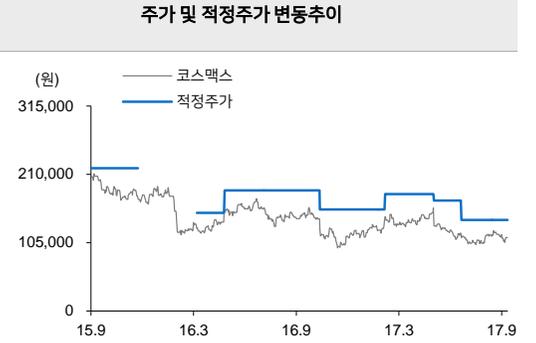
* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.14	산업브리프	Buy	1,100,000	송광수	-19.9	-25.4	
2015.10.30	기업브리프	Buy	1,100,000	송광수	-17.9	-25.4	
2015.11.25	산업분석	Buy	1,100,000	송광수	-16.0	-25.4	
2015.12.10	산업분석	Buy	1,200,000	송광수	-21.0	-32.2	
				담당자 변경			
2016.03.22	산업분석	Buy	1,150,000	양지혜	-16.8	-21.4	
2016.04.07	산업분석	Buy	1,150,000	양지혜	-15.1	-21.4	
2016.04.27	기업브리프	Buy	1,300,000	양지혜	-21.5	-23.2	
2016.05.09	산업브리프	Buy	1,300,000	양지혜	-18.2	-23.2	
2016.07.11	산업브리프	Buy	1,300,000	양지혜	-17.4	-23.2	
2016.07.27	기업브리프	Buy	1,350,000	양지혜	-28.6	-34.0	
2016.10.13	산업분석	Buy	1,100,000	양지혜	-17.8	-23.1	
2016.10.26	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-22.3	-30.9	
2016.11.24	산업분석	Buy	1,100,000	양지혜	-23.4	-32.6	
2017.01.06	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-23.1	-32.6	
2017.01.25	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-23.4	-32.6	
2017.03.23	기업브리프	Trading Buy	960,000	양지혜	-14.6	-19.2	
2017.05.02	기업브리프	Trading Buy	960,000	양지혜	-8.9	-19.2	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-14.8	-20.2	
2017.07.11	기업브리프	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-16.3	-22.9	
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-	-	

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2015.10.14	산업브리프	Hold	219,398	송광수	-12.3	-18.9
2015.11.03	기업브리프	Buy	219,398	송광수	-15.2	-22.4
2015.12.10	산업분석	Buy	219,398	송광수	-22.0	-46.4
				담당자 변경		
2016.03.22	산업분석	Hold	151,141	양지혜	-14.3	-20.6
2016.05.10	기업브리프	Buy	185,270	양지혜	-16.6	-29.7
2016.08.09	기업브리프	Buy	185,270	양지혜	-18.2	-29.7
2016.10.13	산업분석	Buy	185,270	양지혜	-18.5	-29.7
2016.10.24	기업브리프	Trading Buy	156,017	양지혜	-25.5	-29.1
2016.11.04	기업브리프	Buy	156,017	양지혜	-25.4	-35.3
2016.11.24	산업분석	Buy	156,017	양지혜	-26.8	-37.6
2017.01.16	기업브리프	Buy	156,017	양지혜	-24.7	-37.6
2017.02.15	기업브리프	Buy	180,000	양지혜	-23.9	-28.1
2017.04.10	기업브리프	Buy	180,000	양지혜	-22.6	-28.1
2017.05.12	기업브리프	Trading Buy	170,000	양지혜	-27.4	-35.0
2017.06.29	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-23.2	-26.8
2017.08.10	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-20.5	-26.8
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	140,000	양지혜	-	-



CJ제일제당 (097950) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.02	기업브리프	Buy	500,000	송광수	-22.1	-27.6	
2015.10.14	산업브리프	Buy	500,000	송광수	-25.2	-33.2	
				담당자 변경			
2016.04.19	산업분석	Buy	450,000	김정옥	-16.8	-18.9	
2016.05.11	기업브리프	Buy	450,000	김정옥	-14.3	-19.7	
2016.08.08	기업브리프	Buy	450,000	김정옥	-15.7	-24.8	
2016.11.03	기업브리프	Buy	450,000	김정옥	-15.9	-24.8	
2016.11.28	산업분석	Buy	510,000	김정옥	-26.8	-28.3	
2016.11.30	산업분석	Buy	510,000	김정옥	-28.4	-31.8	
2017.02.10	기업브리프	Buy	510,000	김정옥	-29.5	-34.3	
2017.04.18	산업분석	Buy	510,000	김정옥	-29.8	-34.3	
2017.05.12	기업브리프	Buy	510,000	김정옥	-29.5	-34.3	
2017.06.05	산업분석	Buy	510,000	김정옥	-29.4	-34.3	
2017.06.13	기업브리프	Buy	510,000	김정옥	-29.2	-34.3	
2017.07.19	산업분석	Buy	510,000	김정옥	-29.2	-34.3	
2017.08.07	기업브리프	Buy	510,000	김정옥	-29.4	-34.3	
2017.09.18	기업브리프	Buy	510,000	김정옥	-	-	

하이트진로 (000080) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.08	기업브리프	Hold	26,000	송광수	-13.3	-17.7	
2015.10.14	산업브리프	Hold	26,000	송광수	-1.3	-17.7	
				담당자 변경			
2016.04.19	산업분석	Buy	33,000	김정옥	-27.3	-35.5	
2016.10.18	기업브리프	Buy	27,000	김정옥	-22.2	-26.3	
2017.04.18	산업분석	Buy	27,000	김정옥	-21.3	-26.3	
2017.06.05	산업분석	Buy	30,000	김정옥	-22.6	-28.0	
2017.07.19	산업분석	Buy	30,000	김정옥	-20.0	-28.0	
2017.09.17	기업브리프	Buy	30,000	김정옥	-	-	