

2018년 산업 전망
화장품/유통
The Pricing of Everything

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
LG생활건강(051900)	Buy	1,500,000원
호텔신라(008770)	Buy	110,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
아모레퍼시픽(090430)	Trading Buy	340,000원
BGF리테일(027410)	Buy	105,000원
롯데하이마트(071840)	Buy	90,000원
이마트(139480)	Trading Buy	285,000원

2018년 산업 전망

화장품/유통

Overweight / Neutral

The Pricing of Everything



화장품/유통 Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

Contents

Part I	화장품업종 2017년 Review & 2018년 전망	7
Part II	다시 '브랜드'로, 럭셔리이거나 혁신적이거나	21
기업분석	LG생활건강(051900) 화장품 우등생으로 거듭나다	32
	아모레퍼시픽(090430) 중국소비 회복과 편더멘탈 고민 사이	37
Part III	유통업종 2017년 Review & 2018년 전망	43
Part IV	국내 소비 환경의 변화, Q보다는 P에 집중할 시점	57
기업분석	호텔신라(008770) 달라진 위상과 더욱 강력해질 실적 모멘텀	68
	BGF리테일(027410) 우려보다는 양호할 가능성이 높다	72
	롯데하이마트(071840) O2O를 넘어 O4O로 도약	75
	이마트(139480) 온라인 경쟁력으로 오프라인 할인점 한계 극복하기	79

Summary

I

Prologue: 이제 모든 것은 ‘가격’을 중심으로 돈다

- 가격은 시장 경제의 중심축이며 기업이 창출하는 모든 수익 및 이익은 가격 결정이 놓은 직간접적 결과물임
- 저성장과 고령화로 국내 내수 소비에서 Q로 인한 성장은 이미 한계에 다다른 가운데 P에 대한 전략에 따른 수익 극대화 예상
- 가격 결정, 가치가 가장 중요하며 브랜드 역량과 차별화된 제품의 희소성, 그리고 시장 지배력으로 가격 결정력을 갖춘 기업 관심 요망

II

화장품 (Overweight), 다시 ‘브랜드’로, 럭셔리이거나 혁신적이거나

- 2018년 중국 인바운드 소비 회복으로 실적 모멘텀 강화될 전망. 나아가 추가적인 Re-rating 여부는 중국 이외 해외 성과 (지역 다변화)와 새로운 카테고리 확장 및 M&A 등 신규 사업 성과에 따라 결정될 것으로 판단됨
- 디지털 기술의 발전은 더욱더 정교해지는 소비자의 니즈를 이해하고 분석하여 활용하는데 큰 도움이 될 것으로 예상됨. 바이오 기술과 결합된 화장품의 기능적 요소를 감성적으로 전달할 수 있는 브랜드 역량에 따라 업체별 성과는 차별화될 전망
- **Top pick: LG생활건강 (투자의견 Buy, 적정주가 150만원)**

III

유통 (Neutral), 국내 소비 환경의 변화, Q보다는 P에 집중할 시점

- 소비심리 회복과 함께 올림픽 등 스포츠 이벤트가 내수 소비에 긍정적으로 작용하겠지만 가계부채 부담과 함께 지방선거 이전까지 정부 정책 이슈가 지속되면서 주가 상승 여력은 제한적일 것으로 예상됨
- 면세점과 편의점 채널에서 상대적으로 높은 성장이 기대되며 향후 오프라인 기반 유통업체 중 디지털 기반의 커머스 확대 및 비즈니스 모델 혁신을 지속하는 기업들 중심으로 시장은 재편될 전망
- **Top pick: 호텔신라 (투자의견 Buy, 적정주가 11만원)**

메리츠 연간전망 시리즈 6

Part I

2018년 산업 전망

화장품

화장품업종 2017년 Review & 2018년 전망

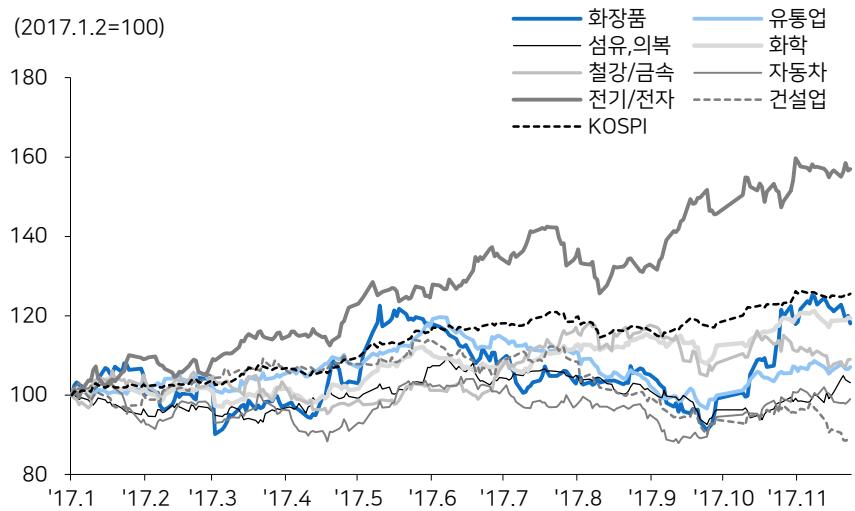
2017년 화장품 업종 Review

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

중국 정부의 사드 보복 조치로
급락 후 정치적 불확실성
완화되면서 주가 반등

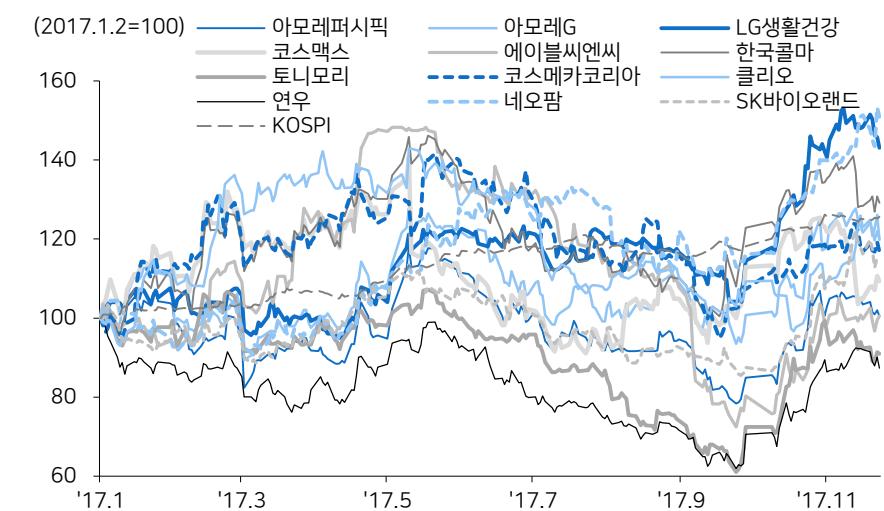
- 중국의 사드 관련 화장품 산업에 대한 압박 (관광상품 규제, 통관절차 강화 등)은 한국이 지난해 말 정치적 공백기에 진입한 이후 더욱 강화되었으며 화장품업종 주가 또한 지속적으로 하락함
- 5월초 신정부 출범과 함께 중국 관련 정치적 불확실성이 완화되면서 화장품업종 주가가 일시적으로 반등하였으나 한중관계가 예상보다 빠르게 개선되지 않는 가운데 2분기부터 중국 인바운드 소비 타격이 심화되면서 주가 하락함
- 10월 중국의 당대회가 마무리되고 중앙정치국 상무위원 선출이 확정되면서 대외정책 또한 변화하기 시작하면서 주가는 다시 빠르게 반등하였음. 결국 중국의 이익을 중심으로 외교정책이 이루어질 것으로 예상되는 가운데 당분간 한중간의 관계 개선 흐름이 지속될 전망

2017년 업종별 지수 추이



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

2017년 화장품 종목별 주가 추이



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

2018년 실적 모멘텀 회복되면서 추가적인 주가 상승 예상

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

중국 소비 관련 실적
반등하면서 무너졌던 글로벌
성장성 회복 예상

- 중국의 사드 보복조치로 중국 인바운드 소비가 급감하면서 주요 화장품 업체들의 실적이 크게 부진한 가운데 10월 이후 중국과의 관계 회복 기대감이 선반영되면서 단기적인 밸류에이션 부담 상승
- 향후 실질적인 실적 개선 여부에 따른 추가적인 주가 상승이 예상됨. 4분기까지 부진한 실적은 불가피할 전망이며 중국인 관광객 소비가 본격적으로 회복될 것으로 예상되는 2018년 1분기 이후 전반적인 화장품 업종 모멘텀 전환 가능성을 염두해 두고 점차 관심을 높여갈 필요가 있겠음

화장품업종 시장 평균 PER 대비 프리미엄 주이



자료: Datastream, 메리츠종금증권 리서치센터

대형화장품 vs. 중소형 화장품 투자전략

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

실적 모멘텀이 강하고
밸류에이션이 부담이 크지
않은 종목들에 집중

- 2014년부터 2015년까지 중국 로컬 고객사들의 높은 성장과 국내 신채널 성장에 대한 수혜로 화장품 OEM/ODM을 비롯한 중소형 화장품 회사들 주가에 높은 프리미엄이 적용되었음. 2016년부터 수익성 하락 및 현금 흐름에 대한 우려감이 확대됨. 특히 중저가 화장품 시장은 중국 인바운드 소비 타격과 함께 평균 가격의 하락이 부정적인 영향을 주고 있음
- 중소형 화장품의 경우 대형 브랜드업체 대비 실적 안정성과 수익성 회복 여부 관건. 새로운 화장품 성장 패러다임 (코스메슈티컬 등)에 부합하면서 실적 모멘텀이 강하고 밸류에이션이 부담이 크지 않은 종목들을 중심으로 접근할 필요가 있겠음

대형화장품 vs. 중소형화장품, 시장 평균 PER 대비 프리미엄 추이



자료: Datastream, 메리츠종금증권 리서치센터

아모레퍼시픽 vs. LG생활건강 시장 평균 PER 대비 프리미엄 추이



자료: Datastream, 메리츠종금증권 리서치센터

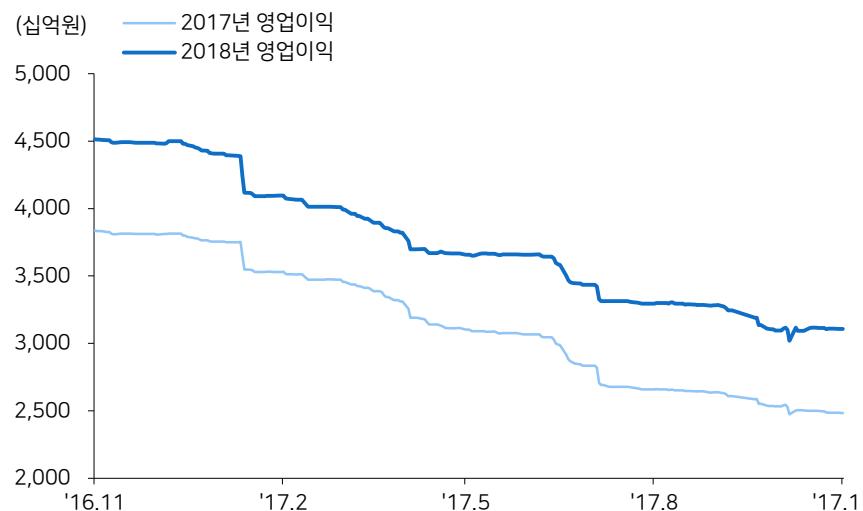
4분기까지 부진, 2018년 실적 추정치 상향 반전 전망

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

2017년 상반기 대비 하반기 추정치 하향 속도 둔화됨

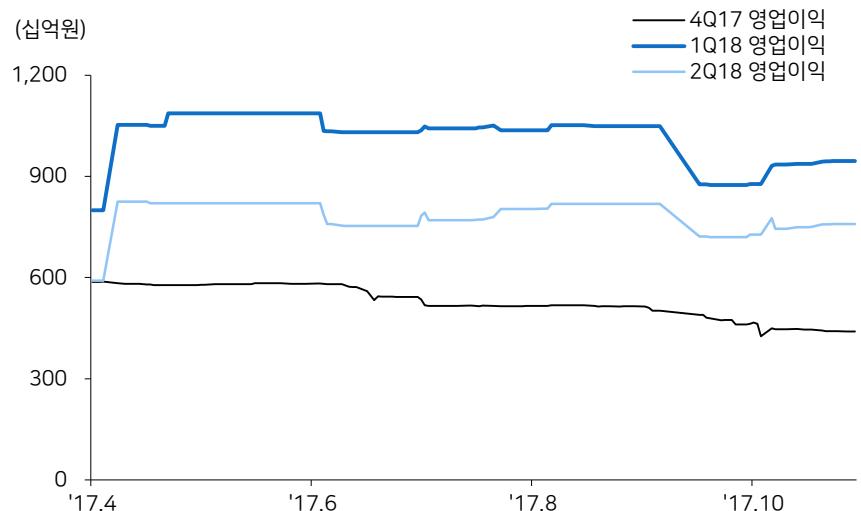
- 화장품업종의 시장 컨센서스는 중국의 사드보복 조치가 시행된 2016년 3분기부터 지속적인 하향세. 그러나 2017년 상반기 대비 하반기 추정치 하향 속도는 둔화되고 있음
- 4분기 또한 중국인 관광객 급감에 따른 부진한 실적이 예상됨, 다만 2018년 춘절과 평창 동계올림픽을 기점으로 중국인 관광객 유입이 정상화되는 가운데 2분기부터 크게 낮은 기저를 바탕으로 추정치 상향 반전을 모색할 전망

화장품업종 연간 영업이익 컨센서스



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

화장품업종 분기별 영업이익 컨센서스



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

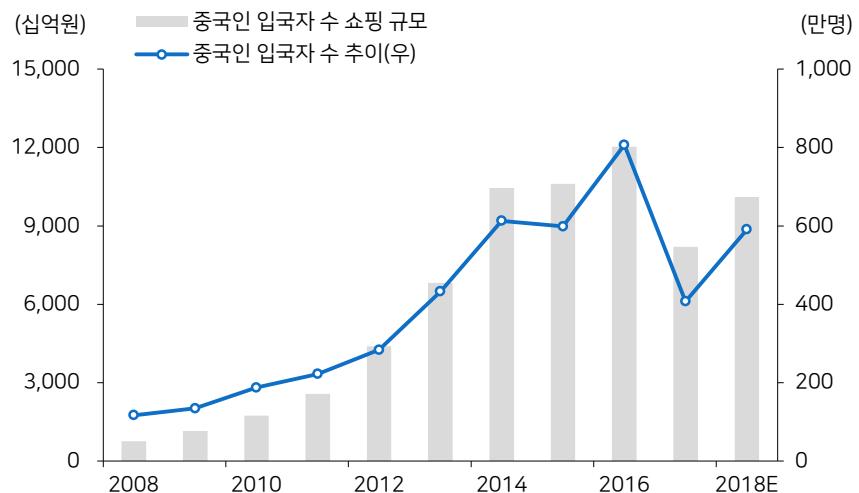
2018년 화장품 업종 전망

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

실적 방향의 핵심은 중국,
밸류에이션 확장의 가능성은
지역 다양화와 신규 사업 성과

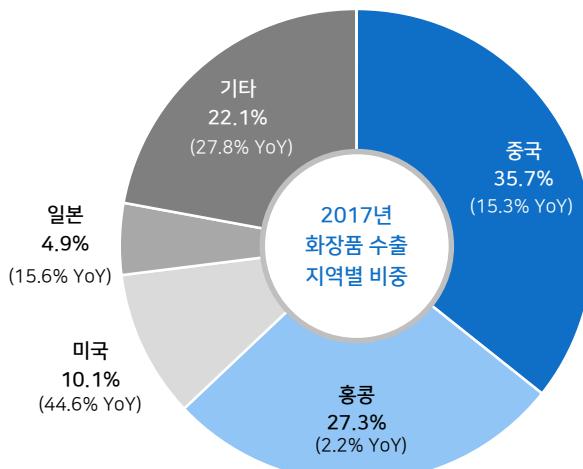
- 2018년 EPS 추정치 상향 여부는 국내 인바운드 소비와 중국 현지법인 실적이 관건임. 2017년 일부 한국 브랜드 부진은 사드보다는 유통 채널과 비즈니스 모델 이슈라고 판단됨. 결국 소비자들이 원하는 혁신적인 제품이 중요하며 한국 브랜드들은 트렌디한 카테고리에서 여전히 강자임
- 중장기 화장품업종의 밸류에이션 Re-rating은 중국 이외 해외 성과에 따라 결정될 전망. 아직은 미미하지만 동남아 및 미국, 유럽 지역에서의 한국 화장품 점유율의 꾸준한 상승이 예상됨. 또한 새로운 카테고리 확장이나 M&A 등 신규 사업 성과도 기대

중국인 입국자 수 및 화장품 포함 전체 입국자 쇼핑 규모 추정



자료: 한국관광공사 설문조사 바탕으로 메리츠종금증권 리서치센터 추정

2017년 화장품 수출 지역별 비중



주: 10월 누적, 기초+색조 화장품 기준
자료: 한국무역협회, 메리츠종금증권 리서치센터

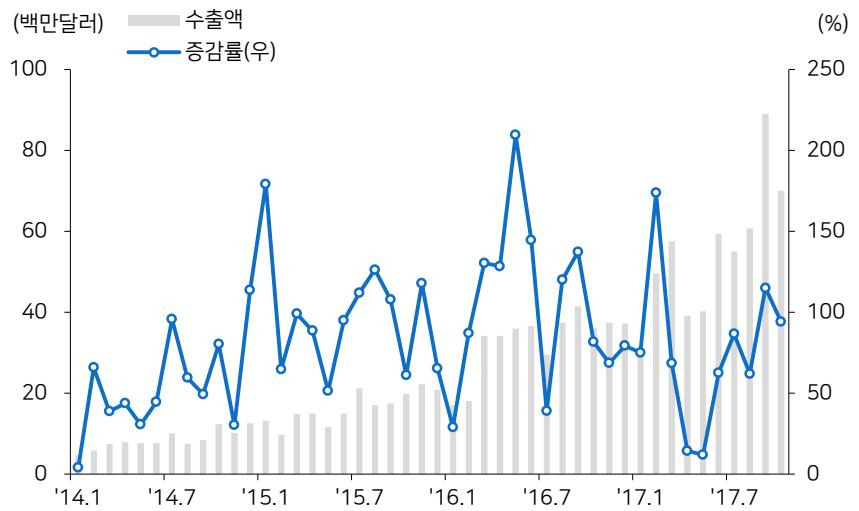
2018년 주목할 만한 해외 수출 카테고리

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

마스크팩과 색조화장품에 대한 지속적인 관심 유효

- 화장품 수출에서 '마스크팩'과 색조화장품 중 '립' 관련 카테고리의 성장세가 두드러지고 있음
- 미주 지역에서는 한국의 스킨케어 제품에 대한 니즈가 증가하고 있으며 식물, 꽃, 과일을 원료로 한 자연주의 천연 화장품이 인기를 끌고 있음. 중국 등 아시아 지역에서는 합리적인 가격에 독특한 제형과 차별화된 컨셉의 색조 화장품이 크게 성장함
- 2017년 10월까지 전체 마스크팩 수출액은 전년대비 71.8% 증가하였으며 특히 중국 (90% YoY)과 미국(94.7% YoY)에서의 성장세가 뚜렷함. 전체 입술화장품 수출액은 전년대비 45.7% 증가하였으며 일본(121.3% YoY)에서의 성장세가 눈에 띤다

마스크팩 수출액 및 증감률 추이



자료: 한국무역협회, 메리츠종금증권 리서치센터

입술화장품 수출액 및 증감률 추이



자료: 한국무역협회, 메리츠종금증권 리서치센터

국내 화장품 기업 Peer

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

	아모레퍼시픽	아모레G	LG생활건강	코스맥스	한국콜마	네오팜
Ticker	090430 KS	002790 KS	051900 KS	192820 KS	161890 KS	092730 KS
현재주가 (11/23) 시가총액 절대수익률 (%)	(원) (십억원)	311,500 18,210	149,500 12,328	1,191,000 18,601	124,500 1,251	80,700 1,703 38,400 287
1M 3M 6M 1Y YTD		10.9 11.1 (11.1) (5.2) (3.1)	16.3 16.8 (0.7) 17.3 12.4	12.2 25.1 21.3 55.9 39.0	(7.1) 6.9 (3.5) 23.3 4.2	1.8 21.0 (8.8) 24.2 22.6
초과수익률 (%)		9.0 3.8 (20.9) (32.8) (28.3)	14.5 9.6 (10.4) (10.4) (12.8)	10.3 17.9 11.5 28.3 13.8	(9.0) (0.4) (13.2) (4.4) (21.0)	(0.1) 13.8 (18.6) (3.5) (2.6)
PER (X)		30.2 44.0 36.3	31.3 49.8 43.3	24.2 29.0 25.5	31.8 41.2 30.1	26.2 31.0 26.9
PBR (X)		5.7 5.1 4.6	5.7 5.8 5.2	6.0 6.9 5.8	5.8 3.6 3.3	6.1 6.1 5.0
ROE (%)		17.7 10.6 11.7	12.8 8.5 9.1	24.9 23.6 22.5	22.5 10.8 11.2	21.6 18.7 18.2
매출액성장률 (%)		18.4 (8.1) 8.2	18.3 (8.5) 6.4	14.4 2.8 8.9	41.9 20.3 21.2	24.6 24.6 14.8
영업이익성장률 (%)		9.7 (30.3) 14.3	18.5 (32.3) 11.5	28.8 5.7 11.8	46.4 (14.8) 32.9	20.9 2.9 13.7
순이익성장률 (%)		10.4 (33.4) 21.1	20.4 (32.2) 13.9	23.1 15.7 13.9	66.5 (12.6) 36.6	16.9 4.3 15.1
영업이익률 (%)		15.0 11.4 12.0	16.2 12.0 12.6	14.5 14.9 15.3	7.0 4.9 5.4	11.0 9.1 9.0
순이익률 (%)		11.4 8.3 9.3	12.1 9.0 9.6	9.5 10.7 11.2	4.2 3.0 3.4	8.0 6.7 6.7

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 14

글로벌 화장품 기업 Peer

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

	L'OREAL	LVMH	ESTEE LAUDER	ULTA	SHISEIDO	KOSE	SHANGHAI JAHWA
Ticker	OR FP 프랑스	MC FP 프랑스	EL US 미국	ULTA US 미국	4911 JP 일본	4922 JP 일본	600315 CH 중국
국가							
현재주가 (11/22)	(달러)	220	296	126	210	47	150
시가총액	(백만달러)	123,086	149,916	46,214	12,898	18,766	9,072
절대수익률 (%)							
1M	0.8	5.9	15.3	2.5	8.8	13.4	2.2
3M	6.9	16.0	18.2	(10.4)	16.0	29.1	19.4
6M	(0.1)	9.9	36.8	(28.6)	49.9	42.6	27.8
1Y	19.5	52.7	63.7	(16.4)	78.7	79.3	36.0
YTD	9.8	40.5	65.9	(17.6)	78.9	72.7	38.5
초과수익률 (%p)							
1M	(0.3)	4.8	14.2	1.4	7.6	12.3	1.1
3M	(0.7)	8.4	10.7	(17.9)	8.5	21.5	11.8
6M	(10.3)	(0.3)	26.6	(38.8)	39.7	32.3	17.6
1Y	(1.2)	32.1	43.1	(37.0)	58.0	58.7	15.3
YTD	(8.4)	22.3	47.7	(35.8)	60.7	54.5	20.3
PER (X)							
2016	31.2	22.9	28.0	36.1	36.8	33.5	84.7
2017E	27.9	25.8	30.1	25.1	321.1	35.1	64.5
2018E	26.4	23.3	27.1	21.3	44.4	31.4	46.2
PBR (X)							
2016	4.0	3.5	9.4	8.0	3.0	4.2	3.5
2017E	4.1	4.3	9.4	7.3	5.2	5.3	4.5
2018E	3.8	4.0	8.4	5.9	4.8	4.7	4.2
ROE (%)							
2016	12.9	15.7	30.9	23.8	8.2	13.0	3.9
2017E	14.8	15.6	33.4	26.1	8.0	14.6	5.3
2018E	14.7	17.7	33.4	31.0	0.4	16.1	7.3
매출액성장률 (%)							
2016	2.0	5.1	4.5	21.1	10.3	6.8	(14.0)
2017E	7.6	19.9	16.4	49.8	11.2	29.8	6.3
2018E	3.6	5.9	6.5	14.3	4.5	8.2	12.6
영업이익성장률 (%)							
2016	(7.2)	7.6	21.6	23.4	34.3	39.5	(76.6)
2017E	26.0	25.8	(83.8)	60.5	69.0	42.6	146.5
2018E	4.1	10.1	10.7	18.3	18.7	12.3	43.4
순이익성장률 (%)							
2016	(6.1)	11.1	2.4	24.5	(3.8)	41.1	(90.8)
2017E	26.5	32.2	32.7	62.6	(80.9)	54.9	86.7
2018E	5.9	11.8	14.5	16.0	646.7	12.1	37.9
영업이익률 (%)							
2016	15.3	18.4	119.3	12.9	4.3	14.2	3.5
2017E	18.0	19.3	16.7	13.8	6.6	15.6	8.1
2018E	18.1	20.0	17.3	14.3	7.5	16.2	10.3
순이익률 (%)							
2016	12.0	10.6	9.9	8.2	3.8	7.7	4.1
2017E	14.1	11.7	11.3	8.9	0.6	9.2	7.2
2018E	14.4	12.3	12.1	9.0	4.6	9.5	8.8

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 15

주요 글로벌 화장품 기업, 최근 주가동향

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

L'oreal



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Estee Lauder



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

LVMH



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

SHISEIDO



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Appendix. L'Oréal (OR FP) 연간 및 분기별 실적 추이

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

L'Oréal 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	28,884.2	29,387.9	29,933.5	28,035.9	28,597.4	30,768.8	31,872.1	33,233.1
영업이익	4,774.8	4,769.3	4,714.3	4,724.2	4,385.1	5,525.1	5,753.5	6,150.1
세전이익	4,983.9	5,217.6	5,168.4	5,014.4	4,785.2	5,813.8	6,099.2	6,550.2
순이익 (조정)	3,687.5	4,140.6	4,151.9	3,873.7	4,036.8	4,412.5	4,667.8	5,013.7
성장률 (%YoY)								
매출액	2.0	1.7	1.9	-6.3	2.0	7.6	3.6	4.3
영업이익	6.4	-0.1	-1.2	0.2	-7.2	26.0	4.1	6.9
세전이익	3.2	4.7	-0.9	-3.0	-4.6	21.5	4.9	7.4
순이익	2.6	12.3	0.3	-6.7	4.2	9.3	5.8	7.4
수익성 (%)								
영업이익률	16.5	16.2	15.7	16.9	15.3	18.0	18.1	18.5
세전이익률	17.3	17.8	17.3	17.9	16.7	18.9	19.1	19.7
순이익률	12.8	14.1	13.9	13.8	14.1	14.3	14.6	15.1
PER (배)	21.9	26.5	29.1	26.2	31.2	27.9	26.4	24.7
PBR (배)	3.0	3.4	3.8	3.7	4.0	4.1	3.8	3.5
EV/EBITDA (배)	12.0	15.0	15.6	14.8	16.3	18.2	17.4	16.3
ROE (%)	14.9	13.6	22.9	15.1	12.9	14.7	14.5	14.1
EPS (달러)	6.2	6.8	7.1	6.9	7.2	7.9	8.3	8.9
BPS (달러)	46.1	52.0	44.1	45.8	46.1	45.7	49.5	53.4

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

L'Oréal 분기별 실적 추이

(백만달러)	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17E	2H17E	1H18E	2H18E
매출액	15,319.5	14,617.2	14,313.5	13,726.8	13,951.8	14,201.0	14,526.7	14,870.9	15,797.2	15,397.8
영업이익	2,669.9	2,060.6	2,567.4	2,159.4	2,124.1	2,365.3	2,580.2	2,565.4	3,008.2	2,747.7
세전이익	3,158.6	2,041.7	2,905.6	2,113.6	2,471.8	2,341.4	3,004.9	2,518.2	3,416.3	2,732.6
순이익	2,431.4	1,739.8	2,185.5	1,691.2	2,260.9	1,779.9	2,367.5	1,862.7	N/A	N/A
성장률 (%YoY)										
매출액	2.9	0.9	-6.6	-6.1	-2.5	3.5	4.1	4.7	8.7	3.5
영업이익	2.1	-4.0	-3.8	4.8	-17.3	9.5	21.5	8.5	16.6	7.1
세전이익	4.0	-5.9	-8.0	3.5	-14.9	10.8	21.6	7.6	13.7	8.5
순이익	8.3	-8.0	-10.1	-2.8	3.5	5.2	4.7	4.7	N/A	N/A
수익성 (%)										
영업이익률	17.4	14.1	17.9	15.7	15.2	16.7	17.8	17.3	19.0	17.8
세전이익률	20.6	14.0	20.3	15.4	17.7	16.5	20.7	16.9	21.6	17.7
순이익률	15.9	11.9	15.3	12.3	16.2	12.5	16.3	12.5	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 17

Appendix. LVMH (MCFP) 연간 및 분기별 실적 추이

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

LVMH 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	36,136.9	38,542.4	40,702.2	39,587.3	41,616.9	49,885.3	52,804.3	55,998.9
영업이익	7,379.6	7,864.9	7,221.7	7,100.7	7,638.3	9,586.5	10,551.8	11,477.5
세전이익	7,361.6	7,571.4	11,130.1	6,626.8	7,163.4	9,373.8	10,224.4	11,082.8
순이익	4,402.8	4,564.1	7,503.3	3,966.1	4,406.3	5,822.2	6,414.7	6,955.5
성장률 (%YoY)								
매출액	9.7	6.7	5.6	-2.7	5.1	19.9	5.9	6.0
영업이익	2.8	6.6	-8.2	-1.7	7.6	25.5	10.1	8.8
세전이익	7.6	2.8	47.0	-40.5	8.1	30.9	9.1	8.4
순이익	3.2	3.7	64.4	-47.1	11.1	32.1	10.2	8.4
수익성 (%)								
영업이익률	20.4	20.4	17.7	17.9	18.4	19.2	20.0	20.5
세전이익률	20.4	19.6	27.3	16.7	17.2	18.8	19.4	19.8
순이익률 (조정)	12.2	11.8	18.4	10.0	10.6	11.7	12.1	12.4
PER (배)	20.2	19.3	11.7	20.4	22.9	25.5	23.1	21.4
PBR (배)	2.8	2.5	3.0	3.0	3.5	4.3	4.0	3.6
EV/EBITDA (배)	9.8	8.9	9.8	9.2	10.5	12.9	11.8	11.0
ROE (%)	14.6	13.4	23.2	15.5	15.7	17.7	17.9	17.5
EPS (달러)	8.7	9.0	14.8	7.8	8.7	11.5	12.7	13.7
BPS (달러)	64.5	74.1	52.5	52.6	55.4	57.9	63.1	68.5

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

LVMH 분기별 실적 추이

(백만달러)	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17E	2H17E	1H18E	2H18E
매출액	19,205.3	21,401.8	18,654.9	20,920.4	19,190.5	22,396.8	21,352.6	25,942.0	24,725.5	28,220.0
영업이익	3,468.4	3,740.1	3,231.4	3,865.8	3,254.6	4,373.6	3,839.7	5,252.1	N/A	N/A
세전이익	3,395.8	7,594.7	2,938.9	3,683.7	3,073.7	4,080.6	3,823.4	5,194.0	N/A	N/A
순이익	2,068.7	5,327.0	1,764.2	2,199.4	1,938.0	2,463.5	2,295.1	3,224.9	N/A	N/A
성장률 (%YoY)										
매출액	7.3	3.6	-2.9	-2.2	2.9	7.1	11.3	15.8	15.8	8.8
영업이익	-7.4	-14.1	-6.8	3.4	0.7	13.1	18.0	20.1	N/A	N/A
세전이익	-0.5	82.3	-13.5	-51.5	4.6	10.8	24.4	27.3	N/A	N/A
순이익	-0.1	113.3	-14.7	-58.7	9.9	12.0	18.4	30.9	N/A	N/A
수익성 (%)										
영업이익률	18.1	17.5	17.3	18.5	17.0	19.5	18.0	20.2	N/A	N/A
세전이익률	17.7	35.5	15.8	17.6	16.0	18.2	17.9	20.0	N/A	N/A
순이익률	10.8	24.9	9.5	10.5	10.1	11.0	10.7	12.4	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 18

Appendix. Estée Lauder (EL US) 연간 및 분기별 실적 추이

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

Estee Lauder 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	9,713.6	10,181.7	10,968.8	10,780.0	11,262.0	11,824.0	13,110.1	13,965.3
영업이익	1,311.7	1,526.0	1,827.6	1,606.0	1,610.0	1,692.0	2,183.6	2,417.8
세전이익	1,261.1	1,475.2	1,776.8	1,561.0	1,555.0	1,617.0	2,094.4	2,324.4
순이익 (조정)	901.0	1,043.7	1,240.6	1,176.1	1,205.9	1,296.0	1,553.7	1,707.7
성장률 (%YoY)								
매출액	10.3	4.8	7.7	-1.7	4.5	5.0	10.9	6.5
영업이익	20.4	16.3	19.8	-12.1	0.2	5.1	29.1	10.7
세전이익	23.0	17.0	20.4	-12.1	-0.4	4.0	29.5	11.0
순이익 (조정)	21.3	15.8	18.9	-5.2	2.5	7.5	19.9	9.9
수익성 (%)								
영업이익률	13.5	15.0	16.7	14.9	14.3	14.3	16.7	17.3
세전이익률	13.0	14.5	16.2	14.5	13.8	13.7	16.0	16.6
순이익률 (조정)	9.3	10.3	11.3	10.9	10.7	11.0	11.9	12.2
PER (배)	23.4	23.0	23.4	30.3	28.8	25.9	30.1	27.1
PBR (배)	7.7	7.8	7.4	8.9	9.4	8.1	9.4	8.4
EV/EBITDA (배)	13.1	13.6	12.7	16.2	17.0	17.2	17.9	16.3
ROE (%)	32.0	33.9	33.7	29.0	30.9	31.4	33.4	35.4
EPS (달러)	2.3	2.6	3.2	3.1	3.2	3.5	4.2	4.6
BPS (달러)	7.0	8.5	10.1	9.7	9.7	11.9	13.3	14.9

주: 6월 결산기준

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Estee Lauder 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	2,657.0	2,646.0	2,865.0	3,208.0	2,857.0	2,894.0	3,274.0	3,666.3	3,102.0	3,085.7	3,437.1	3,852.6
영업이익	384.0	143.0	418.0	617.0	427.0	230.0	568.0	757.2	529.8	310.8	641.8	820.2
세전이익	370.0	130.0	403.0	600.0	407.0	207.0	549.0	736.2	500.3	286.1	622.5	808.0
순이익	274.9	163.1	314.0	454.0	340.0	190.0	454.0	531.3	363.8	205.9	465.9	585.0
성장률 (%YoY)												
매출액	3.0	4.8	1.1	2.7	7.5	9.4	14.3	14.3	8.6	6.6	5.0	5.1
영업이익	-3.3	-37.4	-7.8	-2.1	11.2	60.8	35.9	22.7	24.1	35.1	13.0	8.3
세전이익	-3.9	-40.7	-8.2	-2.6	10.0	59.2	36.2	22.7	22.9	38.2	13.4	9.7
순이익	-0.9	6.6	1.5	-1.0	23.7	16.5	44.6	17.0	7.0	8.4	2.6	10.1
수익성 (%)												
영업이익률	14.5	5.4	14.6	19.2	14.9	7.9	17.3	20.7	17.1	10.1	18.7	21.3
세전이익률	13.9	4.9	14.1	18.7	14.2	7.2	16.8	20.1	16.1	9.3	18.1	21.0
순이익률	10.3	6.2	11.0	14.2	11.9	6.6	13.9	14.5	11.7	6.7	13.6	15.2

주: 6월 결산기준

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Appendix. Shiseido (4911 JP) 연간 및 분기별 실적 추이

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

Shiseido 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	8,648.4	8,202.0	7,609.3	7,109.7	7,839.9	8,715.8	9,105.9	9,665.7
영업이익	496.0	315.2	495.7	252.4	339.1	573.1	680.1	811.2
세전이익	493.6	-78.0	503.5	448.3	459.8	189.7	684.4	809.3
순이익 (조정)	184.0	-177.7	261.1	307.8	296.0	79.1	424.6	519.6
성장률 (%YoY)								
매출액	10.2	-5.2	-7.2	-6.6	10.3	11.2	4.5	6.1
영업이익	-4.7	-36.4	57.3	-49.1	34.3	69.0	18.7	19.3
세전이익	47.0	-115.8	-745.9	-11.0	2.6	-58.7	260.8	18.2
순이익 (조정)	22.9	-196.6	-246.9	17.9	-3.8	-73.3	436.9	22.4
수익성 (%)								
영업이익률	5.7	3.8	6.5	3.6	4.3	6.6	7.5	8.4
세전이익률	5.7	-1.0	6.6	6.3	5.9	2.2	7.5	8.4
순이익률 (조정)	2.1	-2.2	3.4	4.3	3.8	0.9	4.7	5.4
PER (배)	39.2	N/A	27.7	25.3	36.8	322.6	44.6	36.2
PBR (배)	2.0	1.8	2.1	2.2	3.0	5.2	4.8	4.4
EV/EBITDA (배)	8.9	10.0	8.8	13.0	16.4	19.1	17.4	15.5
ROE (%)	4.8	-5.1	8.3	9.3	8.2	0.4	11.3	11.9
EPS (달러)	0.5	-0.4	0.7	0.8	0.7	0.1	1.1	1.3
BPS (달러)	8.9	7.7	8.3	8.1	8.5	1,020.6	1,106.6	1,209.8

주: 2015년까지 3월 결산, 2016년부터 12월 결산 기준

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Shiseido 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	1,851.8	1,844.6	2,056.4	2,082.0	2,046.7	2,156.8	2,335.1	2,238.2	2,342.6	2,342.6	2,342.6	2,475.3
영업이익	191.8	-19.9	183.7	-17.9	212.5	94.8	324.3	-44.6	N/A	N/A	N/A	N/A
세전이익	342.0	-39.9	185.5	-38.4	206.7	63.9	-314.9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
순이익	237.1	-26.0	123.9	-46.4	123.3	43.3	-322.3	158.7	N/A	N/A	N/A	N/A
성장률 (%YoY)												
매출액	-0.6	-2.8	23.7	11.8	10.5	16.9	13.6	7.5	14.5	8.6	0.3	10.6
영업이익	159.6	적전	166.6	적전	10.8	-576.6	76.6	149.2	N/A	N/A	N/A	N/A
세전이익	384.0	적전	159.4	적전	-39.6	-260.3	-269.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
순이익	383.3	적전	344.1	적전	-48.0	-266.3	-360.2	-442.0	N/A	N/A	N/A	N/A
수익성 (%)												
영업이익률	10.4	-1.1	8.9	-0.9	10.4	4.4	13.9	-2.0	N/A	N/A	N/A	N/A
세전이익률	18.5	-2.2	9.0	-1.8	10.1	3.0	-13.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
순이익률	12.8	-1.4	6.0	-2.2	6.0	2.0	-13.8	7.1	N/A	N/A	N/A	N/A

주: 2015년까지 3월 결산, 2016년부터 12월 결산 기준

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

메리츠 연간전망 시리즈 6

Part II

2018년 산업 전망

화장품

다시 ‘브랜드’로, 럭셔리이거나 혁신적이거나

럭셔리 브랜드, 혁신으로 독보적 가치 극대화

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

럭셔리 브랜드, 온라인으로 인한 대중화와 가격 파괴 현상 극복

- 2017년 밀레니얼 세대를 적극적으로 공략한 최고급 명품 브랜드 기업들의 주가 상승이 두드러짐
- 온라인 쇼핑이 확산되면서 명품 브랜드의 배타성과 이를 입증하는 가격 (P)이 무너질 것으로 예상했지만, 오히려 럭셔리 명품 브랜드의 핵심 가치인 희소성을 디지털 혁신과 서비스 강화로 극대화하는데 성공하였음
- 특히 차별화된 온라인 마케팅과 럭셔리 체험 프로그램 등을 통해 대외적으로 공표하는 '표면가격'이 아니라 숨겨져 있지만 실제 이익으로 직결되는 '이면가격'을 극대화하여 온라인화로 나타나는 가격파괴 현상을 극복했다는 점에 큰 의미가 있겠음

5대 명품 그룹

그룹 이름	보유 브랜드	명품 판매액 (2015년, 달러)
루이비통 모에헤네시	루이비통, 펜디, 불가리, 도나카란, 마크제이콥스, 태그호이어	224억
리치몬드	까르띠에, 몽블랑, IWC, 피아제, 끌로에	122억
에스티로더	에스티로더, MAC, 아베다, 조말론	112억
룩소티카	레이밴, 오클리, 보그아이웨어	98억
케링	구찌, 보테가베네타, 생로랑, 발렌시아가	87억

자료: 이코노미조선, 딜로이트, 메리츠종금증권 리서치센터

표면가격과 이면가격, 럭셔리 브랜드의 가치로 이면가격 극대화



자료: 이익의 90%는 가격 결정이 좌우한다 (니시다 준세이), 메리츠종금증권 리서치센터

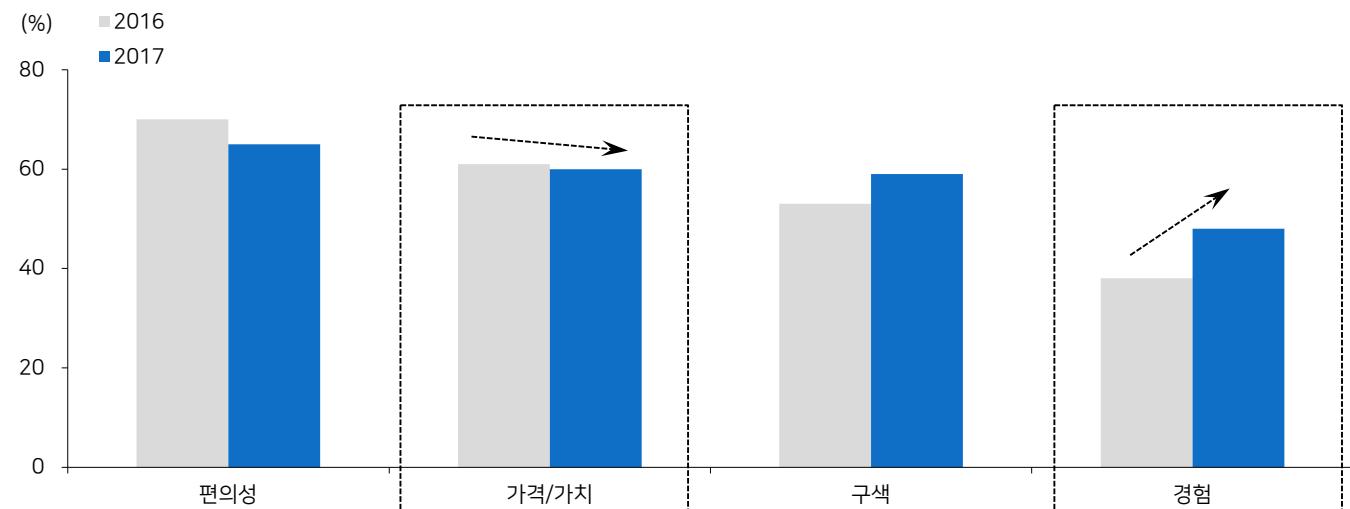
‘가격’만큼 ‘경험’을 중요 가치로 생각하는 추세로 변화

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

과거대비 온라인 소비에서 경험에 대한 중요도 증가 추세

- 온라인 쇼핑에 대한 소비자들의 인식에서 편의점과 가격이 여전히 중요하기는 하지만 경험과 카테고리 구색에 대한 중요도가 증가하고 있음
- 글로벌 명품 시장의 트렌드 또한 재화 (상품)가 아닌 체험 (서비스)으로 변화하면서 여행, 호텔, 요트 등을 체험하는 럭셔리 체험 시장도 빠르게 성장하고 있음
- 딜로이트컨설팅에 따르면 글로벌 럭셔리 상품 시장 규모는 4,223억달러 수준이며 럭셔리 서비스 시장 규모는 1조 달러가 넘어 2배 이상인 것으로 추산됨

소비자 조사, 온라인 쇼핑몰 주요 기대요인



자료: Nielsen Analysis, 메리츠종금증권 리서치센터

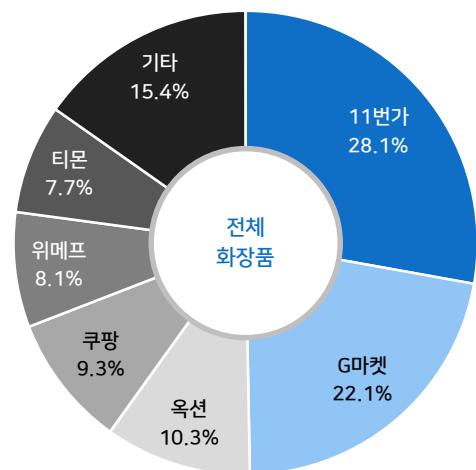
20~30대 온라인 채널 내 럭셔리 화장품 구매 증가

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

과거 백화점 중심이었던
럭셔리 브랜드들이 온라인을
통한 마케팅 활동 강화

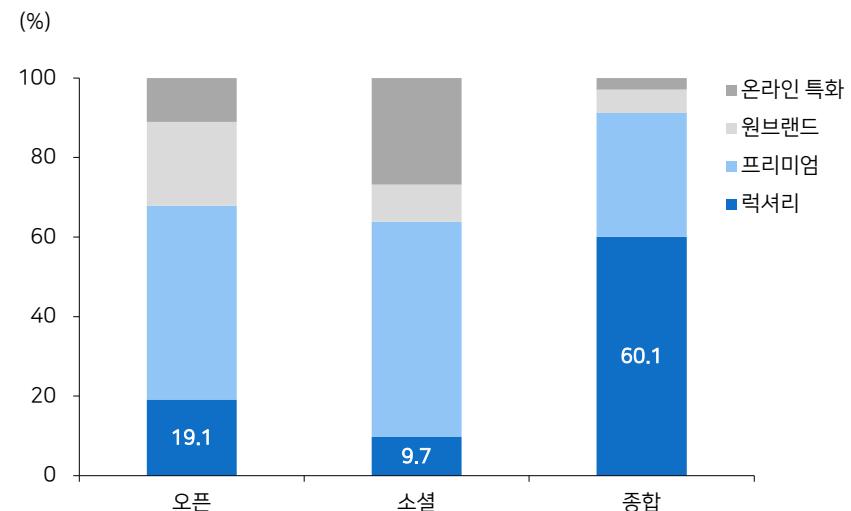
- 오픈마켓, 소셜커머스 등에서 럭셔리 화장품 비중 확대
- 특히 20~30대 럭셔리 색조 온라인 구매 성장률이 두드러짐. 과거 백화점 중심이었던 럭셔리 브랜드들이 20~30대를 타겟으로 온라인을 통한 적극적인 마케팅 활동 강화하면서 좋은 성과를 거두었음

화장품 온라인 유통사별 구매 점유율



자료: Nielsen, 메리츠종금증권 리서치센터

온라인 내 세그먼트별 구매 비중



자료: Nielsen, 메리츠종금증권 리서치센터

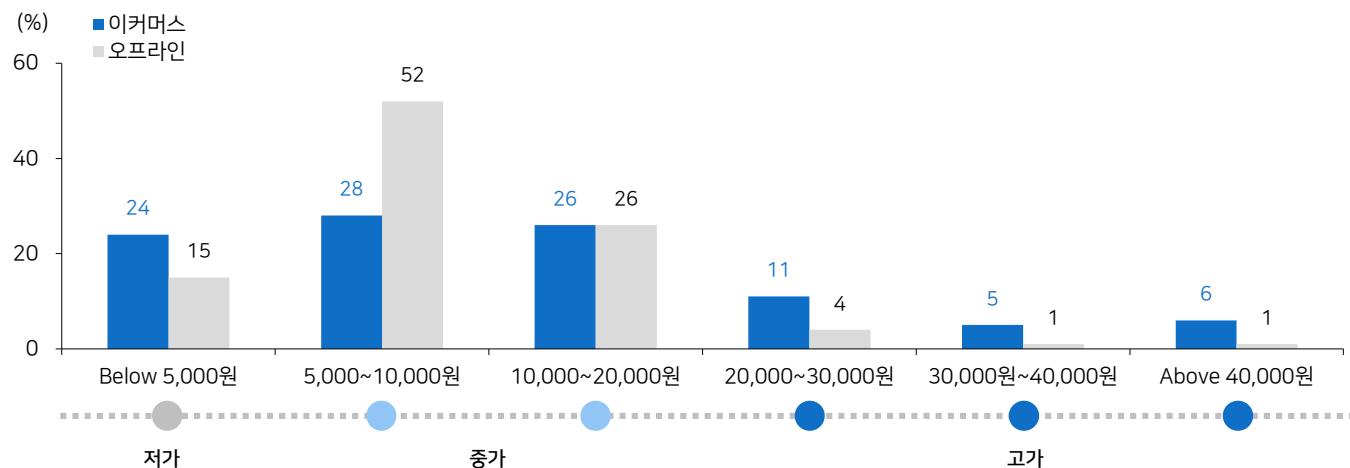
온라인, 초저가부터 초고가가 공존하는 다양한 선택의 장으로 진화

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

온라인 채널을 통한 프리미엄 쇼핑 증가

- 생활용품에서도 오프라인 할인점 내 치열한 가격 경쟁에서 벗어나 온라인에서는 초저가 제품부터 초고가 프리미엄 제품이 공존하는 다양한 선택의 시장으로 변화하고 있음
- 한편 활발한 소비활동을 하는 50대 이상 고객을 '액티브 시니어'라고 부르는데 은퇴 이후에도 외모와 건강 등을 위해 소비생활과 여가생활을 즐기며 사회활동에도 적극적으로 참여하는 경우가 많음
- 이러한 중장년 층을 중심으로 온라인 채널을 통한 프리미엄 쇼핑 증가, 온라인 구매액 증가율이 강화됨

온/오프라인 채널 내 가격 분포 비교



주: 삼푸린스 100%, 개 당 가격(원), 개수 기준 비중 (%)

자료: Nielsen Retail Index / E-commerce Index, 메리츠종금증권 리서치센터

플라시보 소비, 소비자의 감정을 반영하는 심리적 가격 정책

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

가성비에서 가심비로, 가격 대비 '성능'에서 '마음의 만족'으로 중심 이동

- 저성장기 초기에는 가격을 낮추는 소비에 집중함. 이후 가격은 낮지만 성능이 뛰어난 제품을 선호하는 "가성비" 소비로 이어짐. 그리고 이제는 나아가 "가심비", 가격 대비 마음의 만족으로 진화되고 있음. 가격이 성능에 대한 객관적인 표준이 아니라 소비자의 심리적 만족에 달려있다는 것임
- 플라시보란 의사가 효과없는 가짜약 혹은 꾸며낸 치료법을 환자에게 제안했는데 환자의 긍정적인 믿음으로 인해 병세가 호전되는 현상을 의미하며 사람들의 마음가짐에 따른 심리적 효과가 얼마나 큰지를 설명할 때 활용됨
- 소비자의 감정을 파악하고 반영하는 심리적 가격정책, 소비 주체의 감성까지 어루만지는 고도의 전략으로 승화되고 있음

케미컬포비아로 더 비싼 천연제품 판매 증가 (LG생활건강 유기농 천연세제)



자료: 언론자료, 메리츠종금증권 리서치센터

애정을 형상화한 아이돌 굿즈 소비 (아모레퍼시픽 이니스프리 립그로스)



자료: 언론자료, 메리츠종금증권 리서치센터

High Tech 시대, 더욱 중요해지는 High Touch (감성화장품)

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

감성 화장품, 기술력이
강조되는 동시에 감성적인
고도의 마케팅 능력이 요구됨

- 글로벌 화장품 R&D는 트렌드에 민감하며 인문 사회학 등 문화적 요소가 가미되는 특성이 있음, 감성적인 요소가 중요한 화장품 산업 특성상 과학적 심리학 연구와 신경 과학의 융합
- 사용자의 음성 패턴과 얼굴 표정 분석 등을 통해 화장품에 대한 선호도를 평가, 개별 소비자의 감성에 반응하여 개인 맞춤형으로 진화되고 있음
- High Tech의 기술력이 강조되는 한편 이를 감성적으로 소비자들에게 어필하여 구매로 이끌게 하는 High Touch에 대한 고도의 마케팅 능력이 함께 요구됨

새로운 차원의 감성화장품 개발동향

화장품의 감성평가

- 사용감의 정량적 평가를 위한 과학적 심리학 연구와 신경과학의 융합
- 음성패턴과 얼굴표정분석을 통한 화장품에 대한 선호도 결정
- 화장품에서 복지와 감성을 평가하기 위한 글로벌 접근 방식

화장품의 감성적 인지 요소 및 사용감과 제품의 물리적 물성과의 상관관계

- 사용감을 정량화하기 위해 심도 깊은 연구, 기기적인 방법(유변학, 사용감 분석 등)과 감각적인 접근. 즉 대상물의 분석을 포함하는 방법(소비자 선호도 평가)의 상관관계
- 아이트래킹 기법을 활용한 모발 광택 평가
- 다양한 software와 다양한 통계적 기법을 활용한 관능평가

소비자의 제품 선호도 평가 기법 적용

- 광학적 시뮬레이션 기술을 활용
- 선호하는 제품을 선택하기 위해 Hedonext 소비자 시험
- 클렌징 오일 시스템의 평가

방향 제품의 감성평가

- 향지속성 평가
- 친환경 및 안정성 향상 향수
- 화장품 인지의 이해 증진을 위한 감성 측정. 향에 의해 유도되는 감성 응용

자료: 글로벌코스메틱연구개발사업단, 메리츠종금증권 리서치센터

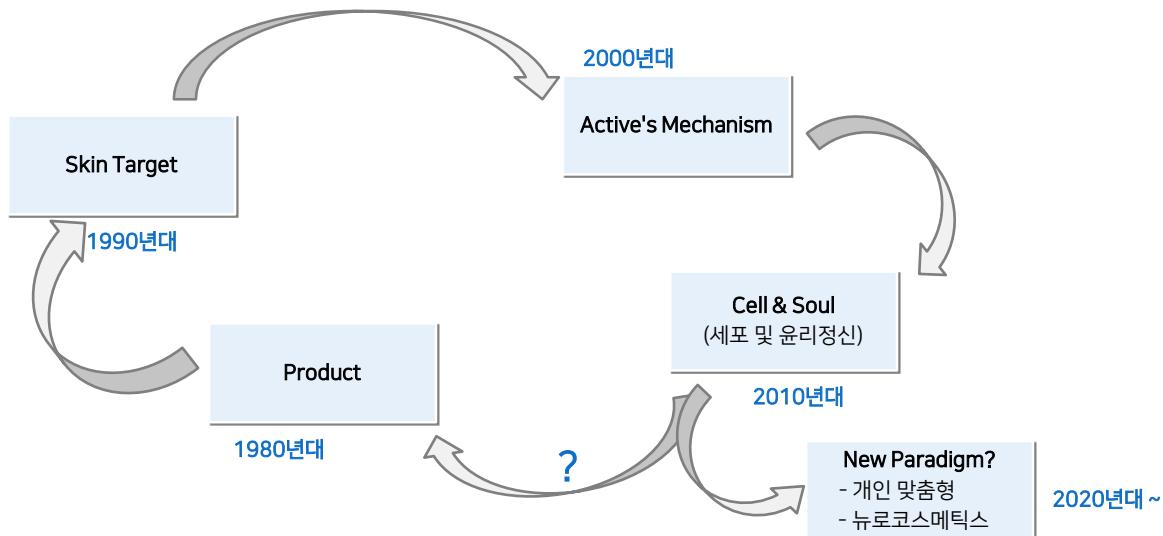
제4차 산업혁명과 화장품 산업의 미래

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

2020년대 화장품 패러다임, 개인 맞춤형 중심으로 뉴로코스메틱스 등장

- 글로벌 화장품 R&D 시장은 안티에이징을 위한 융복합 기술의 집합체로 거듭나고 있음. 화장품은 연구에서 사업화까지의 기간이 의약품에 비해 짧음. 여기에 감성적인 요소가 중요한 화장품 산업의 특성상, 과학적 심리학 연구와 신경 과학의 융합으로 개인맞춤형과 뉴로코스메틱스까지 확장될 전망
- 아모레퍼시픽, '테라젠이텍스'와 유전자 연구 파트너십 협약을 통해 유전자 검사와 화장품을 결합한 통합 솔루션 개발 및 관련 지식 재산권 확보
- LG생활건강, '마크로젠'과 소비자 유전체 시장 공동 진출을 위한 합자법인 설립. 유전자 정보에 기반한 전문적이고 종합적인 미용 및 건강 관리에 차별화된 서비스 제공

화장품, 새로운 패러다임 전환



자료: 글로벌코스메틱연구개발사업단, 메리츠종금증권 리서치센터

다시 '브랜드'의 시대로

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

디지털 뷰티, 기능성 요소를
감성적으로 전달할 수 있는
브랜드 역량 중요

- 디지털 뷰티란 인간의 건강한 피부와 미적 욕구를 충족하는 일련의 과정에 관여하는 모든 디지털 기반의 기기 및 기술을 의미함
- 소셜미디어를 비롯한 모바일을 통한 전반적인 소비 활동 (정보 탐색에서 최종 구매까지)이 이루어지면서 '컨텐츠'의 역량이 더욱 중요해짐. 브랜드 스토리에 소비자가 공감하고 브랜드의 진정성이 느껴져야 함. 소비자는 제품 이상의 체험과 감성적인 브랜드 환타지를 요구하고 있음
- 디지털 기술의 발전은 더욱더 정교해지는 소비자의 니즈를 이해하고 분석하여 활용하는데 큰 도움이 될 것으로 예상됨. 결론적으로 바이오 기술과 결합된 화장품의 기능적 요소를 감성적으로 전달할 수 있는 브랜드 역량에 따라 업체별 성과는 차별화될 전망

화장품 산업, 디지털 뷰티로 진화

	측정기능없음	피부장벽 기능측정	카메라 기반측정	광학기반측정	APP	AR/VR
치료기능 없음		피부수분도, TEWL 등	얼굴 전체를 찍은 사진으로 피부 분석	기준의 고가의 광학기반 장치의 소형화		
기초화장품과 연계		측정된 피부장벽기 능을 기반으로 맞 춤형 기초화장품 배송	색소, 홍반, 주름 측정에 기반한 기능성 화장품 맞춤형 배송	화장품 성분에 대한 분석	앞으로 변화될 모습을 구현	
색조화장품과 연계			메이크업 전의 사진을 기반으로 APP 및 AR, VR 적용			
가정용 기초화장품 제조		측정된 피부장벽기 능을 기반으로 맞춤형 기초화장품 기내 제조	색소, 홍반, 주름 측정에 기반한 맞춤형 기능서화장품 기내 제조			
가정용 치료 Device	LED, IPL 등 가정 용 skin care devi ce		측정장치에 연동되어서 치료 방향 설정			
전문치료 Device			다양한 측정장치가 장착된 레이저. 현재의 피부상태 판단 후 AI기반 치료 방향 설정 - automated treatment. 해외 치료 후 상황 구현 진출시 non-expert dermatologist			

자료: 서울의료원, 메리츠종금증권 리서치센터

명품 브랜드 전략, 감성과 체험으로 어필



자료: 유튜브 에르메스 채널, 메리츠종금증권 리서치센터

2018년 산업 전망

화장품

기업분석

종목	투자판단	적정주가
LG생활건강(051900)	Buy	1,500,000원
아모레퍼시픽(090430)	Trading Buy	340,000원

Buy

적정주가(12개월)	1,500,000원	
현재주가(11.24)	1,169,000원	
상승여력	28.3%	
KOSPI	2,544.33pt	
시가총액	182,577억원	
발행주식수	1,562만주	
유동주식비율	59.83%	
외국인비중	46.32%	
52주 최고/최저가	1,250,000원 / 741,000원	
평균거래대금	385.9억원	
주요주주(%)		
LG 외 1인	34.0	
국민연금	6.2	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	3.4	1.2
6개월	18.3	7.8
12개월	57.8	22.2

주가그래프



‘후’ 브랜드, 중국 화장품 시장 내 진정한 럭셔리 브랜드로 자리매김

- LG생활건강은 이미 중국 로컬 브랜드들이 빠르게 성장하고 있는 중저가 시장보다는 아직 로컬 브랜드들이 올라가고 있지 못하는 후, 숨, 빌리프, VDL 등 프레스티지 중심으로 브랜드 역량을 강화
- 특히 LG생활건강의 럭셔리 브랜드인 후의 중국 현지 성장률 강화. 더페이스샵 등 프리미엄 브랜드들도 구조조정 효과로 수익성 방어에 긍정적일 전망

Small Brand들의 성장이 두드러지는 가운데 M&A 및 전략적 제휴로 효율적인 성장 추구

- 2014년 인수한 CNP Cosmetics (차앤박화장품)가 올리브영과 홈쇼핑, 온라인 채널 중심으로 고성장, 최근 2017년 인수한 태극제약의 피부의약품 원천기술과 생산설비를 기반으로 더마화장품 강화할 계획
- 생활용품에서도 펫케어 제품 및 시니어 상품, 천연 프리미엄 및 더마 제품 런칭으로 지속적으로 성장

투자의견 Buy, 적정주가 1,500,000원 유지

- LG생활건강은 2013년 이후 M&A 모멘텀이 소멸되면서 화장품업종 내 할인되어 거래되었지만 자체적인 브랜드 경쟁력 강화로 화장품 부분의 이익 기여도가 70%까지 확대되었고 생활용품에서도 헤어바디의 코스메틱화와 해외 성장 잠재력으로 충분히 업종 평균 수준의 밸류에이션을 적용받을 수 있다고 판단함

(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	28,730	32.6	114,985	36.5	9.1	22.5	25.1	99.2
2016	6,094.1	880.9	568.2	35,369	22.8	142,927	24.2	6.0	14.9	24.9	71.8
2017E	6,265.9	931.5	658.7	41,010	15.7	171,942	28.5	6.8	18.4	23.6	56.4
2018E	6,824.5	1,041.5	751.2	46,760	13.9	204,956	25.0	5.7	16.0	22.5	46.6
2019E	7,370.5	1,135.1	839.0	52,176	11.6	241,513	22.4	4.8	14.2	21.2	38.9

LG생활건강 분기별 실적 추이 및 전망

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	6,094.1	1,600.7	1,530.1	1,608.8	1,526.3	6,265.9	1,724.6	1,708.8	1,748.9	1,642.3	6,824.5
증가율 (% YoY)	14.4	5.4	-1.5	2.9	4.7	2.8	7.7	11.7	8.7	7.6	8.9
생활용품	1,594.5	430.4	373.2	435.8	369.5	1,608.9	449.4	395.5	459.1	388.5	1,692.5
화장품	3,155.6	854.2	781.2	778.8	846.5	3,260.7	949.3	918.6	874.6	929.7	3,672.2
음료	1,344.0	316.1	375.7	394.1	310.3	1,396.2	325.9	394.6	415.1	324.1	1,459.8
증가율 (% YoY)											
생활용품	5.4	2.7	-0.1	-0.8	2.0	0.9	4.4	6.0	5.4	5.1	5.2
화장품	65.9	7.2	-4.7	5.0	6.1	3.3	11.1	17.6	12.3	9.8	12.6
음료	4.8	4.1	4.3	3.0	4.3	3.9	3.1	5.0	5.3	4.4	4.6
% of Sales											
생활용품	26.2	26.9	24.4	27.1	24.2	25.7	26.1	23.1	26.3	23.7	24.8
화장품	51.8	53.4	51.1	48.4	55.5	52.0	55.0	53.8	50.0	56.6	53.8
음료	22.1	19.7	24.6	24.5	20.3	22.3	18.9	23.1	23.7	19.7	21.4
매출원가	2,434.0	625.8	614.8	656.5	602.9	2,500.0	672.6	680.1	710.0	643.8	2,706.5
증가율 (% YoY)	9.3	3.9	0.4	2.1	4.5	2.7	7.5	10.6	8.2	6.8	8.3
% of Sales	39.9	39.1	40.2	40.8	39.5	39.9	39.0	39.8	40.6	39.2	39.7
판관비	2,779.1	715.0	682.8	699.5	737.2	2,834.5	769.2	760.4	753.8	793.2	3,076.6
증가율 (% YoY)	15.0	4.5	-4.6	3.4	4.9	2.0	7.6	11.4	7.8	7.6	8.5
% of Sales	45.6	44.7	44.6	43.5	48.3	45.2	44.6	44.5	43.1	48.3	45.1
영업이익	880.9	260.0	232.5	252.8	186.2	931.5	282.8	268.3	285.1	205.3	1,041.5
증가율 (% YoY)	28.8	11.3	3.1	3.5	4.7	5.7	8.8	15.4	12.8	10.2	11.8
% of Sales	14.5	16.2	15.2	15.7	12.2	14.9	16.4	15.7	16.3	12.5	15.3
생활용품	186.6	54.7	38.8	65.4	27.7	186.6	57.1	41.9	69.8	29.9	198.7
화장품	577.1	176.8	148.4	141.7	148.1	615.1	199.3	179.1	161.8	164.6	704.8
음료	116.3	28.4	45.1	45.7	13.7	132.9	29.0	47.4	48.2	14.6	139.1
% of Sales											
생활용품	11.7	12.7	10.4	15.0	7.5	11.6	12.7	10.6	15.2	7.7	11.7
화장품	18.3	20.7	19.0	18.2	17.5	18.9	21.0	19.5	18.5	17.7	19.2
음료	8.7	9.0	12.0	11.6	4.4	9.5	8.9	12.0	11.6	4.5	9.5

자료: LG생활건강, 메리츠종금증권 리서치센터

LG생활건강 브랜드별 세부 매출액 추이 및 전망 (1)

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
생활용품	1,594.5	430.4	373.2	435.8	369.5	1,608.9	449.4	395.5	459.1	388.5	1,692.5
증가율 (% YoY)	5.4	2.7	-0.1	-0.8	2.0	0.9	4.4	6.0	5.4	5.1	5.2
Oral Health	189.6	51.2	44.0	47.9	46.6	189.8	52.2	45.8	49.4	48.0	195.4
증가율 (% YoY)	3.9	1.8	-6.5	2.9	2.0	0.1	2.0	4.0	3.0	3.0	3.0
Hair Care	254.6	71.0	57.1	55.3	55.1	238.5	72.4	62.8	59.2	57.8	252.3
증가율 (% YoY)	0.3	2.1	-8.0	-14.9	-5.0	-6.3	2.0	10.0	7.0	5.0	5.8
Skin Care	123.3	30.6	33.2	36.6	36.8	137.2	33.0	35.9	39.5	39.7	148.1
증가율 (% YoY)	23.0	8.8	23.4	6.8	8.0	11.2	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
Laundry Detergent	144.5	38.3	35.8	35.3	37.3	146.7	40.2	37.6	37.1	39.2	154.1
증가율 (% YoY)	4.0	11.5	2.0	-9.7	4.0	1.6	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Fabric Softener	102.3	26.7	26.5	27.9	27.4	108.5	28.3	28.1	29.6	29.0	115.0
증가율 (% YoY)	6.3	9.8	7.4	2.4	5.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
Dishwashing Detergent	66.6	17.2	16.8	18.3	17.5	69.8	18.1	17.6	19.2	18.4	73.3
증가율 (% YoY)	3.2	2.7	2.1	9.6	5.0	4.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Others	713.6	195.4	159.7	214.4	148.9	718.5	205.2	167.7	225.1	156.4	754.4
증가율 (% YoY)	5.4	-0.2	-1.1	1.9	2.0	0.7	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
화장품	3,155.6	854.2	781.2	778.8	846.5	3,260.7	949.3	918.6	874.6	929.7	3,672.2
증가율 (% YoY)	65.9	7.2	-4.7	5.0	6.1	3.3	11.1	17.6	12.3	9.8	12.6
Whoo (S/03)	1,201.0	347.7	291.4	350.5	377.1	1,366.6	417.2	393.4	420.6	433.7	1,664.8
증가율 (% YoY)	48.6	19.2	-7.7	25.4	20.0	13.8	20.0	35.0	20.0	15.0	21.8
O HUI (F/97)	169.9	43.6	37.5	31.9	34.9	147.8	43.6	43.1	35.1	38.3	160.2
증가율 (% YoY)	3.6	-10.3	-21.1	-13.9	-5.0	-13.0	0.0	15.0	10.0	10.0	8.3
SU:M (Oct/07)	343.0	98.2	98.4	85.7	85.4	367.8	108.1	108.3	94.2	94.0	404.5
증가율 (% YoY)	82.3	23.3	2.6	-0.4	5.0	7.2	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Belif (Aug/10)	98.7	27.3	27.3	23.4	27.6	105.7	28.7	28.7	24.5	29.0	111.0
증가율 (% YoY)	13.4	10.7	7.6	5.0	5.0	7.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Luxury Others	355.3	84.6	85.2	52.2	94.0	315.9	86.3	86.9	53.2	95.9	322.3
증가율 (% YoY)	19.8	4.1	-5.6	-34.2	-10.0	-11.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Luxury	2,167.8	601.4	539.8	543.6	619.1	2,303.8	683.8	660.3	627.7	690.9	2,662.7
증가율 (% YoY)	40.4	14.4	-6.1	7.8	9.9	6.3	13.7	22.3	15.5	11.6	15.6
Premium	987.8	252.8	241.4	235.2	227.5	956.9	265.5	258.3	247.0	238.8	1,009.6
증가율 (% YoY)	-0.2	-6.6	-1.5	-0.9	-3.0	-3.1	5.0	7.0	5.0	5.0	5.5

자료: LG생활건강, 메리츠종금증권 리서치센터

LG생활건강 브랜드별 세부 매출액 추이 및 전망 (2)

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

(집약원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
음료	1,344.0	316.1	375.7	394.1	310.3	1,396.2	325.9	394.6	415.1	324.1	1,459.8
증가율 (% YoY)	4.8	4.1	4.3	3.0	4.3	3.9	3.1	5.0	5.3	4.4	4.6
Coca-Cola TM	546.5	136.6	145.4	151.3	133.6	566.8	142.0	151.2	157.4	138.9	589.5
증가율 (% YoY)	8.2	4.1	5.1	2.7	3.0	3.7	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Cider (Kin/ DK/ Sprite)	98.6	25.0	28.6	27.2	24.7	105.4	26.2	30.0	29.1	25.9	111.2
증가율 (% YoY)	1.7	11.1	7.1	4.5	5.0	6.8	5.0	5.0	7.0	5.0	5.5
CSD Others	150.6	32.9	41.0	43.0	30.9	147.7	33.2	41.4	43.4	31.2	149.2
증가율 (% YoY)	9.8	0.2	-6.1	-1.5	1.0	-1.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
CSD Total	795.8	194.4	214.9	221.5	189.2	820.0	201.4	222.6	229.9	196.0	849.9
증가율 (% YoY)	7.6	4.3	3.0	2.1	2.9	3.0	3.6	3.6	3.8	3.6	3.7
Juice	224.1	53.1	61.6	65.0	46.9	226.6	54.2	62.8	66.3	47.8	231.1
증가율 (% YoY)	-3.2	2.3	-2.3	3.6	1.0	1.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Coffee	100.9	21.8	28.2	32.7	27.4	110.1	23.3	30.1	35.0	29.3	117.8
증가율 (% YoY)	3.9	5.6	8.6	14.0	7.0	9.1	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
Hydration (Sports)	75.3	17.1	33.8	35.1	15.0	100.9	19.6	38.9	40.3	17.2	116.1
증가율 (% YoY)	1.7	60.6	46.6	20.6	20.0	34.1	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
Water	82.1	17.7	23.7	24.0	16.5	82.0	18.2	24.9	25.2	17.0	85.4
증가율 (% YoY)	2.8	2.3	6.0	-8.9	3.0	-0.2	3.0	5.0	5.0	3.0	4.2
NCSD Others	26.8	6.3	7.1	7.5	5.9	26.9	6.6	7.5	7.9	6.2	28.2
증가율 (% YoY)	10.6	15.6	4.3	-14.9	5.0	0.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
NON-CSD Total	509.1	116.0	154.4	164.3	111.7	546.4	122.0	164.2	174.8	117.6	578.6
증가율 (% YoY)	0.5	9.5	9.3	5.5	5.2	7.3	5.2	6.4	6.3	5.3	5.9
Others	39.1	5.7	6.4	8.3	3.7	24.1	5.4	6.1	7.9	3.5	22.9
증가율 (% YoY)	7.4	-49.4	-38.9	-16.8	-50.0	-38.4	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0

자료: LG생활건강, 메리츠종금증권 리서치센터

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,328.5	6,094.1	6,265.9	6,824.5	7,370.5
매출액증가율(%)	13.9	14.4	2.8	8.9	8.0
매출원가	2,226.2	2,434.0	2,500.0	2,706.5	2,911.3
매출총이익	3,102.3	3,660.0	3,766.0	4,118.0	4,459.1
판매비와관리비	2,418.2	2,779.1	2,834.5	3,076.6	3,324.1
영업이익	684.1	880.9	931.5	1,041.5	1,135.1
영업이익률(%)	12.8	14.5	14.9	15.3	15.4
금융손익	-28.1	-16.1	-10.7	-5.2	0.9
증속/관계기업관련손익	6.3	7.3	8.0	9.0	9.0
기타영업외손익	-17.6	-119.4	-30.0	-25.0	-15.0
세전계속사업이익	644.8	752.7	898.8	1,020.3	1,130.0
법인세비용	174.4	173.5	228.5	256.8	277.4
당기순이익	470.4	579.2	670.3	763.5	852.6
지배주주지분 순이익	460.4	568.2	658.7	751.2	839.0

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산					
현금및현금성자산	1,331.1	1,424.6	1,641.8	2,026.0	2,494.6
매출채권	396.9	338.9	599.8	891.1	1,268.8
재고자산	419.7	469.7	457.2	498.0	537.8
비유동자산	441.3	535.9	502.4	547.1	590.9
유형자산	2,883.5	3,077.6	3,280.9	3,463.0	3,622.7
무형자산	1,290.1	1,463.8	1,682.6	1,875.7	2,046.0
투자자산	1,380.3	1,419.9	1,402.7	1,385.8	1,369.4
자산총계	4,214.6	4,502.2	4,922.8	5,489.0	6,117.3
유동부채					
매입채무	1,159.5	1,146.9	1,135.7	1,184.9	1,232.3
단기차입금	217.4	228.6	229.2	249.7	269.7
유동성장기부채	82.7	92.3	87.3	82.3	77.3
비유동부채	290.0	184.9	159.9	134.9	109.9
사채	939.8	734.4	640.6	560.5	480.0
장기차입금	688.4	509.2	409.2	309.2	209.2
부채총계	2,099.3	1,881.3	1,776.2	1,745.4	1,712.2
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-118.2	-92.4	-92.4	-92.4	-92.4
이익잉여금	2,066.2	2,539.5	3,053.6	3,638.5	4,286.2
비지배주주지분	78.1	88.5	100.1	112.3	125.9
자본총계	2,115.3	2,620.8	3,146.5	3,743.7	4,405.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	637.8	713.4	861.3	915.2	1,023.2
당기순이익(손실)	470.4	579.2	670.3	763.5	852.6
유형자산감가상각비	110.8	115.7	131.2	156.9	179.6
무형자산상각비	16.3	18.0	17.3	16.8	16.4
운전자본의 증감	-16.1	-135.2	50.5	-13.0	-16.5
투자활동 현금흐름	-347.0	-405.5	-344.6	-349.3	-349.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-301.7	-331.6	-350.0	-350.0	-350.0
투자자산의 감소(증가)	5.5	-2.2	6.2	3.2	3.3
재무활동 현금흐름	-231.5	-367.1	-255.8	-274.6	-296.3
차입금증감	-147.5	-266.9	-130.0	-130.0	-130.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	58.9	-58.1	260.9	291.3	377.8
기초현금	338.1	396.9	338.9	599.8	891.1
기말현금	396.9	338.9	599.8	891.1	1,268.8

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	341,172	390,190	401,193	436,960	471,917
EPS(지배주주)	28,730	35,369	41,010	46,760	52,176
CFPS	53,632	66,010	67,224	76,206	84,267
EBITDAPS	51,937	64,965	69,145	77,807	85,227
BPS	114,985	142,927	171,942	204,956	241,513
DPS	5,500	7,500	8,625	9,919	11,407
배당수익률(%)	0.5	0.9	0.7	0.8	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	36.5	24.2	28.5	25.0	22.4
PCR	19.6	13.0	17.4	15.3	13.9
PSR	3.1	2.2	2.9	2.7	2.5
PBR	9.1	6.0	6.8	5.7	4.8
EBITDA	811.2	1,014.6	1,079.9	1,215.2	1,331.1
EV/EBITDA	22.5	14.9	18.4	16.0	14.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.1	24.9	23.6	22.5	21.2
EBITDA이익률	15.2	16.6	17.2	17.8	18.1
부채비율	99.2	71.8	56.4	46.6	38.9
금융비용부담률	0.6	0.3	0.2	0.2	0.1
이자보상배율(x)	20.8	44.3	59.6	81.1	112.9
매출채권회전율(x)	12.9	13.7	13.5	14.3	14.2
재고자산회전율(x)	12.5	12.5	12.1	13.0	13.0

Trading Buy

적정주가(12개월)	340,000원	
현재주가(11.24)	307,000원	
상승여력	10.7%	
KOSPI	2,544.33pt	
시가총액	179,468억원	
발행주식수	5,846만주	
유동주식비율	52.38%	
외국인비중	35.232%	
52주 최고/최저가	361,000원 / 239,500원	
평균거래대금	760.1억원	
주요주주(%)		
아모레퍼시픽그룹 외 3인	47.6	
국민연금	6.1	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	5.1	2.9
6개월	-12.4	-20.2
12개월	-4.4	-25.9
주가그래프		



4Q까지 외형 성장 역신장 불가피하나 1Q부터 중국인 관광객 소비 회복으로 반전 기대

- 아직 중국 인바운드 소비 회복 가시화되지 않은 상황에서 수량제한 정책 강화로 4분기 면세 채널 역신장 폭 확대될 전망. 사옥 이전으로 이사 비용 등이 반영되고 중국법인 마케팅 활동이 정상화되면서 관련 비용 또한 증가할 것으로 예상됨
- 2018년 1분기 평창 올림픽과 춘절 기점으로 중국인 관광객 유입 활성화 기대

2018년 한중관계 개선과 신규 시장 진출로 해외 현지법인 성과 두드러질 전망

- 주요 브랜드 중심으로 중국 현지법인 성장을 회복 전망. 미국 등 해외 신규 시장에서도 소비자들에게 좋은 반응을 얻고 있어 2018년 해외법인 매출액 2.1조원 (+17.7% YoY), 영업이익 2,108억원 (+13.2% YoY) 예상

투자의견 Trading Buy로 상향, 적정주가 340,000원 유지

- 외국인들의 차익실현과 4분기 실적 우려감으로 주가 조정 중, 2018년 중국인 관광객 소비 회복 기대감 유효하다고 판단하여 투자의견 Trading Buy로 상향, 적정주가 340,000원 유지
- 국내 채널 경쟁력 약화에 대한 불확실성이 상존하지만 브랜드를 구축하는 동사의 핵심역량이 무너지지 않은 가운데 중국 인바운드 소비 회복에 따른 긍정적 요인이 더 클 것으로 판단함

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	4,766.6	772.9	577.5	9,635	51.9	48,475	43.0	8.6	28.2	18.6	31.8
2016	5,645.4	848.1	639.3	10,649	10.3	56,202	30.2	5.7	19.5	17.7	33.0
2017E	5,187.7	590.9	429.9	7,082	-34.2	61,185	43.3	5.0	23.8	10.6	27.8
2018E	5,613.2	675.5	520.5	8,574	21.1	67,228	35.8	4.6	20.4	11.7	26.9
2019E	6,174.5	833.6	643.5	10,626	23.9	74,766	28.9	4.1	17.0	13.1	26.2

아모레퍼시픽 분기별 실적 추이 및 전망

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	5,645.4	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,203.7	5,187.7	1,596.9	1,341.2	1,324.1	1,351.0	5,613.2
증가율 (% YoY)	18.4	5.6	-16.5	-13.6	-8.5	-8.1	1.8	11.3	9.4	12.2	8.2
매출원가	1,424.8	386.0	322.8	354.4	349.1	1,412.3	415.2	362.1	384.0	385.0	1,546.4
증가율 (% YoY)	21.8	10.8	-13.8	-2.3	2.9	-0.9	7.6	12.2	8.3	10.3	9.5
매출원가율 (%)	25.2	24.6	26.8	29.3	29.0	27.2	26.0	27.0	29.0	28.5	27.5
매출총이익	4,220.7	1,183.0	882.1	855.5	854.6	3,775.4	1,181.7	979.0	940.1	966.0	4,066.9
증가율 (% YoY)	17.3	4.1	-17.5	-17.6	-12.5	-10.6	-0.1	11.0	9.9	13.0	7.7
매출총이익률 (%)	74.8	75.4	73.2	70.7	71.0	72.8	74.0	73.0	71.0	71.5	72.5
판관비	3,372.6	866.2	780.6	754.4	783.2	3,184.4	851.1	847.7	821.3	871.2	3,391.3
증가율 (% YoY)	19.4	8.5	-5.8	-13.4	-10.4	-5.6	-1.7	8.6	8.9	11.2	6.5
판관비증 (%)	59.7	55.2	64.8	62.4	65.1	61.4	53.3	63.2	62.0	64.5	60.4
Personnel (인건비)	540.0	155.7	142.5	159.4	145.4	603.0	163.5	156.8	175.3	160.0	655.5
증가율 (% YoY)	12.9	25.0	6.3	9.6	7.0	11.7	5.0	10.0	10.0	10.0	8.7
매출대비 (%)	9.6	9.9	11.8	13.2	12.1	11.6	10.2	11.7	13.2	11.8	11.7
A&P (광고판촉비)	557.8	126.4	145.4	123.7	140.8	536.3	132.7	159.9	136.1	161.9	590.6
증가율 (% YoY)	3.5	-9.8	11.0	-10.6	-5.0	-3.9	5.0	10.0	10.0	15.0	10.1
매출대비 (%)	9.9	8.1	12.1	10.2	11.7	10.3	8.3	11.9	10.3	12.0	10.5
Commission (수수료)	1,364.9	363.7	274.3	257.0	274.8	1,169.8	345.5	301.7	295.6	316.0	1,258.8
증가율 (% YoY)	23.4	6.8	-20.6	-23.4	-20.0	-14.3	-5.0	10.0	15.0	15.0	7.6
매출대비 (%)	24.2	23.2	22.8	21.2	22.8	22.5	21.6	22.5	22.3	23.4	22.4
기타	909.9	220.4	218.4	214.3	222.2	875.3	209.4	229.3	214.3	233.3	886.3
증가율 (% YoY)	29.7	14.0	0.1	-14.8	-10.0	-3.8	-5.0	5.0	0.0	5.0	1.3
영업이익	848.1	316.8	101.5	101.1	71.4	590.9	330.6	131.3	118.8	94.8	675.5
증가율 (% YoY)	9.7	-6.2	-57.8	-39.6	-30.1	-30.3	4.4	29.4	17.5	32.7	14.3
영업이익률 (%)	15.0	20.2	8.4	8.4	5.9	11.4	20.7	9.8	9.0	7.0	12.0

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠종금증권 리서치센터

아모레퍼시픽 브랜드별 세부 매출액 추이 및 전망 (1)

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	5,645.4	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,203.7	5,187.7	1,596.9	1,341.2	1,324.1	1,351.0	5,613.2
증가율 (% YoY)	18.4	5.6	-16.5	-13.6	-8.5	-8.1	1.8	11.3	9.4	12.2	8.2
국내 Total											
매출액	4,000.5	1,104.4	805.5	790.2	712.5	3,412.6	1,070.4	861.4	820.1	737.5	3,489.4
증가율 (% YoY)	12.4	1.7	-22.5	-21.5	-18.0	-14.7	-3.1	6.9	3.8	3.5	2.3
영업이익	677.6	234.0	82.6	66.9	38.4	404.5	233.7	107.5	66.6	56.8	464.7
증가율 (% YoY)	5.7	-12.8	-58.6	-51.0	-47.6	-40.3	-0.1	30.2	-0.4	47.9	14.9
영업이익률 (%)	16.9	21.2	10.3	8.5%	5.4	11.9	21.8	12.5	8.1	7.7	13.3
Luxury Brands	2,116.3	580.9	433.4	407.0	366.7	1,787.9	566.1	478.1	430.0	384.1	1,858.3
증가율 (% YoY)	18.9	0.2	-22.6	-19.8	-22.2	-15.5	-2.6	10.3	5.7	4.8	3.9
Sulwhasoo	1,396.2	402.0	271.5	256.0	243.2	1,172.6	381.9	298.6	268.8	255.3	1,204.6
증가율 (% YoY)	37.7	5.8	-23.8	-23.9	-25.0	-16.0	-5.0	10.0	5.0	5.0	2.7
Hera	472.1	118.2	99.1	82.2	80.0	379.4	124.1	113.9	90.4	84.0	412.4
증가율 (% YoY)	-11.0	-14.3	-27.2	-16.7	-20.0	-19.6	5.0	15.0	10.0	5.0	8.7
Vitabeautie	116.0	29.8	30.6	43.5	19.2	123.1	30.7	31.5	44.8	19.7	126.7
증가율 (% YoY)	5.2	9.9	1.6	2.8	5.0	6.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Others-Luxury	132.0	30.9	33.0	25.3	24.4	113.6	29.4	34.0	26.0	25.1	114.6
증가율 (% YoY)	6.0	-11.0	-11.7	-19.0	-15.0	-13.9	-5.0	3.0	3.0	3.0	0.8
Premium Brands	1,132.1	304.8	212.7	191.2	193.7	902.4	277.9	215.9	191.0	193.7	878.6
증가율 (% YoY)	6.0	2.5	-29.7	-33.1	-21.5	-20.3	-8.8	1.5	-0.1	0.0	-2.6
Laneige	556.1	152.4	95.0	100.4	107.1	454.9	137.2	99.8	102.4	109.2	448.6
증가율 (% YoY)	35.9	24.3	-36.9	-32.2	-20.0	-18.2	-10.0	5.0	2.0	2.0	-1.4
Iope	328.0	80.6	63.6	44.3	43.8	232.3	72.6	60.5	42.0	41.6	216.7
증가율 (% YoY)	-20.5	-19.3	-26.2	-43.7	-30.0	-29.2	-10.0	-5.0	-5.0	-5.0	-6.7
Mamonde	76.0	23.2	17.7	15.8	14.8	71.5	22.0	18.6	15.8	14.8	71.2
증가율 (% YoY)	12.4	18.7	-10.2	-17.4	-15.0	-5.9	-5.0	5.0	0.0	0.0	-0.4
Others-Premium	176.0	48.6	37.1	30.8	28.1	144.5	46.2	37.1	30.8	28.1	142.1
증가율 (% YoY)	-1.1	-12.2	-20.7	-23.5	-15.0	-17.9	-5.0	0.0	0.0	0.0	-1.7

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠종금증권 리서치센터

아모레퍼시픽 브랜드별 세부 매출액 추이 및 전망 (2)

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

(집약원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	5,645.4	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,203.7	5,187.7	1,596.9	1,341.2	1,324.1	1,351.0	5,613.2
증가율 (% YoY)	18.4	5.6	-16.5	-13.6	-8.5	-8.1	1.8	11.3	9.4	12.2	8.2
국내 Total											
매출액	4,000.5	1,104.4	805.5	790.2	712.5	3,412.6	1,070.4	861.4	820.1	737.5	3,489.4
증가율 (% YoY)	12.4	1.7	-22.5	-21.5	-18.0	-14.7	-3.1	6.9	3.8	3.5	2.3
Mass Brands	500.1	151.3	99.1	138.3	90.3	479.0	155.9	104.2	143.7	95.0	498.9
증가율 (% YoY)	4.9	4.0	-14.8	-5.9	-0.1	-4.2	3.0	5.2	3.9	5.2	4.2
Ryo	124.0	43.1	23.4	30.0	26.7	123.1	44.4	25.7	32.4	28.8	131.3
증가율 (% YoY)	16.2	20.2	-19.7	-3.8	-1.0	-0.7	3.0	10.0	8.0	8.0	6.6
Mise-en-scene	140.0	44.2	32.2	36.3	34.4	147.1	46.4	33.8	38.2	36.1	154.5
증가율 (% YoY)	3.5	16.3	-6.0	3.1	4.0	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Happy Bath	88.0	22.1	24.2	24.5	17.7	88.5	23.2	25.4	25.7	18.6	92.9
증가율 (% YoY)	-1.1	13.0	-3.1	-9.9	-3.0	0.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Others-Mass	148.0	42.0	19.3	47.4	11.6	120.3	42.0	19.3	47.4	11.6	120.3
증가율 (% YoY)	1.4	-19.5	-31.1	-12.8	-5.0	-18.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
OSULLOC	52.0	12.1	12.1	12.6	10.7	47.6	12.5	12.4	13.0	11.1	49.0
증가율 (% YoY)	-8.7	-6.7	-10.5	-10.3	-5.0	-8.5	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Others	200.0	55.2	48.3	40.3	51.0	194.9	58.0	50.7	42.3	53.6	204.6
증가율 (% YoY)	10.2	10.6	3.4	-23.0	3.0	-2.6	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
해외 Total											
매출액	1,696.8	477.0	408.5	427.3	491.3	1,804.1	526.5	479.7	503.9	613.5	2,123.7
증가율 (% YoY)	37.8	16.9	-2.1	5.0	5.8	6.3	10.4	17.4	17.9	24.9	17.7
영업이익	210.4	88.1	19.8	45.4	33.0	186.3	96.9	23.8	52.2	38.0	210.8
증가율 (% YoY)	45.4	11.0	-59.6	-3.8	-5.2	-11.5	10.0	20.0	15.0	15.0	13.2
영업이익률 (%)	12.4	18.5	4.8	10.6	6.7	10.3	18.4	5.0	10.4	6.2	9.9
아시아	1,575.5	448.8	391.9	406.4	476.0	1,723.1	516.1	470.3	487.7	595.0	2,069.0
증가율 (% YoY)	37.8	18.5	1.0	8.0	10.0	9.4	15.0	20.0	20.0	25.0	20.1
유럽	68.1	16.4	5.4	7.2	12.5	41.5	9.8	5.6	7.4	12.9	35.7
증가율 (% YoY)	4.0	6.5	-67.5	-52.9	-40.0	-39.1	-40.0	3.0	3.0	3.0	-14.0
미국	53.3	11.7	11.3	13.7	11.7	48.4	12.9	13.0	16.4	14.6	56.9
증가율 (% YoY)	9.7	-15.8	-11.7	-11.6	5.0	-9.3	10.0	15.0	20.0	25.0	17.6

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠종금증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

2018년 산업 전망 화장품
The Pricing of Everything

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,766.6	5,645.4	5,187.7	5,613.2	6,174.5
매출액증가율(%)	23.0	18.4	-8.1	8.2	10.0
매출원가	1,169.4	1,424.8	1,412.3	1,546.4	1,636.3
매출총이익	3,597.2	4,220.7	3,775.4	4,066.9	4,538.3
판매비와관리비	2,824.3	3,372.6	3,184.4	3,391.3	3,704.7
영업이익	772.9	848.1	590.9	675.5	833.6
영업이익률(%)	16.2	15.0	11.4	12.0	13.5
금융손익	22.5	11.7	13.0	13.7	20.4
증속/관계기업관련손익	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-17.1	-3.3	-26.0	5.0	5.0
세전계속사업이익	778.3	856.6	577.9	694.3	858.9
법인세비용	193.5	210.8	148.0	173.8	215.5
당기순이익	584.8	645.7	429.9	520.5	643.5
지배주주지분 순이익	577.5	639.3	429.9	520.5	643.5

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산					
현금및현금성자산	1,833.2	2,116.4	1,768.0	2,117.9	2,698.0
매출채권	687.2	623.7	442.6	683.8	1,120.5
재고자산	279.9	294.5	263.9	285.5	314.1
비유동자산	323.9	409.9	337.2	364.8	401.3
유형자산	2,609.9	3,065.2	3,651.8	3,794.4	3,837.3
무형자산	1,870.6	2,358.6	2,949.8	3,088.2	3,125.4
투자자산	211.7	228.1	228.1	228.1	228.1
자산총계	4,443.1	5,181.6	5,419.8	5,912.4	6,535.3
유동부채					
매입채무	871.9	1,171.2	1,074.5	1,141.6	1,233.3
단기차입금	158.4	165.9	149.0	161.2	177.3
유동성장기부채	24.7	54.8	49.8	44.8	39.8
비유동부채	75.6	89.9	84.9	79.9	74.9
사채	198.9	113.7	104.8	113.1	124.1
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,070.8	1,285.0	1,179.3	1,254.7	1,357.4
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	720.5	720.5	720.5	720.5
기타포괄이익누계액	-14.1	-17.2	-17.2	-17.2	-17.2
이익잉여금	2,623.1	3,158.7	3,502.6	3,919.7	4,439.9
비지배주주지분	26.7	17.8	17.8	17.8	17.8
자본총계	3,372.3	3,896.6	4,240.6	4,657.7	5,177.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	627.5	677.0	695.7	756.5	881.9
당기순이익(손실)	584.8	645.7	429.9	520.5	643.5
유형자산감가상각비	146.9	181.2	208.9	241.6	242.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-167.3	-163.3	56.9	-5.6	-4.3
투자활동 현금흐름	-217.0	-609.6	-757.7	-419.3	-331.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-215.3	-494.8	-800.0	-380.0	-280.0
투자자산의 감소(증가)	-4.1	-4.7	4.6	-4.3	-5.6
재무활동 현금흐름	-69.4	-133.0	-119.0	-96.0	-113.4
차입금증감	-10.6	-21.7	-10.0	-10.0	-10.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	344.6	-63.5	-181.1	241.2	436.7
기초현금	342.6	687.2	623.7	442.6	683.8
기말현금	687.2	623.7	442.6	683.8	1,120.5

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	81,539	96,572	88,741	96,021	105,623
EPS(지배주주)	9,635	10,649	7,082	8,574	10,626
CFPS	16,343	18,036	13,237	15,775	18,497
EBITDAPS	15,734	17,607	13,682	15,689	18,411
BPS	48,475	56,202	61,185	67,228	74,766
DPS	1,350	1,580	1,200	1,440	1,728
배당수익률(%)	0.3	0.5	0.4	0.5	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	43.0	30.2	43.3	35.8	28.9
PCR	25.4	17.8	23.2	19.5	16.6
PSR	5.1	3.3	3.5	3.2	2.9
PBR	8.6	5.7	5.0	4.6	4.1
EBITDA	919.8	1,029.3	799.8	917.2	1,076.3
EV/EBITDA	28.2	19.5	23.8	20.4	17.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.6	17.7	10.6	11.7	13.1
EBITDA이익률	19.3	18.2	15.4	16.3	17.4
부채비율	31.8	33.0	27.8	26.9	26.2
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
이자보상배율(x)	252.0	217.5	168.4	207.0	276.2
매출채권회전율(x)	20.0	19.7	18.6	20.4	20.6
재고자산회전율(x)	15.2	15.4	13.9	16.0	16.1

Part III

2018년 산업 전망

유통

유통업종 2017년 Review & 2018년 전망

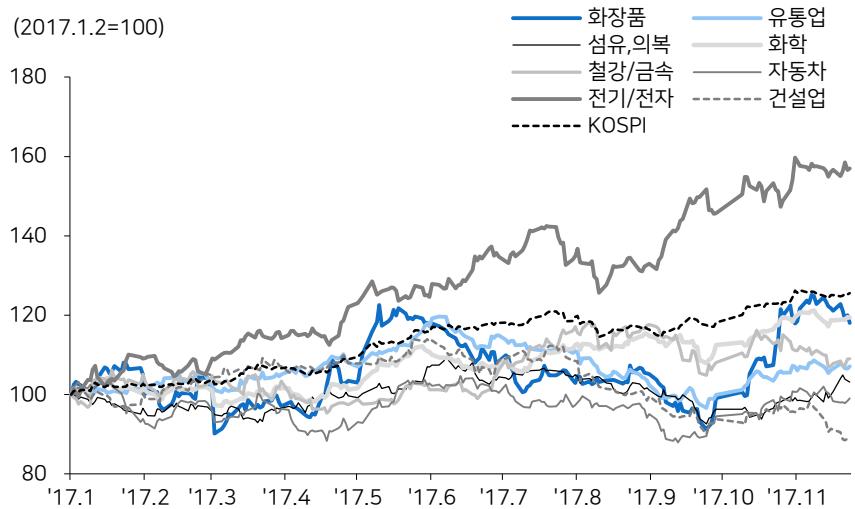
2017년 유통업종 Review

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

상반기 소비회복 기대감으로
주가 상승하였으나 하반기
정책 리스크 부각되면서 조정

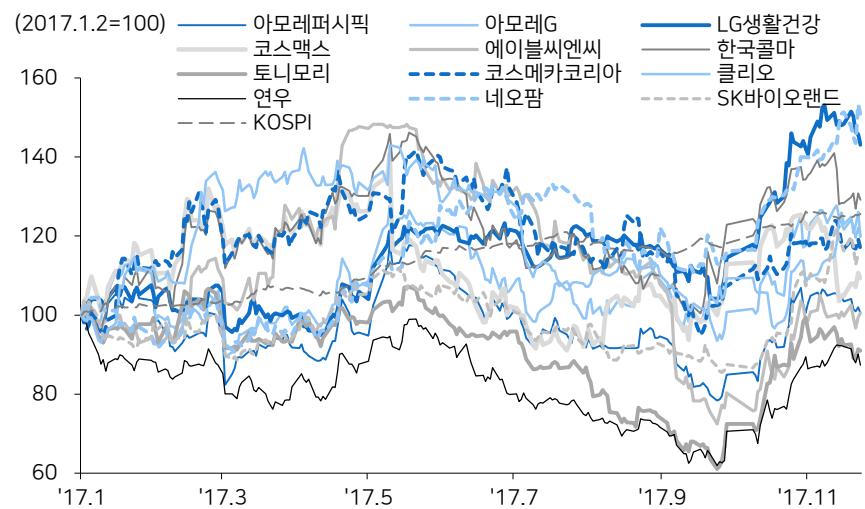
- 상반기 유통업종 지수는 꾸준히 상승하였으며 특히 2월과 5월 수출주의 모멘텀이 둔화되는 시기에는 상대적인 밸류에이션 매력이 부각되면서 유통업종은 시장 대비 초과수익률을 시현함
- 하반기에는 신정부 출범 이후 유통업체들에 대한 정책 리스크가 부각되면서 시장 대비 하회하는 수익률을 기록함. 10월 이후 한중관계 개선으로 중국 인바운드 소비 정상화 기대감이 반영되면서 면세점 등 관광객 소비와 연관성이 높은 기업들 중심으로 주가 반등하였음

2017년 업종별 지수 추이



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

2017년 유통 종목별 주가 추이



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

2018년 전망, 정부 정책 이슈 vs. 올림픽 등 스포츠 이벤트

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

6월 지방선거 전까지 정부 정책 이슈 지속될 전망, 올림픽 등 단기적인 소비 이벤트 긍정적

- 유통업종은 2016년 하반기부터 수익성 개선이 뚜렷하게 나타나기 시작하면서 주가가 가파르게 상승하였음. 그러나 2017년 신정부 출범과 함께 최저임금 인상, 복합쇼핑몰 및 아울렛 영업일수 규제 등 대규모 유통산업발전법 개정안이 논의되면서 시장 대비 프리미엄이 약화됨, 2018년 6월 지방선거 이전까지 정책 이슈는 지속될 것으로 판단됨. 올림픽 등 스포츠 이벤트들은 단기적으로 소비 회복에 긍정적으로 작용할 전망
- 유통업종의 프리미엄 상향 요인으로는 1) 소비경기 회복에 따른 실질적인 실적 개선 2) 자체적인 경쟁력 강화에 따른 펀더멘탈 향상 3) M&A 등이 있으며, 하향 요인으로는 1) 정부의 정책 영향력 강화 2) 구조적인 소비 패러다임 변화에 따른 실적 부진 3) 경쟁 심화에 따른 수익성 악화 등이 있겠음

유통업종, 시장 평균 PER 대비 프리미엄 추이

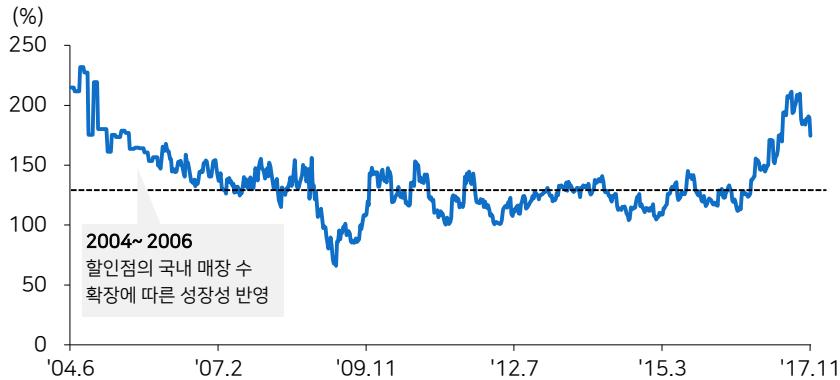


자료: Datastream, 메리츠종금증권 리서치센터

업태별 Valuation Level 점검

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

할인점 (롯데쇼핑, 이마트)



자료: Datastream, 메리츠종금증권 리서치센터

편의점 (BGF리테일, GS리테일)



자료: Datastream, 메리츠종금증권 리서치센터

백화점 (현대백화점, 신세계)



자료: Datastream, 메리츠종금증권 리서치센터

홈쇼핑 4사



자료: Datastream, 메리츠종금증권 리서치센터

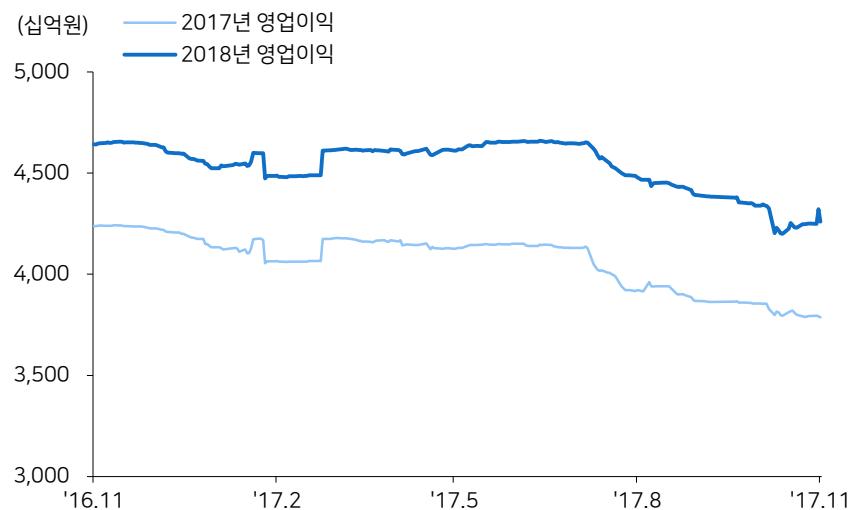
소비 심리 개선에도 실적 추정치 변화 미미

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

실질적인 소비 회복으로 실적 추정치 상향 전환 여부 관건

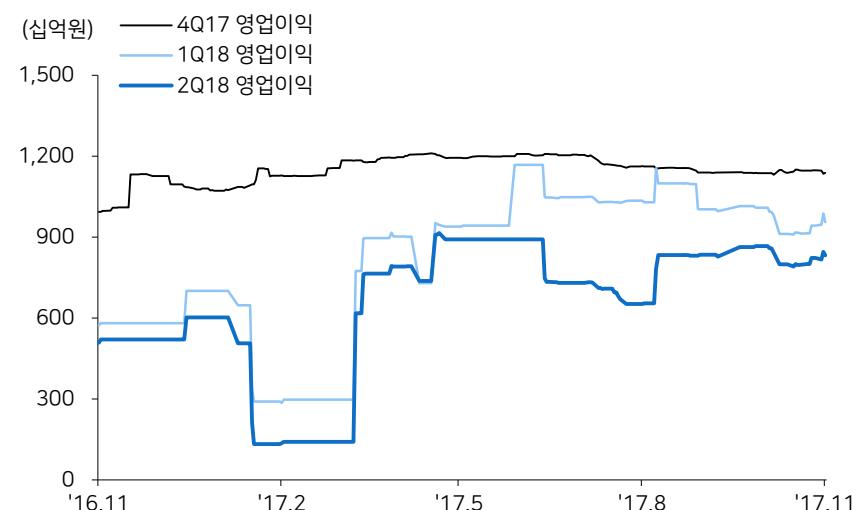
- 유통업종의 시장 컨센서스는 지속적인 하향세를 보이다가 2016년 하반기 추가적인 하향이 멈추면서 주가가 반등하기 시작하였음. 2017년 상반기 유통업체들의 외형 성장은 정체되고 있음에도 일부 일회성 요인을 포함하여 수익성 개선을 통한 영업이익의 높은 성장이 주가 상승 모멘텀으로 작용함
- 2017년 하반기부터 영업이익 컨센서스 다시 하향세를 나타내면서 유통업종의 주가 조정이 나타났음. 최근 소비심리의 뚜렷한 개선에도 유통업체들의 추정치 반등 시그널은 아직 나타나고 있지는 않음

유통업종 연간 영업이익 컨센서스



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

유통업종 분기별 영업이익 컨센서스



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

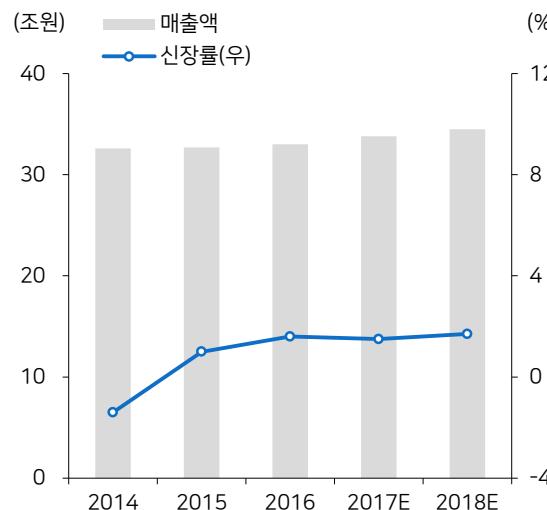
2018년 유통산업 채널별 전망 (1)

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

대형마트와 백화점 저성장, 온라인몰 고성장 유지 전망

- 대형마트: 규제 강화 움직임, 타 업태로부터의 경쟁 심화, 인건비 상승 등으로 저성장 지속 전망
- 백화점: 주력상품인 의류 소비가 온라인 등으로의 채널 중심이 이동하면서 저성장 예상. 복합쇼핑몰 내 입점 점포의 경우 월 2회 의무휴업 실행 가능성이 있음
- 온라인몰: 수요 기반의 지속적인 시장 확대와 유통업체들의 신기술 도입에 따른 쇼핑 경험 향상 (AI 활용한 챗봇 상담 및 구매, 음성인식 Voice 쇼핑 등)으로 고성장 유지 전망

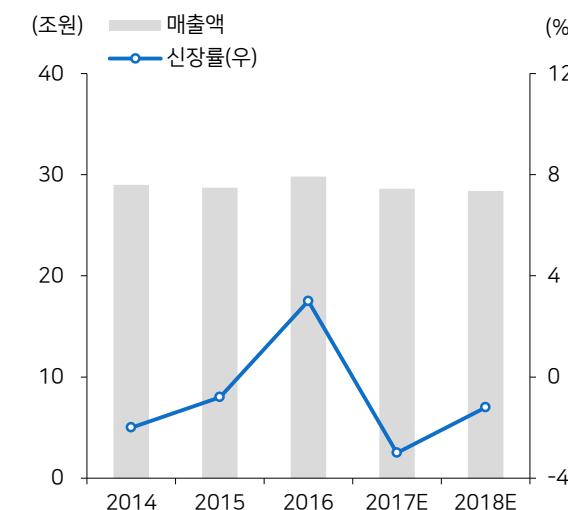
대형마트 판매액 및 신장을 추이와 전망



주: 17, 18년은 연구소 추정치

자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

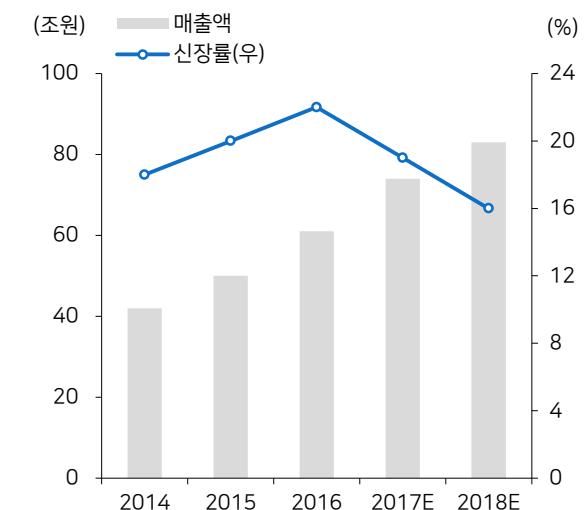
백화점 판매액 및 신장을 추이와 전망



주: 17, 18년은 연구소 추정치

자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

온라인몰 판매액 및 신장을 추이와 전망



주: 17, 18년은 연구소 추정치

자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

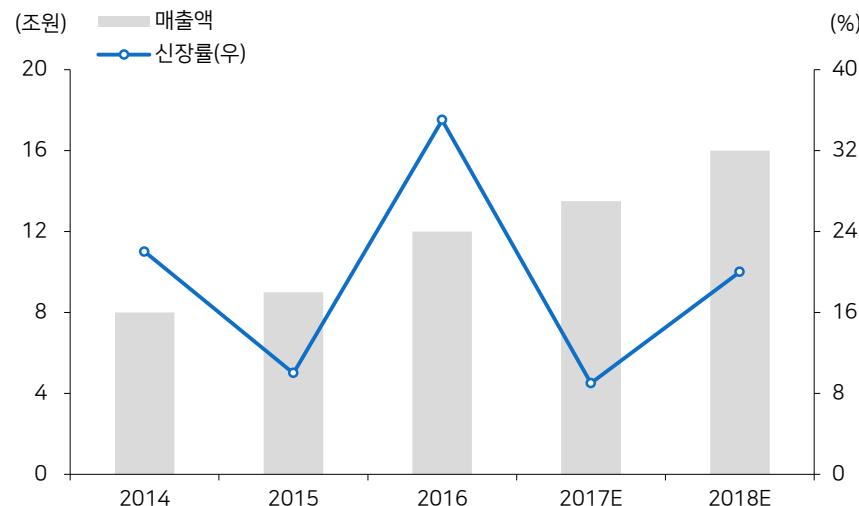
2018년 유통산업 채널별 전망 (2)

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

중국인 관광객 소비 회복으로
면세점 고성장 예상, 편의점
상대적인 고성장 지속될 전망

- 면세점: 한중관계 개선으로 사드 보복조치 완화되면서 관광객 소비 정상화 예상, 다국적 관광객 유치 노력 및 신규 면세점 오픈 효과 기대
- 편의점: 1~2인 가구 확대에 따른 수요 기반의 고성장 지속될 전망, 다만 출점경쟁 심화와 인건비 상승 등으로 신규 출점 속도는 둔화될 것으로 예상됨. 상품력 강화를 통한 기존점 성장을 반등 여부 관건

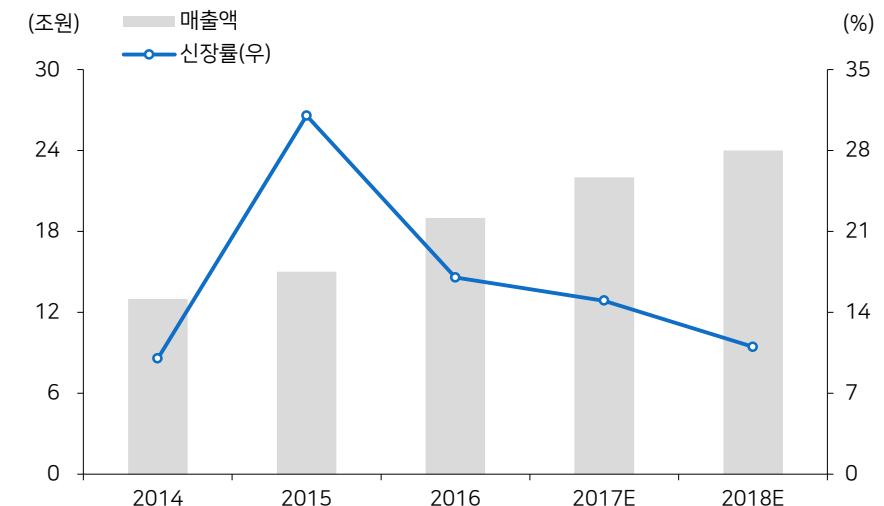
면세점 판매액 및 신장률 추이와 전망



주: 17, 18년은 연구소 추정치

자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

편의점 판매액 및 신장률 추이와 전망



주: 17, 18년은 연구소 추정치

자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

국내 유통기업 Peer

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

	롯데쇼핑	이마트	현대백화점	신세계	BGF리테일	GS리테일	롯데하이마트	호텔신라
Ticker	023530 KS	139480 KS	069960 KS	004170 KS	027410 KS	007070 KS	071840 KS	008770 KS
현재주가 (11/23) 시가총액 점대수익률 (%)	(원) (십억원)	215,500 6,060	246,500 6,871	91,000 2,130	262,500 2,584	79,100 3,919	36,900 2,841	69,000 1,629
1M 3M 6M 1Y YTD		(7.5) (14.5) (15.6) 0.2 2.9	12.1 8.6 9.1 32.2 34.7	4.5 (4.5) (15.0) (19.8) (16.5)	21.3 35.0 16.4 41.1 49.2	(4.1) (11.8) (36.5) (4.2) (3.3)	9.8 (9.6) (32.8) (19.3) (22.5)	(7.3) 1.6 9.4 49.0 63.5
초과수익률 (%p)								
1M 3M 6M 1Y YTD		(9.4) (21.7) (25.3) (27.4) (22.3)	10.2 1.4 (0.7) 4.5 9.5	2.6 (11.7) (24.7) (47.5) (41.7)	19.4 27.7 6.7 13.5 24.0	(6.0) (19.0) (46.2) (31.9) (28.5)	7.9 (16.8) (42.5) (46.9) (47.7)	(9.2) (5.6) (0.4) 21.4 38.3
PER (X)								
2016 2017E 2018E		41.5 N/A 25.7	13.6 11.1 14.5	9.2 7.5 7.9	7.6 13.9 12.2	22.1 18.7 18.1	13.4 19.2 20.7	8.2 10.3 9.4
PBR (X)								
2016 2017E 2018E		0.5 0.4 0.4	0.7 0.8 0.8	0.7 0.5 0.5	0.6 0.8 0.8	4.8 3.9 3.3	2.0 1.4 1.4	0.5 0.8 0.7
ROE (%)								
2016 2017E 2018E		1.0 (1.0) 1.5	5.1 7.8 5.6	7.7 7.4 6.6	7.3 5.6 6.0	21.6 20.9 18.6	14.5 7.3 6.5	6.6 8.0 8.2
매출액성장률 (%)								
2016 2017E 2018E		1.4 (4.0) 1.2	8.3 7.9 2.9	10.6 1.0 2.7	15.0 31.0 10.4	16.6 9.8 9.5	18.0 12.0 6.1	1.1 5.6 4.7
영업이익성장률 (%)								
2016 2017E 2018E		10.1 (32.6) 16.6	8.6 0.3 9.8	5.6 3.5 (6.1)	(4.1) 26.7 8.7	18.3 16.2 1.1	(3.4) (18.5) (10.8)	9.0 22.2 8.7
순이익성장률 (%)								
2016 2017E 2018E		흑전 적전 흑전	(16.3) 64.2 (23.9)	14.6 3.3 (4.6)	(25.4) (28.1) 14.1	20.8 14.3 3.4	64.6 (47.0) (7.0)	13.9 29.9 9.5
영업이익률 (%)								
2016 2017E 2018E		3.2 2.2 2.6	3.7 3.4 3.7	20.9 21.4 19.6	8.5 8.2 8.1	4.3 4.5 4.2	2.9 2.1 1.8	4.4 5.1 5.3
순이익률 (%)								
2016 2017E 2018E		0.8 (0.8) 1.2	2.6 3.9 2.9	17.5 17.9 16.7	11.0 6.0 6.2	3.7 3.8 3.6	3.7 1.8 1.5	3.1 3.8 4.0

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 50

글로벌 유통기업 Peer

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

	WAL-MART	COSTCO	NORDSTROM	SEVEN & I HOLDINGS	LAWSON	FAMILYMART	BEST BUY	YAMADA DENKI
Ticker	WMT US	COST US	JWN US	3382 JP	2651 JP	8028 JP	BBY US	9831 JP
국가	미국	미국	미국	일본	일본	일본	미국	일본
현재주가 (11/22)	(달러)	97	173	41	40	65	62	56
시가총액	(백만달러)	288,325	75,783	6,881	35,572	6,520	7,831	16,772
절대수익률 (%)								
1M	10.4	8.2	(2.0)	(3.1)	(4.3)	6.9	0.4	(3.8)
3M	21.1	10.7	(4.8)	4.7	(1.1)	16.4	(6.7)	0.2
6M	23.3	1.6	3.1	(3.6)	(0.2)	11.0	10.5	3.2
1Y	43.0	20.8	(26.2)	6.7	(3.6)	(1.1)	25.9	2.0
YTD	42.5	14.0	(11.6)	4.5	(8.2)	(10.4)	33.9	(5.3)
초과수익률 (%p)								
1M	9.3	7.1	(3.1)	(4.2)	(5.4)	5.7	(0.7)	(4.9)
3M	13.5	3.2	(12.4)	(2.8)	(8.7)	8.9	(14.3)	(7.4)
6M	13.1	(8.6)	(7.1)	(13.8)	(10.4)	0.8	0.3	(7.0)
1Y	22.3	0.1	(46.8)	(14.0)	(24.3)	(21.7)	5.3	(18.7)
YTD	24.3	(4.2)	(29.8)	(13.7)	(26.4)	(28.6)	15.7	(23.5)
PER (X)								
2016	15.4	30.8	13.6	40.2	21.3	41.4	12.2	12.9
2017E	21.8	26.9	14.1	21.2	21.2	33.3	14.0	11.6
2018E	20.6	24.8	14.2	18.2	20.4	28.5	13.2	11.1
PBR (X)								
2016	2.6	5.9	8.4	1.7	2.8	1.7	2.9	0.8
2017E	3.8	6.3	7.8	1.6	2.6	1.7	4.4	0.8
2018E	3.8	5.4	7.7	1.5	2.5	1.6	4.5	0.8
ROE (%)								
2016	17.2	20.7	40.7	4.1	13.5	4.7	27.0	6.3
2017E	16.9	21.6	58.3	3.6	13.0	5.8	24.0	7.2
2018E	16.6	23.6	57.1	7.9	12.3	5.1	29.2	7.0
매출액성장률 (%)								
2016	0.8	2.2	2.2	6.0	24.6	121.9	(0.3)	7.5
2017E	2.6	15.4	3.9	25.2	150.5	41.9	4.6	(2.0)
2018E	2.7	6.5	1.4	5.4	5.7	(0.9)	(1.1)	1.5
영업이익성장률 (%)								
2016	(5.6)	1.3	(26.9)	15.5	13.5	(1.2)	34.8	10.5
2017E	(0.1)	21.9	18.0	2.6	(11.5)	15.2	2.7	1.0
2018E	2.9	8.7	(2.4)	6.9	2.1	39.7	(1.0)	7.7
순이익성장률 (%)								
2016	(7.2)	(1.1)	(41.0)	(32.9)	29.4	15.3	36.9	26.0
2017E	(11.7)	20.2	38.8	86.5	(9.7)	42.1	0.6	10.7
2018E	13.9	9.2	(1.6)	15.7	3.7	10.6	(1.5)	7.1
영업이익률 (%)								
2016	4.7	3.1	5.5	7.8	29.0	3.8	4.7	3.7
2017E	4.6	3.3	6.2	6.4	10.2	3.1	4.6	3.8
2018E	4.6	3.3	6.0	6.5	9.9	4.3	4.6	4.0
순이익률 (%)								
2016	2.8	2.0	2.4	2.1	14.3	2.2	3.1	2.2
2017E	2.4	2.1	3.2	3.1	5.2	2.2	3.0	2.5
2018E	2.7	2.1	3.1	3.4	5.1	2.4	3.0	2.6

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Meritz Research 51

주요 글로벌 유통 기업, 최근 주가 동향

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

Walmart



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Seven&I Holdings



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Best Buy



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Nordstrom



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Appendix. Walmart (WMT US) 연간 및 분기별 실적 추이

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

Walmart 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	446,950.0	468,651.0	476,294.0	485,651.0	482,130.0	485,873.0	498,247.6	511,686.1
영업이익	26,558.0	27,725.0	26,872.0	27,147.0	24,105.0	22,764.0	22,742.8	23,389.0
세전이익	24,398.0	25,662.0	24,656.0	24,799.0	21,638.0	20,497.0	19,892.9	21,189.4
순이익 (조정)	15,592.3	16,999.0	16,776.1	16,337.4	14,766.0	13,456.3	13,306.8	13,710.6
성장률 (%YoY)								
매출액	6.0	4.9	1.6	2.0	-0.7	0.8	2.5	2.7
영업이익	4.0	4.4	-3.1	1.0	-11.2	-5.6	-0.1	2.8
세전이익	3.7	5.2	-3.9	0.6	-12.7	-5.3	-2.9	6.5
순이익률 (조정)	4.5	9.0	-1.3	-2.6	-9.6	-8.9	-1.1	3.0
수익성 (%)								
영업이익률	5.9	5.9	5.6	5.6	5.0	4.7	4.6	4.6
세전이익률	5.5	5.5	5.2	5.1	4.5	4.2	4.0	4.1
순이익률 (조정)	3.5	3.6	3.5	3.4	3.1	2.8	2.7	2.7
PER (배)	13.5	14.0	14.8	17.0	15.1	15.4	22.0	20.8
PBR (배)	2.9	3.0	3.2	3.4	2.6	2.6	3.9	3.8
EV/EBITDA (배)	7.5	7.8	8.3	8.7	7.5	7.4	10.1	9.9
ROE (%)	22.5	23.0	21.0	20.8	18.1	17.2	16.6	17.9
EPS (달러)	4.5	5.0	5.1	5.0	4.6	4.3	4.4	4.7
BPS (달러)	20.9	23.0	23.6	25.2	25.5	25.5	25.3	25.7

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Walmart 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	129,667.0	115,904.0	120,854.0	118,179.0	130,936.0	117,542.0	123,355.0	123,179.0	134,890.6	121,068.1	126,535.1	126,105.9
영업이익	6,642.0	5,275.0	6,165.0	5,119.0	6,205.0	5,237.0	5,969.0	4,764.0	6,747.9	5,413.0	5,762.7	5,266.5
세전이익	6,094.0	4,714.0	5,599.0	4,534.0	5,650.0	4,674.0	4,606.0	2,879.0	6,214.8	4,851.2	5,229.3	4,733.3
순이익	4,760.6	3,079.0	3,336.3	3,034.0	4,003.2	3,039.0	3,261.5	3,020.7	4,015.4	3,151.1	3,374.6	3,037.9
성장률 (%YoY)												
매출액	-1.4	0.9	0.5	0.7	1.0	1.4	2.1	4.2	3.0	3.0	2.6	2.4
영업이익	-16.4	-7.1	1.6	-10.4	-6.6	-0.7	-3.2	-6.9	8.7	3.4	-3.5	10.5
세전이익	-17.2	-2.9	1.3	-12.2	-7.3	-0.8	-17.7	-36.5	10.0	3.8	13.5	64.4
순이익	-8.9	-7.8	-4.0	-4.8	-15.9	-1.3	-2.2	-0.4	0.3	3.7	3.5	0.6
수익성 (%)												
영업이익률	5.1	4.6	5.1	4.3	4.7	4.5	4.8	3.9	5.0	4.5	4.6	4.2
세전이익률	4.7	4.1	4.6	3.8	4.3	4.0	3.7	2.3	4.6	4.0	4.1	3.8
순이익률	3.7	2.7	2.8	2.6	3.1	2.6	2.6	2.5	3.0	2.6	2.7	2.4

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Appendix. Best Buy (BBY US) 연간 및 분기별 실적 추이

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

Best Buy 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	50,705.0	39,827.0	42,410.0	40,339.0	39,528.0	39,403.0	41,220.0	40,768.0
영업이익	1,085.0	-119.0	1,140.0	1,450.0	1,375.0	1,854.0	1,903.2	1,884.1
세전이익	1,043.0	-198.0	1,087.0	1,387.0	1,310.0	1,816.0	1,875.4	1,845.7
순이익 (조정)	1,359.0	889.0	722.0	918.0	973.0	1,148.0	1,229.5	1,206.4
성장률 (%YoY)								
매출액	1.9	-21.5	6.5	-4.9	-2.0	-0.3	4.6	-1.1
영업이익	-54.3	적전	후전	27.2	-5.2	34.8	2.7	-1.0
세전이익	-55.3	-119.0	-649.0	27.6	-5.6	38.6	3.3	-1.6
순이익률 (조정)	-4.6	-34.6	-18.8	27.1	6.0	18.0	7.1	-1.9
수익성 (%)								
영업이익률	2.1	-0.3	2.7	3.6	3.5	4.7	4.6	4.6
세전이익률	2.1	-0.5	2.6	3.4	3.3	4.6	4.5	4.5
순이익률 (조정)	2.7	2.2	1.7	2.3	2.5	2.9	3.0	3.0
PER (배)	61.7	8.2	11.2	13.5	10.8	12.2	14.0	13.2
PBR (배)	2.2	1.8	2.0	2.5	2.1	2.9	4.4	4.6
EV/EBITDA (배)	4.9	9.2	3.7	4.8	3.7	4.4	5.8	5.8
ROE (%)	-23.8	-13.0	15.1	27.5	19.1	27.0	29.2	32.3
EPS (달러)	3.6	2.6	2.1	2.6	2.8	3.6	4.0	4.3
BPS (달러)	11.0	9.0	11.5	14.2	13.5	15.1	12.8	12.4

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Best Buy 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	13,623.0	8,443.0	8,533.0	8,945.0	13,482.0	8,528.0	8,940.0	9,320.0	14,422.1	8,651.0	8,920.0	9,339.3
영업이익	771.0	372.0	289.0	312.0	881.0	300.0	321.0	350.0	925.2	308.8	330.6	361.4
세전이익	750.0	360.0	279.0	304.0	873.0	292.0	310.0	342.0	922.6	300.3	321.9	352.6
순이익	524.0	144.0	185.0	198.0	621.0	188.0	214.0	237.0	591.9	193.6	208.2	228.8
성장률 (%YoY)	-4.1	-1.3	0.1	1.4	-1.0	1.0	4.8	4.2	7.0	1.4	-0.2	0.2
영업이익	-4.8	332.6	0.3	35.7	14.3	-19.4	11.1	12.2	5.0	2.9	3.0	3.3
세전이익	-6.0	380.0	2.6	42.7	16.4	-18.9	11.1	12.5	5.7	2.8	3.8	3.1
순이익	-0.4	9.9	6.3	37.5	18.5	30.6	15.7	19.7	-4.7	3.0	-2.7	-3.5
수익성 (%)												
영업이익률	5.7	4.4	3.4	3.5	6.5	3.5	3.6	3.8	6.4	3.6	3.7	3.9
세전이익률	5.5	4.3	3.3	3.4	6.5	3.4	3.5	3.7	6.4	3.5	3.6	3.8
순이익률	3.8	1.7	2.2	2.2	4.6	2.2	2.4	2.5	4.1	2.2	2.3	2.5

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Appendix. Seven&I Holdings (3382 JP) 연간 및 분기별 실적 추이

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

Seven&I Holdings 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	50,903.9	50,740.2	47,012.7	46,289.4	40,548.5	42,978.2	53,817.9	56,726.2
영업이익	3,704.1	3,616.1	3,412.7	3,180.7	2,920.2	3,372.2	3,458.6	3,697.9
세전이익	2,927.4	3,212.9	3,127.0	2,873.7	2,517.8	2,012.5	2,899.9	3,293.5
순이익 (조정)	1,646.7	1,688.5	1,765.2	1,602.5	1,333.9	894.9	1,669.0	1,930.9
성장률 (%YoY)								
매출액	-3.1	-0.3	-7.3	-1.5	-12.4	6.0	25.2	5.4
영업이익	31.3	-2.4	-5.6	-6.8	-8.2	15.5	2.6	6.9
세전이익	13.1	9.8	-2.7	-8.1	-12.4	-20.1	44.1	13.6
순이익 (조정)	26.9	2.5	4.5	-9.2	-16.8	-32.9	86.5	15.7
수익성 (%)								
영업이익률	7.3	7.1	7.3	6.9	7.2	7.8	6.4	6.5
세전이익률	5.8	6.3	6.7	6.2	6.2	4.7	5.4	5.8
순이익률 (조정)	3.2	3.3	3.8	3.5	3.3	2.1	3.1	3.4
PER (배)	15.3	17.3	19.2	23.4	24.7	40.2	21.6	18.5
PBR (배)	1.1	1.3	1.6	1.8	1.7	1.7	1.6	1.6
EV/EBITDA (배)	4.6	5.5	7.0	7.7	7.0	6.6	6.4	6.1
ROE (%)	7.5	7.5	8.8	7.9	6.9	4.1	7.9	8.6
EPS (달러)	1.9	1.9	2.0	1.8	1.5	1.0	1.9	2.2
BPS (달러)	24.7	23.2	23.3	21.7	23.8	23.6	2,791.4	2,935.9

주: 2월 결산기준

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Seven&I Holdings 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	10,544.7	10,009.2	11,235.7	10,720.9	10,949.4	10,457.8	10,801.0	12,889.5	14,187.0	N/A	N/A	N/A
영업이익	772.4	737.3	966.1	884.1	790.0	752.6	993.9	875.6	883.3	N/A	N/A	N/A
세전이익	599.5	677.3	207.1	724.5	396.5	507.0	822.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
순이익	300.3	390.5	-93.4	401.8	185.0	300.8	502.7	467.7	434.2	N/A	N/A	N/A
성장률 (%YoY)												
매출액	-1.8	3.2	10.4	5.9	3.8	4.5	-3.9	20.2	29.6	N/A	N/A	N/A
영업이익	-2.2	8.3	31.5	20.7	2.3	2.1	2.9	-1.0	11.8	N/A	N/A	N/A
세전이익	-13.5	6.0	-66.4	9.4	-33.9	-25.1	297.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
순이익	-21.8	11.2	적전	18.7	-38.4	-23.0	흑전	16.4	134.7	N/A	N/A	N/A
수익성 (%)												
영업이익률	7.3	7.4	8.6	8.2	7.2	7.2	9.2	6.8	6.2	N/A	N/A	N/A
세전이익률	5.7	6.8	1.8	6.8	3.6	4.8	7.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
순이익률	2.8	3.9	-0.8	3.7	1.7	2.9	4.7	3.6	3.1	N/A	N/A	N/A

주: 2월 결산기준

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Appendix. Nordstrom (JWN US) 연간 및 분기별 실적 추이

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

Nordstrom 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	10,877.0	12,134.0	12,540.0	13,506.0	14,437.0	14,757.0	15,326.6	15,545.0
영업이익	1,249.0	1,345.0	1,350.0	1,323.0	1,101.0	805.0	949.7	926.6
세전이익	1,119.0	1,185.0	1,189.0	1,185.0	976.0	684.0	813.8	788.0
순이익 (조정)	683.0	735.0	734.0	720.0	600.0	533.4	495.5	483.7
성장률 (%YoY)								
매출액	12.1	11.6	3.3	7.7	6.9	2.2	3.9	1.4
영업이익	11.7	7.7	0.4	-2.0	-16.8	-26.9	18.0	-2.4
세전이익	12.9	5.9	0.3	-0.3	-17.6	-29.9	19.0	-3.2
순이익 (조정)	11.4	7.6	-0.1	-1.9	-16.7	-11.1	-7.1	-2.4
수익성 (%)								
영업이익률	11.5	11.1	10.8	9.8	7.6	5.5	6.2	6.0
세전이익률	10.3	9.8	9.5	8.8	6.8	4.6	5.3	5.1
순이익률 (조정)	6.3	6.1	5.9	5.3	4.2	3.6	3.2	3.1
PER (배)	15.0	15.5	15.5	20.3	14.6	13.6	14.1	14.2
PBR (배)	5.2	5.7	5.3	5.9	9.8	8.4	7.9	7.8
EV/EBITDA (배)	7.3	7.2	7.2	9.2	6.4	6.2	5.6	5.6
ROE (%)	34.3	38.0	36.8	31.9	36.2	40.7	57.1	56.8
EPS (달러)	3.1	3.6	3.7	3.7	3.3	3.0	2.9	2.9
BPS (달러)	9.4	9.7	10.9	12.8	5.0	5.1	5.3	5.3

주: 1월 결산 기준

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Nordstrom 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	4,194.0	3,249.0	3,651.0	3,542.0	4,316.0	3,354.0	3,793.0	3,629.0	4,592.8	3,433.2	3,907.1	3,677.9
영업이익	324.0	106.0	221.0	55.0	424.0	151.0	217.0	208.0	374.5	150.0	227.0	219.0
세전이익	294.0	75.0	191.0	25.0	393.0	103.0	188.0	180.0	341.5	110.3	185.0	169.5
순이익	180.0	63.7	117.0	148.0	222.4	73.1	110.0	114.0	221.7	116.0	155.4	153.9
성장률 (%YoY)												
매출액	3.7	1.1	-1.4	6.4	2.9	3.2	3.9	2.5	6.4	2.4	3.0	1.3
영업이익	-30.3	-56.7	-41.4	-64.5	30.9	42.5	-1.8	278.2	-11.7	-0.7	4.6	5.3
세전이익	-31.8	-64.6	-44.6	-80.0	33.7	37.3	-1.6	620.0	-13.1	7.0	-1.6	-5.8
순이익	-29.4	-50.2	-35.0	34.9	23.6	14.8	-6.0	-23.0	-0.3	58.6	41.3	35.0
수익성 (%)												
영업이익률	7.7	3.3	6.1	1.6	9.8	4.5	5.7	5.7	8.2	4.4	5.8	6.0
세전이익률	7.0	2.3	5.2	0.7	9.1	3.1	5.0	5.0	7.4	3.2	4.7	4.6
순이익률	4.3	2.0	3.2	4.2	5.2	2.2	2.9	3.1	4.8	3.4	4.0	4.2

주: 1월 결산 기준

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Part IV

2018년 산업 전망

유통

국내 소비 환경의 변화, Q보다는 P에 집중할 시점

금리 인상과 소비

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

2015년 이후 가계부채 급증과 함께 기준금리와 소매판매액이 역 (-)의 관계로 변화

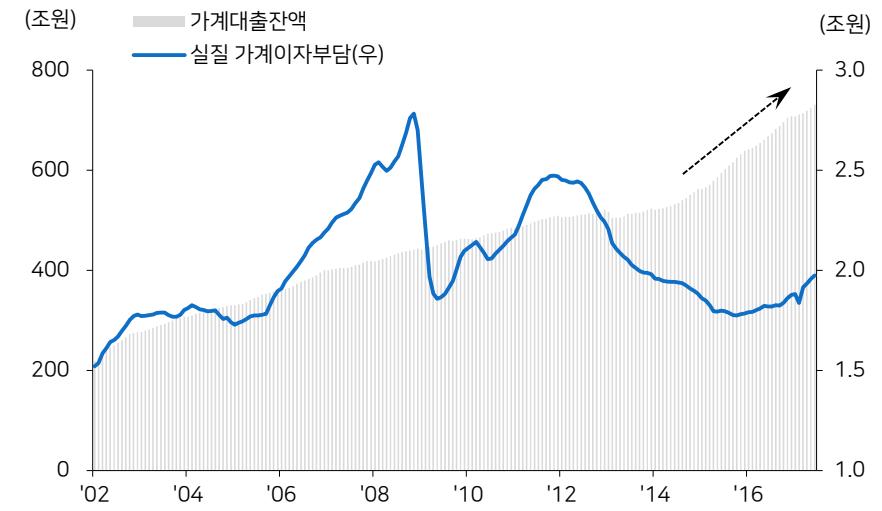
- 2000년 이후 기준금리와 소매판매액은 대체로 정 (+)의 상관관계를 나타냈음. 일반적으로 금리 상승기에는 경기 호조를 보이는 경우가 많고 소득 증가와 금융자산 가치의 동반 상승으로 소매판매액도 함께 증가하는 추세였음
- 하지만 2015년부터 최근까지 기준금리와 소매판매액은 오히려 역 (-)의 관계를 기록하였음. 특히 2015년부터 가계대출잔액이 가파르게 증가하게 되는데 소비에 있어서 금리 인하에 따른 이자부담 감소가 소매판매액 증가에 오히려 긍정적인 영향을 미쳤던 것으로 판단됨. 가계대출의 상당수가 부동산과 연계되어 있는 만큼 2015년 이후 가계 소비지출 내 가계시설 및 운영에 관한 비용 증감률 또한 전년대비 10%대 수준으로 크게 증가함

기준금리와 소매판매액 성장을 추이



자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

가계대출잔액 및 실질 가계이자부담 추이



자료: 금감원, 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

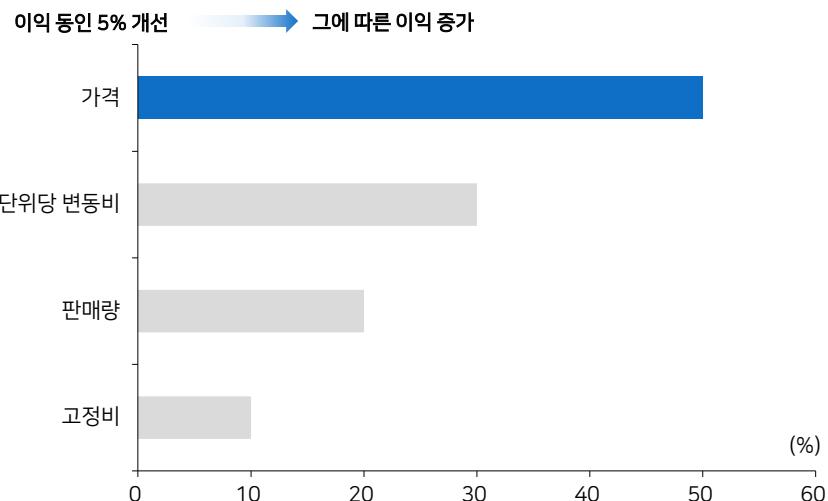
국내 소비 환경의 변화, Q보다는 P에 집중할 시점

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

소비자물가지수 상승 대비
소매판매액 증감률 제한적,
가격 결정력 갖춘 기업에 투자

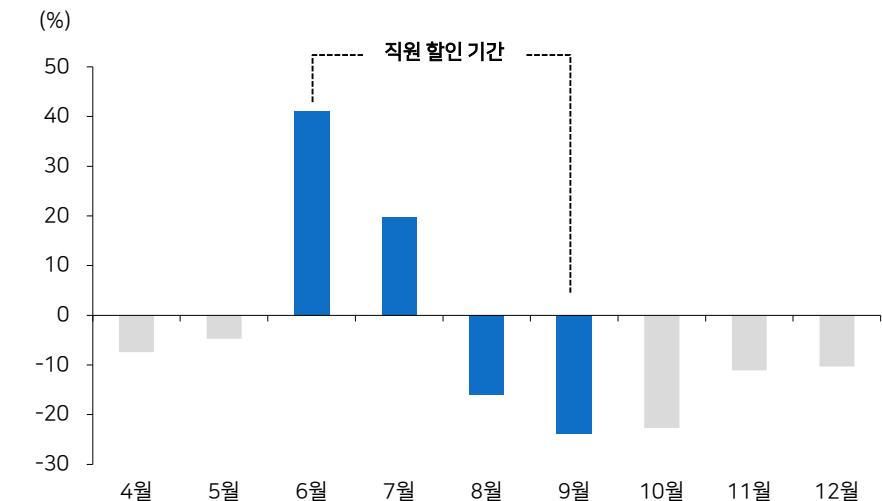
- 2016년부터 소비자물가지수가 회복되고 있지만 상대적으로 소매판매액 증가율의 반등은 제한적
- 유통업종에 있어서 국내 거시경제 환경 변화에 따라 가장 주목해야 할 부문은 P의 반등 여부
- 저출산과 고령화로 2016년을 기점으로 국내 생산가능인구 수는 감소세로 돌아서고 추가적인 수요 창출이 어려워지면서 Q로 인한 성장 전략은 한계를 겪을 수 밖에 없음
- 브랜드 역량과 차별화된 제품의 희소성, 그리고 시장 지배력으로 가격 결정력을 갖춘 기업에 대한 관심을 높힐 필요가 있겠음

가격은 가장 효과적인 이익 동인



자료: 헤르만 지문 '프라이싱', 메리츠종금증권 리서치센터

가격 할인 정책 실패: GM의 2005 직원 할인 프로그램, 일시적 판매량 증가에 불과



자료: 헤르만 지문 '프라이싱', 메리츠종금증권 리서치센터

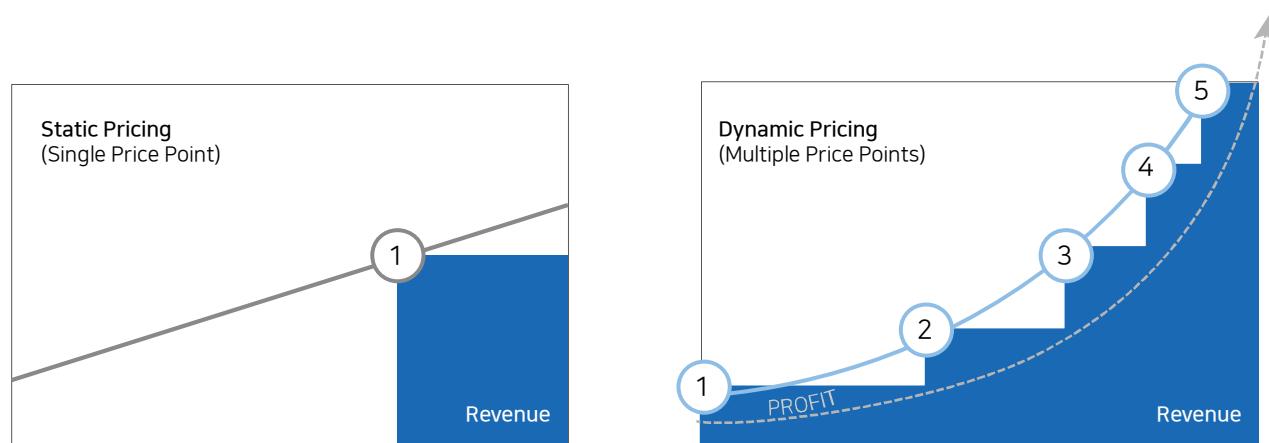
가격 차별화를 통한 Dynamic Pricing 전략

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

개인 맞춤형 가격차별을 통해
매출 극대화를 추구, 오프라인
대비 온라인에서의 활용 기회
훨씬 많아

- 경제학 이론 중 가격차별화 전략은 동일한 재화가 다양한 가격으로 거래되면서 수익 극대화를 추구함
- 온라인 기업은 개인들의 거래를 통해 고객에 대한 많은 정보를 얻게 되며 이를 분석하여 개개인마다 다른 가격을 제공할 수도 있겠음
- 나아가 성수기와 비성수기의 가격 결정 매커니즘 (시간에 따라 달라지는 수요와 공급 기준)을 활용하여 하루 중에도 시시각각 가격이 유동적으로 변화하기도 함

단일가격 하의 이익과 가격차별 하의 잠재적 이익 창출 비교



자료: 헤르만 지몬 '프라이싱', 메리츠종금증권 리서치센터

아마존의 Dynamic Pricing 전략

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

소비자들에게 저가격 이미지를 존속시키는 동시에 Dynamic Pricing으로 매출 극대화

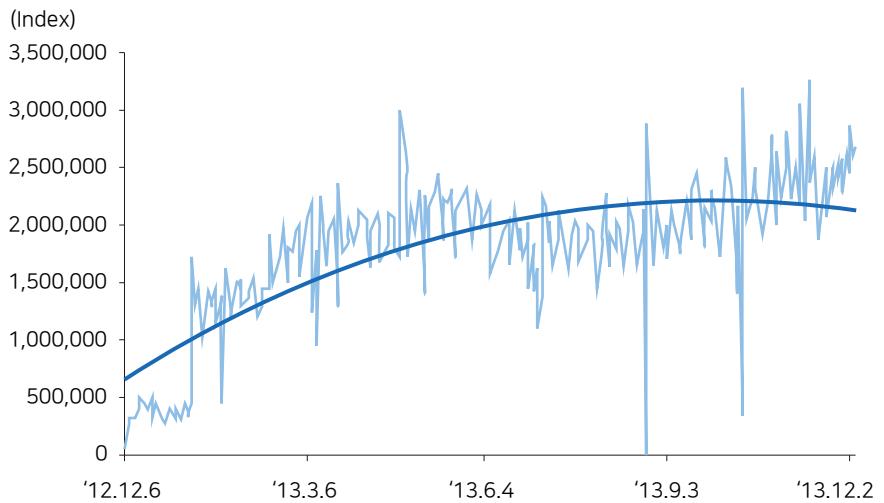
- 아마존은 IT기술과 빅데이터를 활용한 Dynamic Pricing을 통해 매출 극대화와 더불어 낮은 가격대의 이미지를 존속시킴
- 아마존은 미국 소매유통 업계 평균 대비 동일 기간 내 가격 변동 빈도가 가장 높음

Amazon의 서비스별 Dynamic Pricing

1	\$11.79  amazon.com. & FREE Shipping on eligible orders. Details + \$1.05 estimated tax
2	\$11.99  & FREE Shipping + \$0.00 estimated tax A plus Parts House ★★★★★ 96% positive over the past 12 months. (1,587 total ratings)
3	\$13.06  & FREE Shipping + \$0.00 estimated tax Totally-Crafty ★★★★★ 99% positive over the past 12 months. (3,015 total ratings)
4	\$10.05  + \$3.57 shipping + \$0.00 estimated tax Supreme Hardware ★★★★★ 93% positive over the past 12 months. (86,751 total ratings)



Amazon 시계열에 따른 Dynamic Pricing 사례



자료: Amazon.com, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: Amazon.com, 메리츠종금증권 리서치센터

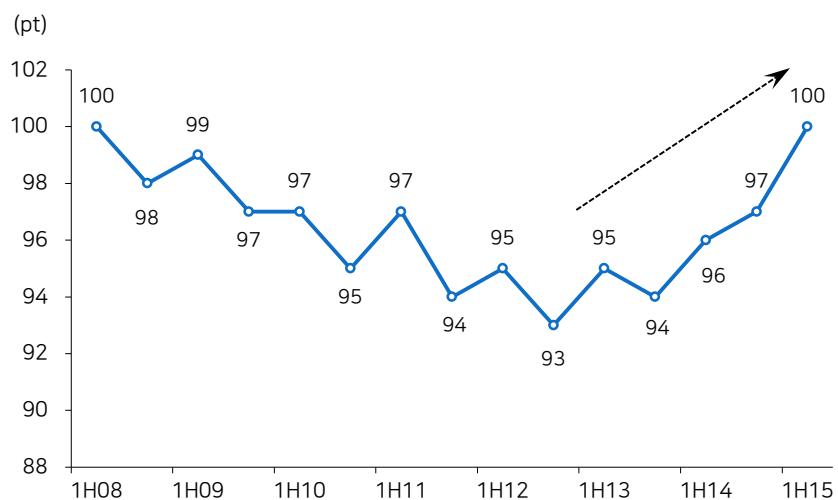
[일본 탐방] 디플레이션 극복, 가격 (P)는 절대 무너뜨리지 않는다

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

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 드럭스토어 기업 마츠모토 키요시 또한 고품질 차별화된 상품 (마츠키요) 만들어내는데 집중하였음. PB샴푸 가격은 1,600엔으로 고급샴푸이며 일본 제일 잘 팔리는 샴푸의 3배 가격임. 2016년 마츠키요의 매출 비중은 9.4%까지 올라왔음

일본 생활용품 소비자 지수 상승



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

마츠모토키요시의 PB상품, 고급샴푸에서 미백화장품까지



자료: Matsumoto Kiyoshi, 메리츠종금증권 리서치센터

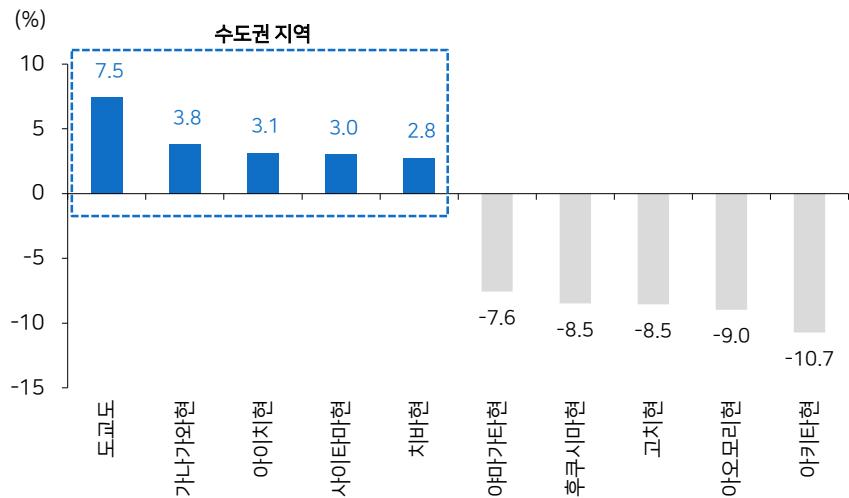
[일본 탐방] 오프라인 유통의 핵심은 결국 입지와 상권이다

2018년 산업 전망 유통 The Pricing of Everything

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

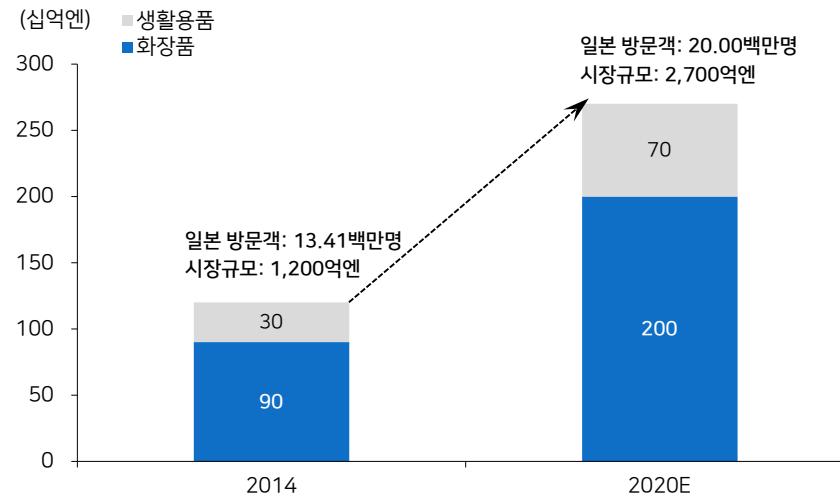
- Back to the Basics, 유통 "중심상권"이 중요함
 - 일본에서 인구가 늘어나는 곳은 도시권, 특히 도호권 (도쿄 수도권)에 집중되어 있음
 - 유통업체들의 실적에서 핵심상권 점포에서의 매출이 70% 이상을 차지함. 위성도시는 본전 유지 정도임. 외각 지역의 대형 쇼핑몰의 경우 화려해 보이지만 고전하고 있음
 - 편리한 입지조건은 관광객들의 "인바운드 수요"에도 긍정적임

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, 메리츠증금증권 리서치센터

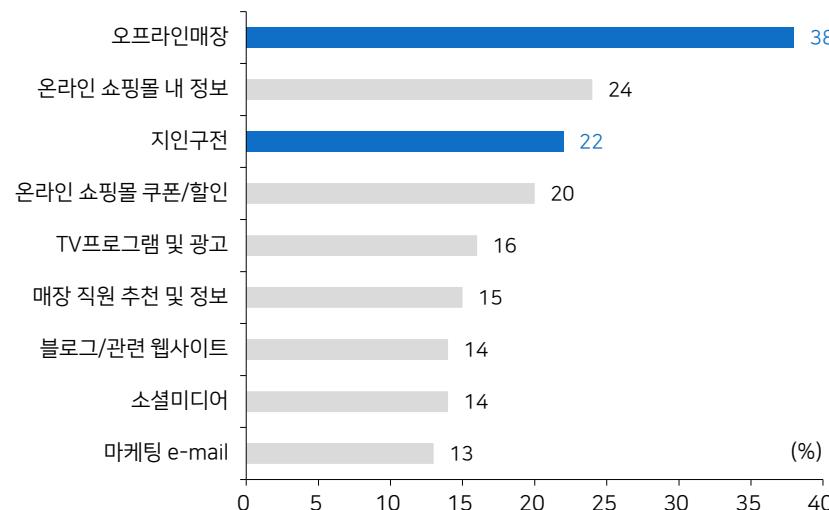
오프라인 매장의 역할 변화

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

4차 산업혁명으로 공간의 개념이 변화하고 있는 가운데 여전히 오프라인 매장의 역할은 중요하게 작용할 전망

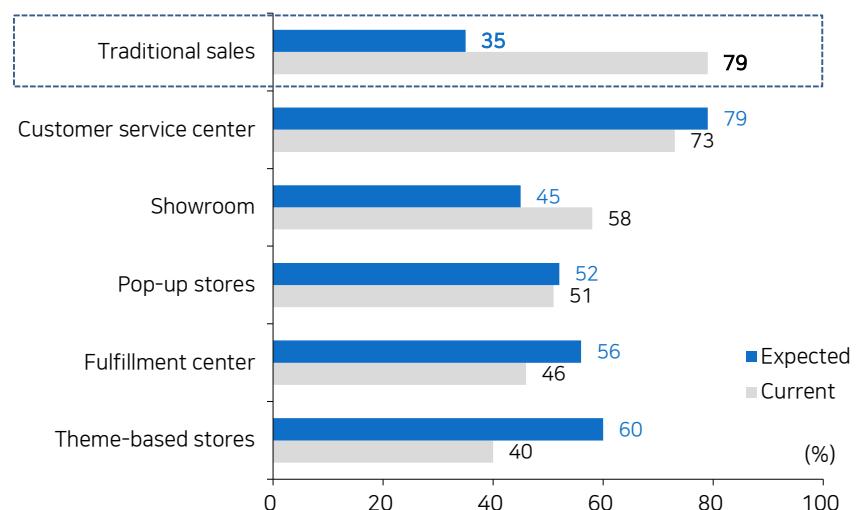
- 4차 산업혁명으로 공간을 보는 시각이 달라지고 있음. 온라인과 오프라인의 매장 경계가 없어지고 쇼핑의 공간이 변화함. 뉴욕의 나이키 매장에서는 런닝머신에서 달리기를 하면서 제품을 인식하고 체험을 하는 매장으로 변화하고 있으며 VR기기를 통해 집에서도 쇼핑센터에 있는 것처럼 쇼핑할 수 있는 시대가 되었음
- 여전히 온라인 구매에 있어서 오프라인 매장은 중요한 역할을 담당하고 있음. 2017년 글로벌 리테일 시장의 화두는 바로 아마존의 오프라인 진출이었음. 아마존은 1월부터 무인매장 Amazon Go를 오픈하였고 8월 Whole Foods Market을 인수. 아마존이 오프라인에 진출하는 이유는 여전히 소비의 80%가 오프라인에서 이루어지고 있기 때문

온라인 구매 결정 시 도움이 되는 정보 소스



자료: Nielsen, 메리츠종금증권 리서치센터

전통 리테일 매장 기능 전망



자료: Digital Retail Consulting Group, 메리츠종금증권 리서치센터

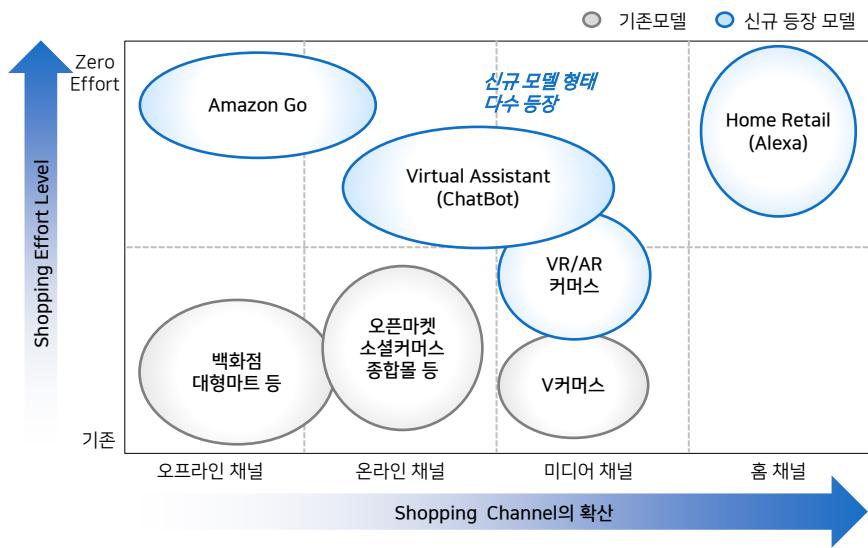
제4차 산업혁명, 디지털 리테일의 시대

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

IT기술 변화에 따른 리테일 혁신에 대한 근본적인 고민이 필요함

- 아마존은 Intelligence Retailing을 통해 새로운 쇼핑 경험을 구현하고 있으며 경쟁자의 추격을 허용하지 않는 혁신 기업으로 성장하고 있음. 아마존의 Intelligence Retailing은 AI와 IoT 기술로 선제적인 자동구매 및 추천이 가능한 Zero Effort 쇼핑을 지원하는 수준의 진화가 예상됨
- 이제 O2O (Online to Offline)에서 O4O (Online for Offline)로 패러다임이 진화하고 있으며 글로벌 리테일 시장에서는 이미 IoT 기술 등을 활용한 In-store Analytics를 통해 온라인과 오프라인을 연결하여 개인화된 마케팅을 실현해 나가고 있음

디지털 기술 적용에 따른 유통 모델 다양화



자료: AT커니, 메리츠종금증권 리서치센터

AI 시대의 매장 (고객 접점) 변화



자료: AT커니, 메리츠종금증권 리서치센터

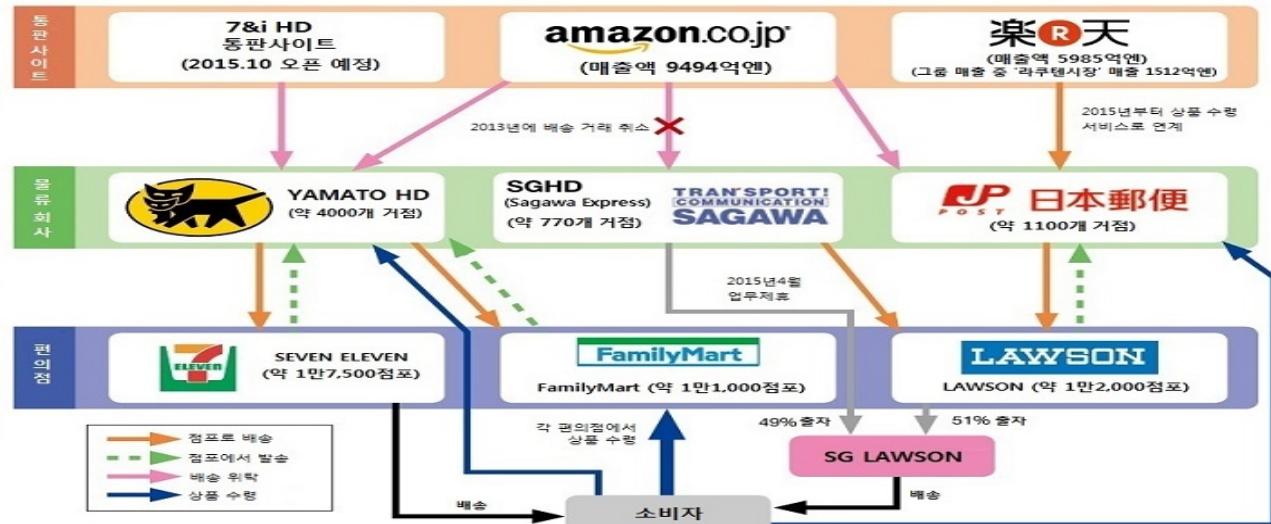
[일본 탐방] 효율화를 위한 전략적 제휴와 M&A

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

M&A를 통한 Value Chain 강화와 함께 전략적 제휴로 파트너쉽 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
- 한국 소매유통 기업들은 소비의 저성장기에 진입함과 동시에 디지털화가 나타나면서 상대적으로 IT기술 투자에 대해 보수적으로 대응하게 되었음. 향후 오프라인 기반 유통업체 중 디지털 기반의 커머스 확대 및 운영모델 혁신을 지속하는 기업들 중심으로 시장은 재편될 것으로 예상함

일본 유통업계의 재편 동향



자료:Globalwindow, 메리츠종금증권 리서치센터

2018년 산업 전망

유통

기업분석

종목	투자판단	적정주가
호텔신라(008770)	Buy	110,000원
BGF리테일(027410)	Buy	105,000원
롯데하이마트(071840)	Buy	90,000원
이마트(139480)	Trading Buy	285,000원

호텔신라 (008770) 달라진 위상과 더욱 강력해질 실적 모멘텀

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

Buy

적정주가(12개월)	110,000원	
현재주가(11.24)	85,300원	
상승여력	29.0%	
KOSPI	2,544.33pt	
시가총액	33,479억원	
발행주식수	3,925만주	
유동주식비율	77.31%	
외국인비중	21.26%	
52주 최고/최저가	86,500원 / 42,800원	
평균거래대금	373.3억원	
주요주주(%)		
삼성생명 외 5인	17.2	
국민연금	13.5	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	34.3	31.5
6개월	40.8	28.2
12개월	77.0	37.1



중국인 관광객 소비 정상화로 전사적인 실적 개선 속도 가파를 전망

- 2018년 중국인 관광객 소비 정상화 시 인천공항 T2 오픈과 함께 따이공 영향이 제한적이었던 "공항 면세점" 부문의 외형 성장을 회복과 수익성 개선 (임차료 부담 완화 등)이 가장 두드러질 전망
- 시내 면세점의 수익성 회복과 호텔 부문의 감가상각비 감소 및 영업 정상화 또한 긍정적

2018년 해외 면세점 매출액 1조원 이상 예상, 글로벌 상위 면세 사업자로서의 위상 강화

- 싱가폴 공항 면세점의 안정적 성장과 적자폭 축소와 함께 홍콩 공항 면세점 (매출액 3,400억원, 영업손실 40억원 예상)이 추가되면서 아시아 공항 면세점 점유율 대폭 확대될 전망
- 특히 화장품과 향수 카테고리의 독점적 지배력 및 협상력 강화로 수익성 향상 기대

투자의견 Buy, 적정주가 110,000원으로 상향

- 강력한 실적 개선과 다양한 주가 상승 모멘텀으로 높은 베이스에이션을 지지할 전망
- 영업이익 대비 감가상각비 비중이 높은 동사의 특성상 현금흐름 관점에서 DCF (WACC 8.2%, 계속성장을 2%)로 적정주가 110,000원을 산출하였음. 적정주가에 내재된 2019년 PER은 35배 (아시아 럭셔리 소비재 평균) 수준임

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	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	18,599	166.8	4.2	23.8	2.5	192.6
2016	3,715.3	79.0	27.8	702	51.4	16,539	68.6	2.9	15.1	4.0	208.5
2017E	4,000.7	77.7	37.8	955	36.1	17,151	89.3	5.0	23.9	5.6	222.7
2018E	4,746.6	152.3	91.4	2,322	143.1	19,104	36.7	4.5	16.4	12.6	222.1
2019E	5,458.6	185.6	119.5	3,038	30.8	21,760	28.1	3.9	14.2	14.6	202.4

호텔신라 DCF Valuation

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
EBIT	77.2	79.0	77.7	152.3	185.6	258.2	317.0
- EBIT에 대한 세금	44.7	37.0	23.3	45.7	55.7	77.5	95.1
- CAPEX	111.0	66.8	50.0	80.0	80.0	60.0	60.0
- 순운전자본 증가(감소)	71.9	-127.0	-12.4	14.7	10.7	16.3	18.0
+ 감가상각비	63.2	60.5	61.0	63.1	65.0	64.4	63.9
+ 무형자산상각비	10.8	14.0	17.8	11.2	7.1	4.5	2.8
FCFF	-76.4	176.6	95.6	86.2	111.2	173.3	210.7
Terminal Value			6,668.8				
Terminal Growth			2.0%				
NPV of FCFF			568.9				
PV of Terminal Value			4,008.3				
Enterprise Value			4,577.2				
Cash & Equivalents			346.7				
Other Investment			0.6				
Interest Bearing Debt			751.5				
Minority Interest			0.0				
Preferred Stock			23.3				
Equity Value			4,149.6				
Mid-year adj Factor			1.0				
Current Equity Value			4,344.4				
Shares Outstanding			39,248.1				
추정주당가치 (원)			110,690				
현재주가 (원)			85,300				
Upside (%)			29.8%				

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

호텔신라 세부 실적 추이

2018년 산업 전망 유통

The Pricing of Everything

(실적원)	2016	2017E	2018E	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	3,715.3	4,000.7	4,746.6	1,021.1	899.7	1,067.2	1,012.6	1,189.5	1,075.5	1,272.7	1,208.9
증가율 (% YoY)	14.3	7.7	18.6	14.9	-5.7	13.8	8.4	16.5	19.5	19.3	19.4
TR	3,325.7	3,563.7	4,262.4	925.2	790.0	949.2	899.3	1,082.3	954.7	1,141.3	1,084.1
시내점	2,068.3	2,269.0	2,579.2	602.5	481.9	617.8	566.8	662.8	554.2	710.5	651.8
공항점	1,257.4	1,294.8	1,683.2	322.7	308.1	331.4	332.6	419.5	400.5	430.8	432.3
호텔&레저	389.6	436.9	484.2	95.9	109.7	118.0	113.3	107.2	120.8	131.5	124.8
서울	143.6	143.0	145.1	30.1	37.3	36.9	38.7	30.7	37.7	37.6	39.1
제주	76.6	77.8	83.3	16.1	19.9	23.5	18.3	16.9	21.3	25.9	19.3
기타	96.2	123.3	149.2	24.4	28.8	34.5	35.6	30.5	34.6	41.4	42.8
레저	73.2	92.7	106.6	25.3	23.7	23.1	20.6	29.1	27.3	26.6	23.7
증가율 (% YoY)											
TR	14.0	7.2	19.6	15.2	-7.9	14.5	7.6	17.0	20.9	20.2	20.5
시내점	28.9	9.7	13.7	23.7	-10.5	19.2	8.0	10.0	15.0	15.0	15.0
공항점	-4.3	3.0	30.0	2.1	-3.6	6.6	7.0	30.0	30.0	30.0	30.0
호텔&레저	16.8	12.1	10.8	11.8	13.8	8.9	14.4	11.8	10.1	11.4	10.2
서울	4.4	-0.4	1.5	-0.7	-2.9	0.8	1.0	2.0	1.0	2.0	1.0
제주	7.4	1.6	7.0	9.5	4.7	-6.4	3.0	5.0	7.0	10.0	5.0
기타	80.1	28.2	21.0	18.4	34.0	24.5	35.0	25.0	20.0	20.0	20.0
레저	2.7	26.7	15.0	25.2	35.4	21.6	25.0	15.0	15.0	15.0	15.0
비중 (%)											
TR	89.5	89.1	89.8	90.6	87.8	88.9	88.8	91.0	88.8	89.7	89.7
시내점	55.7	56.7	54.3	59.0	53.6	57.9	56.0	55.7	51.5	55.8	53.9
공항점	33.8	32.4	35.5	31.6	34.2	31.1	32.8	35.3	37.2	33.8	35.8
호텔&레저	10.5	10.9	10.2	9.4	12.2	11.1	11.2	9.0	11.2	10.3	10.3
서울	3.9	3.6	3.1	2.9	4.1	3.5	3.8	2.6	3.5	3.0	3.2
제주	2.1	1.9	1.8	1.6	2.2	2.2	1.8	1.4	2.0	2.0	1.6
기타	2.6	3.1	3.1	2.4	3.2	3.2	3.5	2.6	3.2	3.3	3.5
레저	2.0	2.3	2.2	2.5	2.6	2.2	2.0	2.4	2.5	2.1	2.0
매출원가	2,039.5	2,311.9	2,767.8	590.4	513.6	620.5	587.3	713.7	618.4	738.2	697.6
증가율 (% YoY)	15.7	13.4	19.7	24.5	-2.1	18.3	13.9	20.9	20.4	19.0	18.8
매출원가율 (%)	54.9	57.8	58.3	57.8	57.1	58.1	58.0	60.0	57.5	58.0	57.7
매출총이익	1,675.8	1,688.8	1,978.8	430.7	386.1	446.7	425.3	475.8	457.1	534.6	511.4
증가율 (% YoY)	12.5	0.8	17.2	3.9	-10.1	8.1	1.6	10.5	18.4	19.7	20.2
매출총이익률 (%)	45.1	42.2	41.7	42.2	42.9	41.9	42.0	40.0	42.5	42.0	42.3
판관비	1,596.8	1,611.2	1,826.5	420.7	368.9	416.4	405.2	459.6	418.9	478.9	469.1
증가율 (% YoY)	13.1	0.9	13.4	6.4	-10.2	7.4	0.5	9.2	13.6	15.0	15.8
판관비율 (%)	43.0	40.3	38.5	41.2	41.0	39.0	40.0	38.6	39.0	37.6	38.8
영업이익	79.0	77.7	152.3	10.0	17.3	30.3	20.1	16.1	38.2	55.6	42.3
증가율 (% YoY)	2.3	-1.6	96.1	-48.2	-7.9	19.8	28.8	61.7	121.2	83.6	110.3
영업이익률 (%)	2.1	1.9	3.2	1.0	1.9	2.8	2.0	1.4	3.5	4.4	3.5
TR	79.0	70.2	134.0	16.9	8.2	23.5	21.6	22.7	27.7	45.7	37.9
증가율 (% YoY)	-13.2	-11.2	90.9	-39.2	-46.8	27.0	24.8	34.5	237.6	94.3	75.8
영업이익률 (%)	2.4	2.0	3.1	1.8	1.0	2.5	2.4	2.1	2.9	4.0	3.5
호텔&레저	-0.1	7.5	18.3	-6.9	9.1	6.8	-1.5	-6.6	10.5	10.0	4.4
증가율 (% YoY)	적지	혹전	142.4	적지	175.8	0.0	적지	적지	15.3	46.8	혹전
영업이익률 (%)	0.0	1.7	3.8	-7.2	8.3	5.8	-1.3	-6.1	8.7	7.6	3.5

호텔신라(008770)

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,251.7	3,715.3	4,000.7	4,746.6	5,458.6
매출액증가율(%)	11.8	14.3	7.7	18.6	15.0
매출원가	1,762.1	2,039.5	2,311.9	2,767.8	3,166.0
매출총이익	1,489.5	1,675.8	1,688.8	1,978.8	2,292.6
판매비와관리비	1,412.4	1,596.8	1,611.2	1,826.5	2,107.0
영업이익	77.2	79.0	77.7	152.3	185.6
영업이익률(%)	2.4	2.1	1.9	3.2	3.4
금융손익	-18.5	-10.7	-13.7	-11.7	-9.9
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-14.6	-15.8	-10.0	-10.0	-5.0
세전계속사업이익	44.0	52.4	54.0	130.6	170.7
법인세비용	25.5	24.6	16.2	39.2	51.2
당기순이익	18.5	27.8	37.8	91.4	119.5
지배주주지분 순이익	18.5	27.8	37.8	91.4	119.5

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,023.6	1,079.1	1,264.9	1,466.5	1,590.2
현금및현금성자산	325.8	346.7	505.3	576.3	578.6
매출채권	64.5	117.9	98.2	105.5	109.2
재고자산	470.6	471.3	507.1	601.7	692.0
비유동자산	1,153.2	961.8	948.7	995.2	1,042.2
유형자산	735.6	706.9	696.0	712.9	727.9
무형자산	30.0	48.2	30.3	19.1	12.0
투자자산	383.0	203.5	219.1	260.0	299.0
자산총계	2,176.7	2,041.0	2,213.5	2,461.7	2,632.4
유동부채	582.9	739.9	784.9	896.8	1,003.4
매입채무	196.1	205.7	216.3	256.6	295.1
단기차입금	9.9	52.7	57.7	52.7	47.7
유동성장기부채	149.9	100.0	100.0	100.0	100.0
비유동부채	849.9	639.5	742.6	800.8	758.5
사채	698.4	598.9	698.9	748.9	698.9
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,432.8	1,379.4	1,527.5	1,697.6	1,762.0
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타포괄이익누계액	-4.0	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
이익잉여금	355.4	371.3	395.8	473.9	580.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	744.0	661.5	686.0	764.2	870.4

Statement of Cash Flow

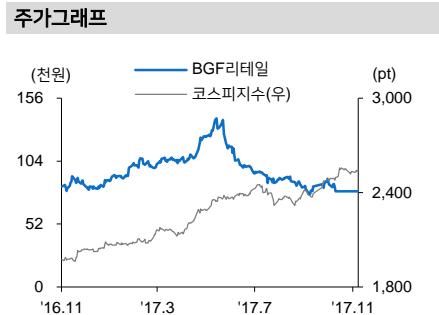
(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	122.0	120.8	165.0	195.8	225.0
당기순이익(손실)	18.5	27.8	37.8	91.4	119.5
유형자산감가상각비	63.2	60.5	61.0	63.1	65.0
무형자산상각비	10.8	14.0	17.8	11.2	7.1
운전자본의 증감	4.5	-22.7	16.0	-5.4	-1.9
투자활동 현금흐름	-204.0	148.1	-65.7	-121.0	-119.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-111.0	-66.8	-50.0	-80.0	-80.0
투자자산의 감소(증가)	-38.2	179.5	-15.6	-40.9	-39.0
재무활동 현금흐름	220.2	-245.1	59.3	-3.8	-103.6
차입금증감	259.6	-106.7	105.0	45.0	-55.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	139.1	20.8	158.6	71.1	2.3
기초현금	186.7	325.8	346.7	505.3	576.3
기말현금	325.8	346.7	505.3	576.3	578.6

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	82,849	94,662	101,933	120,939	139,080
EPS(지배주주)	463	702	955	2,322	3,038
CFPS	4,071	4,246	3,732	5,518	6,436
EBITDAPS	3,852	3,910	3,987	5,773	6,564
BPS	18,599	16,539	17,151	19,104	21,760
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	166.8	68.6	89.3	36.7	28.1
PCR	19.0	11.3	22.9	15.5	13.3
PSR	0.9	0.5	0.8	0.7	0.6
PBR	4.2	2.9	5.0	4.5	3.9
EBITDA	151.2	153.5	156.5	226.6	257.6
EV/EBITDA	23.8	15.1	23.9	16.4	14.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	2.5	4.0	5.6	12.6	14.6
EBITDA이익률	4.6	4.1	3.9	4.8	4.7
부채비율	192.6	208.5	222.7	222.1	202.4
금융비용부담률	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
이자보상배율(x)	2.5	2.4	2.4	4.3	5.3
매출채권회전율(x)	56.2	40.7	37.0	46.6	50.9
재고자산회전율(x)	6.7	7.9	8.2	8.6	8.4

Buy

적정주가(12개월)	105,000원	
현재주가(11.24)	79,100원	
상승여력	32.7%	
KOSPI	2,544.33pt	
시가총액	39,192억원	
발행주식수	4,955만주	
유동주식비율	48.76%	
외국인비중	36.38%	
52주 최고/최저가	139,500원 / 76,400원	
평균거래대금	81.8억원	
주요주주(%)		
흥식조 외 24인	50.3	
FiDELITY MANAGEMENT	6.0	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-6.8	-8.8
6개월	-37.5	-43.0
12개월	-0.5	-22.9



2018년 우려보다는 양호할 가능성이 높다

- 소비 트렌드 변화로 국내 편의점 채널이 10%대 성장을 지속하고 있는 가운데 최저임금 인상과 경쟁 심화에 따른 수익성 둔화에 대한 시장 우려감은 과도하다는 판단임
- CU 편의점의 다점포비율은 2015년 40.9%에서 2017년 30.9%로 낮아졌으며 참고로 현재 다점포비율이 가장 높은 편의점은 세븐일레븐으로 32.5% 수준임. 즉석식품을 포함한 PB 및 차별화상품 매출 비중도 CU 28%, GS 21%, 이마트 14% (노브랜드 8% 포함)로 상위업체가 높은 수준임

편의점, 한번 더 혁신이 필요한 시점

- 중장기적으로 즉석식품의 상품력 강화와 무인 편의점과 같은 비즈니스 모델 혁신으로 성장할 수 있는 여지는 충분히 남아있다고 판단함. 2018년 기존점성장을 회복 및 즉석식품 성장 모멘텀 재개 여부 관건

기업 분할로 12월 8일 재상장, 이후 지분스왑을 통한 지주사 전환 예상

- BGF리테일은 11월 1일을 기점으로 투자부문과 사업부문으로 분할, 12월 8일 신주 상장될 예정
- 지주사 전환으로 분할비율에 대한 우려 요인이 해소되면서 사업회사의 기업가치 회복 기대, 분할 전 기준 2018년 실적을 보수적으로 가정하더라도 현 주가는 글로벌 편의점 업체 평균 PER 24배 대비 낮은 수준임

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	4,334.3	183.6	151.7	3,072	50.3	15,605	27.9	5.5	12.6	22.8	109.6
2016	5,052.6	217.2	183.5	3,704	20.4	18,649	22.1	4.4	10.7	21.6	103.5
2017E	5,550.0	252.3	209.8	4,234	14.3	21,883	18.7	3.6	8.3	20.9	91.3
2018E	6,075.7	255.2	217.0	4,380	3.4	25,262	18.1	3.1	7.8	18.6	84.9
2019E	6,637.7	298.7	253.0	5,106	16.6	29,169	15.5	2.7	6.5	18.8	78.8

BGF리테일 분할 후 기업가치 추정 (SOTP)

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

1. BGF리테일 (사업회사)

(십억원)	비고
연결 NOPLAT	198.0 12개월 Forward 예상
멀티플 (X)	20 글로벌 편의점 업종 평균 PER 대비 20% 할인
영업가치	3,959
순현금	295.0 12개월 Forward 예상, 분할비율 기준
(주)비지에프로지스	60.5 종속회사 장부가
(주)비지에프푸드	2.0 종속회사 장부가
(주)씨팩스로지스틱	0.3 종속회사 장부가
자산가치	358
기업가치	4,317

2. BGF (투자회사)

(십억원)	비고
순현금	550.6 12개월 Forward 예상, 분할비율 기준
투자부동산 등	56.7 장부가
현금성자산 및 부동산	607.3
(주)비지에프네트웍스	79.6 종속회사 장부가
(주)비지에프핀링크	44.8 종속회사 장부가
(주) 비지에프보험서비스	0.7 종속회사 장부가
(주)비지에프휴먼넷	5.7 종속회사 장부가
(주)비지에프포스트	6.6 종속회사 장부가 * 지분율 73.9%
(주)사우스스프링스	113.2 종속회사 장부가 * 지분율 94.8%
투자자산가치	251
기업가치	858

3. 분할 후 합산

분할 후 시가총액 추정	5,175
기존 적정가치 대비 증감률	6.4%
현재 시가총액 대비 증감률	32.0%

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 73

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,334.3	5,052.6	5,550.0	6,075.7	6,637.7
매출액증가율(%)	28.7	16.6	9.8	9.5	9.2
매출원가	3,434.2	4,048.5	4,448.0	4,884.9	5,316.8
매출총이익	900.1	1,004.1	1,102.0	1,190.8	1,320.9
판매비와관리비	716.5	786.9	849.7	935.7	1,022.2
영업이익	183.6	217.2	252.3	255.2	298.7
영업이익률(%)	4.2	4.3	4.5	4.2	4.5
금융손익	9.6	6.3	8.1	12.4	17.1
증속/관계기업관련손익	1.1	3.5	3.0	3.0	3.0
기타영업외손익	2.2	13.4	13.0	13.0	13.0
세전계속사업이익	196.5	240.4	276.4	283.6	331.8
법인세비용	43.6	55.8	65.4	65.3	77.3
당기순이익	152.8	184.6	211.1	218.3	254.6
지배주주지분 순이익	151.7	183.5	209.8	217.0	253.0

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산					
현금및현금성자산	947.6	983.4	1,179.6	1,414.6	1,675.0
매출채권	152.2	101.4	230.0	375.1	539.3
재고자산	10.8	17.9	15.7	17.2	18.8
비유동자산	52.6	80.8	73.3	80.2	87.6
유형자산	674.1	934.2	932.2	937.7	949.4
무형자산	374.3	577.4	569.5	563.5	558.9
투자자산	51.5	85.8	70.7	60.2	52.8
자산총계	1,621.6	1,917.6	2,111.7	2,352.3	2,624.4
유동부채					
매입채무	690.2	739.1	766.0	831.9	902.5
단기차입금	382.3	446.9	455.4	498.5	544.6
유동성장기부채	63.1	39.0	39.0	36.0	33.0
비유동부채	3.3	5.9	0.0	0.0	0.0
부채총계	157.7	236.4	242.0	247.9	254.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.4	10.5	10.5	10.5	10.5
부채총계	847.9	975.4	1,008.0	1,079.8	1,156.8
자본금	24.8	49.6	49.6	49.6	49.6
자본잉여금	104.1	79.1	79.1	79.1	79.1
기타포괄이익누계액	0.2	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
이익잉여금	649.4	802.6	962.9	1,130.3	1,323.9
비지배주주지분	0.5	18.2	19.5	20.8	22.3
자본총계	773.7	942.2	1,103.7	1,272.5	1,467.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	359.3	331.4	370.1	398.5	423.9
당기순이익(손실)	152.8	184.6	211.1	218.3	254.6
유형자산감가상각비	93.0	98.2	117.9	116.0	114.6
무형자산상각비	14.8	15.4	15.1	10.6	7.4
운전자본의 증감	76.7	50.4	26.1	53.6	47.4
투자활동 현금흐름	-444.6	-157.4	-200.0	-205.1	-211.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-93.3	-118.1	-110.0	-110.0	-110.0
투자자산의 감소(증가)	-45.9	-13.8	-21.0	-22.2	-23.7
재무활동 현금흐름	26.7	-224.8	-41.5	-48.3	-48.0
차입금증감	-17.2	20.2	-1.9	1.3	1.6
자본의증가	86.8	-0.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	-58.6	-50.8	128.6	145.1	164.2
기초현금	210.8	152.2	101.4	230.0	375.1
기말현금	152.2	101.4	230.0	375.1	539.3

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	87,780	101,975	112,013	122,624	133,966
EPS(지배주주)	3,072	3,704	4,234	4,380	5,106
CFPS	6,330	7,005	8,099	8,028	8,814
EBITDAPS	5,902	6,675	7,776	7,705	8,491
BPS	15,605	18,649	21,883	25,262	29,169
DPS	1,200	800	1,000	1,000	1,200
배당수익률(%)	1.4	1.0	1.3	1.3	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	27.9	22.1	18.7	18.1	15.5
PCR	13.6	11.7	9.8	9.9	9.0
PSR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6
PBR	5.5	4.4	3.6	3.1	2.7
EBITDA	291.4	330.7	385.3	381.8	420.7
EV/EBITDA	12.6	10.7	8.3	7.8	6.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.8	21.6	20.9	18.6	18.8
EBITDA이익률	6.7	6.5	6.9	6.3	6.3
부채비율	109.6	103.5	91.3	84.9	78.8
금융비용부담률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	19.5	21.3	23.9	24.2	28.2
매출채권회전율(x)	478.9	352.6	330.2	368.6	368.2
재고자산회전율(x)	75.0	75.8	72.1	79.2	79.1

Buy

적정주가(12개월)	90,000원	
현재주가(11.24)	72,100원	
상승여력	24.8%	
KOSPI	2,544.33pt	
시가총액	17,021억원	
발행주식수	2,361만주	
유동주식비율	33.99%	
외국인비중	19.66%	
52주 최고/최저가	76,500원 / 40,950원	
평균거래대금	47.4억원	
주요주주(%)		
롯데쇼핑 외 4인	65.4	
국민연금	5.0	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-3.7	-5.8
6개월	13.5	3.4
12개월	58.5	22.8
주가그래프		



2018년은 스포츠 이벤트의 해, 가전 소비 사이클 호조 이어질 전망

- TV 텐어라운드와 함께 생활가전 및 백색가전의 높은 성장으로 고마진 상품 확대
- UHD 방송확대에 따른 컨텐츠 증가와 2018년 평창올림픽 관련 프로모션 효과가 긍정적으로 작용할 전망
- 국내 보급률이 1~2%에 불과한 건조기, 스타일러 등 신규 카테고리의 높은 성장 또한 과거 김치냉장고의 사례를 참고할 때 향후 2~3년간 꾸준히 이어질 전망
- 생활가전의 꾸준한 고성장과 함께 PB, 해외소싱 상품 등의 비중 확대도 긍정적

O2O (Online to Offline)를 넘어 다양한 혁신 점포 도입을 통해 O4O (Online for Offline)로 도약

- 온라인 비중이 2015년 2%, 2016년 7%에서 2017년 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 90,000원 유지

- 롯데하이마트에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 90,000원 유지
- 옴니채널 전략을 통한 온라인 비중 확대와 상품력 강화, 카테고리 다변화는 지속적인 기업가치 상승 요인

(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	4,159.2	213.3	157.8	6,683	29.9	86,331	10.6	0.8	7.4	8.0	48.5
2018E	4,355.7	231.7	172.8	7,319	9.5	92,950	9.7	0.8	6.5	8.2	39.2
2019E	4,508.2	247.8	188.1	7,966	8.8	100,146	8.9	0.7	5.6	8.3	30.7

롯데하이마트 분기별 실적 추이 및 전망

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	3,939.4	897.0	1,063.8	1,182.1	1,016.3	4,159.2	938.4	1,116.8	1,235.8	1,064.8	4,355.7
증가율 (% YoY)	1.1	1.0	11.9	5.4	3.7	5.6	4.6	5.0	4.5	4.8	4.7
매출원가	2,926.1	664.7	766.2	863.8	762.3	3,056.9	693.5	803.0	902.1	797.5	3,196.1
증가율 (% YoY)	-0.2	-1.2	9.7	4.7	4.5	4.5	4.3	4.8	4.4	4.6	4.6
매출원가율 (%)	74.3	74.1	72.0	73.1	75.0	73.5	73.9	71.9	73.0	74.9	73.4
매출총이익	1,013.4	232.3	297.6	318.3	254.1	1,102.3	244.9	313.8	333.7	267.3	1,159.7
증가율 (% YoY)	5.2	8.1	18.0	7.4	1.7	8.8	5.4	5.4	4.8	5.2	5.2
매출총이익률 (%)	25.7	25.9	28.0	26.9	25.0	26.5	26.1	28.1	27.0	25.1	26.6
판관비	838.8	196.0	236.3	237.4	219.3	889.0	204.8	246.8	247.3	228.9	927.9
증가율 (% YoY)	4.4	4.8	11.8	3.3	4.1	6.0	4.5	4.5	4.2	4.4	4.4
판관비율 (%)	21.3	21.9	22.2	20.1	21.6	21.4	21.8	22.1	20.0	21.5	21.3
인건비	244.0	56.7	64.6	60.3	62.1	243.7	57.8	65.9	61.5	63.4	248.6
증가율 (% YoY)	1.1	-2.9	5.6	-4.1	1.0	-0.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
매출대비 (%)	6.2	6.3	6.1	5.1	6.1	5.9	6.2	5.9	5.0	6.0	5.7
지급수수료	144.2	35.7	42.2	44.2	40.8	162.9	38.6	45.6	47.7	44.1	175.9
증가율 (% YoY)	10.7	9.5	19.9	12.5	10.0	13.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
매출대비 (%)	3.7	4.0	4.0	3.7	4.0	3.9	4.1	4.1	3.9	4.1	4.0
운반비	89.4	19.1	23.8	27.0	25.0	94.9	19.5	24.5	27.8	25.5	97.3
증가율 (% YoY)	3.5	2.1	9.2	9.8	3.0	6.2	2.0	3.0	3.0	2.0	2.5
매출대비 (%)	2.3	2.1	2.2	2.3	2.5	2.3	2.1	2.2	2.3	2.4	2.2
임차료	123.2	29.1	29.6	31.2	36.2	126.1	29.7	30.2	31.8	36.9	128.6
증가율 (% YoY)	1.1	0.0	3.5	2.6	3.0	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
매출대비 (%)	3.1	3.2	2.8	2.6	3.6	3.0	3.2	2.7	2.6	3.5	3.0
기타(판촉비 등)	238.0	55.4	76.1	74.7	55.2	261.4	59.3	80.7	78.4	59.1	277.5
증가율 (% YoY)	6.6	15.0	17.8	2.9	5.0	9.9	7.0	6.0	5.0	7.0	6.1
영업이익	174.5	36.3	61.3	80.9	34.7	213.3	40.1	67.0	86.3	38.3	231.7
증가율 (% YoY)	8.9	29.8	50.1	21.8	-11.6	22.2	10.4	9.3	6.7	10.3	8.7
영업이익률 (%)	4.4	4.0	5.8	6.8	3.4	5.1	4.3	6.0	7.0	3.6	5.3

자료: 롯데하이마트, 메리츠증권 리서치센터

롯데하이마트 세부 매출액 추이 및 전망

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	3,939.4	897.0	1,063.8	1,182.1	1,016.3	4,159.2	938.4	1,116.8	1,235.8	1,064.8	4,355.7
증가율 (% YoY)	1.1	1.0	11.9	5.4	3.7	5.6	4.6	5.0	4.5	4.8	4.7
점포수	446	457	458	460	461	459	461	461	462	462	462
증가율 (% YoY)	1.9	4.3	3.6	2.7	0.9	2.9	0.9	0.7	0.4	0.2	0.5
shop-in-shop		107	108	108	108		108	108	108	108	
로드샵		350	350	352	353		353	353	354	354	
점당매출액	8.8	2.0	2.3	2.6	2.2	9.1	2.0	2.4	2.7	2.3	9.4
증가율 (% YoY)	-0.8	-3.2	8.0	2.7	2.8	2.6	3.7	4.3	4.1	4.5	4.2
품목별											
A/V가전	512.1	125.6	106.4	130.0	141.3	503.2	129.3	108.5	131.3	142.7	511.9
백색가전	1,654.6	305.0	542.5	602.9	417.7	1,868.1	320.2	558.8	621.0	434.4	1,934.4
정보통신	945.5	269.1	202.1	212.8	209.5	893.5	271.8	208.2	223.4	220.0	923.4
소형가전	787.9	197.3	223.4	236.4	247.8	905.0	217.1	241.3	260.1	267.7	986.1
비중 (%)											
A/V가전	13.0	14.0	10.0	11.0	13.9	12.1	13.8	9.7	10.6	13.4	11.8
백색가전	42.0	34.0	51.0	51.0	41.1	44.9	34.1	50.0	50.2	40.8	44.4
정보통신	24.0	30.0	19.0	18.0	20.6	21.5	29.0	18.6	18.1	20.7	21.2
소형가전	20.0	22.0	21.0	20.0	24.4	21.8	23.1	21.6	21.0	25.1	22.6
성장률 (% YoY)											
A/V가전	-12.4	-11.6	-13.9	5.4	3.0	-1.7	3.0	2.0	1.0	1.0	1.7
백색가전	6.2	14.5	29.7	5.4	4.0	12.9	5.0	3.0	3.0	4.0	3.6
정보통신	-2.9	-8.1	-7.6	-5.1	-7.0	-5.5	1.0	3.0	5.0	5.0	3.3
소형가전	1.1	5.9	17.5	17.1	15.0	14.9	10.0	8.0	10.0	8.0	9.0

자료: 롯데하이마트, 메리츠증권리서치센터

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,896.1	3,939.4	4,159.2	4,355.7	4,508.2
매출액증가율(%)	3.8	1.1	5.6	4.7	3.5
매출원가	2,932.7	2,926.1	3,056.9	3,196.1	3,300.0
매출총이익	963.5	1,013.4	1,102.3	1,159.7	1,208.2
판매비와관리비	803.3	838.8	889.0	927.9	960.4
영업이익	160.2	174.5	213.3	231.7	247.8
영업이익률(%)	4.1	4.4	5.1	5.3	5.5
금융손익	-18.2	-12.4	-8.4	-4.4	-0.0
증속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.3	0.4	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	143.2	162.5	204.9	227.4	247.8
법인세비용	36.6	41.1	47.1	54.6	59.7
당기순이익	106.6	121.4	157.8	172.8	188.1
지배주주지분 순이익	106.6	121.4	157.8	172.8	188.1

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산					
현금및현금성자산	640.4	730.0	735.5	768.5	809.3
매출채권	129.8	158.0	195.1	202.6	223.6
재고자산	52.9	78.9	69.6	72.8	75.4
비유동자산	416.2	461.9	437.8	458.5	474.5
유형자산	2,264.8	2,274.9	2,291.0	2,285.0	2,280.1
무형자산	421.7	413.0	426.1	416.5	408.9
투자자산	1,704.6	1,703.9	1,698.7	1,694.9	1,692.0
자산총계	2,905.2	3,004.9	3,026.5	3,053.5	3,089.5
유동부채					
매입채무	638.4	450.5	429.1	449.4	465.1
단기차입금	193.4	281.5	250.7	262.5	271.7
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	99.9	0.0	0.0	0.0	0.0
사채	483.9	658.7	559.3	409.8	260.1
장기차입금	469.0	649.0	549.0	399.0	249.0
부채총계	1,122.4	1,109.2	988.4	859.1	725.2
자본금	118.0	118.0	118.0	118.0	118.0
자본잉여금	1,055.7	1,055.7	1,055.7	1,055.7	1,055.7
기타포괄이익누계액	1.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	608.0	721.8	864.2	1,020.5	1,190.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,782.8	1,895.7	2,038.1	2,194.4	2,364.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	120.3	236.9	231.3	225.4	233.9
당기순이익(손실)	106.6	121.4	157.8	172.8	188.1
유형자산감가상각비	49.4	46.8	52.0	49.6	47.7
무형자산상각비	3.0	5.6	5.1	3.9	2.9
운전자본의 증감	-87.9	26.5	8.1	-5.2	-4.8
투자활동 현금흐름	-84.8	-77.9	-67.3	-40.5	-38.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-31.2	-40.3	-65.0	-40.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	-53.2	-19.9	-8.2	-7.4	-5.7
재무활동 현금흐름	-10.6	-130.9	-127.0	-177.4	-174.7
차입금증감	21.5	-105.0	-100.0	-150.0	-150.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	24.9	28.2	37.1	7.5	21.0
기초현금	104.9	129.8	158.0	195.1	202.6
기말현금	129.8	158.0	195.1	202.6	223.6

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	165,037	166,871	176,180	184,504	190,962
EPS(지배주주)	4,515	5,144	6,683	7,319	7,966
CFPS	9,888	10,432	11,451	12,079	12,637
EBITDAPS	9,004	9,614	11,451	12,079	12,637
BPS	75,519	80,298	86,331	92,950	100,146
DPS	430	500	650	700	770
배당수익률(%)	0.7	1.2	0.9	1.0	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	13.1	8.2	10.6	9.7	8.9
PCR	6.0	4.0	6.2	5.9	5.6
PSR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
PBR	0.8	0.5	0.8	0.8	0.7
EBITDA	212.6	227.0	270.3	285.2	298.3
EV/EBITDA	9.5	6.5	7.4	6.5	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.1	6.6	8.0	8.2	8.3
EBITDA이익률	5.5	5.8	6.5	6.5	6.6
부채비율	63.0	58.5	48.5	39.2	30.7
금융비용부담률	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2
이자보상배율(x)	6.7	9.8	14.0	19.3	30.2
매출채권회전율(x)	74.3	59.8	56.0	61.2	60.8
재고자산회전율(x)	10.1	9.0	9.2	9.7	9.7

Trading Buy

적정주가(12개월)	285,000원	
현재주가(11.24)	262,000원	
상승여력	8.8%	
KOSPI	2,544.33pt	
시가총액	73,035억원	
발행주식수	2,788만주	
유동주식비율	71.90%	
외국인비중	49.68%	
52주 최고/최저가	262,000원 / 179,000원	
평균거래대금	212.6억원	
주요주주(%)		
이명희 외 3인	28.1	
국민연금	9.4	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	17.8	15.3
6개월	14.2	4.0
12개월	42.0	10.0
주가그래프		



사업 다각화로 소비패턴 변화에 대응, 특히 온라인몰의 경쟁력 강화에 주목

- 신선식품에 강점을 갖춘 온라인몰 성장에 집중, 예상보다 빠른 적자폭 축소 긍정적
- 특히 온라인 식품 시장의 높은 성장과 함께 저가 중심의 온라인 시장이 중장년층을 중심으로 프리미엄 쇼핑 형태(온라인 구매액 증가율 강화)로 변화하고 있어 주목할 필요가 있겠음
- 이마트는 다양한 신규 사업 진출을 통해 소비 트렌드 변화에 적극적으로 대응하고 있음. 다만 이마트24의 흑자전환이나 부츠 등이 의미있는 규모로 확대되기까지는 시간이 필요할 것으로 판단됨

여전히 오프라인 할인점의 실적 기여도가 절대적인 상황, 정부 정책의 불확실성도 상존

- 신사업 비중이 확대되고 있지만 여전히 오프라인 할인점 이익 기여도가 절대적으로 높은 수준임
- 할인점의 안정적인 기준점성장을 유지 여부와 정부 정책의 불확실성에 대한 점검 필요

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 285,000원으로 상향

- 할인점 내 선도적인 시장 지위와 온라인 경쟁력 강화를 반영하여 유통업종 평균 대비 20% 할증 적용
- 비효율적인 오프라인 점포 매각과 중국사업 등 적자사업부 구조조정으로 2018년 수익성 회복 전망

(십억원)	매출액	영업이익 (지배주주)	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	13,640.0	503.8	454.7	16,312	56.2	250,613	11.6	0.8	10.1	6.5	100.2
2016	14,777.9	546.9	376.2	13,497	-16.3	276,088	13.6	0.7	9.1	5.1	89.9
2017E	15,950.4	548.7	620.3	22,252	64.2	296,841	11.8	0.9	10.2	7.8	82.9
2018E	16,409.8	602.6	472.3	16,943	-23.9	312,284	15.5	0.8	9.4	5.6	77.7
2019E	17,066.1	637.0	512.7	18,393	8.6	329,177	14.2	0.8	8.9	5.7	73.1

이마트 SOTP Valuation

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

(십억원)	비고
연결 EBITDA	1,146.5 2018년 기준
멀티플 (X)	8.5 유통업종 평균 대비 20% 할증
영업가치	9,746
연결순차입금	3,348
삼성생명 (지분율 5.88%)	1,099 시가 대비 30% 할인
관계기업 (하남스퀘어, 스타벅스코리아 등)	473 장부가액
자산가치	-1,776
기업가치	7,970
주식수	27,876
적정주가 (원)	285,895
메리츠증권증권 적정주가 (원)	285,000

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

이마트 연결기준 분기별 실적 추이

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	14,777.9	3,898.8	3,806.8	4,284.0	3,960.8	15,950.4	3,947.1	3,914.6	4,416.2	4,131.9	16,409.8
증가율 (% YoY)	8.3	7.4	10.2	6.2	8.2	7.9	1.2	2.8	3.1	4.3	2.9
이마트	11,631.2	3,056.1	2,913.9	3,322.2	3,070.2	12,362.4	3,147.8	3,030.5	3,455.1	3,193.0	12,826.3
슈퍼사업 (에브리데이)	1050.5	274.0	288.8	297.6	282.2	1142.6	282.2	297.5	306.5	290.7	1176.9
신세계 푸드	1069.1	284.8	303.0	321.1	304.2	1169.4	311.6	331.5	351.3	332.8	1278.8
조선호텔 (연결)	724.8	152.8	146.9	153.0	139.4	592.1	76.4	73.5	76.5	69.7	296.1
이마트24	378.3	130.1	170.6	205.2	219.8	725.7	169.1	221.8	266.8	285.7	943.4
중국법인	167.9	44.2	27.7	25.5	15.0	112.4	10.0	10.0	10.0	10.0	40.0
베트남 법인	41.9	13.8	12.0	12.7	13.0	51.5	16.0	14.0	14.0	16.0	60.0
비중(%)											
이마트	78.7	78.4	76.5	77.5	77.5	77.5	79.7	77.4	78.2	77.3	78.2
슈퍼사업 (에브리데이)	7.1	7.0	7.6	6.9	7.1	7.2	7.2	7.6	6.9	7.0	7.2
신세계 푸드	7.2	7.3	8.0	7.5	7.7	7.3	7.9	8.5	8.0	8.1	7.8
조선호텔 (연결)	4.9	3.9	3.9	3.6	3.5	3.7	1.9	1.9	1.7	1.7	1.8
이마트24	2.6	3.3	4.5	4.8	5.5	4.5	4.3	5.7	6.0	6.9	5.7
중국법인	1.1	1.1	0.7	0.6	0.4	0.7	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
베트남 법인	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
증가율(% YoY)											
이마트	4.3	4.9	9.3	4.4	7.0	6.3	3.0	4.0	4.0	4.0	3.8
슈퍼사업 (에브리데이)	6.1	6.5	10.3	10.2	8.0	8.8	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
신세계 푸드	17.9	16.0	16.2	13.7	8.5	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
조선호텔 (연결)	47.4	-4.1	-21.7	-24.8	-20.0	-18.3	-50.0	-50.0	-50.0	-50.0	-50.0
이마트24	180.0	140.9	92.1	81.0	80.0	91.8	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
중국법인	-20.9	-23.0	-38.6	-44.0	-24.6	-33.1	-77.4	-63.9	-60.8	-33.3	-64.4
베트남 법인	34.0	21.2	23.3	14.0	22.9	15.9	16.7	10.2	23.1	16.5	
매출원가	10,623.9	2,799.3	2,733.5	3,074.7	2,816.1	11,423.6	2,826.1	2,804.8	3,162.0	2,933.6	11,726.6
증가율(% YoY)	7.9	6.5	10.5	5.9	7.6	7.5	1.0	2.6	2.8	4.2	2.7
매출원가율(%)	71.9	71.8	71.8	71.8	71.1	71.62	71.6	71.7	71.6	71.0	71.46
매출총이익	4,154.0	1,099.5	1,073.3	1,209.3	1,144.7	4,526.8	1,121.0	1,109.8	1,254.2	1,198.2	4,683.2
증가율(% YoY)	9.4	9.7	9.5	7.1	9.8	9.0	2.0	3.4	3.7	4.7	3.5
매출총이익률(%)	28.1	28.2	28.2	28.2	28.9	28.4	28.4	28.4	28.4	29.0	28.5
판관비	3,607.1	939.4	1,017.9	1,026.6	994.2	3,978.1	947.3	1,045.2	1,051.0	1,037.1	4,080.7
증가율(% YoY)	9.6	11.1	9.1	12.2	8.8	10.3	0.8	2.7	2.4	4.3	2.6
판관비율(%)	24.4	24.1	26.7	24.0	25.1	24.9	24.0	26.7	23.8	25.1	24.87
영업이익	546.9	160.1	55.4	182.7	150.5	548.7	173.7	64.6	203.1	161.1	602.6
증가율(% YoY)	8.6	2.6	17.9	-14.9	16.4	0.3	8.5	16.6	11.2	7.1	9.8
영업이익률(%)	3.7	4.1	1.5	4.3	3.8	3.4	4.4	1.6	4.6	3.9	3.7
이마트	633.2	184.1	82.8	207.0	167.3	641.2	190.6	88.2	224.1	173.8	676.7
슈퍼사업	-8.2	-0.3	1.0	3.3	0.0	4.0	0.0	0.5	2.0	0.0	2.5
신세계 푸드	21.4	4.8	8.5	9.3	8.6	31.2	8.0	10.3	10.9	10.3	37.4
조선호텔 (연결)	-10.3	-5.2	-6.5	-1.7	-3.0	-16.4	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-8.0
이마트24	-35.0	-12.7	-10.2	-11.4	-12.0	-46.3	-14.0	-14.0	-14.0	-14.0	-56.0
중국법인	-21.6	-4.3	-5.4	-17.4	-4.0	-31.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
베트남 법인	-5.2	-1.3	-0.9	-0.8	-1.0	-4.0	-1.6	-1.5	-1.0	-1.0	-5.1

이마트 별도기준 분기별 실적 추이

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
총매출액	13,564.2	3,546.3	3,412.5	3,852.9	3,637.1	14,448.8	3,700.8	3,570.8	4,037.4	3,820.8	15,129.8
기존사업	11,333.6	2,897.5	2,755.6	3,109.9	2,884.6	11,647.6	2,941.0	2,796.9	3,156.5	2,927.8	11,822.3
신사업	2,230.6	648.8	656.9	743.0	752.5	2,801.2	759.8	773.9	880.8	893.0	3,307.6
이마트 몰	838.6	243.8	251.2	277.8	289.4	1,062.2	292.6	301.4	333.4	347.3	1,274.6
트레이더스	1,195.6	351.9	356.2	410.4	413.1	1,531.6	422.3	427.4	492.5	495.8	1,838.0
기타	196.4	53.1	49.5	54.8	50.0	207.4	45.0	45.0	55.0	50.0	195.0
순매출액	11,631.2	3,056.1	2,913.9	3,322.2	3,070.2	12,362.4	3,147.8	3,030.5	3,455.1	3,193.0	12,826.3
매출총이익	3,503.8	918.9	886.9	990.0	942.0	3,737.8	954.8	932.0	1,045.7	993.4	3,925.9
판관비	2,870.6	734.8	804.1	783.0	774.7	3,096.6	764.2	843.8	821.6	819.6	3,249.2
영업이익	633.2	184.1	82.8	207.0	167.3	641.2	190.6	88.2	224.1	173.8	676.7
기존사업	632.3	175.2	72.6	193.0	157.2	598.0	176.5	72.7	205.2	158.1	612.5
신사업	0.9	8.9	10.2	14.0	10.1	43.2	14.1	15.5	18.9	15.7	64.3
이마트 몰	(36.5)	(3.8)	(4.1)	(1.8)	(2.0)	(11.7)	(1.5)	(1.5)	0.0	0.0	(3.0)
트레이더스	34.6	12.0	13.7	15.0	12.4	53.1	14.8	16.7	18.7	15.9	66.0
기타	2.8	0.7	0.6	0.8	(0.3)	1.8	0.8	0.3	0.2	(0.1)	1.2
수익성 (%)											
매출총이익	25.8	25.9	26.0	25.7	25.9	25.9	25.8	26.1	25.9	26.0	25.9
판관비	21.2	20.7	23.6	20.3	21.3	21.4	20.7	23.6	20.4	21.5	21.5
영업이익	4.7	5.2	2.4	5.4	4.6	4.4	5.2	2.5	5.6	4.6	4.5
기존사업	5.6	6.0	2.6	6.2	5.5	5.1	6.0	2.6	6.5	5.4	5.2
신사업	0.0	1.4	1.6	1.9	1.3	1.5	1.9	2.0	2.1	1.8	1.9
이마트 몰	-4.4	-1.6	-1.6	-0.6	-0.7	-1.1	-0.5	-0.5	0.0	0.0	-0.2
트레이더스	2.9	3.4	3.8	3.7	3.0	3.5	3.5	3.9	3.8	3.2	3.6
기타	1.4	1.3	1.2	1.5	-0.5	0.9	1.8	0.7	0.3	-0.2	0.6
성장률 (% YoY)											
총매출액	5.7	5.5	8.7	4.2	8.1	6.5	4.4	4.6	4.8	5.1	4.7
기존사업	2.9	1.6	4.9	0.1	5.0	2.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
기존점 성장률	0.1	-2.1	0.9	-3.7	3.0	-0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	1.0
신사업	22.9	27.6	28.1	25.6	21.8	25.6	17.1	17.8	18.6	18.7	18.1
이마트 몰	26.6	25.2	25.5	31.0	25.0	26.7	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
트레이더스	24.2	30.3	33.1	25.4	25.0	28.1	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
기타	3.8	21.2	10.2	5.2	-10.1	5.6	-15.3	-9.1	0.4	0.0	-6.0
순매출액	4.3	4.9	9.3	4.4	7.0	6.3	3.0	4.0	4.0	4.0	3.8
매출총이익	5.6	6.7	8.7	3.3	8.5	6.7	3.9	5.1	5.6	5.5	5.0
판관비	6.8	9.2	7.3	7.2	7.9	7.9	4.0	4.9	4.9	5.8	4.9
영업이익	0.6	-2.4	25.3	-9.2	11.2	1.3	3.5	6.5	8.2	3.9	5.5
기존사업	0.0	-9.4	6.0	-13.7	7.2	-5.4	0.7	0.2	6.3	0.6	2.4
신사업	흑전	흑전	흑전	흑전	225.6	165.7	4,699.6	58.8	51.8	35.0	55.9

이마트(139480)

2018년 산업 전망 유통
The Pricing of Everything

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	13,640.0	14,777.9	15,950.4	16,409.8	17,066.1
매출액증가율(%)	3.7	8.3	7.9	2.9	4.0
매출원가	9,843.8	10,623.9	11,423.6	11,726.6	12,185.2
매출총이익	3,796.2	4,154.0	4,526.8	4,683.2	4,880.9
판매비와관리비	3,292.4	3,607.1	3,978.1	4,080.7	4,243.9
영업이익	503.8	546.9	548.7	602.6	637.0
영업이익률(%)	3.7	3.7	3.4	3.7	3.7
금융손익	244.6	-68.0	-51.6	-40.9	-28.1
종속/관계기업관련손익	6.9	18.5	60.0	65.0	70.0
기타영업외손익	-61.6	-15.6	180.0	-15.0	-15.0
세전계속사업이익	693.8	481.9	737.1	611.6	664.0
법인세비용	237.9	100.2	110.6	134.6	146.1
당기순이익	455.9	381.6	626.6	477.1	517.9
지배주주지분 순이익	454.7	376.2	620.3	472.3	512.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,464.4	1,740.9	1,802.7	1,890.0	2,030.5
현금및현금성자산	63.4	65.8	101.6	139.9	210.4
매출채권	216.5	300.2	278.8	286.8	298.3
재고자산	886.1	979.5	1,006.8	1,035.8	1,077.3
비유동자산	13,029.4	13,687.3	14,124.6	14,358.2	14,622.7
유형자산	9,805.4	9,709.2	9,994.7	10,171.7	10,340.9
무형자산	383.2	398.6	370.7	349.7	334.0
투자자산	2,391.7	2,516.3	2,696.0	2,773.6	2,884.6
자산총계	14,493.8	15,428.2	15,927.3	16,248.2	16,653.2
유동부채	3,934.5	4,001.4	3,920.0	3,890.9	3,894.4
매입채무	820.8	892.6	924.6	951.3	989.3
단기차입금	451.9	451.4	351.4	251.4	151.4
유동성장기부채	1,006.8	938.2	933.2	928.2	923.2
비유동부채	3,319.9	3,302.6	3,298.3	3,213.1	3,138.5
사채	2,361.4	2,163.2	2,113.2	2,013.2	1,913.2
장기차입금	282.8	288.4	288.4	278.4	268.4
부채총계	7,254.4	7,304.0	7,218.3	7,104.0	7,032.9
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0
기타포괄이익누계액	996.2	1,022.9	1,022.9	1,022.9	1,022.9
이익잉여금	1,653.2	1,957.9	2,536.4	2,966.9	3,437.8
비지배주주지분	253.3	428.0	434.3	439.0	444.2
자본총계	7,239.4	8,124.2	8,708.9	9,144.2	9,620.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	733.9	743.6	1,172.4	1,015.6	1,079.4
당기순이익(손실)	455.9	381.6	626.6	477.1	517.9
유형자산감가상각비	409.3	431.9	514.5	523.0	530.7
무형자산상각비	24.6	24.6	28.0	21.0	15.7
운전자본의 증감	-129.2	-205.2	63.4	59.6	85.1
투자활동 현금흐름	-1,003.9	-924.1	-939.7	-720.5	-752.2
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,006.4	-600.2	-800.0	-700.0	-700.0
투자자산의 감소(증가)	66.6	-106.1	-119.7	-12.7	-41.0
재무활동 현금흐름	279.1	184.6	-196.8	-256.8	-256.8
차입금증감	244.6	-237.1	-155.0	-215.0	-215.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2.9	2.4	35.8	38.3	70.5
기초현금	60.5	63.4	65.8	101.6	139.9
기말현금	63.4	65.8	101.6	139.9	210.4

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	489,313	530,133	572,194	588,673	612,220
EPS(지배주주)	16,312	13,497	22,252	16,943	18,393
CFPS	29,558	38,824	45,600	40,592	41,918
EBITDAPS	33,635	35,993	39,143	41,130	42,456
BPS	250,613	276,088	296,841	312,284	329,177
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
배당수익률(%)	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	11.6	13.6	11.8	15.5	14.2
PCR	6.4	4.7	5.7	6.5	6.3
PSR	0.4	0.3	0.5	0.4	0.4
PBR	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8
EBITDA	937.6	1,003.3	1,091.1	1,146.5	1,183.5
EV/EBITDA	10.1	9.1	10.2	9.4	8.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.5	5.1	7.8	5.6	5.7
EBITDA이익률	6.9	6.8	6.8	7.0	6.9
부채비율	100.2	89.9	82.9	77.7	73.1
금융비용부담률	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
이자보상배율(x)	4.0	4.8	5.0	5.8	6.5
매출채권회전율(x)	66.8	57.2	55.1	58.0	58.3
재고자산회전율(x)	16.1	15.8	16.1	16.1	16.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 11월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 11월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 11월 27일 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)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다.

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.

동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.0%
중립	6.0%
매도	0%

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

LG생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.12.10	산업분석	Buy	1,200,000	송광수 담당자 변경	-21.0	-11.9	
2016.03.22	산업분석	Buy	1,150,000	양지혜	-16.8	-12.3	
2016.04.07	산업분석	Buy	1,150,000	양지혜	-15.1	-11.4	
2016.04.27	기업브리프	Buy	1,300,000	양지혜	-21.5	-20.2	
2016.05.09	산업브리프	Buy	1,300,000	양지혜	-18.2	-9.2	
2016.07.11	산업브리프	Buy	1,300,000	양지혜	-17.4	-9.2	
2016.07.27	기업브리프	Buy	1,350,000	양지혜	-28.6	-25.2	
2016.10.13	산업분석	Buy	1,100,000	양지혜	-17.8	-16.0	
2016.10.26	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-22.3	-16.0	
2016.11.24	산업분석	Buy	1,100,000	양지혜	-23.4	-16.0	
2017.01.06	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-23.1	-16.0	
2017.01.25	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-23.4	-16.0	
2017.03.23	기업브리프	Trading Buy	960,000	양지혜	-14.6	-8.2	
2017.05.02	기업브리프	Trading Buy	960,000	양지혜	-8.9	4.2	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-14.8	-12.4	
2017.07.11	기업브리프	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-16.3	-12.4	
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-16.2	-1.7	
2017.10.25	기업브리프	Trading Buy	1,300,000	양지혜	-8.5	-3.8	
2017.11.13	산업분석	Buy	1,500,000	양지혜	-19.0	-17.5	
2017.11.27	산업분석	Buy	1,500,000	양지혜	-	-	

아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.12.10	산업분석	Buy	470,000	송광수	-13.3	-11.9	
2015.12.23	산업분석	Buy	470,000	송광수 담당자 변경	-17.0	-11.3	
2016.03.22	산업분석	Buy	500,000	양지혜	-21.1	-18.6	
2016.04.20	산업브리프	Buy	500,000	양지혜	-20.3	-17.1	
2016.05.02	기업브리프	Buy	530,000	양지혜	-21.2	-19.7	
2016.05.09	산업브리프	Buy	530,000	양지혜	-20.4	-16.8	
2016.07.11	산업브리프	Buy	530,000	양지혜	-20.8	-16.8	
2016.08.01	기업브리프	Buy	500,000	양지혜	-22.9	-18.8	
2016.10.13	산업분석	Buy	500,000	양지혜	-23.8	-18.8	
2016.11.02	기업브리프	Buy	460,000	양지혜	-23.3	-17.4	
2016.11.24	산업분석	Buy	460,000	양지혜	-28.0	-17.4	
2017.01.06	기업브리프	Trading Buy	370,000	양지혜	-15.6	-12.2	
2017.02.03	기업브리프	Trading Buy	340,000	양지혜	-16.6	-9.6	
2017.03.23	기업브리프	Trading Buy	320,000	양지혜	-11.1	-0.8	
2017.04.25	기업브리프	Hold	320,000	양지혜	-3.9	12.8	
2017.05.29	산업분석	Hold	360,000	양지혜	-10.1	-3.2	
2017.06.29	기업브리프	Hold	340,000	양지혜	-13.4	-8.4	
2017.07.27	기업브리프	Hold	300,000	양지혜	-7.7	8.8	
2017.10.31	기업브리프	Hold	340,000	양지혜	-6.6	-4.3	
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	340,000	양지혜	-	-	

호텔신라 (008770) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.12.04		1년 경과			-67.8	-59.6	
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	68,000	담당자 변경 양지혜	-12.3	3.1	
2017.10.30	기업브리프	Trading Buy	78,000	양지혜	4.3	10.9	
2017.11.27	산업분석	Buy	110,000	양지혜	-	-	

BGF리테일 (027410) 투자등급변경 내용

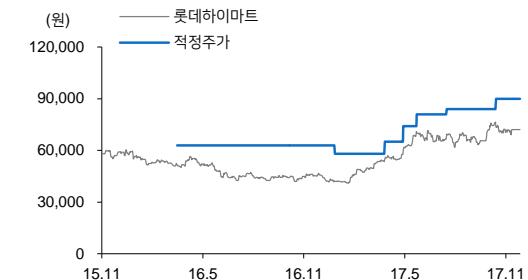
* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.05.02	산업분석	Buy	240,000	양지혜	-21.0	-20.8	
2016.05.09	산업브리프	Buy	240,000	양지혜	-12.6	-8.5	
2016.07.12	산업브리프	Buy	240,000	양지혜	-12.9	-8.5	
2016.08.05	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	-16.3	-8.5	
2016.11.08	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	-17.7	-8.5	
2016.11.30	산업분석	Buy	120,000	양지혜	-27.5	-22.9	
2017.02.10	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-20.0	-5.4	
2017.05.10	산업분석	Buy	138,000	양지혜	-6.9	1.1	
2017.06.08	산업분석	Buy	150,000	양지혜	-11.8	-8.0	
2017.06.12	기업브리프	Buy	150,000	양지혜	-28.1	-8.0	
2017.07.17	산업브리프	Buy	130,000	양지혜	-28.5	-26.6	
2017.08.08	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-28.7	-24.0	
2017.10.16	기업브리프	Buy	105,000	양지혜	-22.9	-14.8	
2017.11.27	산업분석	Buy	105,000	양지혜	-	-	

롯데하이마트 (071840) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.04.07	산업분석	Buy	63,000	양지혜	-19.5	-10.5	
2016.07.08	기업브리프	Buy	63,000	양지혜	-22.0	-10.5	
2016.08.08	기업브리프	Buy	63,000	양지혜	-23.9	-10.5	
2016.09.22	기업브리프	Buy	63,000	양지혜	-25.4	-10.5	
2016.11.16	기업브리프	Buy	63,000	양지혜	-25.6	-10.5	
2016.11.30	산업분석	Buy	63,000	양지혜	-26.2	-10.5	
2017.01.13	기업브리프	Buy	58,000	양지혜	-28.0	-26.9	
2017.02.10	기업브리프	Buy	58,000	양지혜	-18.3	-6.2	
2017.04.12	기업분석	Buy	65,000	양지혜	-14.2	-11.2	
2017.05.15	기업브리프	Buy	74,000	양지혜	-13.4	-3.9	
2017.06.08	산업분석	Buy	81,000	양지혜	-15.8	-11.6	
2017.07.13	기업브리프	Buy	81,000	양지혜	-16.4	-11.6	
2017.07.31	기업브리프	Buy	84,000	양지혜	-19.8	-16.3	
2017.09.18	산업분석	Buy	84,000	양지혜	-18.5	-8.9	
2017.10.27	기업브리프	Buy	90,000	양지혜	-20.7	-17.3	
2017.11.27	산업분석	Buy	90,000	양지혜	-	-	



이마트 (139480) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.05.31	기업브리프	Hold	200,000	양지혜	-12.3	-9.0	
2016.07.08	기업브리프	Hold	180,000	양지혜	-10.6	-6.7	
2016.11.08	기업브리프	Trading Buy	180,000	양지혜	-5.5	8.3	
2017.01.13	기업브리프	Hold	200,000	양지혜	3.1	12.8	
2017.04.12	기업브리프	Trading Buy	250,000	양지혜	-6.7	1.0	
2017.07.14	기업브리프	Trading Buy	250,000	양지혜	-6.6	1.6	
2017.09.11	기업브리프	Trading Buy	250,000	양지혜	-7.7	1.6	
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	285,000	양지혜	-	-	

