

11

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

**유통/화장품**

# New Algorithm

; 개성을 소비하다



## Overweight

**Top Picks**

종목	투자판단	적정주가
호텔신라(008770)	Buy	150,000원
LG생활건강(051900)	Buy	1,600,000원

**관심 종목**

종목	투자판단	적정주가
현대백화점(069960)	Trading Buy	135,000원
코스맥스(192820)	Trading Buy	184,000원
카페24(042000)	Not Rated	-
쿠쿠홈시스(284740)	Not Rated	-



**유통/화장품**  
Analyst 양지혜

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

**유통/화장품****New Algorithm**

; 개성을 소비하다



# 11

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

## 유통/화장품

### Contents

<b>Part I</b>	<b>유통업종 2018년 상반기 Review &amp; 하반기 전망</b>	7
<b>Part II</b>	<b>새로운 소비의 알고리즘: Personalized eCommerce</b>	23
<b>기업분석</b>	<b>호텔신라(008770) 명실상부한 글로벌 면세점 기업으로 도약</b>	62
	<b>현대백화점(069960) 기존점 성장을 회복과 함께 성장동력 강화</b>	65
	<b>카페24(042000) 마이크로소비, 온라인과 글로벌로 날개를 달다</b>	68
	<b>쿠쿠홈시스(284740) 아시아 렌탈 비즈니스 신흥 강자로 부상</b>	72
<b>Part III</b>	<b>화장품업종 2018년 상반기 Review &amp; 하반기 전망</b>	75
<b>Part IV</b>	<b>럭셔리 소비, 그리고 스몰 브랜드의 성장</b>	91
<b>기업분석</b>	<b>LG생활건강(051900) 중국 럭셔리 소비 확대 모멘텀 지속될 전망</b>	110
	<b>아모레퍼시픽(090430) 하반기 면세점 중심으로 완만한 회복 전망</b>	115
	<b>코스맥스(192820) 글로벌 화장품 ODM의 선구자</b>	120
	<b>씨티케이코스메틱스(260930) New 화장품 플랫폼 비즈니스의 등장</b>	124

## I

## 유통 (Overweight), '기존점성장률' 회복이 핵심

- 하반기 실질적인 소비 회복과 함께 지방선거 전후 정책 방향성 변화를 주시할 필요가 있겠음. 특히 2019년 최저임금 인상폭과 52시간 근무제 실시 영향 등이 주가 방향성에 크게 영향을 줄 전망
- 백화점, 대형마트, 편의점 등 주요 오프라인 유통업체들의 주가 반등 여부는 '기존점성장률' (점당매출액증감률)이 중요하게 작용할 것으로 판단함. 2017년 하반기부터 기존점성장률이 회복되고 있는 미국 오프라인 백화점 업체들의 주가 상승세가 두드러지고 있음
- 면세점은 중국 중산층 럭셔리 소비 확장에 따른 웨이상 매출 고성장과 알선수수료율 하락에 따른 뚜렷한 실적 개선세 지속될 전망, 하반기 추가적인 점유율 상승, 다국적 관광객 유치 노력 및 신규 면세점 오픈 효과 기대
- **Top pick: 호텔신라 (투자의견 Buy, 적정주가 150,000원)**
- **관심종목: 현대백화점 (투자의견 Trading Buy, 적정주가 135,000원), 카페24 (Not Rated), 쿠쿠홈시스 (Not Rated)**

## II

## 화장품 (Overweight), 럭셔리 모멘텀 지속과 마이크로 소비 확산

- 하반기에도 글로벌 경기 호조에 따른 럭셔리 소비 모멘텀이 지속될 전망. 전세계 럭셔리 구매 핵심층인 중국 중산층의 소비력 확대는 구조적인 변화로 상승 지속
- 한편 마이크로 소비 트렌드 강화로 스몰 브랜드의 성장이 두드러지면서 실적 모멘텀 대비 저평가된 중소형 화장품의 투자 매력도가 증가할 것으로 판단됨. 인디 브랜드의 성장과 함께하고 있는 화장품 ODM이나 신유통 플랫폼 기업에 대한 관심 요망
- **Top pick: LG생활건강 (투자의견 Buy, 적정주가 1,600,000원)**
- **관심종목: 코스맥스 (투자의견 Trading Buy, 적정주가 184,000원)**

11

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

유통/화장품

# Part I

유통업종 2018년 상반기 Review & 하반기 전망

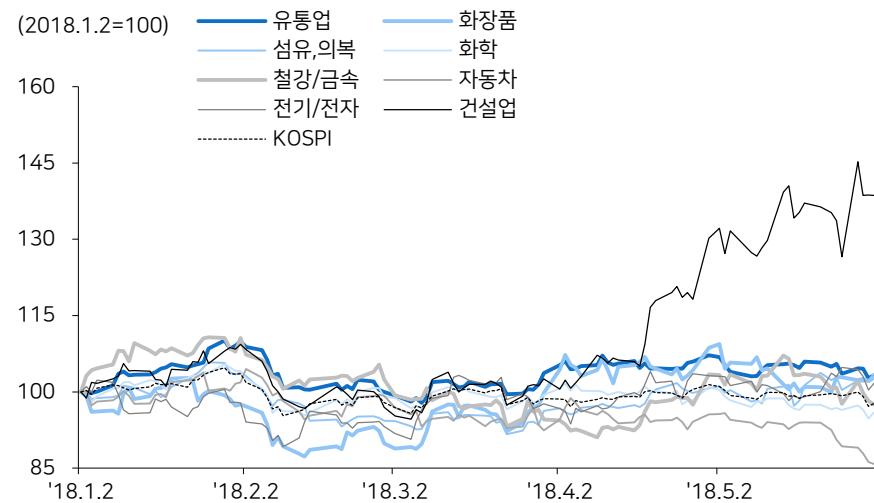
# 2018년 유통업종 상반기 Review

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 중국 소비주와 국내 소비주의 뚜렷한 주가 차별화, 지방선거 이후 정책 방향성 변화 관건

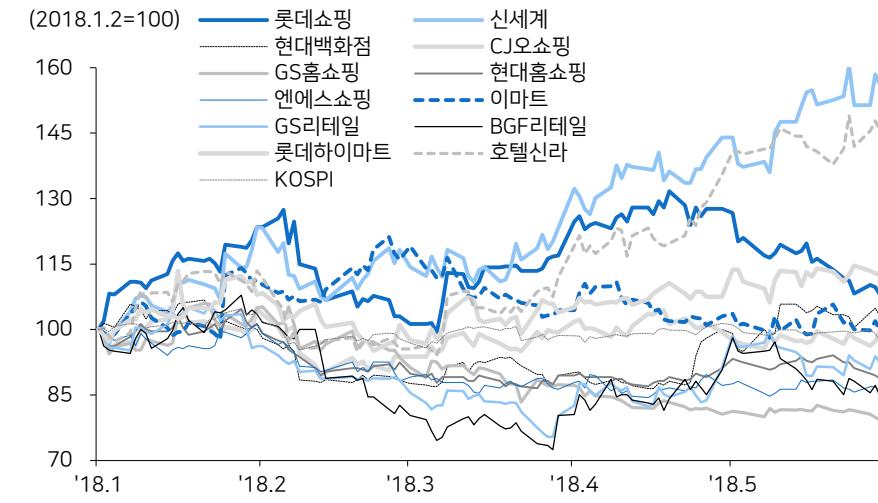
- 상반기 유통업종 지수는 꾸준히 상승하였으며 특히 3월 이후 면세점 등 중국 소비주의 강력한 실적 회복 모멘텀이 부각되면서 유통업종은 시장 대비 초과수익률을 시현함. 한편 대형마트, 편의점, 홈쇼핑 등 국내 내수 중심의 유통기업들은 기존점성장을 부진 등 소비 침체와 인건비 부담 등으로 부진한 실적을 기록하였고 주가 또한 전체 시장 대비 하회하는 성과를 나타냄
- 하반기 실질적인 소비 회복과 함께 지방선거 전후 정책 방향성 변화를 주시할 필요가 있겠음. 특히 2019년 최저임금 인상폭과 52시간 근무제 실시 영향 등이 주가 방향성에 크게 영향을 줄 전망

## 2018년 업종별 지수 추이



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

## 2018년 유통 종목별 주가 추이



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

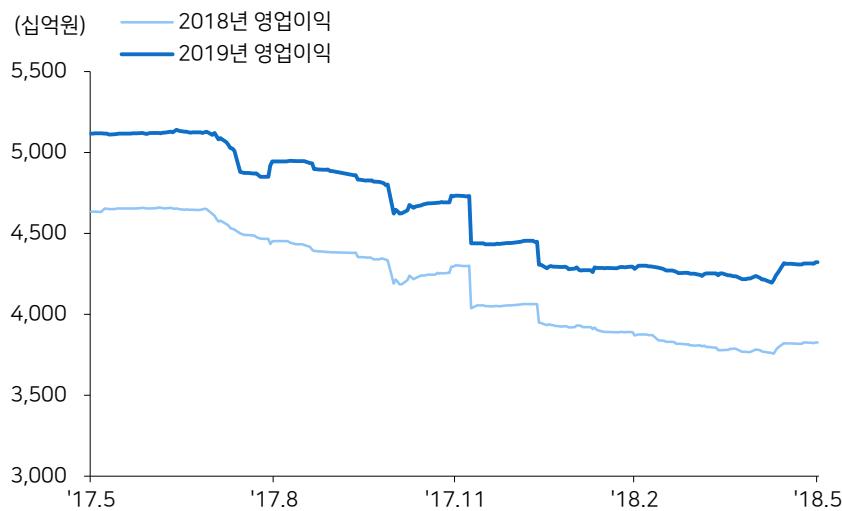
# 실적 추정치 하향 조정 마무리

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 국내 소비 회복으로 실적 추정치 상향 전환 여부 관건

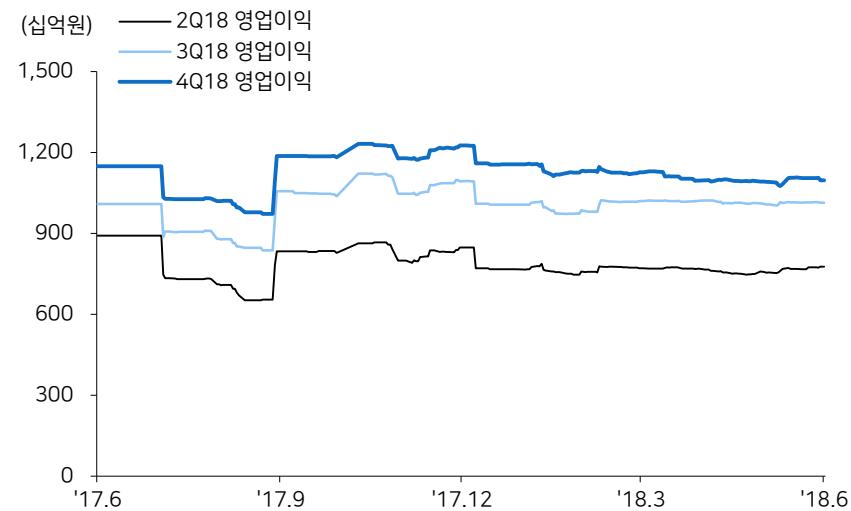
- 유통업종의 시장 컨센서스는 2017년 하반기 지속적인 하향세를 보이다가 2018년 상반기 추가적인 하향이 멈추면서 주가 상승폭이 강화되었음. 특히 면세점 업체들의 높은 영업이익 성장이 주가 상승 모멘텀으로 작용함
- 하반기 국내 소비 회복이나 자체적인 효율성 개선으로 실적 추정치 상향 전환 여부 관건

### 유통업종 연간 영업이익 컨센서스



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

### 유통업종 분기별 영업이익 컨센서스



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

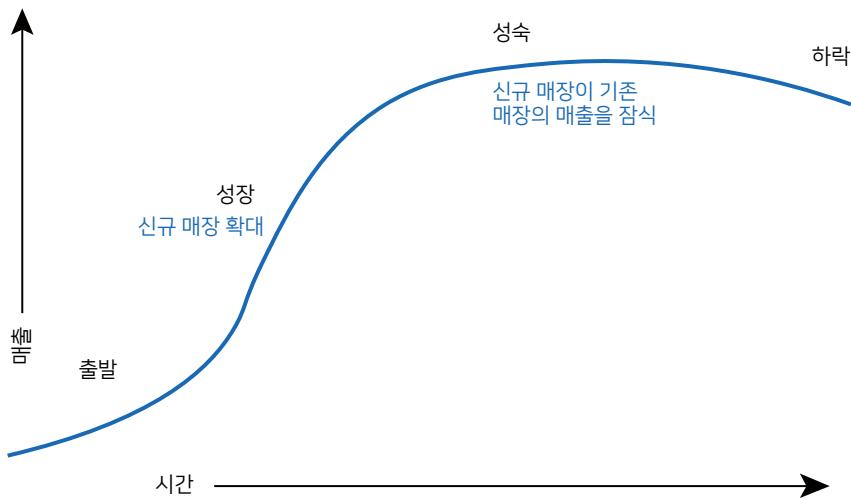
# 성숙기 유통기업, 구조조정 등을 통해 강력한 영업이익 개선 가능

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

성숙기 유통 기업들은 기존  
매장 효율성에 집중할 때  
강력한 이익개선 나타나

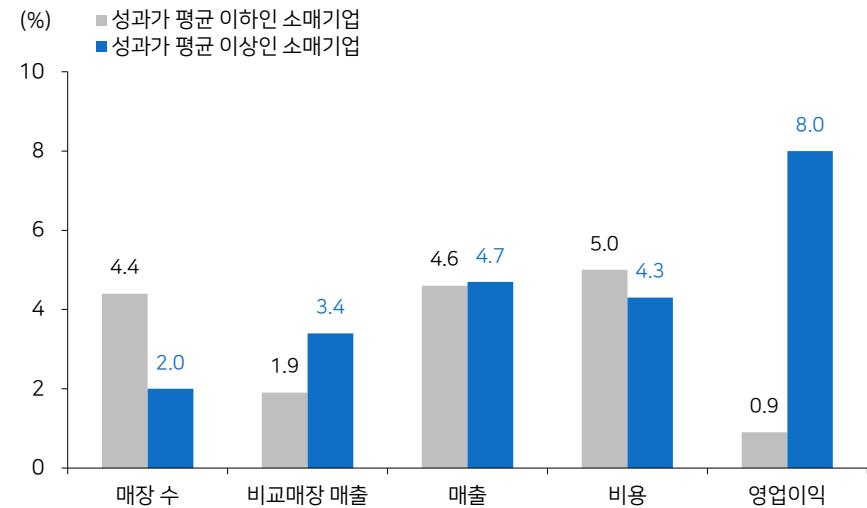
- 성장하는 유통기업은 매장을 열고 새로운 시장에 진입함으로써 빠르게 성장. 일단 가장 매력적인 입지를 선점한 후 점차 매력이 덜한 지역에 매장을 추가함. 따라서 매장 네트워크가 점점 더 조밀해짐에 따라 신규 매장이 기존 매출의 매출을 잠식하는 순간이 오게 되면서 성숙기에 진입함
- Harvard Business Review에 따르면 2011년부터 2015년까지의 기간에 매출성장률이 한 자릿수로 떨어진 37개 미국 소매기업을 대상으로 이들의 재무데이터를 검토한 결과, 평균 이상의 성과를 거둔 소매기업들은 매장 여는 속도를 늦추고 기존 매장을 개선함으로써 비용보다 매출을 더 빠르게 키울 수 있었고 강력한 영업이익이라는 결과를 가져왔음

## 소매업 Life Cycle



자료: Harvard Business Review, 메리츠종금증권 리서치센터

## 레버리지 전략 [2011~2015 연평균 성장률]



주: 37개 미국기업 대상, 매출성장을 10% 이상의 성장기 기업과 마이너스 매출성장을 하락세가 확실한 기업은 제외

자료: Harvard Business Review, 메리츠종금증권 리서치센터

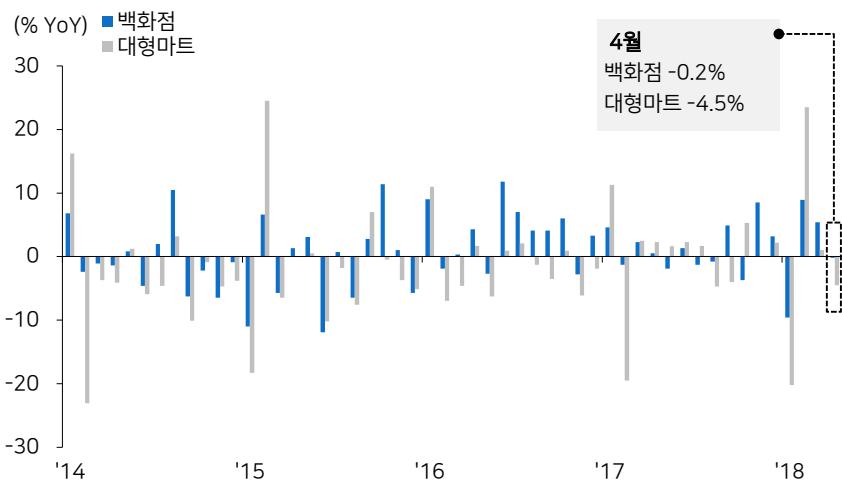
# 2018년 하반기 전망, '기존점성장률' 회복이 핵심

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 오프라인 유통의 반격, '기존점성장률'만 본다

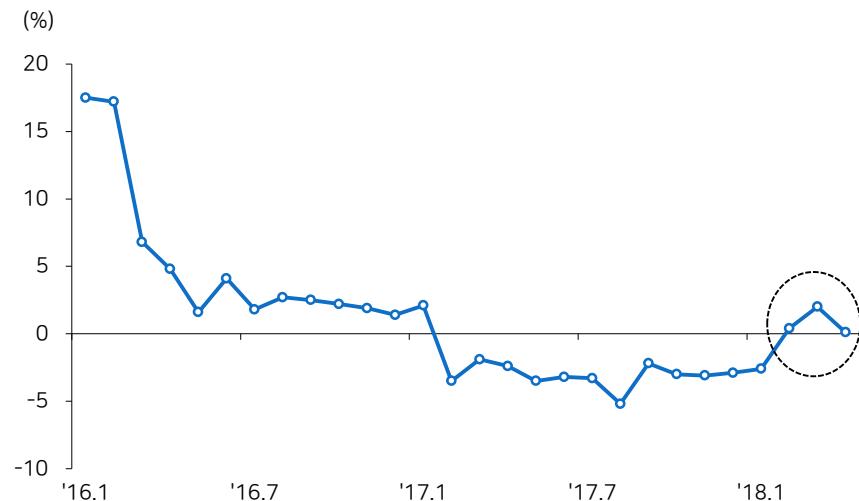
- 백화점, 대형마트, 편의점 등 오프라인 유통업체들의 주가 반등 여부는 '기존점성장률'(점당매출액증감률)이 중요하게 작용할 것으로 판단됨
- 성숙기 유통기업들은 기존 매장의 효율성이 개선될 때 강력한 이익 성장이 가능하기 때문. 최근 백화점의 기존점성장률이 중국 인바운드 소비 회복과 함께 가장 뚜렷하게 나타나고 있으며 하반기 지난해 낮은 기저를 바탕으로 편의점 점당매출액의 반전 여부를 주시할 필요가 있겠음

## 백화점 및 대형마트 기존점성장률 추이



자료: 산업통상자원부, 메리츠종금증권 리서치센터

## 편의점 점당매출액 증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 메리츠종금증권 리서치센터

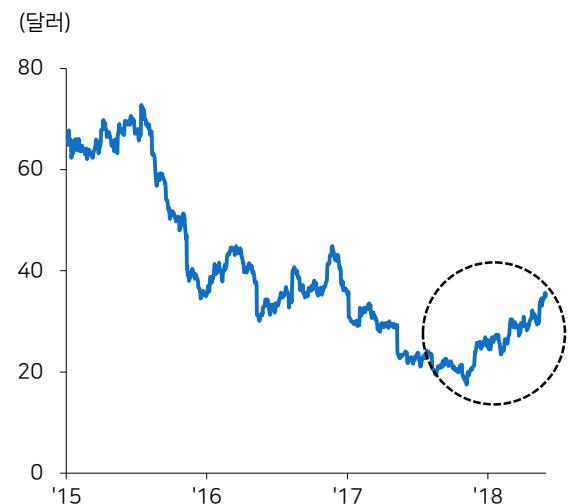
# 오프라인의 반격, 미국 백화점의 주가 반등

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 구조조정 마무리 후 효율성 개선과 기존점성장률 회복

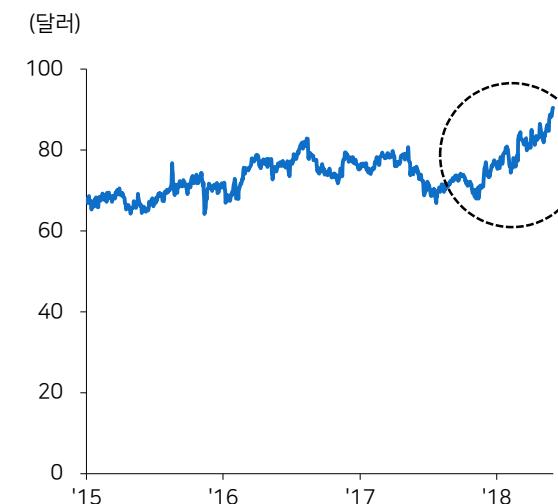
- 2017년 하반기 이후 미국 오프라인 백화점 업체들의 주가 상승세가 두드러지고 있음. 온라인과의 경쟁 심화 우려에서 벗어나 지난해 4분기부터 양호한 실적을 기록하면서 주가에 긍정적으로 작용함
- 특히 미국 메이시스 백화점은 2015년부터 2016년까지 혹독한 구조조정을 마무리한 이후 2017년 4분기부터 기존점성장률의 플러스 전환 (+1.3% YoY)과 함께 영업이익이 크게 증가하면서 주가 또한 상승세로 반전하였음. 2018년 1분기에도 기존점성장률 +3.9% YoY의 호실적을 기록했으며 블루밍데일즈 등 고가 백화점과 럭셔리 의류 판매 호조가 실적 개선에 크게 기여함

메이시스 (M US) 최근 5년 주가 추이



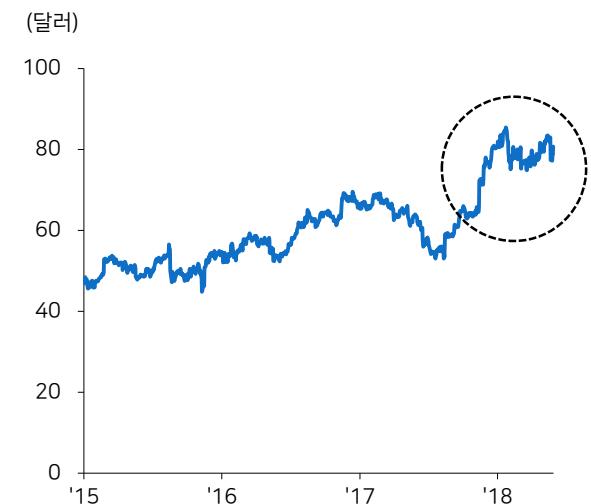
자료:Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

TJ Maxx (TJX US) 최근 5년 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Ross Stores (ROSS US) 최근 5년 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

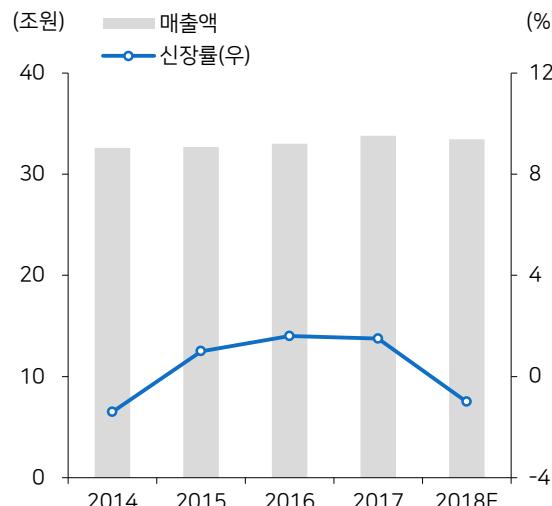
# 2018년 하반기 유통산업 채널별 전망 (1)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 대형마트 부진, 백화점 회복, 온라인몰 고성장 유지 전망

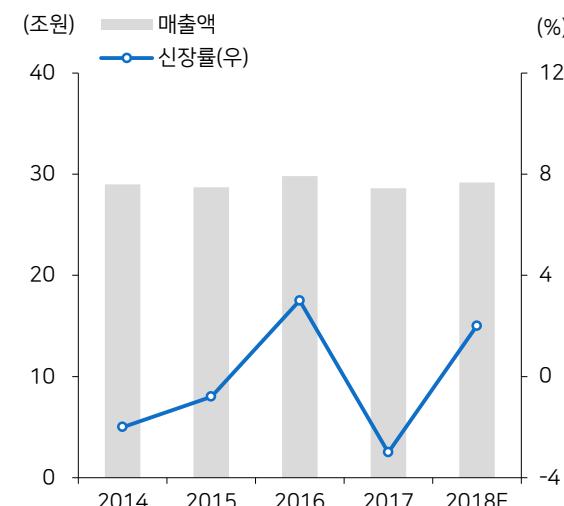
- 대형마트: 규제 강화 움직임 지속, 타 업태로부터의 경쟁 심화, 인건비 상승 등으로 저성장 심화 전망
- 백화점: 주력상품인 의류 소비가 회복, 중국인 관광객 유입 정상화로 기존점 성장을 회복에 기여함. 면세점, 브랜드 사업 등 추가적인 성장 모멘텀 부각 가능
- 온라인몰: 수요 기반의 지속적인 시장 확대와 유통업체들의 IT 신기술 도입에 따른 쇼핑 경험 향상 (AI 활용한 상담 및 구매, 음성인식 Voice 쇼핑 등)으로 고성장 유지 전망

### 대형마트 판매액 및 신장률 추이와 전망



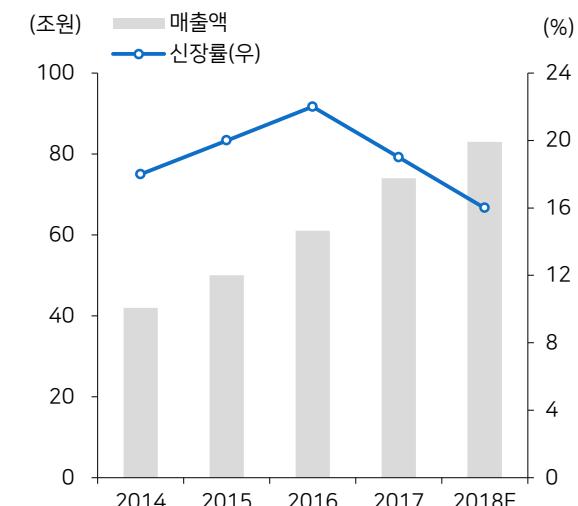
주: 18년은 메리츠종금증권 추정치  
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

### 백화점 판매액 및 신장률 추이와 전망



주: 18년은 메리츠종금증권 추정치  
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

### 온라인몰 판매액 및 신장률 추이와 전망



주: 18년은 메리츠종금증권 추정치  
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

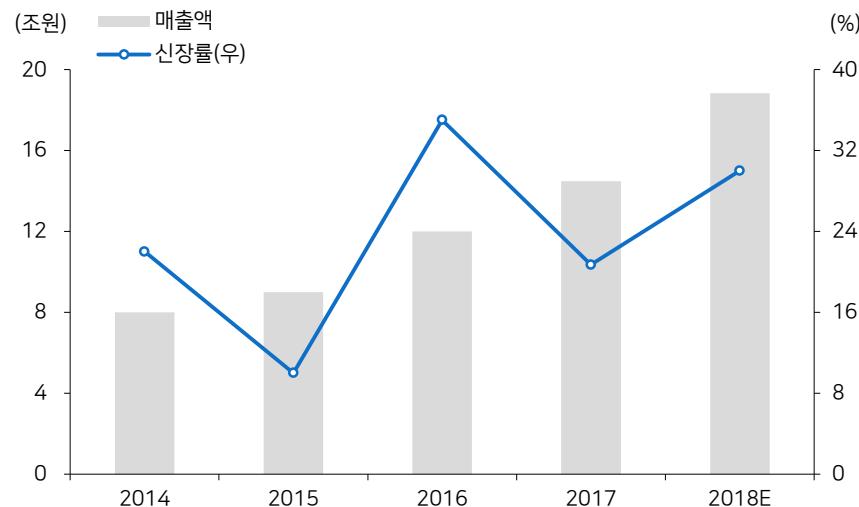
## 2018년 하반기 유통산업 채널별 전망 (2)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

**중국 중산층 럭셔리 소비 확장으로 면세점 고성장 지속, 편의점 최저임금 인상폭 관건**

- 면세점: 중국 중산층 럭셔리 소비 확장에 따른 웨이상 매출 고성장과 알선수수료율 하락에 따른 실적 개선세 뚜렷, 하반기 추가적인 점유율 상승, 다국적 관광객 유치 노력 및 신규 면세점 오픈 효과 기대
- 편의점: 1~2인 가구 확대에 따른 수요 기반의 고성장 지속될 전망, 다만 임차료 부담과 인건비 상승 등으로 신규 출점 속도는 둔화될 것으로 예상됨. 상품력 강화를 통한 기존점 성장을 (점당매출액증감률) 회복과 2019년 최저임금 인상폭 관건

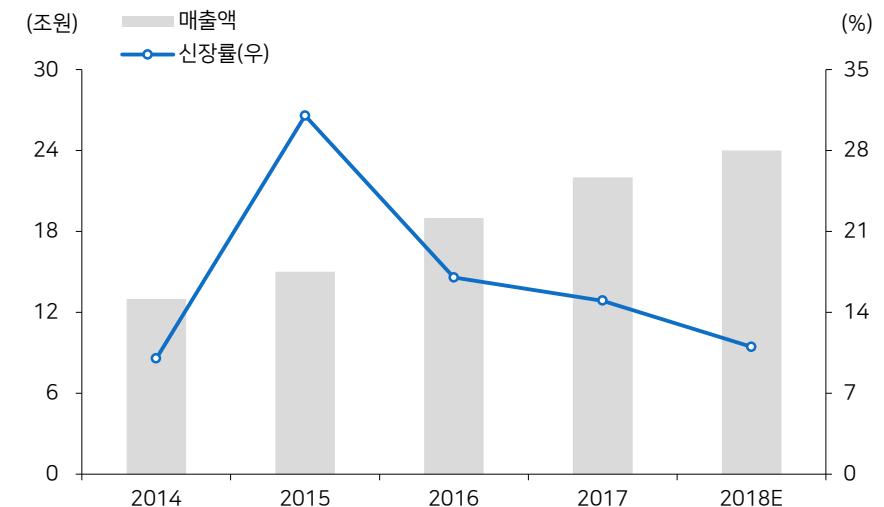
### 면세점 판매액 및 신장률 추이와 전망



주: 18년은 메리츠종금증권 추정치

자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

### 편의점 판매액 및 신장률 추이와 전망



주: 18년은 메리츠종금증권 추정치

자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

# 국내 유통기업 Peer

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

Ticker		롯데쇼핑	이마트	현대백화점	신세계	BGF리테일	GS리테일	롯데하이마트	호텔신라
현재주가(6/1)	(원) (십억원)	023530 KS 226,000 6,356	139480 KS 249,000 6,941	069960 KS 115,500 2,703	004170 KS 445,000 4,381	282330 KS 184,500 3,189	007070 KS 37,900 2,918	071840 KS 78,700 1,858	008770 KS 128,000 5,024
절대수익률 (%)									
1M		-11.7	-7.8	11.6	6.6	-3.4	1.9	5.6	10.3
3M		9.4	-18.1	26.4	29.7	6.0	5.3	12.4	56.5
6M		10.4	-5.8	14.7	57.1	N/A	-5.5	9.8	46.7
1Y		-11.7	2.7	-1.8	81.3	N/A	-30.2	19.0	111.4
YTD		13.6	-8.1	10.5	48.3	-12.1	-6.0	14.2	50.8
초과수익률 (%p)									
1M		-15.0	-11.0	8.3	3.3	-6.7	-1.4	2.4	7.1
3M		6.8	-20.7	23.7	27.1	3.4	2.6	9.8	53.8
6M		6.0	-10.3	10.2	52.6	N/A	-9.9	5.3	42.3
1Y		-26.4	-12.0	-16.5	66.6	N/A	-44.9	4.2	96.7
YTD		10.4	-11.3	7.4	45.2	-15.3	-9.1	11.1	47.6
PER (X)									
2017		N/A	14.1	9.3	16.2	21.7	26.3	11.0	127.3
2018E		21.9	15.3	10.0	15.9	18.5	19.6	11.5	40.3
2019E		14.0	13.4	9.5	14.6	16.4	16.7	10.6	27.3
PBR (X)									
2017		0.4	0.9	0.6	0.9	9.3	1.5	0.8	4.7
2018E		0.5	0.8	0.6	1.2	6.4	1.4	0.9	6.4
2019E		0.5	0.8	0.6	1.1	5.0	1.3	0.8	5.3
ROE (%)									
2017		-1.0	7.6	6.6	5.5	7.2	5.9	7.6	3.7
2018E		2.5	5.4	6.6	7.9	38.9	7.2	7.8	17.1
2019E		3.7	5.9	6.5	7.9	34.2	8.0	7.9	20.9
매출액성장률 (%)									
2017		-24.6	8.6	0.9	31.3	N/A	11.7	4.1	8.0
2018E		13.8	7.9	1.8	21.8	543.3	7.7	4.2	18.8
2019E		2.3	6.7	9.2	10.5	4.9	5.8	4.4	14.2
영업이익성장률 (%)									
2017		-30.6	-0.3	2.7	37.5	N/A	-24.0	18.9	-7.4
2018E		42.7	9.5	-5.1	29.8	730.2	12.9	7.5	167.7
2019E		21.4	13.5	5.8	9.6	10.8	18.6	6.4	38.6
순이익성장률 (%)									
2017		적전	63.8	-8.0	-19.8	N/A	-56.9	22.2	-9.1
2018E		흑전	-25.3	7.4	52.0	522.5	26.6	8.8	390.1
2019E		49.0	14.8	5.4	8.0	12.9	17.7	8.2	47.1
영업이익률 (%)									
2017		2.9	3.6	21.3	8.9	2.8	2.0	5.1	1.8
2018E		3.7	3.6	19.9	9.5	3.6	2.1	5.2	4.1
2019E		4.3	3.9	19.2	9.4	3.9	2.4	5.3	5.0
순이익률 (%)									
2017		-0.8	3.9	13.7	4.7	3.0	1.4	3.6	0.6
2018E		1.6	2.7	14.5	5.9	2.9	1.7	3.8	2.6
2019E		2.3	2.9	14.0	5.7	3.1	1.9	3.9	3.3

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 15

# 글로벌 유통기업 Peer

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

		WAL-MART	COSTCO	MACY'S	SEVEN & I HOLDINGS	LAWSON	FAMILYMART	BEST BUY	YAMADA DENKI
Ticker		WMT US	COST US	M US	3382 JP	2651 JP	8028 JP	BBY US	9831 JP
국가		미국	미국	미국	일본	일본	일본	미국	일본
현재주가(6/1)	(달러) 시가총액	83 (백만달러)	197	36	44	64	104	69	5
		245,026	86,505	10,895	38,797	6,394	13,170	19,409	4,934
절대수익률 (%)									
1M		-4.5	0.6	15.7	-0.4	-3.1	5.6	-8.7	-3.5
3M		-5.7	4.6	23.1	9.4	1.0	40.3	-8.0	-14.7
6M		-13.3	7.1	51.2	4.8	-7.4	51.8	15.5	-6.0
1Y		6.5	10.4	57.1	3.2	-4.8	86.9	16.9	-3.2
YTD		-14.9	6.5	43.0	3.4	-5.1	45.1	1.2	-8.2
초과수익률 (%)									
1M		-7.7	-2.7	12.4	-3.6	-6.3	2.3	-11.9	-6.7
3M		-8.3	2.0	20.5	6.7	-1.6	37.7	-10.6	-17.4
6M		-17.7	2.6	46.7	0.4	-11.9	47.3	11.0	-10.5
1Y		-8.3	-4.3	42.3	-11.5	-19.5	72.2	2.2	-17.9
YTD		-18.1	3.4	39.9	0.2	-8.3	41.9	-1.9	-11.3
PER (X)									
2017		15.4	27.2	10.5	40.2	21.3	35.2	12.4	12.9
2018E		17.4	28.4	9.4	19.8	24.0	39.8	13.7	12.1
2019E		17.0	25.6	10.3	17.2	21.7	34.2	12.8	11.3
PBR (X)									
2017		2.6	6.4	2.0	1.7	2.8	1.7	2.9	0.8
2018E		3.2	6.8	1.7	1.7	2.5	2.5	6.2	0.7
2019E		3.1	5.8	1.8	1.6	2.4	2.5	6.1	0.7
ROE (%)									
2017		7.4	12.8	5.9	6.6	7.2	15.5	4.4	9.9
2018E		8.8	14.4	5.7	6.4	7.3	14.1	6.9	11.1
2019E		8.6	13.5	6.0	6.0	7.0	13.1	6.7	10.5
매출액성장률 (%)									
2017		0.8	8.7	-1.9	6.0	24.6	121.9	-0.3	7.5
2018E		5.9	8.4	(5.6)	40.9	172.0	46.1	7.2	2.6
2019E		3.2	7.2	0.1	3.3	5.4	0.8	1.1	1.7
영업이익성장률 (%)									
2017		-5.6	12.0	-32.7	15.5	13.5	-1.2	34.8	10.5
2018E		-4.7	9.9	28.2	12.9	-18.8	89.5	2.7	-5.7
2019E		0.8	6.9	(8.4)	7.5	5.4	14.2	2.9	4.3
순이익성장률 (%)									
2017		-7.2	14.0	-41.4	-32.9	29.4	15.3	36.9	26.0
2018E		-1.2	15.4	85.3	116.3	-21.9	90.6	14.4	7.2
2019E		4.4	9.6	-4.8	16.4	10.7	17.3	3.1	7.0
영업이익률 (%)									
2017		4.7	3.2	5.2	7.8	29.0	3.8	4.7	3.7
2018E		4.2	3.2	7.0	6.3	8.7	4.9	4.5	3.4
2019E		4.1	3.2	6.4	6.5	8.7	5.5	4.6	3.5
순이익률 (%)									
2017		2.8	2.1	2.4	2.1	14.3	2.2	3.1	2.2
2018E		2.6	2.2	4.6	3.2	4.1	2.8	3.3	2.3
2019E		2.7	2.3	4.4	3.6	4.3	3.3	3.4	2.4

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 16

# 주요 글로벌 유통 기업, 최근 주가동향

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## Walmart



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## Seven&I Holdings



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## Best Buy



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## Macy's



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

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

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품 New Algorithm

## Walmart 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	468,651.0	476,294.0	485,651.0	482,130.0	485,873.0	500,343.0	514,691.9	530,968.3
영업이익	27,725.0	26,872.0	27,147.0	24,105.0	22,764.0	20,437.0	21,703.4	21,859.0
세전이익	25,662.0	24,656.0	24,799.0	21,638.0	20,497.0	15,123.0	18,544.1	19,307.5
순이익(조정)	16,999.0	16,022.0	16,363.0	14,694.0	13,643.0	9,862.0	13,570.0	14,065.4
성장률(%YoY)								
매출액	5.0	1.6	2.0	-0.7	0.8	3.0	2.9	3.2
영업이익	4.7	-3.1	1.0	-11.2	-5.6	-10.2	6.2	0.7
세전이익	5.5	-3.9	0.6	-12.7	-5.3	-26.2	22.6	4.1
순이익(조정)	8.3	-5.7	2.1	-10.2	-7.2	-27.7	37.6	3.7
수익성(%)								
영업이익률	5.9	5.6	5.6	5.0	4.7	4.1	4.2	4.1
세전이익률	5.5	5.2	5.1	4.5	4.2	3.0	3.6	3.6
순이익률(조정)	3.6	3.4	3.4	3.0	2.8	2.0	2.6	2.6
PER(배)	14.0	14.8	17.0	15.1	15.4	24.1	17.3	16.9
PBR(배)	3.0	3.2	3.4	2.6	2.6	4.0	3.2	3.1
EV/EBITDA(배)	7.6	8.1	8.7	7.5	7.4	11.4	8.8	8.6
ROE(%)	23.0	21.0	20.8	18.1	17.2	12.7	17.3	21.9
EPS(달러)	5.0	4.9	5.1	4.6	4.4	3.3	4.8	4.9
BPS(달러)	23.0	23.6	25.2	25.5	25.5	26.4	26.2	26.6

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## Walmart 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	115,904.0	120,854.0	118,179.0	130,936.0	117,542.0	123,355.0	123,179.0	136,267.0	122,690.0	126,101.5	126,021.5	140,215.6
영업이익	5,275.0	6,165.0	5,119.0	6,205.0	5,237.0	5,969.0	4,764.0	4,467.0	5,154.0	5,552.8	4,814.1	6,260.9
세전이익	4,714.0	5,599.0	4,534.0	5,650.0	4,674.0	4,606.0	2,879.0	2,964.0	2,822.0	4,935.7	4,210.0	5,617.6
순이익	3,079.0	3,773.0	3,034.0	3,757.0	3,039.0	2,899.0	1,749.0	2,175.0	2,134.0	3,608.4	2,996.6	3,986.3
성장률(%YoY)												
매출액	0.9	0.5	0.7	1.0	1.4	2.1	4.2	4.1	4.4	2.2	2.3	2.9
영업이익	-7.1	1.6	-10.4	-6.6	-0.7	-3.2	-6.9	-28.0	-1.6	-7.0	1.1	40.2
세전이익	-2.9	1.3	-12.2	-7.3	-0.8	-17.7	-36.5	-47.5	-39.6	7.2	46.2	89.5
순이익	-7.8	8.6	-8.2	-17.9	-1.3	-23.2	-42.4	-42.1	-29.8	24.5	71.3	83.3
수익성(%)												
영업이익률	4.6	5.1	4.3	4.7	4.5	4.8	3.9	3.3	4.2	4.4	3.8	4.5
세전이익률	4.1	4.6	3.8	4.3	4.0	3.7	2.3	2.2	2.3	3.9	3.3	4.0
순이익률	2.7	3.1	2.6	2.9	2.6	2.4	1.4	1.6	1.7	2.9	2.4	2.8

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

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

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품 New Algorithm

## Best Buy 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	39827.0	40611.0	40339.0	39528.0	39403.0	42151	42,195.1	42,669.0
영업이익	-119.0	1144.0	1450.0	1375.0	1854.0	1843	1,904.8	1,959.6
세전이익	-198.0	1083.0	1387.0	1310.0	1816.0	1817	1,870.6	1,925.4
순이익 (조정)	-441.0	532.0	1233.0	897.0	1228.0	1000	1,405.3	1,449.0
성장률 (%YoY)								
매출액	-21.5	2.0	-0.7	-2.0	-0.3	7.0	0.1	1.1
영업이익	적전	흑전	26.7	-5.2	34.8	-0.6	3.4	2.9
세전이익	적전	흑전	28.1	-5.6	38.6	0.1	2.9	2.9
순이익 (조정)	적지	흑전	131.8	-27.3	36.9	-18.6	40.5	3.1
수익성 (%)								
영업이익률	-0.3	2.8	3.6	3.5	4.7	4.4	4.5	4.6
세전이익률	-0.5	2.7	3.4	3.3	4.6	4.3	4.4	4.5
순이익률 (조정)	-1.1	1.3	3.1	2.3	3.1	2.4	3.3	3.4
PER (배)	8.1	11.3	13.5	10.5	12.4	16.1	14.1	13.2
PBR (배)	1.8	2.0	2.5	2.1	2.9	5.6	6.3	6.3
EV/EBITDA (배)	9.2	3.7	4.8	3.7	4.4	7.3	7.1	6.9
ROE (%)	-13.0	15.1	27.5	19.1	27.0	24.0	37.6	46.2
EPS (달러)	-1.3	1.6	3.5	2.6	3.9	3.3	5.0	5.4
BPS (달러)	9.0	11.5	14.2	13.5	15.1	12.8	11.2	11.2

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## Best Buy 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	8,443.0	8,533.0	8,945.0	13,482.0	8,528.0	8,940.0	9,320.0	15,363.0	9,109.0	9,255.3	9,511.4	14,395.6
영업이익	372.0	289.0	312.0	881.0	300.0	321.0	350.0	872.0	265.0	323.4	358.0	918.0
세전이익	360.0	279.0	304.0	873.0	292.0	310.0	342.0	873.0	257.0	313.5	347.8	918.1
순이익	229.0	198.0	194.0	607.0	188.0	209.0	239.0	364.0	208.0	236.9	264.9	692.1
성장률 (%YoY)												
매출액	-1.3	0.1	1.4	-1.0	1.0	4.8	4.2	14.0	6.8	3.5	2.1	-6.3
영업이익	332.6	0.3	35.7	14.3	-19.4	11.1	12.2	-1.0	-11.7	0.7	2.3	5.3
세전이익	380.0	2.6	42.7	16.4	-18.9	11.1	12.5	0.0	-12.0	1.1	1.7	5.2
순이익	77.5	20.7	55.2	26.7	-17.9	5.6	23.2	-40.0	10.6	13.3	10.8	90.1
수익성 (%)												
영업이익률	4.4	3.4	3.5	6.5	3.5	3.6	3.8	5.7	2.9	3.5	3.8	6.4
세전이익률	4.3	3.3	3.4	6.5	3.4	3.5	3.7	5.7	2.8	3.4	3.7	6.4
순이익률	2.7	2.3	2.2	4.5	2.2	2.3	2.6	2.4	2.3	2.6	2.8	4.8

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

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

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## Seven&I Holdings 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	50740.4	47012.7	46289.4	40548.5	42978.2	43161.686	57,768.2	60,144.2
영업이익	3616.1	3412.7	3180.7	2920.2	3372.2	3516.1112	3,736.8	3,783.0
세전이익	3212.9	3127.0	2873.7	2517.8	2012.5	2480.6702	3,074.6	3,124.0
순이익(조정)	1688.5	1765.2	1602.5	1333.9	894.9	1626.279	1,795.3	1,934.6
성장률(%YoY)								
매출액	-0.3	-7.3	-1.5	-12.4	6.0	0.4	33.8	4.1
영업이익	-2.4	-5.6	-6.8	-8.2	15.5	4.3	6.3	1.2
세전이익	9.8	-2.7	-8.1	-12.4	-20.1	23.3	23.9	1.6
순이익(조정)	2.5	4.5	-9.2	-16.8	-32.9	81.7	10.4	7.8
수익성(%)								
영업이익률	7.1	7.3	6.9	7.2	7.8	8.1	6.5	6.3
세전이익률	6.3	6.7	6.2	6.2	4.7	5.7	5.3	5.2
순이익률(조정)	3.3	3.8	3.5	3.3	2.1	3.8	3.1	3.2
PER (배)	17.3	19.2	23.4	24.7	40.2	21.8	23.0	20.1
PBR (배)	1.3	1.6	1.8	1.7	1.7	1.6	1.8	1.7
EV/EBITDA (배)	5.5	7.0	7.7	7.0	6.6	6.1	6.8	6.6
ROE (%)	7.5	8.8	7.9	6.9	4.1	7.6	8.1	8.5
EPS (달러)	1.9	2.0	1.8	1.5	1.0	1.8	2.0	2.2
BPS (달러)	23.2	23.3	21.7	23.8	23.6	25.7	26.5	26.5

주: 2월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## Seven&I Holdings 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	10,009.2	11,235.7	10,720.9	10,949.4	10,457.8	10,801.0	10,532.2	11,377.8	14,478.3	15,288.7	14,869.6	16,301.3
영업이익	737.3	966.1	884.1	790.0	752.6	993.9	903.4	866.7	784.5	1,025.9	1,019.5	990.2
세전이익	677.3	207.1	724.5	396.5	507.0	822.5	846.6	301.9	N/A	N/A	N/A	N/A
순이익	390.5	-93.4	401.8	185.0	300.8	502.7	533.5	288.3	384.9	568.2	596.6	466.9
성장률(%YoY)												
매출액	-5.1	12.3	-4.6	2.1	-4.5	3.3	-2.5	8.0	38.4	41.5	41.2	43.3
영업이익	-4.5	31.0	-8.5	-10.6	-4.7	32.1	-9.1	-4.1	4.2	3.2	12.8	14.2
세전이익	13.0	-69.4	249.9	-45.3	27.9	62.2	2.9	-64.3	N/A	N/A	N/A	N/A
순이익	30.0	적전	흑전	-54.0	62.6	67.1	6.1	-46.0	28.0	13.0	11.8	61.9
수익성(%)												
영업이익률	7.4	8.6	8.2	7.2	7.2	9.2	8.6	7.6	5.4	6.7	6.9	6.1
세전이익률	6.8	1.8	6.8	3.6	4.8	7.6	8.0	2.7	N/A	N/A	N/A	N/A
순이익률	3.9	-0.8	3.7	1.7	2.9	4.7	5.1	2.5	2.7	3.7	4.0	2.9

주: 2월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 20

# Appendix. Macy's (M US) 연간 및 분기별 실적 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품 New Algorithm

## Macy's 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	27,686.0	27,931.0	28,105.0	27,079.0	26,566.0	25,643.0	25,086.8	25,122.8
영업이익	2,661.0	2,678.0	2,800.0	2,039.0	1,372.0	1,817.0	1,758.8	1,610.8
세전이익	2,102.0	2,290.0	2,390.0	1,678.0	966.0	1,517.0	1,533.4	1,407.7
순이익(조정)	1,335.0	1,486.0	1,526.0	1,072.0	628.0	1,555.0	1,163.7	1,108.2
성장률(%YoY)								
매출액	4.9	0.9	0.6	-3.7	-1.9	-3.5	-2.2	0.1
영업이익	10.4	0.6	4.6	-27.2	-32.7	32.4	-3.2	-8.4
세전이익	6.8	8.9	4.4	-29.8	-42.4	57.0	1.1	-8.2
순이익(조정)	6.3	11.3	2.7	-29.8	-41.4	147.6	-25.2	-4.8
수익성(%)								
영업이익률	9.6	9.6	10.0	7.5	5.2	7.1	7.0	6.4
세전이익률	7.6	8.2	8.5	6.2	3.6	5.9	6.1	5.6
순이익률(조정)	4.8	5.3	5.4	4.0	2.4	6.1	4.6	4.4
PER(배)	11.4	13.4	14.5	12.0	10.5	9.1	9.1	9.9
PBR(배)	2.5	3.1	4.0	3.0	2.0	1.3	1.6	1.7
EV/EBITDA(배)	5.5	6.6	7.0	6.2	5.9	4.3	5.6	5.8
ROE(%)	22.3	24.2	26.2	22.3	14.6	30.7	18.6	15.4
EPS(달러)	3.3	3.9	4.3	3.3	2.0	5.1	3.8	3.4
BPS(달러)	15.6	17.1	15.8	13.7	14.4	18.9	20.7	19.5

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## Macy's 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	5,936.0	6,126.0	5,782.0	8,723.0	5,513.0	5,802.0	5,432.0	8,896.0	5,698.0	5,608.7	5,403.3	8,533.2
영업이익	290.0	98.0	151.0	833.0	219.0	283.0	123.0	1,266.0	238.0	266.0	129.4	1,131.6
세전이익	190.0	10.0	22.0	744.0	145.0	169.0	43.0	1,169.0	183.0	196.3	60.9	1,093.5
순이익	124.0	5.0	14.0	486.0	79.0	111.0	34.0	1,331.0	139.0	149.7	40.3	847.7
성장률(%YoY)												
매출액	-4.7	0.4	-1.6	-1.6	-7.1	-5.3	-6.1	2.0	3.4	-3.3	-0.5	-4.1
영업이익	-29.1	-77.5	-41.5	-11.0	-24.5	188.8	-18.5	52.0	8.7	-6.0	5.2	-10.6
세전이익	-39.5	-97.1	-87.6	-11.7	-23.7	1,590.0	95.5	57.1	26.2	16.1	41.6	-6.5
순이익	-35.8	-97.7	-88.1	-10.7	-36.3	2,120.0	142.9	173.9	75.9	34.8	18.6	-36.3
수익성(%)												
영업이익률	4.9	1.6	2.6	9.5	4.0	4.9	2.3	14.2	4.2	4.7	2.4	13.3
세전이익률	3.2	0.2	0.4	8.5	2.6	2.9	0.8	13.1	3.2	3.5	1.1	12.8
순이익률	2.1	0.1	0.2	5.6	1.4	1.9	0.6	15.0	2.4	2.7	0.7	9.9

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터



# 11

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

유통/화장품

## Part II

새로운 소비의 알고리즘  
: Personalized eCommerce

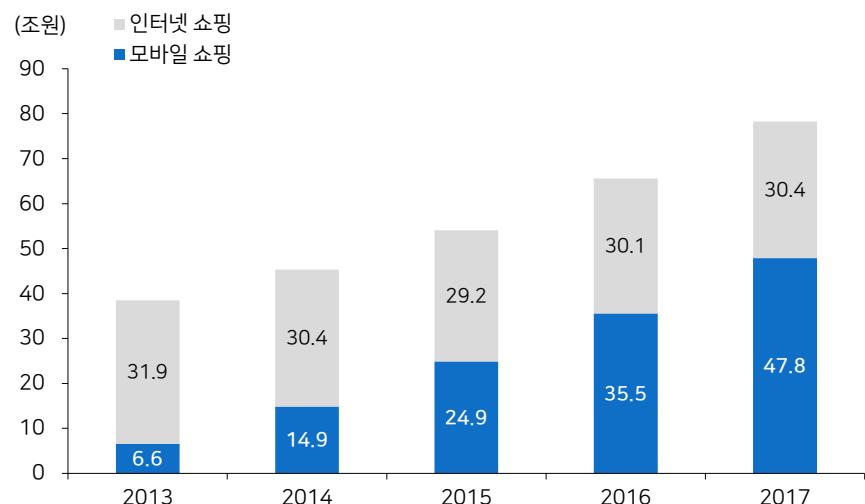
# 온라인 쇼핑 시장, 모바일 중심으로 양호한 성장 지속

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 소매판매액 내 온라인 비중 가파르게 증가

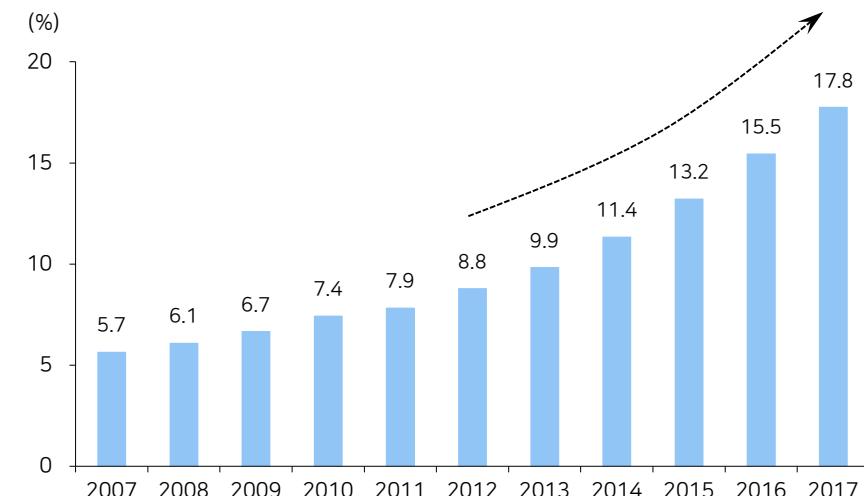
- 2017년 모바일쇼핑 시장은 전년대비 34%의 높은 성장을 지속하였음
- 모바일쇼핑은 공유 경제의 매커니즘과 O2O 솔루션과 결합하면서 다양한 취향의 세분화된 소비자의 수요를 발 빠르게 대응하고 있음. 향후 IT 기술의 발전으로 경쟁의 범위는 더욱 확대되고 비즈니스 모델의 혁신 또한 더욱 가속화될 전망

## 국내 온라인쇼핑 시장 규모



자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

## 전체 소매판매액 내 온라인 쇼핑 비중



자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

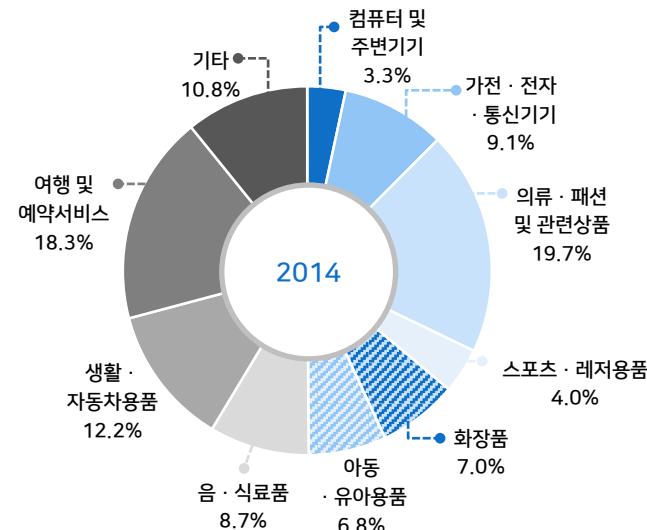
# 온라인 쇼핑 내 식품 비중 가장 빠르게 확대

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 모바일 쇼핑 내 식품 카테고리 성장 주목

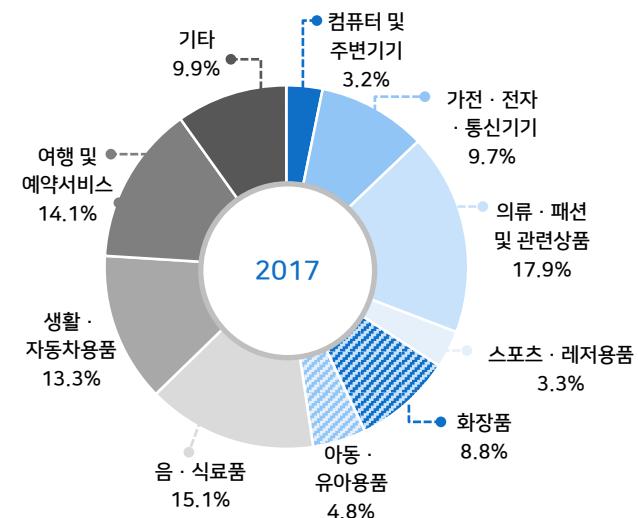
- 온라인 사업자들이 패션, 생활용품 등의 카테고리에 집중하면서 치열하게 판촉 경쟁을 벌여왔으나 2015년 하반기부터 온라인의 침투율이 상대적으로 낮으면서도 반복구매와 신선도가 핵심인 식품 카테고리를 적극적으로 공략, 확장하고 있음

2014년 모바일쇼핑 내 상품 카테고리별 비중



자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

2017년 모바일쇼핑 내 상품 카테고리별 비중



자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

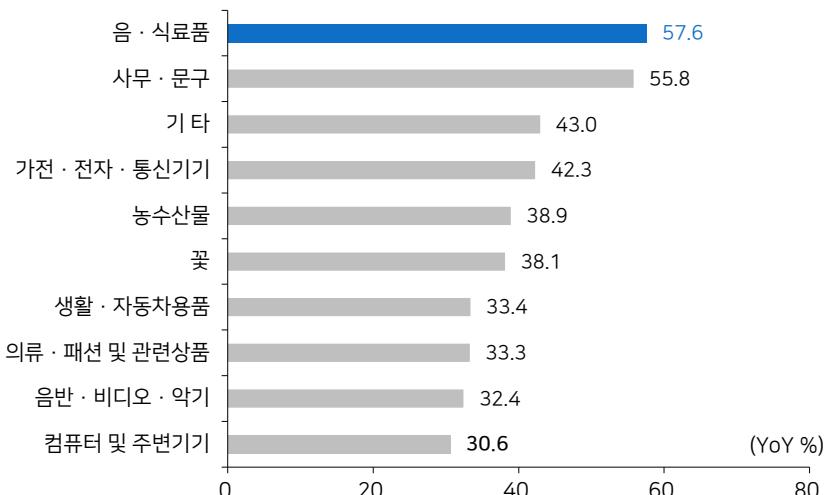
# 온라인에 특화된 신규 식료품 유통 시장 성장에 주목

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## E-Commerce에서도 특히 오프라인 비중이 절대적인 신선식품 성장 잠재력 높아

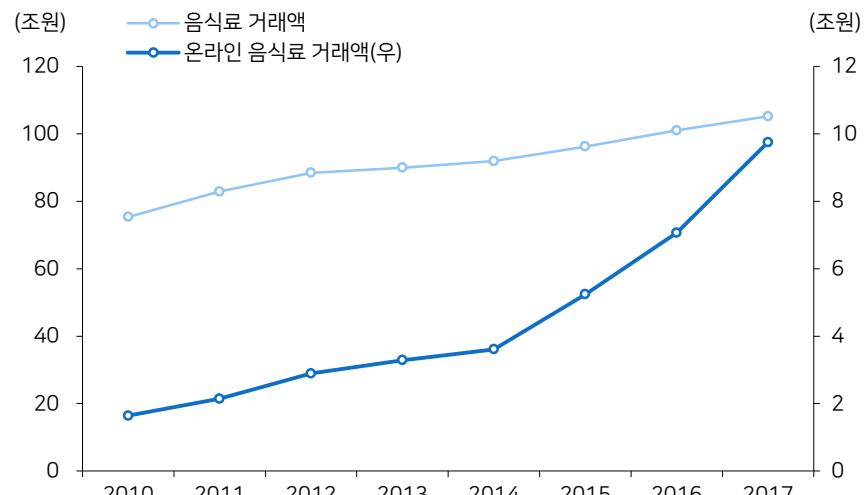
- 과거 온라인 쇼핑에서 신선식품은 제품을 표준화하고 냉장유통 설비 구축에 대한 투자 부담이 있었지만 빅데이터를 활용한 IT 기술의 발전과 다양한 방식의 파트너쉽 (물류 Start-up들간의 결합 등)을 통해 시스템이 크게 강화됨
- 중장기 온라인에 특화된 신규 식료품 시장 창출에 주목, 일명 '푸드테크'라 하는 신규 업태의 출현으로 기존 오프라인 할인점과 슈퍼마켓의 유통업종 내 비중은 지속적으로 줄어들 전망

## 2017년 모바일쇼핑 거래액 카테고리별 증감률 현황



자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

## 연간 음식료 소매판매액 vs. 온라인 음식료 거래액



자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

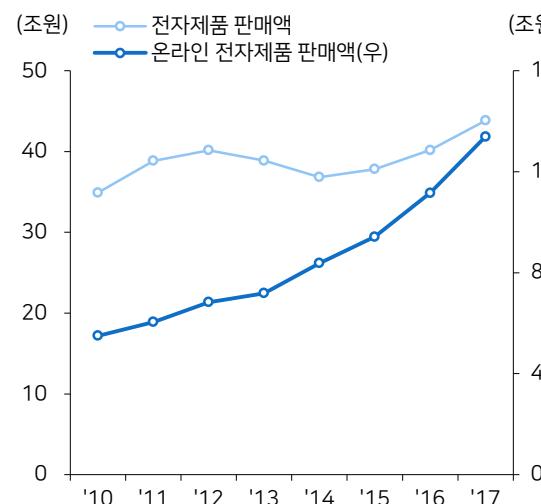
# 가전, 의류, 화장품 등도 소매판매액 내 온라인 비중 확대

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

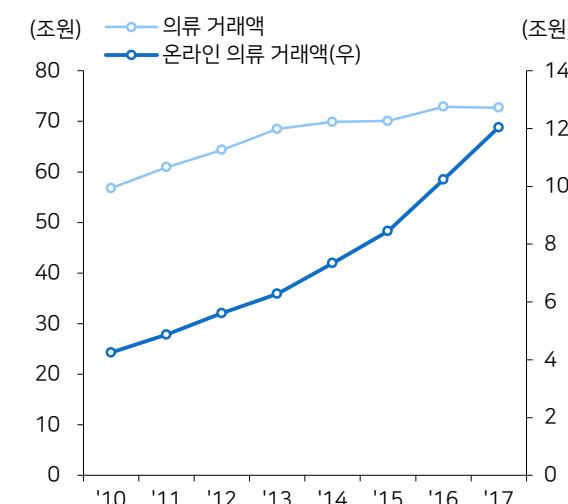
온라인으로의 흐름은 전  
카테고리에서 뚜렷하게  
나타나고 있음

- 최근 온라인 쇼핑 시장 내 식품 카테고리의 성장이 가장 뚜렷하기는 하지만 가전, 의류, 화장품 등 전 카테고리에서 온라인 비중 확대는 뚜렷하게 나타나고 있음
- 2017년 기준 가전, 의류, 화장품 카테고리의 전체 소매판매액 대비 온라인 비중은 각각 30.5%, 16.6%, 24.4%를 기록함

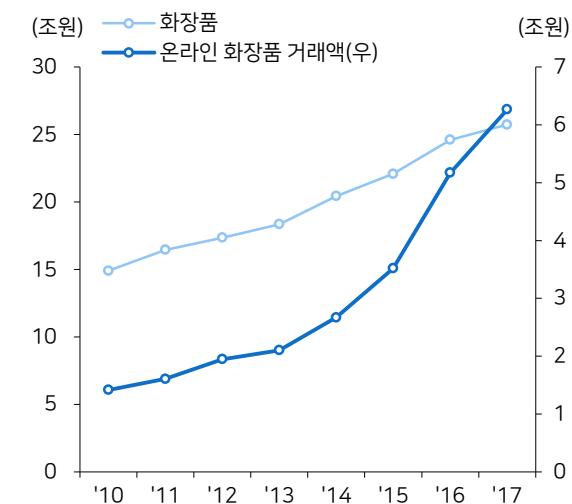
연간 가전 소매판매액 vs 온라인 가전 판매액



연간 의류 소매판매액 vs 온라인 의류 판매액



연간 화장품 소매판매액 vs 온라인 화장품 판매액



자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

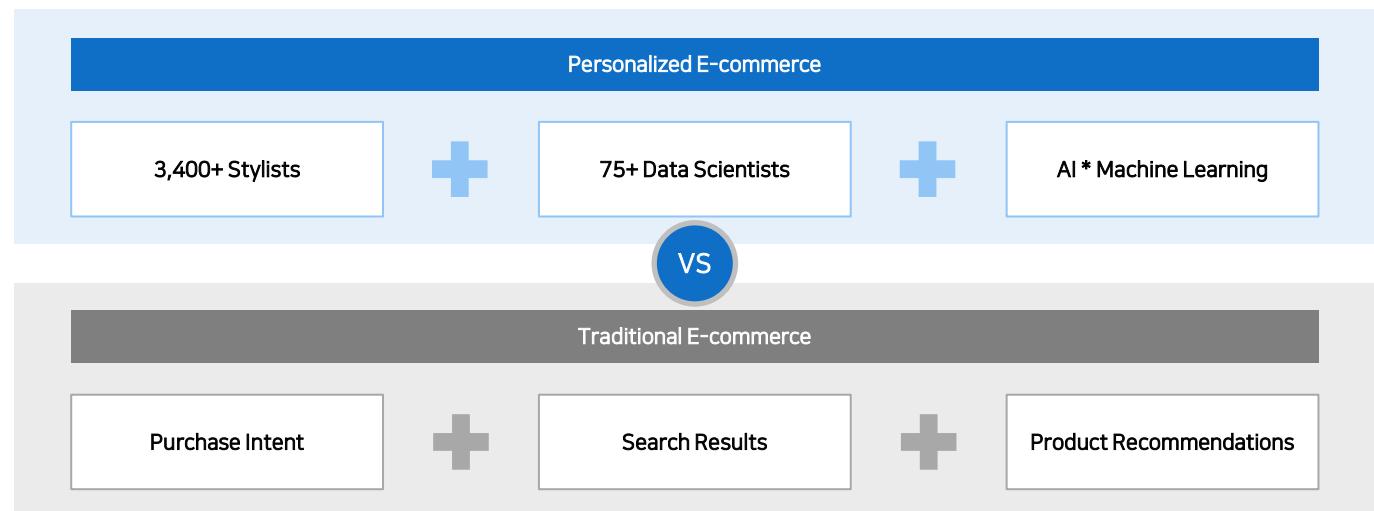
# 전통 E-commerce에서 개인화된 E-commerce로의 변화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 개인 맞춤화된 큐레이션형 E-commerce의 성장

- 인공지능과 빅데이터를 활용해 고객에게 어울리는 상품을 제공해 주는 큐레이션형 E-commerce의 성장이 부각되고 있음
- 이들의 큐레이션 서비스는 사용자의 취향, 체형, 라이프스타일을 조사한 결과와 SNS 활동 기록 등을 참고하여 부합한 상품을 정기적으로 배송해 줌

## 개인화된 E-commerce vs. 전통적인 E-commerce



자료: Stitch Fix, 메리츠종금증권 리서치센터

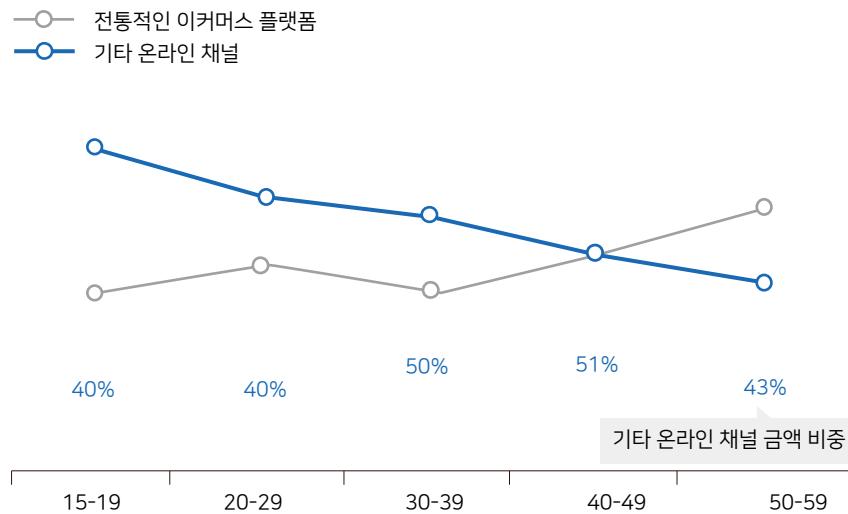
# 중국 밀레니얼 세대, 다양한 온라인 채널 이용

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 중국 세대별 온라인 쇼핑 트렌드 변화

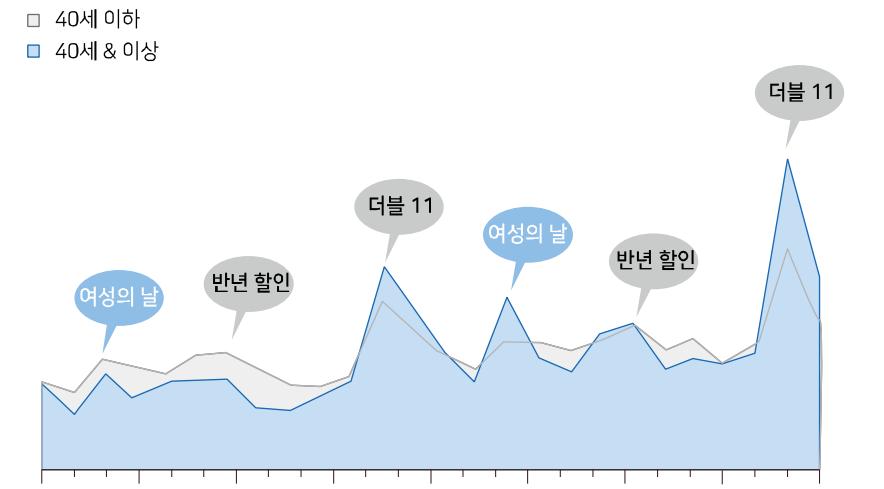
- 중국 중년층은 티몰, 타오바오, 징동상청 등 전통적인 eCommerce 플랫폼을 더 많이 사용하는 반면 젊은 세대는 다양한 온라인 채널을 이용하는 추세
- 중년층에게 온라인 할인대전을 중요한 이벤트이며 가장 중요한 쇼핑기간으로 자리잡음

## 온라인 세류 유형별 구매액 성장을 2017 vs. 전년대비



자료: 칸타월드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

## 전통적인 이커머스 플랫폼 매출 동향



자료: 칸타월드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

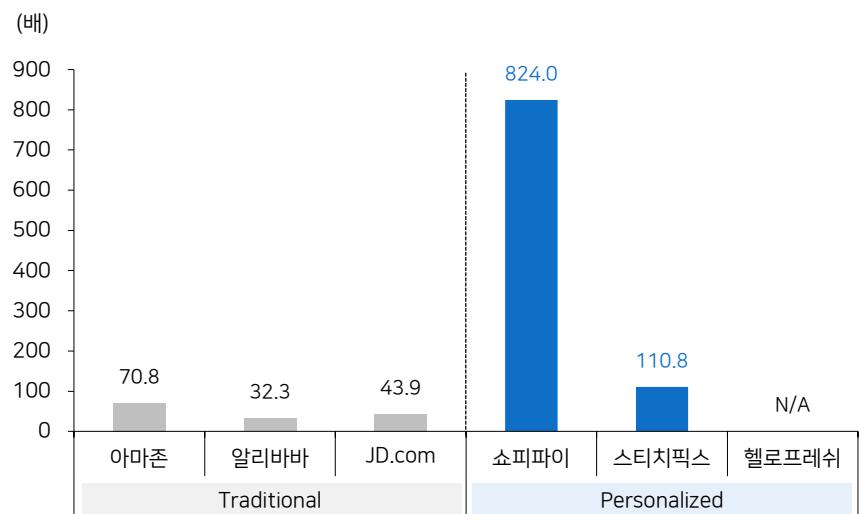
# Traditional vs. Personalized eCommerce Valuation

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 큐레이션형 이커머스의 밸류에이션 높은 평가

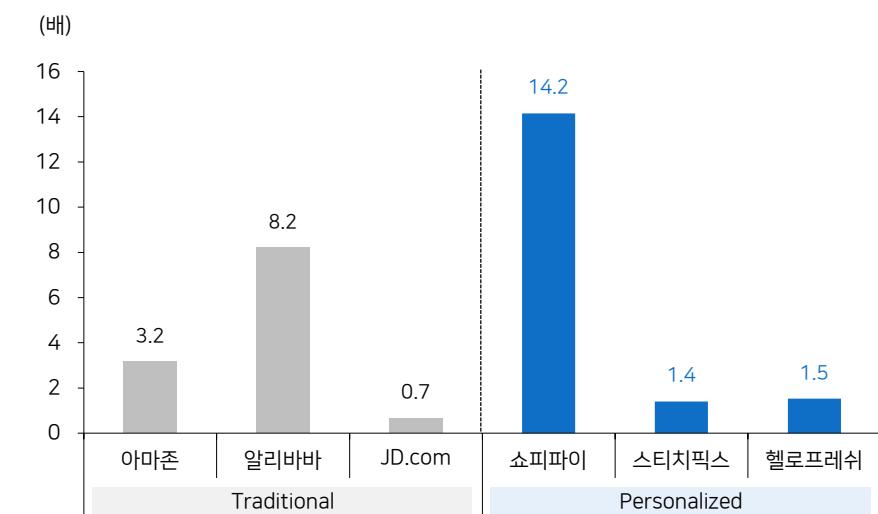
- 글로벌 온라인 유통업체들의 수익성과 ROE 개선은 지속되고 있음. 그 이유는 수익성이 좋은 카테고리 확대로 매출총이익률이 개선되고 고객 트래픽이 지속적으로 확장되면서 물류의 효율성이 증가하고 있기 때문
- 다만 전통 이커머스 업체들의 거래액 증감률이 다소 둔화되고 있는 반면 신규 이커머스 기업들의 높은 성장이 상대적으로 부각되면서 주식시장에서도 높은 평가를 받고 있음

Traditional vs. Personalized 2018년 예상 PER 비교



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

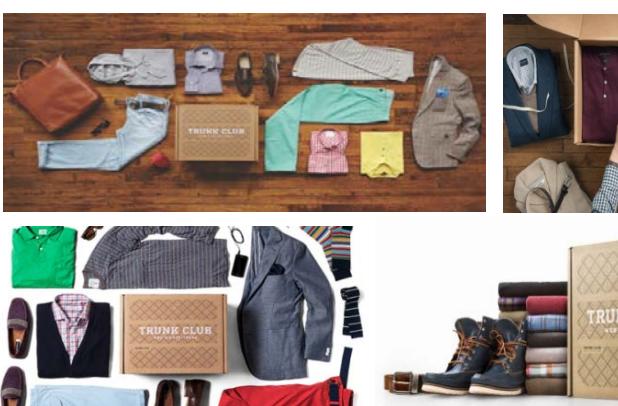
Traditional vs. Personalized 2018년 예상 PSR 비교



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

**글로벌 New 비즈니스 사례 (패션 큐레이션) Stitch Fix, Trunk Club**

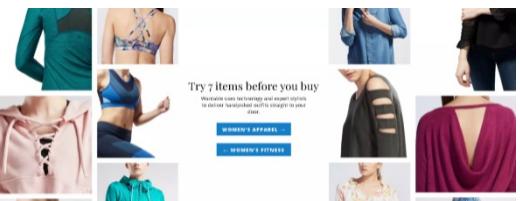
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
**유통/화장품\_ New Algorithm**

	<b>Stitch Fix</b>	<b>Trunk Club</b>
<b>소개</b>	개인 맞춤형 스타일링 서비스	개인 맞춤형 스타일링 서비스
<b>특징</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>데이터를 활용한 개인 맞춤형 스타일링 서비스를 제공</li> <li>알고리즘을 활용하여 개별 소비자들 고유의 취향, 예산, 라이프스타일에 맞는 제품을 선정, 배송</li> <li>간단한 프로필 작성으로 알고리즘을 통해 스타일리스트가 5가지 아이템을 선정하여 배송해주고, 소비자들은 자택에서 원하는 아이템만 구매하고 나머지는 반송</li> <li>배송 및 반송에 따른 비용은 없고, 스타일링을 받을 때마다 20달러씩 지불</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>스타일링 비용을 받고, 개별 소비자들에게 맞는 스타일링 서비스 제공</li> <li>지정된 클럽하우스에서 스타일 컨설팅을 무료로 제공</li> <li>스타일리스트가 6~10개의 아이템을 선정, 박스에 담아서 자택으로 배송, 원하는 아이템만 구매하고 나머지는 반송</li> </ul>
<b>가격대</b>	<b>스타일링</b> 1회 20달러 <b>아이템</b> 개당 55 ~ 65달러	<b>스타일링</b> 1회 25 <b>아이템</b> 개당 100 ~ 300
<b>기타</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2011년 설립 이후 2014년부터 수익을 내기 시작, 2016년 연간 7.3억불 매출 기록</li> <li>2017년 11월 나스닥 상장, 상장 전까지 외부투자자로부터 펀딩 받은 금액은 4.2천만불</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>2011년 1.1천만불을 US Venture Partners로부터 펀딩 받음</li> <li>미국 Nordstrom이 2014년 3.5억불을 주고 인수</li> </ul> 

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# MM LaFleur, Trendy Butler, Wantable

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

	MM.LAFLEUR NEW YORK <b>MM LaFleur</b>	TRND BTLR <b>Trendy Butler</b>	<b>W.</b> <b>Wantable</b>
<b>소개</b>	여성 직장인 맞춤형 스타일링 서비스	남성 맞춤형 스타일링 서비스	피트니스와 라이프스타일 카테고리 스타일링 서비스
<b>특징</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>간단한 온라인 서베이와 드레스룸 큐레이티를 통해 스타일리스트가 개인 맞춤형 서비스를 위한 사전작업을 한 후, 4~6개의 아이템을 선정하여 박스에 담아 배송</li> <li>스타일리스트의 주기적 신상품 및 아이템 업데이트 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>구독제 형식으로 운영되는 남성 소비자의 스타일링 서비스</li> <li>스타일링 비용을 받지 않는 것이 특징</li> <li>매달 65달러의 구독료와 150달러 이상의 제품 판매를 통해서 수익을 창출</li> <li>추가 주문에 따른 추가 비용 없음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>사전 퀴즈 설문을 통한 소비자의 선호 스타일 조사, 선호도에 따른 아이템 선정</li> <li>매 스타일링 때마다 5~7개 아이템을 선정하여 배송</li> <li>마음에 들지 않는 아이템은 무료 반품 가능</li> </ul>
<b>가격대</b>	<b>스타일링</b> 1회 25달러 <b>아이템</b> 개당 110 ~ 325달러	<b>스타일링</b> 무료 <b>아이템</b> 개당 150달러 이상	<b>스타일링</b> 1회 20달러 <b>아이템</b> 피트니스 의류 개당 30 ~ 70달러 여성 라이프스타일 의류 50 ~ 100달러
<b>기타</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2014년 6월 David Spector 외 2명의 투자자로부터 미공개 시드 단계 펀딩을 받음</li> <li>2015년 5월 645 Ventures 외 2개 회사로부터 미공개 시드 단계 펀딩을 받음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015년 7월 Global Trust Fund 외 2개 회사로부터 1.2백만 달러 시드 단계 펀딩을 받음</li> <li>2015년 12월 SOSV로부터 금액 미공개 Convertible Note 발행을 통한 펀딩을 받음</li> <li>2016년 1월 Capital Union Investments 외 2명의 투자자로부터 1.15백만달러 규모 채권 발행을 통한 펀딩을 받음</li> <li>2016년 11월 PLG Ventures와 SOSV로부터 금액 미공개 Convertible Note 발행을 통한 펀딩을 받음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2013년 1월 Jeff Rusinow로부터 80만달러의 시드 단계 펀딩을 받음</li> <li>2014년 7월 Jeff Rusinow로부터 1.5백만달러 규모의 시리즈A 펀딩을 받음</li> <li>2016년 3월과 12월 Jeff Rusinow로부터 2.8백만달러 규모의 시리즈B, 시리즈C 펀딩을 받음</li> <li>2018년 5월 BrightStar Wisconsin Foundation과 Cream City Venture Capital로부터 1.4백만달러 규모 시리즈D 펀딩을 받음</li> </ul>
			

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

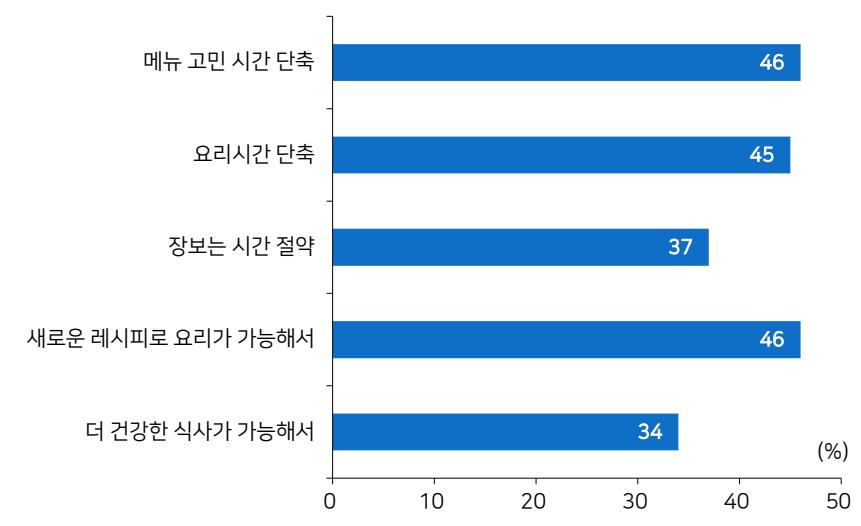
# 식품 정기배송의 진화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 미국 밀키트를 정기배송해 주는 서비스 시장 정착

- 미국에서는 유기농과 채식이라는 차별화된 컨셉으로 밀키트 서비스 시장이 형성됨. 서브스크립션몰에서 정기배송 서비스를 신청하면 배송횟수, 주별 식단 등을 선택하는 것이 일반적
- Personalized가 필수인 밀키트는 구독자 개개인의 취향을 얼마나 잘 맞추는지가 서비스의 성패를 좌우하게 됨. 단순히 생수나 기저귀 같은 생필품을 정기적으로 받아보는 개념과는 완전히 다름

## 미국 소비자들의 밀키트 구매 이유



자료: 리테일매거진, 메리츠종금증권 리서치센터

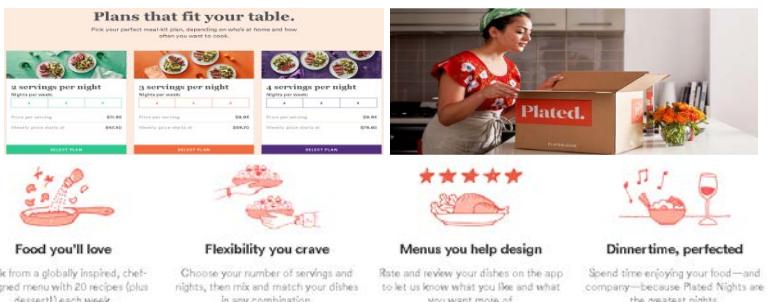
## 미국 밀티크 업계 현황

업체명	설립연도	특징
헬로프레시 (Hellofreshgroup.com)	2011	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 독일 베를린에 본사, 현재 9개국에서 사업 전개</li><li>■ 2012년 미국 진출</li></ul>
플레이티드 (Plated.com)	2012	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 다양하고 이색적인 메뉴 옵션, 디저트 제공</li><li>■ 콜라보 마케팅 활발</li><li>■ 2017년 9월 알버트손이 인수</li></ul>
선바스켓 (Sunbasket.com)	2014	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 천연 식단 메뉴 가격 높은 편</li><li>■ 정기배송 고객 유지율 24%</li><li>■ 어거스트 캐피탈, 유니레버로부터 대규모 투자 유치</li></ul>
퍼플캐럿 (Purplecarrot.com)	2014	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 100% 채식 식단 메뉴로 구성</li><li>■ 유명 풋볼 선수인 탐 브래디와 함께 기능성 밀 개발</li></ul>

자료: 리테일매거진, 메리츠종금증권 리서치센터

# 글로벌 New 비즈니스 사례 (식품배송) Hellofresh, Plated

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

	Hellofresh	P Plated
소개	온라인 식재료 배달 서비스	온라인 밀 키트 배달 서비스
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>'쉽고, 재밌고, 빠른 요리'를 강조하는 것이 특징으로 레시피를 간단하게 만들고, 쿠킹박스 안에 들어가는 메뉴당 식재료도 뮤음이 아닌 개별 포장으로 손쉬운 요리가 가능</li> <li>식재료 박스에 개별로 간편 포장된 식재료와 더불어 요리를 위한 레시피 카드도 첨부</li> <li>구독제 서비스로 밀 플래닝을 통한 소비자별 입맛과 식습관에 따른 주간 단위의 식단 계획과 배달 서비스 제공</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>구독제 서비스로 매주 20개 메뉴와 2개의 디저트 가운데 원하는 상품을 선택하여 배송받음</li> <li>이색 메뉴부터 저 탄수화물, 글루텐 프리 메뉴 등 건강식까지 메뉴 선택의 폭이 넓음</li> <li>셰프와의 컬라보레이션 등 메뉴마다 요리사들의 스토리를 첨부, 소비자와의 높은 신뢰도를 형성</li> <li>배송횟수 및 배송 밀 키트 개수 조절에 따른 개별 고객 취형 맞춤형 서비스 제공</li> </ul>
가격대	<b>채식주의자 플랜</b> 메뉴 1회당 9.99달러 <b>클래식 플랜</b> 메뉴 1회당 9.99달러 <b>패밀리 플랜</b> 메뉴 1회당 8.74달러	<b>2인</b> 메뉴 1회당 11.95달러 / 주간 식단 계획은 47.8달러부터 시작 <b>3인</b> 메뉴 1회당 9.95달러 / 주간 식단 계획은 59.7달러부터 시작 <b>4인</b> 메뉴 1회당 9.95달러 / 주간 식단 계획은 79.6달러부터 시작
기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>2011년 설립, 2012년부터 본격적인 밀 키트 배달을 시작, 네덜란드, 영국, 미국, 호주 등으로 영역을 확장하였고 2014년에는 월 백만건의 밀 키트를 배달할 정도로 성장</li> <li>2012년 Vorwerk Direct Selling Venture로부터 7백만불 펀딩을 시장으로 상장 전까지 누적 3.5억불을 펀딩 받음</li> <li>2017년 11월 독일 룩셈부르크 증시에 상장</li> <li>2018년 5월 유기농 밀키트 스타트업인 Green Chef사를 인수, 인수 관련 세부사항은 비공개</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2013년 5월 ff Venture Capital로부터 140만불 시드 단계 펀딩을 받음</li> <li>2014년 1월 ff Venture Capital로부터 500만불 시리즈A 펀딩을 받음</li> <li>2014년 8월 Greycroft로부터 1,500만불 규모의 시리즈A 펀딩을 받음</li> <li>2015년 7월 Formation 8과 Greycroft로부터 3,500만불 규모의 시리즈B 펀딩을 받음</li> </ul>
		

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# Sun Basket, Purple Carrot

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

	 Sun Basket	 Purple Carrot
소개	천연 식단 배달 서비스	채식 전용 밀 키트 배달 서비스
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>건강식을 선호하는 소비자들을 위한 밀 플래닝 서비스</li> <li>자연과 가장 가까운 상태의 천연 식단,'클린 이팅(Clean Eating)'을 추구하고 제공하는 서비스</li> <li>글루텐 프리, 비 유전자변형식품, 지중해식, 페스카테리안 메뉴 등 까사로운 식단의 밀 플래닝 제공</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>매주 단 3개의 채식 메뉴만 제공</li> <li>2개의 밀 플랜 (Purple Carrot과 TB Performance Meal)만 제공</li> <li>TB Performance Meal은 기능성 채식 식단으로, 미국 유명 미식축구 선수인 탐 브래디와 함께 개발, 고단백 &amp; 글루텐 프리 메뉴</li> </ul>
가격대	<b>클래식 메뉴</b> 각 메뉴 1회당 11.99달러 <b>패밀리 메뉴</b> 각 메뉴 1회당 10.99달러	<b>Purple Carrot</b> 접시당 12달러 / 주당 72달러 <b>TB Performance Meal</b> 접시당 13달러 / 주당 78달러
기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>2014년 4월 설립 이후, 2015년 9월 다수의 투자자로부터 450만불의 펀딩을 받음</li> <li>2016년 Vulcan Capital과 Accolade Partners로부터 2,660만불을 펀딩 받음</li> <li>2017년 Sapphire Ventures, Unilever Ventures 등으로부터 2,420만불을 펀딩 받았고, Founders Circle Capital로부터 금액 비공개 투자를 받음</li> <li>2018년 1월 Trinity Capital Investment에 1,500만불 사채를 발행하였고, August Capital로부터 4,280만불 펀딩을 받음</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>2014년 설립 이후, 2018년까지 사채를 포함하여 1,000만불을 펀딩 받음</li> </ul> 

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# 중국 New 비즈니스 사례: 盒马先生(허마센성), 7Fresh, 三只松鼠(싼즈송슈)

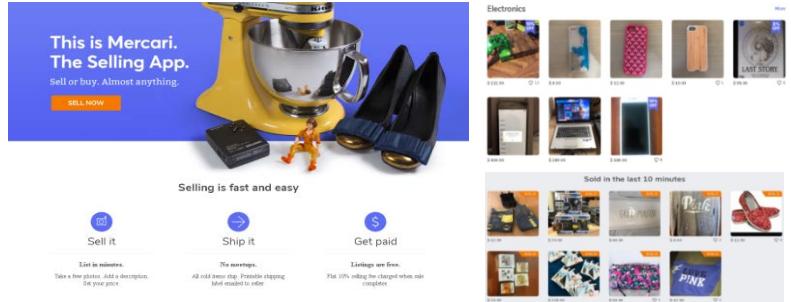
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

	 盒马鲜生 盒马先生 (허마센성)	 7Fresh FOOD MARKET	 三只松鼠 Three Squirrels
소개	회원제 신선식품 슈퍼마켓	신선식품 전문 슈퍼마켓	견과류 중심의 식품 온라인 쇼핑몰
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>온&amp;오프라인을 결합한 체험형 슈퍼마켓으로 소비자들이 쾌적한 쇼핑환경에서 합리적인 가격대로 상품을 구매할 수 있는 기회 제공</li> <li>알리페이로만 결제가 가능하며 구매 후 매장 반경 내 5km에는 30분 이내 무료로 배송해주는 서비스 제공</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>매장 내 레스토랑을 두어 다양한 음식을 맛볼 수 있음</li> <li>스마트 카트 시스템, QR코드를 통한 상품 원산지 정보 등을 확인할 수 있는 유리보드, 위치페이를 통한 안면인식 결제 등 다양한 최신 IT 기술을 접목한 스마트한 매장 환경</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>견과류를 중심으로 건과일, 차 가공육, 각종 간식거리 등을 취급하는 온라인 쇼핑몰</li> <li>20~30대 소비자들을 주요 타깃으로 상품 개발과 포장, 광고, 고객 서비스까지 맞춤형 마케팅 전략을 활용</li> <li>지정된 공급처를 통한 고품질 제품을 공급받는 공급체인을 보유, 중간 유통 거점을 최소화하여 비용 절감 및 유통 시간 단축</li> </ul>
기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>알리바바의 회원제 신선식품 슈퍼마켓 자회사로 2016년 첫 매장 오픈</li> <li>현재 13개 도시 46개 매장을 보유하고 있으며, 향후 5년 동안 2천개 매장 이상 추가 오픈 목표</li> </ul>   	<ul style="list-style-type: none"> <li>JD.com의 신선식품 슈퍼마켓 자회사로 2018년 1월 첫 매장을 오픈</li> <li>올해 베이징 지역을 중심으로 매장을 확대, 향후 5년동안 1,2선 도시에 1천개 매장 오픈 목표</li> </ul>    	<ul style="list-style-type: none"> <li>2012년 설립된 회사로, 티몰 입점 65일 만에 견과류 부문 1위를 기록, 티몰에서만 5년간 누적 판매액 100억 위안을 넘김</li> <li>브랜드명을 해석하면 '세 마리의 다람쥐'라는 뜻으로 견과류를 주력으로 하는 업체</li> <li>2017년 3월 증권선물위원회에 IPO의향서를 제출, 상장을 준비해옴. 그러나 12월 증권선물위원회로부터 추가 검토를 받아 야할 사항이 있다는 의견이 나오면서 IPO 임시 중지 통보를 받으며 무기한 연기됨</li> </ul> 

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# 글로벌 New 비즈니스 사례 (공유경제, 렌탈) Feather, メルカリ (Mercari)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

	 Feather	 mercari メルカリ (Mercari)
소개	이사를 자주 다니는 이들을 위한 가구 임대 서비스	벼룩시장형 온라인 중고 거래 플랫폼 서비스
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>밀레니얼 소비자들이 주 고객층으로, 밀레니얼 세대들이 집을 임대해 사는 것에서 아이디어를 얻어, 이사를 다닐 때 가구가 주는 번거로움을 해결해 줌</li> <li>각각의 아이템별로 또는 세트로 가구 렌탈과 구매가 가능한 서비스로, 디자인과 스타일 면에서 보다 모던하고 감각적인 인테리어가 가능한 패키지와 아이템을 제공</li> <li>렌탈뿐 아니라 일정한 대여료를 지불하다가 납입 금액이 제품가격에 도달하면 소비자가 소유하게 되는 '소유권 이전' 옵션도 제공</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>스마트폰 앱을 통한 커뮤니티형 중고품 거래 플랫폼으로, 스마트폰을 통한 간편한 거래가 가능하여 이용 장벽이 매우 낮음</li> <li>판매자는 스마트폰 앱으로 상품 설명과 사진을 업로드하는 것으로 상품 판매 가능. 거래가 성립되면 판매자는 판매 금액의 10%를 수수료로 메루카리에 지불</li> <li>고가 브랜드의 경우, '메루카리 메종'이라는 앱을 통해 고도의 영상 인식 기술을 접목한 자동 감정과 진품 판별 시스템을 거쳐 상품 판매</li> <li>'누구든 자신의 상품을 판매할 수 있다'는 아이디어에 기반을 둔 비즈니스 모델로 상품 수가 증가하며 사고 싶은 상품도 늘어나며 이용자가 모여들고 현금화의 기회와 판매율이 높아짐</li> </ul>
가격대	<b>침실 패키지</b> 렌탈 45~75달러 / 유통가 887 ~ 1,506달러 <b>부엌 패키지</b> 렌탈 35 ~ 55달러 / 유통가 735 ~ 1,045달러 <b>거실 패키지</b> 렌탈 55 ~ 135달러 / 유통가 1,096 ~ 3,056달러	
기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>2017년 4월 설립된 이후 같은 해 8월과 10월 12만 달러와 340만 달러를 Y Combinator와 Bain Capital Ventures 외 6인으로부터 펀딩 받음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2013년 2월 설립 이후 같은 해 350만 달러를 UNITED, Inc. 외 1인으로부터 펀딩 받음</li> <li>2014년 World Innovation Lab 외 8인으로부터 3,810만 달러를 투자 받음</li> <li>2016년에는 Global Brain Corporation 외 5개 회사로부터 7,500만 달러를 투자 받음</li> <li>2018년 5월 도쿄거래소로부터 IPO 승인을 받음. 6월 11일 상장 예정으로 주당 가격은 2,200~2,700엔이 될 것으로 보이며, 최대 1,176억엔 규모까지 청약 모집할 수 있음</li> </ul>
		

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

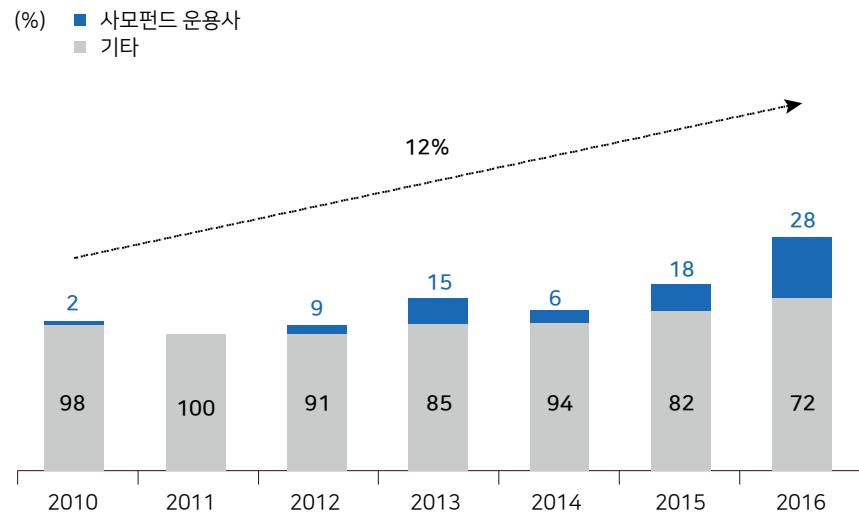
# 스타트업의 성장으로 글로벌 소비재 및 유통산업 내 인수합병 거래 증가

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 단순한 규모 확장 보다는 비즈니스 혁신형 M&A 추구

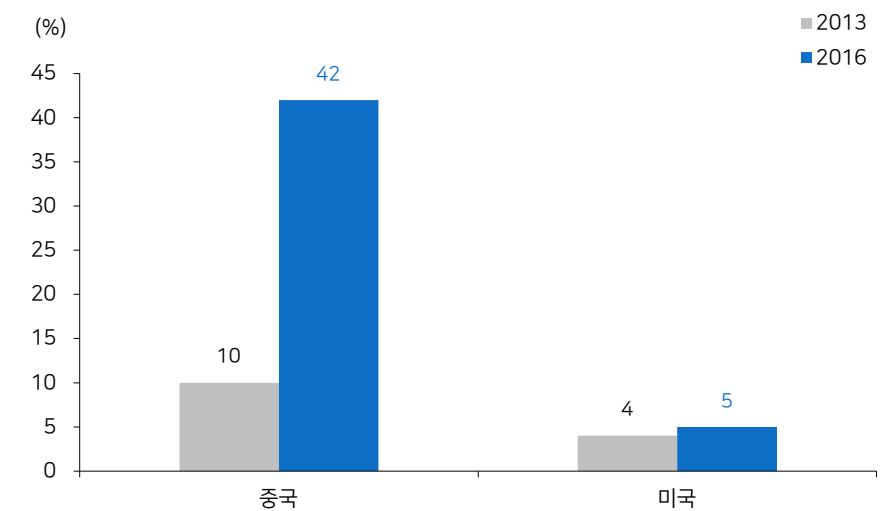
- 2010년 이후 글로벌 소비재 및 유통산업에서 인수합병 거래액은 연평균 12.5% 증가하고 있음. 향후 글로벌 소비재 및 유통산업에서 인수합병은 다양한 방식으로 전개될 전망. 저성장 시대에 인수합병은 글로벌 기업이 자본 증대 및 재무 건전성을 확보할 수 있는 수단이 됨
- 중국의 3대 IT기업, 바이두 (Baidu), 알리바바 (Alibaba) 및 텐센트 (Tencent)는 적극적인 M&A로 중국의 창업 생태계 발전에 크게 기여하고 있음. BAT는 동종 분야의 다수 기업에 동시 투자한 후 경쟁력이 낮은 기업의 투자를 철회하거나 일부 기업을 자회사에 편입시키는 방법으로 시장 지배력을 강화함

## 소비재 및 유통산업 인수합병에서 사모펀드 운용사 거래비중



자료: 리테일매거진, 메리츠종금증권 리서치센터

## 전체 벤처투자 중 BAT와 FANG 비중



자료: 한국은행, McKinsey, Crunchbase, PitchBook, 메리츠종금증권 리서치센터

# 알리바바, 적극적인 M&A 전략으로 경쟁우위 확보

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

오프라인 유통, 물류 서비스,  
미디어를 아우르는 적극적인  
M&A 진행

- 최근 알리바바의 95억달러 (약 10조 700억원)에 이르는 2위 외식배달 업체 어러머(饿了么) 인수와 함께 중국 모바일 경제 판도의 지각변동
- 중국인 라이프스타일을 담은 모바일 빅데이터를 선점하려는 중국 양대 인터넷 업체인 텐센트와 알리바바간 경쟁도 심화되고 있음

## 알리바바 M&A 투자현황 1

유형3	회사	투자일	인수 지분 (%)	기타 지분	투자 금액 (백만달러)	투자 금액의 현재가치 (백만달러)
Mobile	Umeng	14년 04월	n/a		80	80
Mobile	Quixey	13년 10월	n/a		50	50
Mobile	Weibo.com	14년 04월	30.0		1,035	4,995
Mobile	Tango	14년 04월	20.0		217	217
Mobile	Kabam	04년 08월	12.0		120	120
Mobile	Micromax	15년 06월	25.0		700	700
<b>Total</b>					<b>2,202</b>	<b>6,162</b>
O2O	ShopRunner	13년 08월	39.0		202	202
O2O	Kuaidi	13년 04월			10	10
O2O	Intime	14년 03월	10.0	26% Convert	688	721
O2O	JV with Intime	14년 03월	80.0		160	160
O2O	Meituan	14년 05월	10.0		140	873
O2O	Visualead	15년 01월			6	6
O2O	Koubei	15년 06월	50.0		484	3,041
O2O	Easyhome	18년 02월	15.0		865	865
<b>Total</b>					<b>1,690</b>	<b>5,878</b>
Digital Media	Ali Pictures (ChinaVision)	14년 03월	49.5		805	2,166
Digital Media	Youku Tudou	14년 04월	17.0		1,090	
		15년 11월	81.0		4,410	5,500
Digital Media	Wasu Media	14년 04월	20.0		1,041	1,041
Digital Media	Peel	14년 10월			55	55
Digital Media	Enlight Media	15년 03월	9.0		387	543
Digital Media	LeTV Sports	15년 03월	22.0		50	50
SNS	Momo	14년 12월	3.2		81	1,259
<b>Total</b>					<b>7,919</b>	<b>10,614</b>

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# 알리바바, 막대한 자금력으로 중국을 넘어 아시아 IT 사업도 확장

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 알리바바, 최근 M&A의 핵심은 '공유경제'와 '영역확장'

- 알리바바는 디디추싱의 주요 주주. 디디추싱은 디디다처와 코이디다처가 2015년 합병해 탄생했는데 코이디다처는 알리바바의 자회사였음. 알리바바는 자전거 공유 시장에서 모바이크와 치열하게 경쟁하는 1위 기업 오포의 대주주기도 함
- 2013년부터 지난해까지 알리바바는 17억2000만달러를 들여 50여 곳의 스타트업을 손에 넣었으며 동남아 라자다 등 최근 중국을 넘어 아시아 지역까지 M&A 확장

## 알리바바 M&A 투자현황 2

유형	회사	투자일	인수 지분 (%)	기타 지분	투자 금액 (백만달러)	투자 금액의 현재가치 (백만달러)
Logistics	Cainiao Smart Logistics Network	13년 05월	48.0		269	
		17년 09월	3.0		8	277
	Qingdao Haier	14년 03월	2.0	2.6% CB	124	477
	Haier RRS Logistics	14년 03월	9.9	if not 2.6% → 26% CB of RRS	239	239
	SingPost	15년 06월	14.5		387	426
	YTO	15년 05월	20.0		-	-
Logistics	Best Inc	17년 09월	4.3			90
<b>Total</b>					<b>1,027</b>	<b>1,509</b>
Category Expansion	sinosoft	11년 02월	25.0		27	149
Category Expansion	Qyer	13년 07월	n/a		10	10
Category Expansion	Ali Health (Citic21CN)	14년 01월	38.0	1.6% CB	119	1,596
Category Expansion	Byecity	14년 03월	n/a		15	15
Category Expansion	Evergrande Soccer	14년 06월	50.0		193	193
Category Expansion	Shiji Information Technology	14년 09월	15.0		453	794
Category Expansion	Zulily	15년 05월	9.0		56	194
Category Expansion	Meilihui	15년 07월	50.0		100	100
Category Expansion	Suning	15년 08월	19.9		4,565	3,735
Category Expansion	South China Morning Post	15년 12월	n/a		-	-
Category Expansion	Ant Financial	18년 02월	33.0		-	-
<b>Total</b>					<b>5,538</b>	<b>6,786</b>
e-Commerce	Gruopon	15년 12월	5.9			168
e-Commerce	Lazada	16년 04월	51.0		1,000	1,000
		17년 06월	83.0		1,000	1,000
		18년 03월			2,000	2,000
<b>Total</b>					<b>4,000</b>	<b>4,000</b>
<b>Total Investment</b>					<b>11,580</b>	<b>13,310</b>

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

# 징동닷컴, Direct Sale 중심으로 M&A를 통한 역량 강화도 추구

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 효율성 개선을 위한 직간접적인 다양한 시도

- 징동닷컴 매출의 상당 비중을 차지하고 있는 가전제품의 경우 이미 온라인에서도 마진율이 크게 낮아 추가적인 이익 개선을 가져오기 어렵겠지만, 식품, 의류 등에서의 마진율이 상대적으로 크기 때문에 오프라인 유통업체들의 수익구조를 분석하여 점유율을 확대하기 위한 다양한 방안을 고민하고 있음
- 지난해 12월 징동은 중국 온라인 명품 아울렛몰인 Vipshop의 지분 5.5%를 확보하였음. 이를 통해 가전 중심에서 패션, 화장품 등 수익성이 좋은 카테고리 강화 효과 기대
- 징동닷컴은 직접 추진하고 있는 'JD Daojia' 와 중국 로컬 슈퍼마켓체인 (신선식품 1위)인 'Yonghui'의 10% 지분을 투자하고 있음. 2018년에는 오프라인 마트, 7 Fresh를 오픈하였으며 5년 내 1,000여개 매장을 확보할 계획임

## JD.com M&A 투자현황

유형	회사	투자일	인수 지분 (%)	기타 지분	투자 금액 (백만 달러)	투자 금액의 현재가치 (백만달러)
C2C	PaiPai	14년 03월	100.0	-	-	-
Content & Marketing	Bitauto	15년 01월	25.0	-	1150	1150
Leisure Travel	Tuniu	15년 05월	27.5	-	350	350
Software	Kingdee	15년 05월	10.0	-	171	171
Finance	JD-ZestFinance Gaia	15년 06월	-	-	-	-
O2O	Dada	16년 04월	47.4	-	200	200
e-Commerce	Vipshop	17년 12월	5.5	-	259	259
<b>Total Mobile</b>					<b>2,130</b>	<b>2,130</b>
<b>Total Investment</b>					<b>2,130</b>	<b>2,130</b>

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

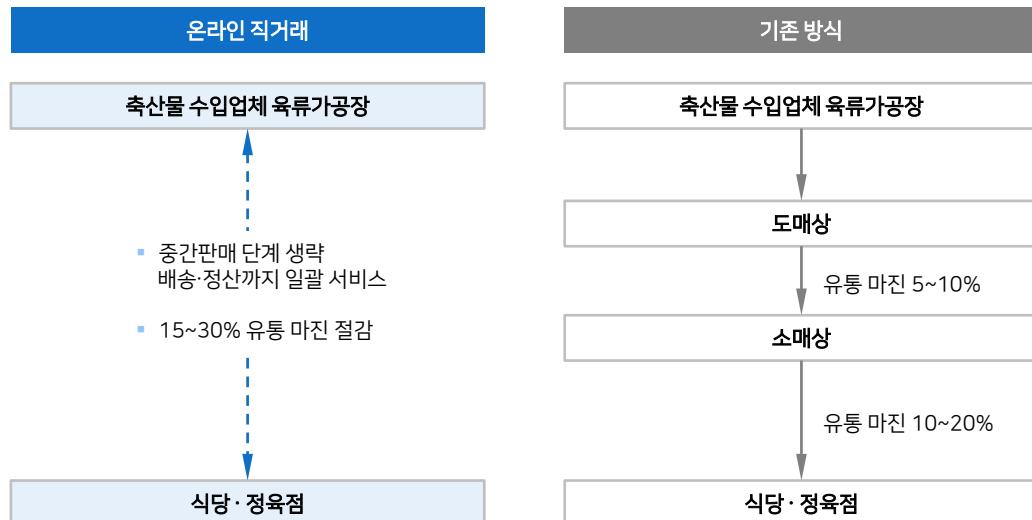
# 국내 스몰 비즈니스 사례 1) 식품 유통

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 식품 유통 관련 스타트업들은 물류혁신을 통해 높은 성장

- 식품 유통 관련 스타트업들은 주로 직접적인 거래를 통한 중간 마진 절감으로 경쟁력을 구축함
- 직접적인 거래의 핵심은 '물류 혁신'임. 스타트업들은 모바일 애플리케이션을 통해 배달 또는 배송서비스를 직접 또는 중개 대행하면서 B2B에서 B2C, C2C 시장까지 확대해 나감
- 최근에는 IT 기술 발달로 무인 보관, 자동 계측, 빅데이터를 활용한 물류 최적화 등 기술형 창업으로 확산되는 추세임. 나아가 기존 대형 유통업체 및 물류 기업과 다양한 형태로 협업해 틈새시장을 겨냥한 서비스도 출시하고 있음

## 식품 유통 혁신 통한 비용 절감 흐름도



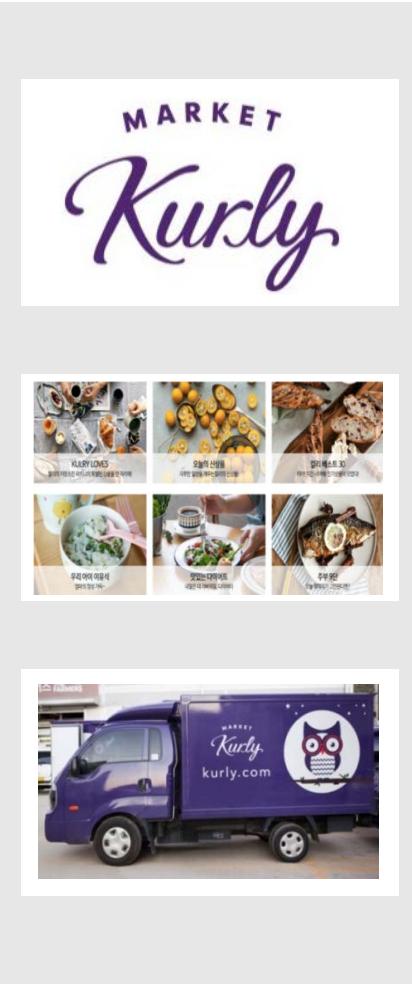
자료: 매일경제, 메리츠종금증권 리서치센터

# 마켓컬리

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

앱 소개	유기농 농/축/수산물, 프리미엄 반찬/가공식품/수입식품 및 마켓컬리 단독 상품, 물/라면 등 장바구니 필수품, 소포장 신선식품 판매		
앱 기능	1. 나에게 꼭 맞고 편리한 맞춤형 프로모션 2. 편리한 모바일 쇼핑을 위한 '늘 사는' 장바구니 3. 바로 연락 받고, 구매할 수 있는 품절상품 재입고 알림 기능 4. 안심되는 주문, 결제 및 배송완료 안내 서비스		
회사소개	(주)컬리 - 유기농 농산물 및 식품 유통사업 영위		
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 샛별배송(Full Cold Chain System)과 컬리어답터</li> <li>■ 주로 산지 직배송 신선식품이나 고급 디저트 등을 위주로 판매했으나 최근 'Daily+'라는 코너에서 우유, 생수 뿐 아니라 밀가루, 소금 등 양념류, 간편식, 가공식품류까지 약 300여개 품목 추가</li> <li>■ 판매예상 수량만큼 생산자에게 미리 물건을 매입하는 직거래 매입방식</li> <li>■ 장바구니 필수품 최저가 보증제: 대형마트의 가격 변동 상황 및 공급가 변동을 반영해 화요일 아침 10시에 가격조정</li> <li>■ 믿고 살 수 있는 식재료의 제공을 위해 70여 가지 자체 기준을 통과한 제품만 엄선해 판매</li> </ul>		
가격대	신선식품	채소	평균 150g당 2,000~4,000원 대
		과일 및 견과	평균 1팩당 4,000~7,000원 대
	가공식품	곡류	평균 5,000~10,000원 대
		수산	5,000원대부터 60,000원대까지 다양
	간식/식사대용	즉석밥, 크래커, 선식 등	3,000~10,000원
		수제잼	10,000원 대 등
	면류	우동, 파스타 등	5,000~15,000원
		오징어먹물, 해조류 등으로 색을 넣은 프리미엄 면류	17,900원
	물, 음료, 유제품	두유, 스파클링음료, 주스 등 개당	2,000~5,000원 이하
		차, 티백류	10,000~20,000원
	건강식품	박스, 세트상품	30,000~40,000원
			10,000~40,000원
배송조건	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 샛별배송은 오후 11시 전에 주문하면 익일 오전 7시까지 배송, 현재 수도권에서만 시행 중</li> <li>■ 컬리어답터는 오후 8시 전에 주문하면 익일 중 배송 (제품 특성에 따라 일부 상품 제외)</li> </ul>		
기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 출범 3년만에 월 매출 100억, 누적회원 수 60만명을 달성하며 연평균 300% 이상의 성장을 기록</li> <li>■ 최근 물류센터 확장, 반려동물 카테고리 개설 등, 보다 넓은 고객층을 확보하고자 하는 중</li> </ul>		

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

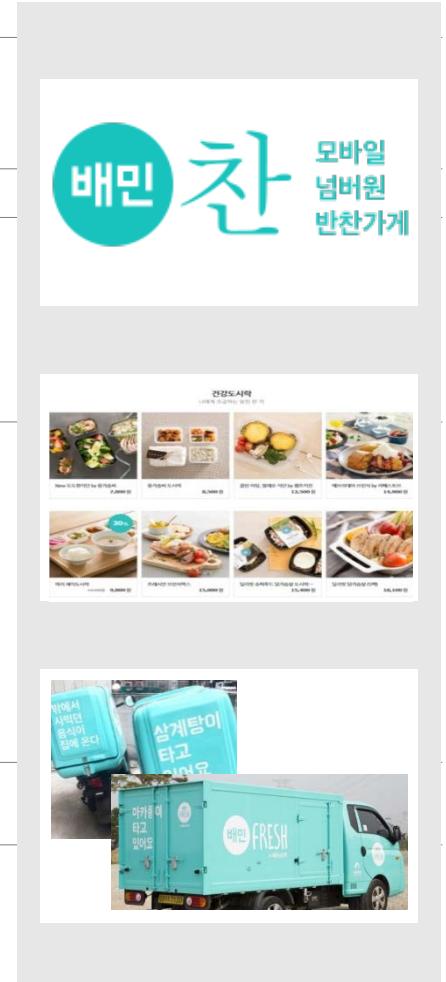


# 배민찬

メリ츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

앱 소개	배달의민족이 만든 신선식품 배송서비스, 바쁜 현대인들의 삶을 윤택하고 풍요롭게 만들어주는 국내 유일의 종합 서브스크립션 커머스	
앱 기능	<ol style="list-style-type: none"> <li>아내의 식탁: 푸드 콘텐츠 미디어 아내의 식탁과 제휴를 통해 고객들에게 직접만들어 먹을 수 있는 반조리 제품 및 레시피 제공</li> <li>현대백화점 식품관: 현대백화점 식품관과의 제휴를 통해 백화점 상품을 배달</li> <li>금요일 특급할인을 통해 트래픽 유도</li> </ol>	
회사소개	우아한형제들 - 배달의 민족을 운영하는 우아한 형제들이 덤앤더더스 지분 100%를 인수해 이름을 바꿔 운영	
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>서브스크립션(Subscription, 정기배달) / 새벽배송 서비스</li> <li>식재료가 아닌 반찬과 빵, 도시락 등 조리식품 중심으로 구성</li> <li>IT시스템을 통해 배송상황, 시간 등을 파악 가능</li> <li>자체 연구를 통한 PB상품 출시 ex. 김치의 완성</li> <li>'선주문'방식 운영: 비용이 많이 들고 물류 효율이 떨어지지만 이를 만회하기 위해 지역맛집 적극적으로 인수</li> <li>정기배송을 활용해 해독주스, 클렌즈주스 등 다이어트 여성들을 타겟으로 한 식단 구성</li> </ul>	
가격대	밑반찬	세트 4,900 ~ 43,800원
	국/찌개	세트 18,900 ~ 27,340원
	메인반찬	세트 7,500 ~ 24,600원
	아이반찬	3,700 ~ 14,400원
	정기식단	1,2인 12,000 ~ 30,940원 / 3,4인 34,000 ~ 52,500원
	식선/간판	간편식품 4,400 ~ 18,000원
	간식	베이커리 평균 4,000원
배송조건	<ul style="list-style-type: none"> <li>새벽배송서비스: 자회사인 물류센터를 통해 서울, 경기, 인천 지역에 밤 10시부터 다음날 오전 7시까지 배달</li> <li>서브스크립션(Subscription, 정기배달): 소비자가 원하는 주기에 맞춰 배달해주는 서비스</li> </ul>	
기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>경기도 부천에 물류센터 1,254m<sup>2</sup>, 냉장/냉동창고 291m<sup>2</sup> 보유. 최근 서울로 물류센터를 이전하여 '프레시 센터' 오픈. 강남권을 중심으로 도심지역 근접성을 높여 새벽배송 강화</li> <li>정기배송 서비스는 가공식품에 국한되어 있었지만 수요가 늘어나면서 신선식품 위주로 서비스 확장</li> <li>2011년 설립 이후, 매년 300% 이상 급성장. 2018년 3월 월 매출 100억원, 누적가입자수 60만명 달성.</li> </ul>	

자료:メリ츠종금증권 리서치센터



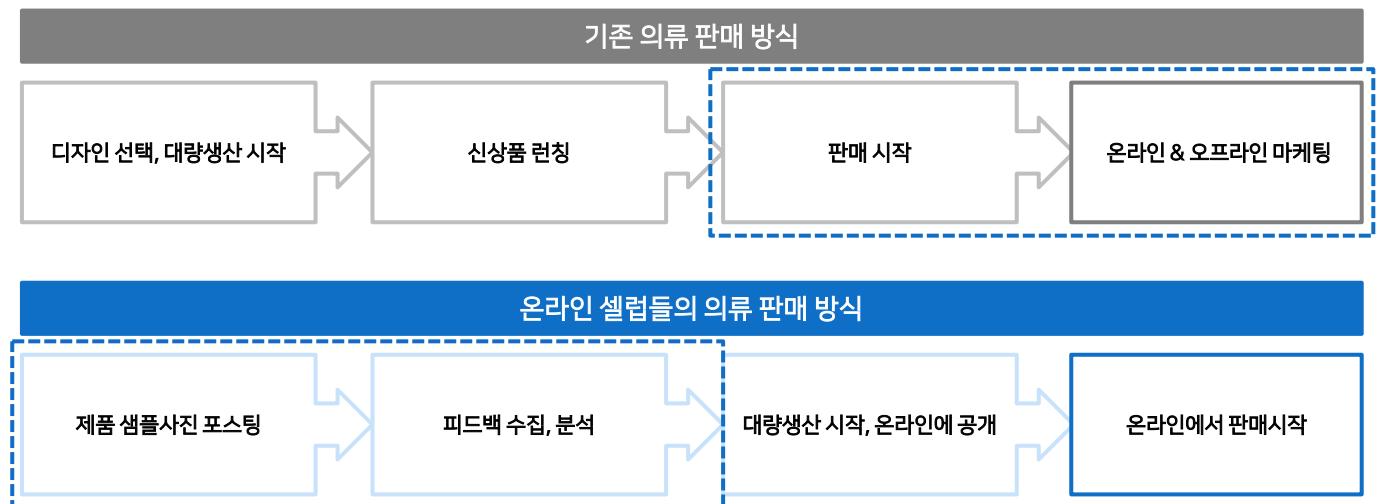
## 국내 스몰 비즈니스 사례 2) 패션, 의류

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

온라인을 통한 선행적인 고객 반응 분석을 통해 재고 효율성을 크게 높일 수 있음

- 온라인을 통한 선행적인 고객 반응 분석을 통해 글로벌 SPA 브랜드보다 더욱 민감하게 트렌드 변화 추구. 적중률 높은 상품에 집중하여 재고 효율성을 크게 높일 수 있음
- 한국 패션 스타트업의 경쟁력은 톡톡 튀는 스타일과 빠른 속도, 차별화된 온라인 쇼핑 문화 제공
- 온라인을 통한 패션 스타트업의 해외 진출 활발, 카페24 등 온라인몰 플랫폼을 통해 개설된 해외 직접판매 패션 쇼핑몰 수만 5만개가 넘으며 3년 전에 비해 두 배 이상 증가함

### 기존 의류 판매 방식 vs. 온라인 셀럽들의 의류판매 방식



자료: KOTRA, 메리츠종금증권 리서치센터

# 스타일쉐어, 지그재그, 브리치

メリ츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

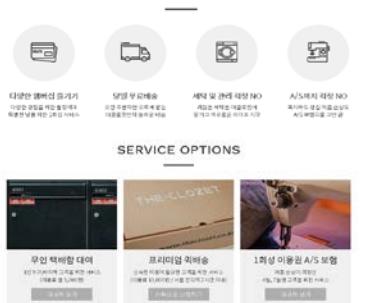
	 스타일쉐어	 지그재그	 브리치
소개	SNS형 쇼핑서비스	맞춤형 큐레이션 서비스	로드샵 O2O 서비스
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>패션에 대한 생각과 조언을 공유하는 SNS 플랫폼</li> <li>SNS를 하듯 자신의 옷, 가방 등 상품 정보를 올려 패션 스타일을 공유, 피드를 받는 형태로 운영</li> <li>사용자가 보고 싶은 콘텐츠를 모아서 보여주는 기능</li> <li>인공지능(AI)로 이미지를 분석, 사용자의 패션 스타일을 분류</li> <li>SNS와 쇼핑몰리 결합된 형태로, 게시물에 올라온 옷과 비슷하거나 어울리는 상품을 데이터 기반으로 추천</li> <li>사진을 보다 사고 싶은 상품이 있는 페이지 내에서 바로 구매 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>여성 소비자들을 위한 여성쇼핑몰을 모아둔 포털 앱</li> <li>2,700개 쇼핑몰 중 원하는 쇼핑몰만 담아두고 매일 업데이트</li> <li>북마크 기록을 바탕으로 빅데이터 분석, 취향과 스타일을 분석해 옷과 쇼핑몰을 추천</li> <li>좋아할 만한 아이템 추천과 스마트 검색</li> <li>쇼핑몰 신상품 바로바로 확인 및 장바구니 기능</li> <li>매주 에디터의 트레이드인 패션 아이템 제안</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>숨겨진 패션샵들을 찾아 연결시켜주는 플랫폼</li> <li>로드샵과 소비자를 연결해주는 것에서 멈추지 않고, 온라인에서 판매까지 진행</li> <li>판매되는 상품들의 실시간 랭킹 서비스 제공</li> <li>국내 로드샵 뿐만 아니라 브랜드샵, 글로벌샵을 통한 신속하고 다양한 상품을 제공</li> <li>매일 신상품 업데이트 기능</li> </ul>
기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>최근 GS홈쇼핑으로부터 에이플러스비(쇼핑몰 29CM)를 300억에 인수, 이로 인해 회원 수 500만명이 넘어서게 됨</li> <li>회원 간 중고거래 서비스 시범 운영</li> <li>사진을 올리면 비슷한 스타일의 의류를 자동으로 추천해주는 의류 검색 챗봇 서비스 상반기 내로 개시 예정</li> <li>현재까지 LB인베스트먼트, 에이티넘인베스트먼트 등으로부터 300억원 이상 펀딩 받음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>현재까지 알토스벤처스, 스톤브릿지벤처스 등으로부터 100억 원 가량 펀딩 받음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2015년 매쉬업엔젤스로부터 2억원의 씨드머니를 받은 후, 16년에는 하나금융투자로부터 9억원, 17년에는 동문파트너즈, 캡스톤파트너스, 인터베스트, LNS벤처캐피탈 등으로부터 25억원 등을 투자 받음</li> </ul>



자료:メリ츠종금증권 리서치센터

# 브랜디, 더클로젯

メリ츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

	브랜디	더클로젯
소개	인스타그램 유명인 마케팅	패션 공유 플랫폼
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ SNS스타, SNS팔로워, 고객이 엄선한 예쁜 옷을 모아서 보여주고 구매할 수 있음</li> <li>■ 매일매일 신상품 업데이트</li> <li>■ 잘 팔리는 핫한 상품들 모아보기 기능</li> <li>■ 필터 검색을 통한 원하는 마켓 찾는 기능</li> <li>■ 마음에 드는 상품이나 마켓을 짐해두는 기능</li> <li>■ 카드, 휴대폰 결제를 통한 간편결제 기능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 옷장 속 패션 아이템을 공유, 쉐어싱할 수 있도록 해주는 패션 공유 커머스 서비스</li> <li>■ 옷장 속 아이템을 공유하여 수익을 낼 수 있도록 해주고, 타인의 옷장 속 아이템을 빌려쓰는 것을 통해 보다 저렴한 가격으로 다양한 의류를 사용할 수 있는 장점을 보유</li> <li>■ 제휴 택배회사를 통해, 오전에 주문하면 오후에 받아볼 수 있는 당일 무료배송 서비스를 제공</li> <li>■ 사용 후 세탁할 필요 없다는 장점</li> <li>■ A/S 보험을 통해, 파손으로 인한 손해 또한 방지</li> <li>■ 월정액 서비스와 1회성 서비스를 통해 자유로운 사용 가능</li> </ul>
기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2015년 엔텔스, 원앤파트너스로부터 비공개 펀딩을 받은 후, 같은해 DSC인베스트먼트로부터 5억 원을 투자 받음.</li> <li>■ 이후 엔텔스, 빅베이슨캐피탈로부터 비공개로 지속적인 투자를 받다, 2017년 DSC인베스트먼트, 빅베이슨캐피탈, 세마트랜스링크인베스트먼트로부터 64억원을 투자 받음</li> </ul> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 최근 카카오벤처스로부터 펀딩 받았으나, 펀딩금액은 비공개</li> </ul> <div style="display: flex; justify-content: space-around;"> <div style="width: 45%;"> <p><b>MEMBERSHIP</b></p>  </div> <div style="width: 45%;"> <p><b>WHY THE CLOSET</b></p>  </div> </div>

자료:メリ츠증권 리서치센터

# 미미박스

メリ츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

앱 소개	개인 맞춤형 뷰티 커머스 브랜드 및 O2O 서비스	
앱 기능	1. 리뷰 댓글을 통한 뷰티 정보 제공 2. 알림박스 기능을 통한 혜택 제공 3. 꿀팁 정보를 모아 제공해주는 기능 4. 선론칭 브랜드 체험단 등의 이벤트 제공	
회사소개	(주)미미박스 - 개인 맞춤형 뷰티 정보 및 상품을 제공하는 뷰티 커머스 스타트업	
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 아임미미, 포니이펙트, 누니, BonVivant 등 자체 브랜드를 보유</li> <li>■ 주로 산지 직배송 신선식품이나 고급 디저트 등을 위주로 판매했으나 최근 'Daily+'라는 코너에서 우유, 생수 뿐 아니라 밀가루, 소금 등 양념류, 간편식, 가공식품류까지 약 300여개 품목 추가</li> <li>■ 판매예상 수량만큼 생산자에게 미리 물건을 매입하는 직거래 매입방식</li> <li>■ 장바구니 필수품 최저가 보증제: 대형마트의 가격 변동 상황 및 공급가 변동을 반영해 화요일 아침 10시에 가격조정</li> <li>■ 믿고 살 수 있는 식재료의 제공을 위해 70여 가지 자체 기준을 통과한 제품만 엄선해 판매</li> </ul>	
가격대	스킨케어	마스크팩 장당 190 ~ 6,300원
	메이크업	립스틱 개당 1,000 ~ 68,000원
	헤어	샴푸 3,300 ~ 64,600원
	바디	바디워시 3,200 ~ 77,900원
	향수	여성향수 3,300 ~ 140,000원
	네일	젤네일 1,250 ~ 32,000원
	MEN	스킨/로션 4,500 ~ 73,000원
	파우더룸	파우치 1,000 ~ 28,800원
	생활/건강	비타민 2,800 ~ 29,900원
기타	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2016년 포메이션8, 피어, 굿워터 캐필탈로부터 730억원 투자를 받은 후, 현재까지 누적 1,773억원 투자를 받음</li> <li>■ 연간 사용자 수는 330만 명을 넘었으며, 오프라인과 온라인의 경계 없는 서비스 제공을 위해 오프라인 매장도 출점</li> </ul>	



자료:メリ츠종금증권 리서치센터

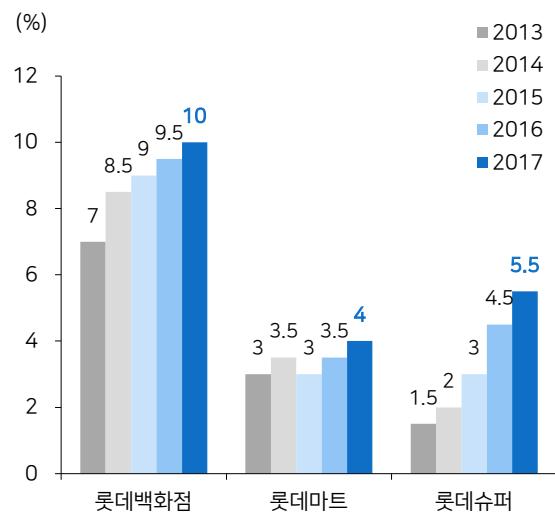
# 기존 오프라인 유통업체들의 온라인 투자 강화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

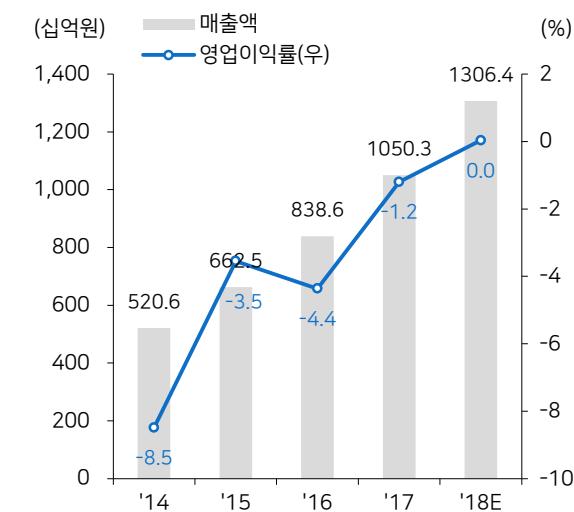
성숙기 유통기업, 풍부한 현금 활용하여 온·오프라인 연계한 옴니채널 경쟁력 강화 가능

- 롯데그룹과 신세계그룹이 조 단위의 온라인 투자 계획을 발표하고 있으며 이들은 기존 오프라인 매장과 연계된 옴니채널 전략이나 차별화된 상품 운영 경쟁력을 강점으로 온라인 시장 구도 변화에 영향을 줄 수 있겠음
- 성숙기에 진입한 유통기업들의 장점은 현금이 많이 들어오고 이 현금을 효율성 개선을 위해 사용할 수 있음. 온라인 쇼핑 시장이 커지면서 기존 오프라인 유통 기업들은 물류 시스템 등 유통 네트워크를 최적화하는 방법으로 온·오프라인 매출을 동시에 끌어올리는 데에 집중할 수 있겠음

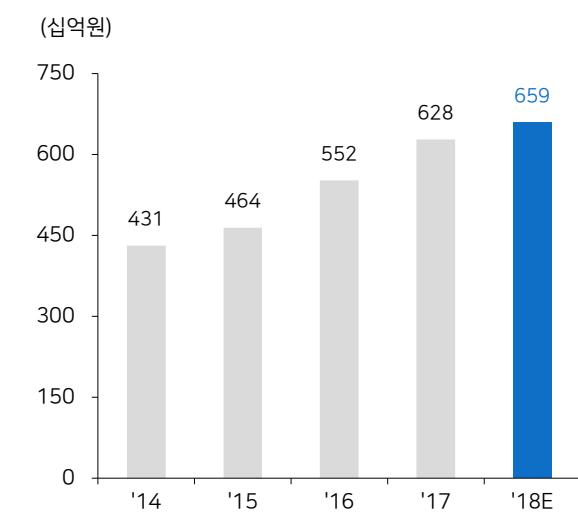
## 롯데쇼핑 온라인 매출 비중 추이



## 이마트 온라인몰 매출액 추이



## 현대H몰 온라인 매출액 추이



자료: 롯데쇼핑, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 이마트, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 현대백화점, 메리츠종금증권 리서치센터

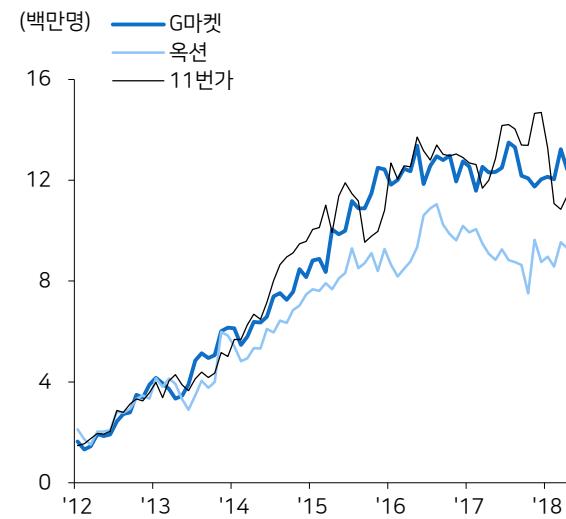
## (참고) 주요 온라인 유통 플랫폼, 닐슨코리안클릭 순방문자수 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

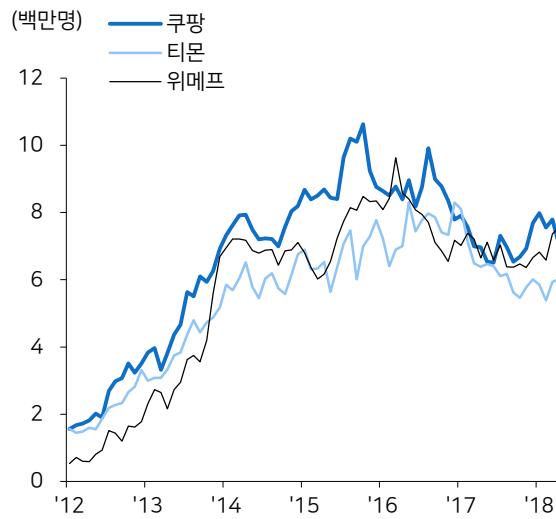
2015년 이후 신규 방문자 유입  
정체, 2017년부터는 일부  
하락하기도 함

- Mobile 전자상거래는 2013년부터 소셜커머스의 시장지배력 확대에 따라 급속한 성장기를 거친 후, 스마트폰 보급률이 80%에 진입한 2015년부터 유기적 성장(Organic Growth)이 한계에 부딪힘
- 모바일 쇼핑이 성숙기에 접어들면서 사업자들은 생존을 위한 치열한 경쟁 지속 중. 여전히 오프라인으로부터의 온라인 구매 전환이 지속되고 있기 때문에 사업자들은 이 부분에서 성장의 기회를 찾고 있지만 이제 성장이 아닌 생존여부가 중요해지는 시점이 다가오고 있음

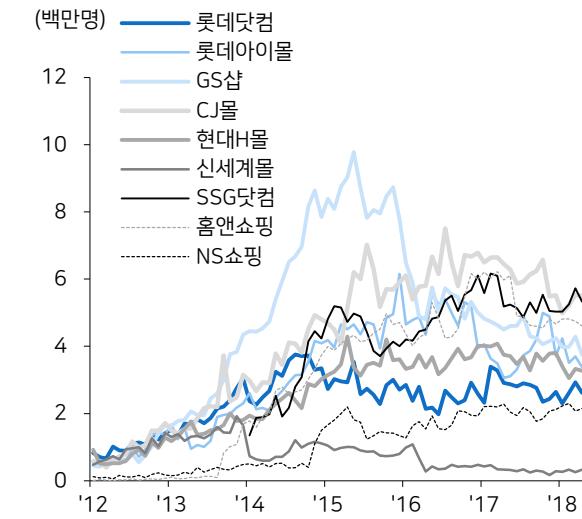
G마켓, 옥션, 11번가 순방문자 추이



쿠팡, 위메프, 티몬 순방문자 추이



종합몰 롯데, 신세계, 홈쇼핑 등 순방문자 추이



자료: 닐슨코리안클릭, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 닐슨코리안클릭, 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 닐슨코리안클릭, 메리츠종금증권 리서치센터

# 이베이코리아 실적 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 이베이코리아

(단위: 십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	444.1	628.1	662.2	733.9	799.4	863.4	951.9
YoY %	25.5	41.4	5.4	10.8	8.9	8.0	10.3
매출원가	159.8	238.1	261.3	294.3	321.2	376.7	471.8
YoY %	14.2	49.0	9.8	12.6	9.1	17.3	25.3
of Sales	36.0	37.9	39.5	40.1	40.2	43.6	49.6
판관비	219.4	370.6	353.2	383.4	398.1	419.7	417.7
YoY %	52.6	68.9	-4.7	8.6	3.8	5.4	-0.5
of Sales	49.4	59.0	53.3	52.2	49.8	48.6	43.9
영업이익	65.0	19.4	47.7	56.2	80.1	67.0	62.3
YoY %	-7.6	-70.2	146.4	17.9	42.5	-16.4	-6.9
of Sales	14.6	3.1	7.2	7.7	10.0	7.8	6.5
현금성자산	520.5	599.9	605.8	728.5	853.2	951.8	858.1
차입금(단기)							
차입금(장기)							

주: 연결기준

자료: DART, 메리츠종금증권 리서치센터

# 포워드벤처스 (쿠팡) 실적 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 포워드벤처스 (쿠팡)

(단위 : 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>매출액</b>	<b>47.8</b>	<b>348.5</b>	<b>1,133.8</b>	<b>1,915.9</b>	<b>2,684.6</b>
YoY %		629.1	225.3	69.0	40.1
<b>매출원가</b>	<b>5.2</b>	<b>189.2</b>	<b>989.1</b>	<b>1,526.3</b>	<b>2,166.5</b>
YoY %		3542.2	422.7	54.3	41.9
of Sales	10.9	54.3	87.2	79.7	80.7
<b>판관비</b>	<b>42.8</b>	<b>280.8</b>	<b>691.7</b>	<b>954.9</b>	<b>1,157.0</b>
YoY %		556.8	146.3	38.1	21.2
of Sales	89.5	80.6	61.0	49.8	43.1
인건비	14.4	98.3	362.7	566.4	655.5
광고선전비	7.6	3.9	56.0	32.3	53.8
서비스 이용수수료	0.0	0.0	88.4	107.6	165.1
운반 및 임차료	0.0	0.0	98.3	129.4	146.8
<b>영업이익</b>	<b>-0.2</b>	<b>-121.5</b>	<b>-547.0</b>	<b>-565.3</b>	<b>-638.9</b>
YoY %		적자/	적자/	적자/	적자/
of Sales	-0.3	-34.9	-48.2	-29.5	-23.8
<b>자산 총계</b>	<b>105.0</b>	<b>342.8</b>	<b>1,067.2</b>	<b>1,020.3</b>	<b>1,072.6</b>
현금성자산	34.1	190.6	656.6	363.3	175.9
<b>부채 총계</b>	<b>113.2</b>	<b>319.1</b>	<b>642.8</b>	<b>702.2</b>	<b>1,333.7</b>
차입금(단기)	0.0	0.0			
차입금(장기)	0.0	18.2	49.5	42.0	296.1
<b>자본 총계</b>	<b>-8.3</b>	<b>23.7</b>	<b>424.4</b>	<b>318.1</b>	<b>-261.1</b>
영업현금흐름	21.4	28.3	-330.3	-486.3	-444.7
투자현금흐름	2.1	-39.4	-167.6	-252.7	-130.4
재무현금흐름	0.1	166.8	957.5	443.6	376.4

자료: DART, 메리츠종금증권 리서치센터

# 위메프 실적 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 위메프

(단위 : 십억원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>매출액</b>	<b>23.1</b>	<b>78.6</b>	<b>125.9</b>	<b>216.5</b>	<b>369.1</b>	<b>473.1</b>
YoY %	87.2	239.7	60.2	72.0	70.5	28.2
<b>매출원가</b>	<b>13.7</b>	<b>29.5</b>	<b>76.9</b>	<b>100.5</b>	<b>195.1</b>	<b>230.4</b>
YoY %	30.3	115.6	160.3	30.8	94.1	18.1
of Sales	59.2	37.6	61.1	46.4	52.9	48.7
<b>판관비</b>	<b>16.5</b>	<b>85.1</b>	<b>78.1</b>	<b>258.4</b>	<b>237.6</b>	<b>284.4</b>
YoY %	-18.1	417.2	-8.3	231.1	-8.1	19.7
of Sales	71.1	108.3	62.0	119.4	64.4	60.1
인건비	4.1	6.6	9.8	41.5	51.9	59.7
광고선전비	3.8	28.6	28.8	34.8	41.2	36.5
판매촉진비	0.5	30.3	12.6	69.8	16.6	20.8
물류비	0.3	0.8	0.1	8.9	15.6	21.9
<b>영업이익</b>	<b>-7.0</b>	<b>-36.1</b>	<b>-29.0</b>	<b>-142.4</b>	<b>-63.6</b>	<b>-41.7</b>
YoY %	적자/	적자/	적자/	적자/	적자/	적자/
of Sales	-30.3	-45.9	-23.1	-65.8	-17.2	-8.8
<b>자산 총계</b>	<b>26.4</b>	<b>105.7</b>	<b>141.8</b>	<b>185.7</b>	<b>233.4</b>	<b>296.9</b>
현금성자산	6.7	42.2	37.8	37.2	144.1	204.1
부채 총계	40.2	158.0	223.5	300.5	428.3	536.7
차입금(단기)	0.0	0.0	0.0			
차입금(장기)	10.0	12.0	2.0	40.0	40.0	0.0
<b>자본 총계</b>	<b>-13.8</b>	<b>-52.3</b>	<b>-81.7</b>	<b>-114.8</b>	<b>-194.9</b>	<b>-239.9</b>
영업현금흐름	7.7	43.0	60.7	-120.5	68.4	59.1
투자현금흐름	-7.1	-9.5	-55.1	-28.1	15.6	1.6
재무현금흐름	3.6	2.0	-10.0	148.0	0.5	-0.5

자료: DART, 메리츠종금증권 리서치센터

# 티켓몬스터 실적 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 티켓몬스터 실적 추이

(단위 : 십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	32.7	81.5	114.9	157.5	195.9	264.4	357.2
YoY %	884.1	149.2	40.9	37.1	24.4	35.0	35.1
매출원가	12.2	27.4	31.1	69.0	202.9	0.3	0.3
YoY %	1441.8	124.5	13.8	121.6	194.1	-99.9	22.3
of Sales	37.3	33.6	27.1	43.8	103.6	0.1	0.1
판관비	78.2	135.9	154.5	113.1	134.9	422.2	472.2
YoY %	1581.8	73.8	13.7	-26.8	19.2	213.1	11.8
of Sales	239.0	166.7	134.5	71.8	68.8	159.7	132.2
인건비	18.4	55.2	43.0	46.9	48.7	48.9	65.5
광고선전비	26.7	16.2	17.2	18.7	33.6	30.3	37.7
판매촉진비	5.3	2.2	4.6	7.4	36.3	30.8	53.2
운반비	0.06	0.08	0.03	0.02	19.6	25.0	36.0
영업이익	-57.7	-81.7	-70.8	-24.6	-141.9	-155.1	-115.3
YoY %	적지/	적지/	적지/	적지/	적지/	적지/	적지/
of Sales	-176.3	-100.2	-61.6	-15.6	-72.4	-58.7	-32.3
자산 총계	32.9	35.7	57.7	101.4	197.3	242.8	233.4
현금성자산	6.7	11.5	26.0	60.2	94.6	148.4	129.1
부채 총계	636.9	107.0	127.7	188.6	421.4	447.7	519.6
차입금(단기)	16.2	21.3	0.0	0.0			
차입금(장기)	0.0	0.0	0.0	0.0	86.5		
자본 총계	-30.8	-71.3	-70.0	-87.2	-224.1	-204.9	-286.1
영업현금흐름	-18.3	5.3	30.1	39.7	-18.0	-61.5	-22.1
투자현금흐름	-11.8	-4.8	-4.3	-5.1	-32.0	-14.8	-17.9
재무현금흐름	32.8	4.3	-11.2	-0.5	84.5	128.5	22.5

주: 2017년 회계기준 변경에 따른 매출액 변동, 2015년까지는 기준 회계 기준, 2016년부터 신 회계기준

자료: DART, 메리츠종금증권 리서치센터

# 아마존 (AMZN US) 실적 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 아마존 (AMZN US)

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	61,093.0	74,452.0	88,988.0	107,006.0	135,987.0	177,866.0	237,332.7	290,526.8	347,879.5
영업이익	676.0	745.0	178.0	2,233.0	4,186.0	4,106.0	8,244.6	13,424.7	20,911.5
세전이익	544.0	506.0	-111.0	1,568.0	3,892.0	3,806.0	7,781.7	12,688.3	21,382.8
순이익	-39.0	274.0	-241.0	596.0	2,371.0	3,033.0	10,481.8	14,868.3	21,222.4
성장률 (YoY %)									
매출액	27.1	21.9	19.5	20.2	27.1	30.8	33.4	22.4	19.7
영업이익	-21.6	10.2	-76.1	1,154.5	87.5	-1.9	100.8	62.8	55.8
세전이익	-41.8	-7.0	적전	흑전	148.2	-2.2	104.5	63.1	68.5
순이익	적전	흑전	적전	흑전	297.8	27.9	245.6	41.8	42.7
수익성 (%)									
영업이익률	1.1	1.0	0.2	2.1	3.1	2.3	3.5	4.6	6.0
세전이익률	0.9	0.7	-0.1	1.5	2.9	2.1	3.3	4.4	6.1
순이익률	-0.1	0.4	-0.3	0.6	1.7	1.7	4.4	5.1	6.1
PER (X)	662.7	649.1	N/A	537.8	152.7	256.6	79.4	57.1	39.5
PBR (X)	13.9	18.8	13.4	23.8	18.5	20.4	20.4	14.6	11.2
EV/EBITDA	37.9	44.4	29.0	37.1	28.6	37.2	28.1	21.2	16.1
ROE (%)	-0.5	3.1	-2.4	4.9	14.5	12.9	16.3	19.4	21.5
EPS	-0.1	0.6	-0.5	1.3	5.0	6.3	20.5	28.5	41.2
BPS	18.0	21.2	23.1	28.4	40.4	57.3	79.8	111.1	144.5

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# 알리바바 (BABA US) 실적 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 알리바바 (BABA US)

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,131.3	5,488.9	8,582.6	12,302.0	15,911.5	23,531.3	37,825.0	61,877.6	84,147.5	110,396.2
영업이익	784.2	1,709.6	4,073.6	3,734.8	4,578.2	7,144.6	10,476.1	14,949.5	20,470.9	29,263.5
세전이익	865.0	1,608.0	4,381.2	5,218.5	12,816.3	8,924.8	15,174.8	15,186.7	21,046.1	30,216.0
순이익	661.1	1,356.8	3,811.2	3,916.6	11,241.9	6,493.4	9,687.0	16,462.5	22,087.0	30,205.9
성장률 (YoY %)										
매출액	76.4	75.3	56.4	43.3	29.3	47.9	60.7	63.6	36.0	31.2
영업이익	297.8	118.0	138.3	-8.3	22.6	56.1	46.6	42.7	36.9	43.0
세전이익	199.8	85.9	172.5	19.1	145.6	-30.4	70.0	0.1	38.6	43.6
순이익	274.8	105.2	180.9	2.8	187.0	-42.2	49.2	69.9	34.2	36.8
수익성 (%)										
영업이익률	25.0	31.1	47.5	30.4	28.8	30.4	27.7	24.2	24.3	26.5
세전이익률	27.6	29.3	51.0	42.4	80.5	37.9	40.1	24.5	25.0	27.4
순이익률	21.1	24.7	44.4	31.8	70.7	27.6	25.6	26.6	26.2	27.4
PER (X)	N/A	N/A	N/A	66.5	55.3	47.1	45.1	30.4	23.4	17.6
PBR (X)	N/A	N/A	N/A	8.9	5.8	6.7	8.1	6.9	5.5	4.4
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	44.0	33.7	29.4	34.2	22.6	17.2	12.5
ROE (%)	N/A	N/A	N/A	27.6	39.4	17.6	19.9	20.0	21.0	22.8
EPS	0.3	0.6	1.7	1.7	4.6	2.6	3.8	6.5	8.5	11.3
BPS	2.0	(0.0)	2.1	9.4	13.6	16.0	22.7	29.0	36.4	45.5

주: 3월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# JD.com (JD US) 실적 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## JD.com (JD US)

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,558.3	11,278.9	18,666.0	28,850.7	38,895.3	53,678.0	74,221.4	93,335.4	113,181.8
영업이익	-309.2	-94.2	-941.8	-1,029.9	-188.5	-123.8	127.8	904.4	1,755.8
세전이익	-273.1	-8.1	-807.8	-1,453.4	-283.4	17.9	460.4	1,092.0	2,102.2
순이익	-274.1	-8.1	-811.0	-1,449.6	-573.3	-22.6	1,015.9	1,822.1	2,829.3
성장률 (YoY %)									
매출액	100.6	72.0	65.5	54.6	34.8	38.0	38.3	25.8	21.3
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	607.7	94.1
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	2,469.5	137.2	92.5
순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	79.4	55.3
수익성 (%)									
영업이익률	-4.7	-0.8	-5.0	-3.6	-0.5	-0.2	0.2	1.0	1.6
세전이익률	-4.2	-0.1	-4.3	-5.0	-0.7	0.0	0.6	1.2	1.9
순이익률	-4.2	-0.1	-4.3	-5.0	-1.5	-0.0	1.4	2.0	2.5
PER (X)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	55.8	34.4	23.9
PBR (X)	N/A	N/A	5.2	9.4	7.4	7.4	6.2	5.5	4.6
EV/EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	116.9	110.3	50.8	25.9	14.7
ROE (%)	-180.1	-165.4	-66.1	-26.8	-11.8	-0.4	3.5	8.1	13.3
EPS	-0.7	-0.5	-1.7	-1.1	-0.4	0.0	0.6	1.0	1.5
BPS	0.3	0.4	4.4	3.4	3.4	5.6	5.8	6.6	7.9

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# 쇼피파이 (SHOP US) 실적 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 쇼피파이 (SHOP US)

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2018E
매출액	23.7	50.3	105.0	205.2	389.3	673.3	1,016.0	1,387.5	1,863.6
영업이익	-1.5	-4.3	-21.6	-17.8	-37.2	-49.2	8.3	59.2	164.6
세전이익	-1.2	-4.8	-22.3	-18.8	-35.4	-40.0	17.2	68.6	178.8
순이익	-1.2	-4.8	-22.3	-18.8	-35.4	-40.0	18.2	61.3	167.5
성장률 (YoY %)									
매출액	111.9	109.0	95.4	89.7	72.9	50.9	36.6	34.3	
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	617.5	178.0	
세전이익	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	299.4	160.8	
순이익	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	236.5	173.0	
수익성 (%)									
영업이익률	-6.4	-8.5	-20.6	-8.7	-9.5	-7.3	0.8	4.3	8.8
세전이익률	-5.2	-9.6	-21.2	-9.2	-9.1	-5.9	1.7	4.9	9.6
순이익률	-5.2	-9.6	-21.2	-9.2	-9.1	-5.9	1.8	4.4	9.0
PER (X)							878.6	255.9	82.7
PBR (X)							10.2	9.5	9.3
EV/EBITDA							381.4	149.8	65.1
ROE (%)					-11.7	-5.7	1.6	4.5	6.4
EPS							0.2	0.6	1.8
BPS							14.3	15.4	15.7

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# 스티치픽스 (SFIX US) 실적 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 스티치픽스 (SFIX US)

(백만달러)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	73.2	342.8	730.3	977.1	1,213.0	1,454.5	1,753.5
영업이익	-4.4	36.2	64.2	31.6	40.3	26.7	50.0
세전이익	-6.3	33.3	61.2	12.8	47.7	25.0	47.1
순이익	-6.3	20.9	33.2	-0.6	22.6	10.9	27.2
성장률 (YoY %)							
매출액		368.1	113.0	33.8	24.1	19.9	20.6
영업이익		흑전	77.5	-50.7	27.3	-33.7	87.3
세전이익		흑전	84.1	-79.1	272.2	-47.5	88.5
순이익		흑전	58.5	적전	흑전	-51.6	148.7
수익성 (%)							
영업이익률	-6.1	10.6	8.8	3.2	3.3	1.8	2.9
세전이익률	-8.6	9.7	8.4	1.3	3.9	1.7	2.7
순이익률	-8.6	6.1	4.5	-0.1	1.9	0.8	1.6
PER (X)					99.9	149.5	81.0
PBR (X)					N/A	N/A	N/A
EV/EBITDA					31.5	42.2	25.5
ROE (%)	N/A	N/A	N/A	-1.1	9.4	3.8	9.1
EPS	-0.3	0.2	0.4	-0.0	0.2	0.1	0.2
BPS	N/A	N/A	1.9	2.3	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# 헬로프레쉬(HFG GR) 실적 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 헬로프레쉬 (HFG GR)

(백만달러)	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	338.5	660.8	1,022.3	1,438.3	1,790.6	2,109.7
영업이익	-128.3	-100.2	-100.3	-73.6	10.6	104.9
세전이익	-129.6	-104.2	-107.4	-86.4	5.5	108.7
순이익	-126.3	-103.8	-103.7	-84.4	4.4	101.9
성장률 (YoY %)						
매출액		95.2	54.7	40.7	24.5	17.8
영업이익		적지	적지	적지	흑전	889.9
세전이익		적지	적지	적지	흑전	1,880.5
순이익		적지	적지	적지	흑전	2,205.3
수익성 (%)						
영업이익률	-37.9	-15.2	-9.8	-5.1	0.6	5.0
세전이익률	-38.3	-15.8	-10.5	-6.0	0.3	5.2
순이익률	-37.3	-15.7	-10.1	-5.9	0.2	4.8
PER (X)				N/A	1,172.0	24.8
PBR (X)	N/A	N/A	6.3	7.9	7.8	5.3
EV/EBITDA				N/A	55.8	13.4
ROE (%)	N/A	-173.3	-56.6	-31.2	(0.9)	27.0
EPS	-1.1	-0.8	-0.8	-0.5	0.0	0.6
BPS	0.8	0.2	2.3	1.7	1.7	2.6

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# 11

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

## 유통/화장품

### 기업분석

종목	투자판단	적정주가
호텔신라(008770)	Buy	150,000원
현대백화점(069960)	Trading Buy	135,000원
카페24(042000)	Not Rated	-
쿠키홈시스(284740)	Not Rated	-

# 호텔신라(008770) 명실상부한 글로벌 면세점 기업으로 도약

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

Buy

적정주가(12개월)	150,000원	
현재주가(6. 1)	128,000원	
상승여력	17.2%	
KOSPI	2,438.96pt	
시가총액	50,238억원	
발행주식수	3,925만주	
유동주식비율	77.19%	
외국인비중	33.45%	
52주 최고/최저가	128,000원 / 52,500원	
평균거래대금	441.0억원	
주요주주(%)		
삼성생명보험 외 5 인	17.37	
국민연금	12.02	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	10.3	13.8
6개월	46.1	48.3
12개월	110.5	102.4

## 주가그래프



## 중국 중산층의 소득 수준 향상으로 럭셔리 소비 모멘텀 강화

- 2018년 하반기 중국인 관광객 소비 정상화 시 웨이상 영향이 제한적이었던 '공항 면세점' 부문의 외형 성장을 회복과 수익성 개선 (임차료 부담 완화 등)이 가장 두드러질 전망
- 젊은 중국인 소비자들을 대상으로 하는 웨이상들의 신규 온라인 시장이 확대되면서 웨이상들의 핵심 소싱처로서 시내 면세점들의 성장세 두드러짐. 호텔 부문의 감가상각비 감소 및 영업 정상화 또한 긍정적

## 2018년 글로벌 상위 면세 사업자로서의 위상 강화

- 싱가폴 공항 면세점의 안정적 성장과 적자폭 축소와 함께 홍콩 공항 면세점이 추가되면서 아시아 공항 면세점 점유율이 대폭 확대되고 있음
- 특히 화장품과 향수 카테고리의 독점적 지배력 및 협상력 강화로 수익성 향상 기대

## 투자의견 Buy 유지, 적정주가 150,000원으로 상향

- 강력한 실적 개선과 다양한 주가 상승 모멘텀으로 높은 벌류에이션을 지지할 전망
- 적정주가에 내재된 12MF 기준 PER은 35배 (아시아 럭셔리 소비재 평균) 수준이며 높아진 글로벌 시장 지위와 탄탄한 실적 모멘텀 대비 부담없는 수준으로 판단됨

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	3,715.3	79.0	27.8	702	51.4	16,539	68.6	2.9	15.1	4.0	208.5
2017	4,011.5	73.1	25.3	637	-9.2	16,687	133.3	5.1	26.0	3.8	236.7
2018E	4,913.7	215.8	139.9	3,556	458.5	19,851	31.1	5.6	16.5	19.1	188.8
2019E	5,572.1	289.7	196.4	4,996	40.5	24,429	22.1	4.5	12.8	22.2	159.7
2020E	6,129.3	367.8	256.7	6,533	30.8	30,514	16.9	3.6	10.1	23.4	131.5

# 호텔신라 세부 실적 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

(실적원)	2016	2017	2018E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	3,715.3	4,011.5	4,913.7	1,021.1	899.7	1,067.2	1,023.4	1,292.2	1,139.1	1,275.0	1,207.3
증가율 (% YoY)	14.3	8.0	22.5	14.9	-5.7	13.8	9.5	26.5	26.6	19.5	18.0
TR	3,325.7	3,571.9	4,422.0	925.2	790.0	949.2	907.5	1,180.4	1,018.3	1,143.5	1,079.7
시내점	2,068.3	2,292.6	2,627.3	602.5	481.9	617.8	590.4	725.4	602.4	679.6	619.9
공항점	1,257.4	1,279.3	1,794.7	322.7	308.1	331.4	317.1	455.0	415.9	464.0	459.8
호텔&레저	389.6	439.5	488.4	95.9	109.7	118.0	115.9	108.5	120.8	131.5	127.6
서울	143.6	145.2	150.6	30.1	37.3	36.9	40.9	34.0	37.7	37.6	41.3
제주	76.6	76.4	81.3	16.1	19.9	23.5	16.9	16.4	21.3	25.9	17.7
기타	96.2	122.7	146.7	24.4	28.8	34.5	35.0	28.7	34.6	41.4	42.0
레저	73.2	95.2	109.8	25.3	23.7	23.1	23.1	29.4	27.3	26.6	26.6
증가율 (% YoY)	14.0	7.4	23.8	15.2	-7.9	14.5	8.6	27.6	28.9	20.5	19.0
TR	28.9	10.8	14.6	23.7	-10.5	19.2	12.5	20.4	25.0	10.0	5.0
시내점	-4.3	1.7	40.3	2.1	-3.6	6.6	2.0	41.0	35.0	40.0	45.0
공항점	16.8	12.8	11.1	11.8	13.8	8.9	17.1	13.1	10.1	11.4	10.1
호텔&레저	4.4	1.1	3.7	-0.7	-2.9	0.8	6.8	13.0	1.0	2.0	1.0
서울	7.4	-0.3	6.4	9.5	4.7	-6.4	-5.1	1.9	7.0	10.0	5.0
제주	80.1	27.5	19.5	18.4	34.0	24.5	32.6	17.6	20.0	20.0	20.0
기타	2.7	30.1	15.3	25.2	35.4	21.6	40.0	16.2	15.0	15.0	15.0
레저											
비중 (%)											
TR	89.5	89.0	90.0	90.6	87.8	88.9	88.7	91.3	89.4	89.7	89.4
시내점	55.7	57.2	53.5	59.0	53.6	57.9	57.7	56.1	52.9	53.3	51.3
공항점	33.8	31.9	36.5	31.6	34.2	31.1	31.0	35.2	36.5	36.4	38.1
호텔&레저	10.5	11.0	9.9	9.4	12.2	11.1	11.3	8.4	10.6	10.3	10.6
서울	3.9	3.6	3.1	2.9	4.1	3.5	4.0	2.6	3.3	3.0	3.4
제주	2.1	1.9	1.7	1.6	2.2	2.2	1.7	1.3	1.9	2.0	1.5
기타	2.6	3.1	3.0	2.4	3.2	3.2	3.4	2.2	3.0	3.2	3.5
레저	2.0	2.4	2.2	2.5	2.6	2.2	2.3	2.3	2.4	2.1	2.2
매출원가	2,039.5	2,362.9	2,934.8	590.4	513.6	620.5	638.4	775.3	683.5	739.5	736.5
증가율 (% YoY)	15.7	15.9	24.2	24.5	-2.1	18.3	23.8	31.3	33.1	19.2	15.4
매출원가율 (%)	54.9	58.9	59.7	57.8	57.1	58.1	62.4	60.0	60.0	58.0	61.0
매출총이익	1,675.8	1,648.7	1,978.9	430.7	386.1	446.7	385.0	516.9	455.6	535.5	470.9
증가율 (% YoY)	12.5	-1.6	20.0	3.9	-10.1	8.1	-8.1	20.0	18.0	19.9	22.3
매출총이익률 (%)	45.1	41.1	40.3	42.2	42.9	41.9	37.6	40.0	40.0	42.0	39.0
판관비	1,596.8	1,575.6	1,763.1	420.7	368.9	416.4	369.5	472.7	408.7	467.7	414.0
증가율 (% YoY)	13.1	-1.3	11.9	6.4	-10.2	7.4	-8.4	12.3	10.8	12.3	12.0
판관비율 (%)	43.0	39.3	35.9	41.2	41.0	39.0	36.1	36.6	35.9	36.7	34.3
영업이익	79.0	73.1	215.8	10.0	17.3	30.3	15.5	44.2	46.9	67.8	56.9
증가율 (% YoY)	2.3	-7.5	195.5	-48.2	-7.9	19.8	-0.6	342.0	171.7	123.9	266.4
영업이익률 (%)	2.1	1.8	4.4	1.0	1.9	2.8	1.5	3.4	4.1	5.3	4.7
TR	79.0	58.5	194.5	16.9	8.2	23.5	9.9	47.6	37.7	60.6	48.6
증가율 (% YoY)	-13.2	-25.9	232.4	-39.2	-46.8	27.0	-42.8	181.7	359.5	157.9	390.8
영업이익률 (%)	2.4	1.6	4.4	1.8	1.0	2.5	1.1	4.0	3.7	5.3	4.5
호텔&레저	-0.1	14.6	21.3	-6.9	9.1	6.8	5.6	-3.4	9.2	7.2	8.3
증가율 (% YoY)	적지	흑전	45.9	적지	175.8	0.0	흑전	적지	1.4	6.3	47.2
영업이익률 (%)	0.0	3.3	4.4	-7.2	8.3	5.8	4.8	-3.1	7.6	5.5	6.5

# 호텔신라(008770)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>3,715.3</b>	<b>4,011.5</b>	<b>4,913.7</b>	<b>5,572.1</b>	<b>6,129.3</b>
매출액증가율 (%)	14.3	8.0	22.5	13.4	10.0
매출원가	2,039.5	2,362.9	2,934.8	3,300.2	3,616.3
매출총이익	1,675.8	1,648.7	1,978.9	2,271.9	2,513.0
판매관리비	1,596.8	1,575.6	1,763.1	1,982.2	2,145.2
<b>영업이익</b>	<b>79.0</b>	<b>73.1</b>	<b>215.8</b>	<b>289.7</b>	<b>367.8</b>
영업이익률	2.1	1.8	4.4	5.2	6.0
금융손익	-10.7	-14.8	-14.2	-11.7	-8.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-15.8	-13.5	-10.0	-9.0	-8.0
세전계속사업이익	52.4	44.8	191.6	269.0	351.7
법인세비용	24.6	19.5	51.7	72.6	95.0
<b>당기순이익</b>	<b>27.8</b>	<b>25.3</b>	<b>139.9</b>	<b>196.4</b>	<b>256.7</b>
지배주주지분 순이익	27.8	25.3	139.9	196.4	256.7

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	1,079.1	1,198.4	1,182.1	1,385.0	1,642.1
매출채권	346.7	474.4	287.8	370.8	526.4
재고자산	117.9	77.1	119.5	135.5	149.0
비유동자산	471.3	499.8	594.8	674.5	741.9
유형자산	961.8	1,051.5	1,113.3	1,154.8	1,185.3
무형자산	706.9	693.1	702.6	705.9	702.9
투자자산	48.2	43.8	31.7	22.9	16.6
<b>자산총계</b>	<b>2,041.0</b>	<b>2,249.9</b>	<b>2,295.4</b>	<b>2,539.8</b>	<b>2,827.4</b>
<b>유동부채</b>					
매입채무	739.9	910.1	823.8	931.3	1,022.3
단기차입금	205.7	272.9	293.1	332.4	365.6
유동성장기부채	52.7	21.6	21.6	21.6	21.6
비유동부채	100.0	200.0	0.0	0.0	0.0
사채	639.5	671.7	676.9	630.7	583.9
장기차입금	598.9	648.6	648.6	598.6	548.6
<b>부채총계</b>	<b>1,379.4</b>	<b>1,581.8</b>	<b>1,500.7</b>	<b>1,562.0</b>	<b>1,606.1</b>
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타포괄이익누계액	-1.8	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2
이익잉여금	371.3	381.6	508.1	691.2	934.6
비지배주주지분	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>자본총계</b>	<b>661.5</b>	<b>668.1</b>	<b>794.7</b>	<b>977.8</b>	<b>1,221.2</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>120.8</b>	<b>207.2</b>	<b>183.2</b>	<b>276.8</b>	<b>335.8</b>
당기순이익(손실)	27.8	25.3	139.9	196.4	256.7
유형자산상각비	60.5	58.1	60.5	61.7	62.9
무형자산상각비	14.0	13.3	12.1	8.8	6.3
운전자본의 증감	-22.7	66.4	-50.6	-7.9	-6.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>148.1</b>	<b>-162.1</b>	<b>-135.3</b>	<b>-112.6</b>	<b>-100.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-66.8	-64.9	-70.0	-65.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	179.5	-82.9	-64.4	-47.0	-39.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-245.1</b>	<b>85.3</b>	<b>-234.6</b>	<b>-81.2</b>	<b>-79.8</b>
차입금의 증감	-106.7	118.6	-200.0	-50.0	-50.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	20.8	127.8	-186.7	83.0	155.7
기초현금	325.8	346.7	474.4	287.8	370.8
기말현금	346.7	474.4	287.8	370.8	526.4

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	94,662	102,209	125,196	141,970	156,167
EPS(지배주주)	702	637	3,556	4,996	6,533
CFPS	4,246	3,964	7,094	8,948	10,931
EBITDAPS	3,910	3,682	7,349	9,177	11,135
BPS	16,539	16,687	19,851	24,429	30,514
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	68.6	133.3	31.1	22.1	16.9
PCR	11.3	21.4	15.6	12.3	10.1
PSR	0.5	0.8	0.9	0.8	0.7
PBR	2.9	5.1	5.6	4.5	3.6
EBITDA	153.5	144.5	288.4	360.2	437.0
EV/EBITDA	15.1	26.0	16.5	12.8	10.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	4.0	3.8	19.1	22.2	23.4
EBITDA 이익률	4.1	3.6	5.9	6.5	7.1
부채비율	208.5	236.7	188.8	159.7	131.5
금융비용부담률	0.9	0.6	0.4	0.3	0.3
이자보상배율(x)	2.4	3.3	10.1	16.2	22.3
매출채권회전율(x)	40.7	41.1	50.0	43.7	43.1
재고자산회전율(x)	7.9	8.3	9.0	8.8	8.7

# 현대백화점(069960) 기존점성장률 회복과 함께 신성장동력 강화

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

## Trading Buy

적정주가(12개월)		135,000원
현재주가(6. 1)		115,500원
상승여력		16.9%
KOSPI		2,438.96pt
시가총액		27,030억원
발행주식수		2,340만주
유동주식비율		60.30%
외국인비중		27.33%
52주 최고/최저가	118,500원 / 85,700원	
평균거래대금		109.2억원
주요주주(%)		
정동근 외 3 인		36.1
국민연금		11.6
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	11.6	15.1
6개월	13.8	15.5
12개월	-2.5	-6.3

### 주가그래프



## 주가 모멘텀 회복 기대 1) 기존점 회복 2) 면세점 3) 신규 출점 효과

- 1 분기 기존점성장률은 +1.4%를 달성하였으며 지난해 대비 영업일수가 감소한 4월과 5월에도 각각 +1%, +3% 수준을 기록한 것으로 추산됨. 핵심상품인 의류 판매 회복과 함께 지난해 경쟁사 출점으로 타격을 받았던 대구점과 천호점 등이 안정화되고 있음
- 2016년까지 백화점 내 중국인 관광객 소비 비중은 2~3% 수준으로 추산되며 중국 인바운드 소비 회복 시 기존점성장률 개선에 기여할 전망
- 중국 렉셔리 수요를 흡수하고 직매입을 통한 수익구조 변화를 추구할 수 있는 면세사업 강화 예상. 11/1부터는 시내 면세점 (강남 코엑스, 영업면적 3,300평) 영업을 개시할 예정이며 2019년 연간 매출액 7,000억원을 목표로 하고 있음
- 2019년 대전, 동탄, 진건 아울렛 신규 출점으로 총영업면적 16.3% YoY 확대되면서 출점 모멘텀 재개 전망

## 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 135,000원으로 상향

- 적정주가는 12MF EPS에 목표 PER 12.5배 (유통업종 평균 수준)를 적용하였음
- 현 주가는 유통업종 평균 PER 대비 저평가 되어있어 기존점성장률 회복과 함께 성장 모멘텀 부각시 주가 상승폭은 더욱 가파를 것으로 판단됨

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,831.8	383.2	275.8	11,784	14.6	157,840	9.2	0.7	6.8	7.7	52.8
2017	1,848.1	393.7	253.7	10,841	-5.9	169,016	9.6	0.6	6.4	6.6	46.8
2018E	1,844.1	367.6	251.1	10,731	-3.6	178,976	10.8	0.6	6.8	6.2	47.9
2019E	2,034.1	386.5	261.1	11,156	4.0	189,361	10.4	0.6	6.5	6.1	46.2
2020E	2,135.8	407.9	272.7	11,654	4.5	200,243	9.9	0.6	5.7	6.0	42.3

# 현대백화점 세부 실적 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
총매출액	5,571.6	1,453.6	1,360.5	1,346.6	1,591.2	5,752.0	1,432.4	1,387.7	1,380.3	1,635.8	5,836.2
증가율(% YoY)	14.7	5.4	-1.4	0.4	8.1	3.2	-1.5	2.0	2.5	2.8	1.5
매출액	1,831.8	495.2	435.9	422.3	494.8	1,848.1	451.9	446.8	435.8	509.7	1,844.1
증가율(% YoY)	10.6	8.0	-3.1	-0.3	1.0	0.9	-8.7	2.5	3.2	3.0	-0.2
총영업면적 (m <sup>2</sup> )	230,993	230,993	244,293	244,293	244,293	244,293	247,793	247,793	247,793	247,793	247,793
증가율(% YoY)	11.5	11.5	5.8	5.8	5.8	5.8	7.3	1.4	1.4	1.4	1.4
총지점수 (개)	18	18	19	19	19	19	19	19	19	19	19
증가율(% YoY)	12.5	12.5	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	315.2	90.2	70.0	73.5	78.3	311.9	86.1	72.4	76.3	81.5	316.3
증가율(% YoY)	19.7	10.0	2.9	-11.5	-4.5	-1.1	-4.5	3.4	3.8	4.1	1.4
매출원가율 (%)	17.2	18.2	16.1	17.4	15.8	16.9	19.1	16.2	17.5	16.0	17.2
매출총이익	1,517.0	405.0	365.9	348.8	416.5	1,536.2	365.8	374.4	359.5	428.1	1,527.8
증가율(% YoY)	8.9	7.7	-4.2	-0.6	2.1	1.3	-9.7	2.3	3.1	2.8	-0.5
매출총이익률 (%)	82.8	81.8	83.9	82.6	84.2	83.1	80.9	83.8	82.5	84.0	82.8
판관비	1,133.4	266.5	296.8	279.3	299.9	1,142.6	263.0	303.8	287.6	305.8	1,160.2
증가율(% YoY)	10.0	-2.7	-2.4	3.8	4.5	0.8	-1.3	2.3	3.0	2.0	1.5
판관비증 (%)	61.9	53.8	68.1	66.1	60.6	61.8	58.2	68.0	66.0	60.0	62.9
인건비	228.0	56.6	55.0	60.0	73.0	244.6	61.6	58.9	64.2	78.1	262.8
증가율(% YoY)	7.2	6.8	7.9	9.0	5.8	7.3	9.0	7.0	7.0	7.0	7.5
매출대비 (%)	12.4	11.4	12.6	14.2	14.8	13.2	13.6	13.2	14.7	15.3	14.3
판매비	187.0	44.5	48.0	48.9	49.0	190.3	35.3	43.2	44.0	44.1	166.5
증가율(% YoY)	14.7	-3.3	2.1	3.9	4.3	1.8	-20.7	-10.0	-10.0	-10.0	-12.5
매출대비 (%)	10.2	9.0	11.0	11.6	9.9	10.3	7.8	9.7	10.1	8.7	9.0
감가상각비	142.0	34.4	35.0	35.6	36.0	141.0	37.3	38.0	38.0	38.0	151.3
증가율(% YoY)	13.7	1.1	-5.4	-3.8	5.9	-0.7	8.5	8.6	6.7	5.6	7.3
매출대비 (%)	7.8	6.9	8.0	8.4	7.3	7.6	8.3	8.5	8.7	7.5	8.2
기타 관리비	577.0	131.1	158.8	134.9	141.9	566.7	128.8	163.7	141.5	145.6	579.6
증가율(% YoY)	8.8	-7.0	-6.0	3.7	3.6	-1.8	-1.8	3.1	4.9	2.6	2.3
영업이익	383.3	138.4	69.1	69.5	116.7	393.7	102.8	70.6	71.9	122.3	367.6
증가율(% YoY)	5.6	35.2	-11.5	-15.1	-3.5	2.7	-25.7	2.2	3.4	4.8	-6.6
영업이익률 (%)	6.9	9.5	5.1	5.2	7.3	6.8	7.2	5.1	5.2	7.5	6.3

자료: 현대백화점, 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 66

# 현대백화점 (069960)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>1,831.8</b>	<b>1,848.1</b>	<b>1,844.1</b>	<b>2,034.1</b>	<b>2,135.8</b>
매출액증가율 (%)	10.6	0.9	-0.2	10.3	5.0
매출원가	315.2	311.9	316.3	366.1	386.6
매출총이익	1,516.6	1,536.2	1,527.8	1,668.0	1,749.2
판매관리비	1,133.4	1,142.6	1,160.2	1,281.5	1,341.3
<b>영업이익</b>	<b>383.2</b>	<b>393.7</b>	<b>367.6</b>	<b>386.5</b>	<b>407.9</b>
영업이익률	20.9	21.3	19.9	19.0	19.1
금융손익	-5.7	-2.7	-3.4	-4.3	-0.8
종속/관계기업손익	38.7	47.4	45.0	45.0	45.0
기타영업외손익	19.7	7.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	435.9	445.6	409.2	427.2	452.1
법인세비용	114.8	143.4	117.9	124.3	135.8
<b>당기순이익</b>	<b>321.1</b>	<b>302.3</b>	<b>291.3</b>	<b>302.9</b>	<b>316.4</b>
지배주주지분 순이익	275.8	253.7	251.1	261.1	272.7

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	1,150.0	1,002.8	1,021.3	1,040.1	1,283.2
매출채권	70.0	86.4	114.9	40.3	233.4
재고자산	596.6	611.6	602.8	664.8	698.1
비유동자산	59.6	60.5	59.9	66.1	69.4
유형자산	5,437.2	5,774.5	6,213.0	6,527.0	6,506.9
무형자산	4,576.8	4,810.6	5,252.6	5,487.2	5,425.2
투자자산	45.5	43.9	42.1	40.5	38.9
<b>자산총계</b>	<b>6,587.3</b>	<b>6,777.3</b>	<b>7,234.3</b>	<b>7,567.1</b>	<b>7,790.1</b>
<b>유동부채</b>					
매입채무	1,325.6	1,745.1	1,529.7	1,585.1	1,536.9
단기차입금	450.3	456.1	452.2	498.8	523.7
유동성장기부채	180.0	40.0	30.0	20.0	10.0
비유동부채	99.9	579.7	379.7	329.7	229.7
사채	951.1	414.5	813.6	806.2	779.0
장기차입금	399.4	0.0	400.0	350.0	300.0
<b>부채총계</b>	<b>2,276.7</b>	<b>2,159.6</b>	<b>2,343.3</b>	<b>2,391.3</b>	<b>2,315.9</b>
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
기타포괄이익누계액	40.4	65.6	65.6	65.6	65.6
이익잉여금	3,035.0	3,287.1	3,520.2	3,763.3	4,017.9
비지배주주지분	616.8	662.3	702.6	744.3	788.0
<b>자본총계</b>	<b>4,310.6</b>	<b>4,617.7</b>	<b>4,891.0</b>	<b>5,175.8</b>	<b>5,474.2</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>442.0</b>	<b>437.2</b>	<b>454.4</b>	<b>554.6</b>	<b>525.3</b>
당기순이익(손실)	321.1	302.3	291.3	302.9	316.4
유형자산상각비	141.9	141.2	158.0	165.5	162.0
무형자산상각비	1.6	1.6	1.8	1.7	1.6
운전자본의 증감	-42.4	-41.8	3.3	84.6	45.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-524.4</b>	<b>-145.8</b>	<b>-597.9</b>	<b>-501.2</b>	<b>-154.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-333.5	-314.4	-600.0	-400.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-10.0	-87.4	1.7	-81.1	-43.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>108.4</b>	<b>-275.1</b>	<b>172.0</b>	<b>-128.1</b>	<b>-178.1</b>
차입금의 증감	139.6	-239.4	190.0	-110.0	-160.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	26.0	16.4	28.5	-74.6	193.1
기초현금	43.9	70.0	86.4	114.9	40.3
기말현금	70.0	86.4	114.9	40.3	233.4

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	78,274	78,972	78,801	86,918	91,264
EPS(지배주주)	11,784	10,841	10,731	11,156	11,654
CFPS	24,923	24,864	24,459	25,579	26,344
EBITDAPS	22,504	22,923	22,536	23,656	24,421
BPS	157,840	169,016	178,976	189,361	200,243
DPS	700	800	800	800	800
배당수익률(%)	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	9.2	9.6	10.8	10.4	9.9
PCR	4.4	4.2	4.2	4.0	3.9
PSR	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
EBITDA	526.7	536.5	527.4	553.6	571.5
EV/EBITDA	6.8	6.4	6.8	6.5	5.7
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	7.7	6.6	6.2	6.1	6.0
EBITDA 이익률	28.8	29.0	28.6	27.2	26.8
부채비율	52.8	46.8	47.9	46.2	42.3
금융비용부담률	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5
이자보상배율(x)	24.5	33.5	32.4	32.2	41.5
매출채권회전율(x)	3.2	3.1	3.0	3.2	3.1
재고자산회전율(x)	30.7	30.8	30.6	32.3	31.5

## Not Rated

적정주가(12개월)		-
현재주가(6.1)	173,200원	
상승여력	-	
KOSDAQ	883.22pt	
시가총액	15,342억원	
발행주식수	886만주	
유동주식비율	63.96%	
외국인비중	24.00%	
52주 최고/최저가	173,200원 / 75,500원	
평균거래대금	275.5억원	
주요주주(%)		
우창군 외 13 인	36.04	

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	28.0	27.0
6개월	N/A	N/A
12개월	N/A	N/A

## 주가그래프



## 온라인 창업 활성화에 기여하는 전자상거래 생태계 환경 구축

- 소상공인들에게 쇼핑몰 구축부터 해외 마케팅까지 온라인 비즈니스를 위한 다양한 서비스를 원스톱으로 제공하는 기업. 카페24 사업 초기 무료 서비스를 제공했던 쇼핑몰 사업자들의 성공 사례가 많아지면서 거래액이 크게 증가하고 있음
- 2017년 카페24의 거래액은 6조 7천억원 수준으로 주요 품목인 화장품, 의류, 신발 등 총 소매판매액의 6.8%에 불과하여 온라인 채널 중심으로 스몰 브랜드 성장과 함께 높은 외형 성장이 지속될 전망

## 글로벌 인프라 구축 완료에 따른 이익 레버리지 극대화 예상

- 솔루션 개발 등 인건비를 제외한 추가적 비용이 크지 않아 향후 매출 고성장에 따른 영업 레버리지 기대
- 높은 밸류에이션 부담이나 독보적인 시장 지배력과 강력한 이익 개선으로 주가 지지할 전망

## 일본 진출을 시작으로 미주, 동남아시아 등 전세계로 진출 국가 확대 목표

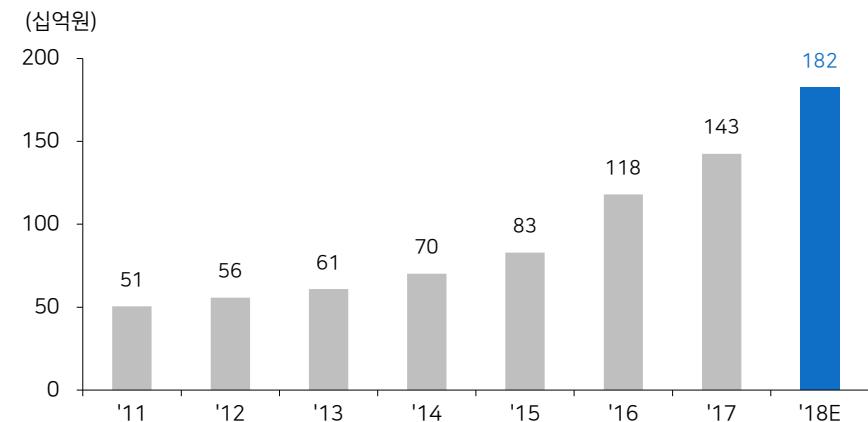
- 중소 패션, 화장품 브랜드들의 글로벌 진출로 해외 쇼핑몰 계정 수와 해외 거래액 급성장. 하반기 일본 현지 고객들도 운영 가능한 일본 전자상거래 플랫폼 시장 진출 예정 (일본판 카페24 진출)
- 중장기 글로벌 전자상거래 기업들과의 협업으로 핀테크 및 물류/3PL 등 신규 서비스 영역을 확대할 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016											
2017	142.6	7.4	5.1	641		1,728				37.1	424.0
2018E	182.4	24.7	19.4	2,214	245.4	3,744	78.2	46.3	38.6	82.9	177.4
2019E	228.0	46.8	37.4	4,223	90.7	7,967	41.0	21.7	21.1	72.1	89.3
2020E	273.5	69.2	55.9	6,309	49.4	14,276	27.5	12.1	13.8	56.7	53.1

# 카페24 사업 현황 및 쇼핑몰솔루션 수익구조

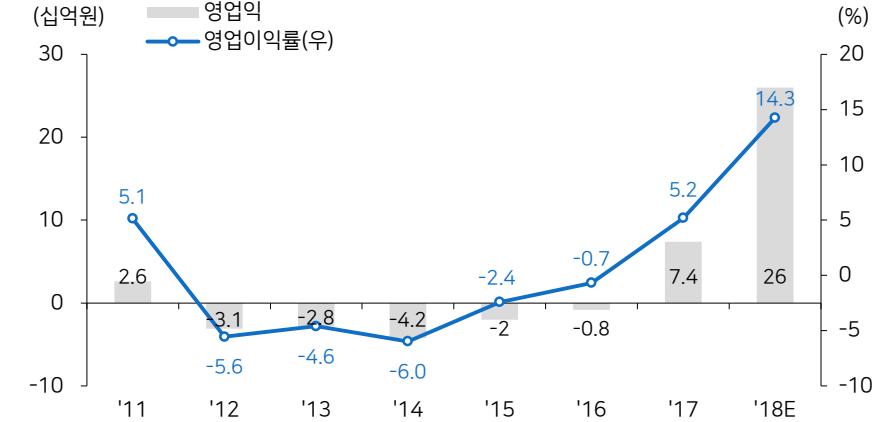
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품 New Algorithm

## 매출액 추이



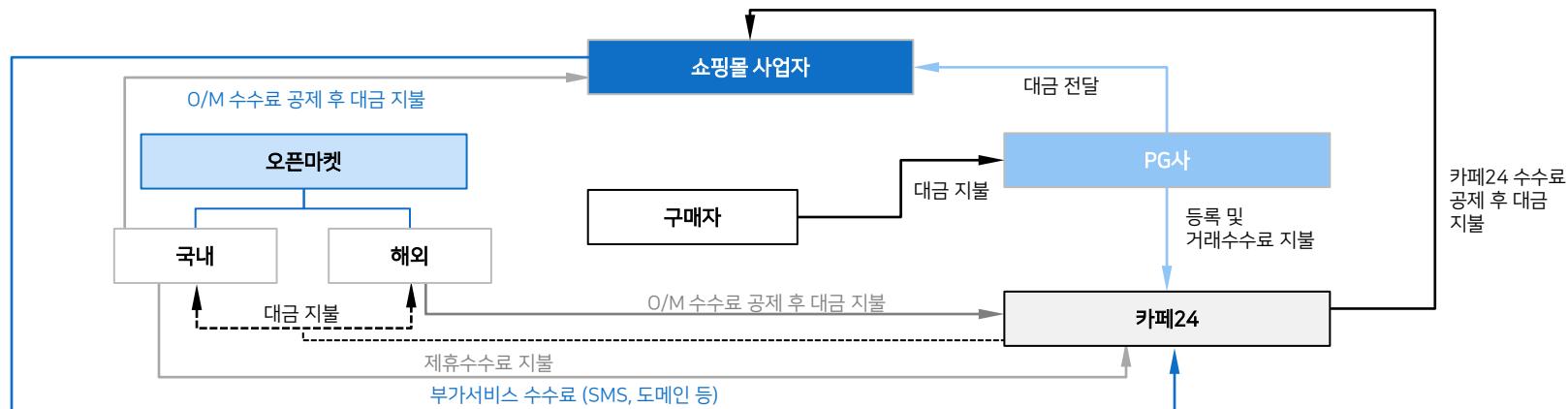
자료: 카페24, 메리츠종금증권 리서치센터

## 영업이익 추이



자료: 카페24, 메리츠종금증권 리서치센터

## 쇼핑몰솔루션 매출액 비중



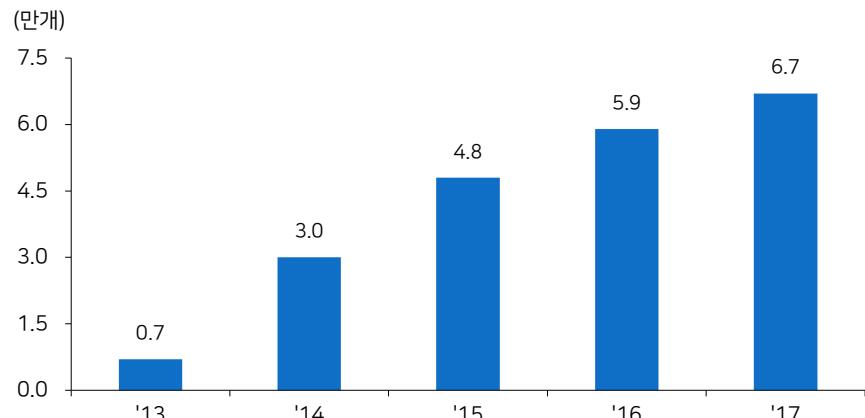
자료: 카페24, 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 69

# 카페24 일본 등 해외사업 성장 잠재력 높아

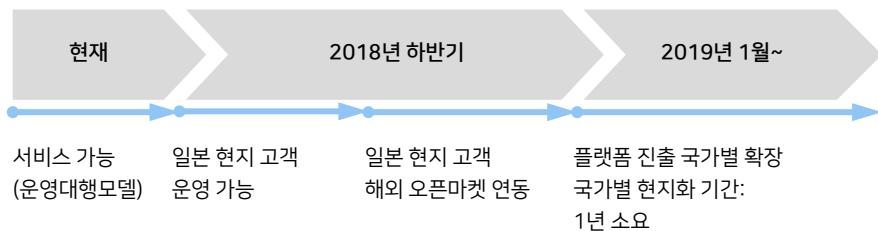
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 카페24 해외 쇼핑몰 계정 수



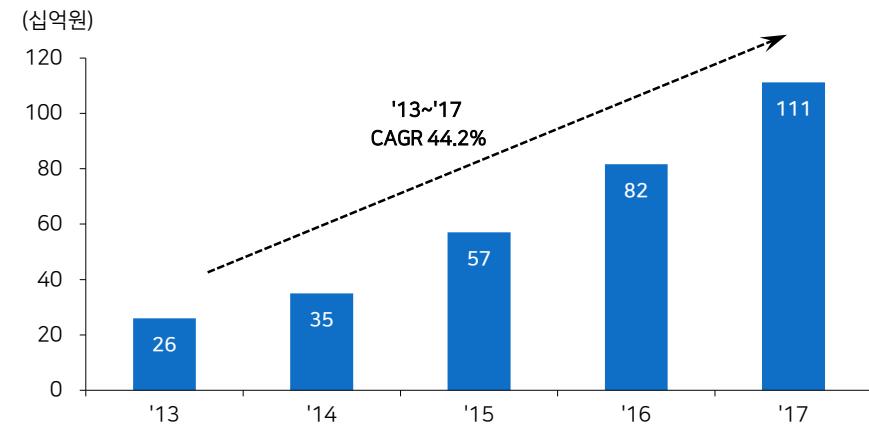
자료: 카페24, 메리츠종금증권 리서치센터

## 일본 전자상거래 플랫폼 시장 진출 사업 진행 프로세스



자료: 카페24, 메리츠종금증권 리서치센터

## 카페24 해외 거래액



자료: 카페24, 메리츠종금증권 리서치센터

## 일본 Top Player와의 제휴 진행

오픈마켓	결제	물류
라쿠텐	소프트뱅크	야마토 운수
<b>Rakuten</b>	<b>SoftBank</b>	<b>ヤマト運輸</b>
야후 재팬	EXIMBAY	SAGAWA
<b>YAHOO! JAPAN</b>	<b>EXIMBAY</b>	<b>TRANSPORT COMMUNICATION SAGAWA</b>
	AXES	
	<b>AXES PAYMENT</b>	

자료: 카페24, 메리츠종금증권 리서치센터

# 카페24 [042000]

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>142.6</b>	<b>182.4</b>	<b>228.0</b>	<b>273.5</b>	
매출액증가율 (%)		27.9	25.0	20.0	
매출원가	19.0	23.7	29.2	34.5	
매출총이익	123.6	158.6	198.8	239.1	
판매관리비	116.2	133.9	152.0	169.9	
<b>영업이익</b>	<b>7.4</b>	<b>24.7</b>	<b>46.8</b>	<b>69.2</b>	
영업이익률	5.2	13.6	20.5	25.3	
금융손익	-0.4	-0.4	0.0	0.6	
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	-0.7	0.0	0.0	0.0	
세전계속사업이익	6.3	24.3	46.8	69.8	
법인세비용	1.3	4.9	9.4	13.9	
<b>당기순이익</b>	<b>5.1</b>	<b>19.4</b>	<b>37.4</b>	<b>55.9</b>	
지배주주지분 순이익	5.1	19.4	37.4	55.9	

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	53.4	72.8	113.8	173.5	
매출채권	37.7	52.6	88.6	143.2	
재고자산	14.0	17.9	22.3	26.8	
비유동자산	0.5	0.6	0.8	1.0	
유형자산	18.5	19.2	19.7	20.1	
무형자산	12.2	12.9	13.4	13.8	
투자자산	1.0	1.0	1.0	1.0	
<b>자산총계</b>	<b>71.9</b>	<b>92.0</b>	<b>133.6</b>	<b>193.6</b>	
<b>유동부채</b>					
매입채무	29.5	34.6	43.2	51.8	
단기차입금	2.0	2.6	3.2	3.9	
유동성장기부채	0.3	0.3	0.3	0.3	
비유동부채	2.4	0.0	0.0	0.0	
사채	28.7	24.2	19.8	15.4	
장기차입금	26.8	21.8	16.8	11.8	
<b>부채총계</b>	<b>58.2</b>	<b>58.8</b>	<b>63.0</b>	<b>67.2</b>	
자본금	4.0	4.0	4.0	4.0	
자본잉여금	12.4	12.4	12.4	12.4	
기타포괄이익누계액	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	
이익잉여금	-2.4	17.0	54.4	110.3	
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>자본총계</b>	<b>13.7</b>	<b>33.2</b>	<b>70.6</b>	<b>126.5</b>	

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>12.3</b>	<b>27.4</b>	<b>46.1</b>	<b>64.7</b>	
당기순이익(손실)	5.1	19.4	37.4	55.9	
유형자산상각비	4.4	4.3	4.5	4.6	
무형자산상각비	0.8	0.0	0.0	0.0	
운전자본의 증감	-0.5	3.7	4.2	4.2	
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-3.5</b>	<b>-5.1</b>	<b>-5.1</b>	<b>-5.1</b>	
유형자산의증가(CAPEX)	-4.8	-5.0	-5.0	-5.0	
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>16.8</b>	<b>-7.4</b>	<b>-5.0</b>	<b>-5.0</b>	
차입금의 증감	29.5	-7.4	-5.0	-5.0	
자본의 증가	16.3	0.0	0.0	0.0	
현금의 증가(감소)	25.1	15.0	36.0	54.6	
기초현금	12.6	37.7	52.6	88.6	
기말현금	37.7	52.6	88.6	143.2	

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2016	2017	2018E	2019E	2020E
SPS	17,956	20,775	25,733	30,880	
EPS(지배주주)	641	2,214	4,223	6,309	
CFPS	1,638	3,305	5,783	8,331	
EBITDAPS	1,584	3,305	5,783	8,331	
BPS	1,728	3,744	7,967	14,276	
DPS	0	0	0	0	
배당수익률(%)		0.0	0.0	0.0	

## Valuation(Multiple)

	PER	PCR	PSR	PBR	EBITDA	EV/EBITDA
	78.2	39.3	6.3	46.3	12.6	38.6
	41.0	22.5	5.1	21.7	29.0	51.2
	27.5	15.6	4.2	12.1	73.8	21.1

## Key Financial Ratio(%)

자기자본이익률(ROE)	37.1	82.9	72.1	56.7
EBITDA 이익률	8.8	15.9	22.5	27.0
부채비율	424.0	177.4	89.3	53.1
금융비용부담률	0.3	0.5	0.3	0.2
이자보상배율(x)	15.6	29.8	74.0	146.9
매출채권회전율(x)	10.2	11.5	11.3	11.1
재고자산회전율(x)	284.2	318.9	315.7	310.0

# 쿠쿠홈시스(284740) 아시아 렌탈 비즈니스 신흥 강자로 부상

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

Not Rated

적정주가(12개월)		
현재주가(6. 1)	222,500원	-
상승여력	-	
KOSPI	2,438.96pt	
시가총액	9,985억원	
발행주식수	449만주	
유동주식비율	24.56%	
외국인비중	9.63%	
52주 최고/최저가	234,000원 / 164,000원	
평균거래대금	18.7억원	
주요주주(%)		
구본학 외 4 인	75.4	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	4.5	7.7
6개월	N/A	N/A
12개월	N/A	N/A
주가그래프		

## 1Q 어닝 서프라이즈 기록, 안정적인 렌탈 사업 특성상 고성장 지속될 전망

- 1분기 매출액 934억원 (+42.1% YoY), 영업이익 172억원 (+56.7% YoY)를 기록함
- 국내 내수는 매출액 697억원 (+20.3% YoY), 영업이익 113억원 (+25.7% YoY)를 기록하였음. 정수기와 공기청정기 등의 안정적인 계정수 증가와 함께 양호한 실적 달성
- 해외 말레이시아는 매출액 235억원 (+210.6% YoY), 영업이익 49억원 (+362.7% YoY)의 폭발적인 성장이 나타났음. 말레이시아의 매출액기여도와 영업이익기여도는 각각 25%, 28%에 이를

## 말레이시아 현지법인의 가파른 매출 성장과 수익성 개선 주목

- 말레이시아 현지법인은 2017년 매출액 546억원 (+178.6% YoY), 영업이익 84억원 (흑자전환)을 기록하였으며 2018년에는 매출액 1,188억원 (+117.6% YoY), 영업이익 214억원까지 폭발적인 성장 전망
- 말레이시아에서 쿠쿠는 프리미엄 이미지로 자리잡으면서 렌탈료가 한국 대비 높은 수준으로 안착함

## 아시아 렌탈 비즈니스 신흥 강자로 높은 성장성 부각될 전망

- 상반기 인도네시아 진출 완료, 향후 베트남, 인도도 확대할 계획임
- 현 주가는 2018년 기준 PER 20.8배로 높은 성장성 대비 부담없는 수준

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016										0.6	19.6
2017	30.3	5.0	2.3	503	N/A	78,341				12.8	13.1
2018E	408.1	70.6	48.0	10,706	2,029.2	85,547	20.8	2.6	10.1	15.0	21.4
2019E	493.8	89.2	60.7	13,528	26.4	94,875	16.4	2.3			23.1
2020E	576.8	109.5	74.6	16,627	22.9	106,501	13.4	2.1	8.1	16.5	23.9

# 쿠쿠홈시스 세부 실적 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>123.2</b>	<b>180.9</b>	<b>235.9</b>	<b>307.5</b>	<b>408.1</b>	<b>493.8</b>	<b>576.8</b>
증가율 (% YoY)		46.8	30.4	30.4	32.7	21.0	16.8
국내	123.2	180.9	235.9	252.9	289.3	320.0	347.5
증가율 (% YoY)				7.2	14.4	10.6	8.6
계정수 (천대)	650	800	1,030	1,170	1,310	1,441	1,557
증가율 (% YoY)		23.1	28.8	13.6	12.0	10.0	8.0
해외 (말레이시아 등)			19.6	54.6	118.8	173.8	229.3
증가율 (% YoY)				178.6	117.6	46.3	32.0
계정수 (천대)		12	73	250	550	800	1,050
증가율 (% YoY)			508.3	242.5	120.0	45.5	31.3
<b>매출원가</b>	<b>48.9</b>	<b>73.1</b>	<b>96.0</b>	<b>119.9</b>	<b>155.1</b>	<b>185.2</b>	<b>213.4</b>
증가율 (% YoY)		49.5	31.3	24.9	29.3	19.4	15.3
매출원가율 (%)	39.7	40.4	40.7	39.0	38.0	37.5	37.0
<b>매출총이익</b>	<b>74.3</b>	<b>107.8</b>	<b>139.9</b>	<b>187.6</b>	<b>253.0</b>	<b>308.6</b>	<b>363.4</b>
증가율 (% YoY)		45.1	29.8	34.1	34.9	22.0	17.8
매출총이익률 (%)	60.3	59.6	59.3	61.0	62.0	62.5	63.0
<b>판관비</b>	<b>67.5</b>	<b>91.6</b>	<b>102.1</b>	<b>138.4</b>	<b>182.5</b>	<b>219.4</b>	<b>253.9</b>
증가율 (% YoY)		35.7	11.6	35.5	31.9	20.3	15.7
판관비율 (%)	54.7	50.6	43.3	45.0	44.7	44.4	44.0
<b>영업이익</b>	<b>6.9</b>	<b>16.2</b>	<b>37.7</b>	<b>49.2</b>	<b>70.6</b>	<b>89.2</b>	<b>109.5</b>
증가율 (% YoY)		136.8	132.7	30.4	43.4	26.3	22.8
영업이익률 (%)	5.6	9.0	16.0	16.0	17.3	18.1	19.0
국내	6.9	16.2	37.7	40.8	49.2	54.4	59.1
영업이익률 (%)	5.6	9.0	16.0	16.2	17.0	17.0	17.0
해외 (말레이시아)		-0.2	-1.4	8.4	21.4	34.8	50.5
영업이익률 (%)			-7.0	15.3	18.0	20.0	22.0

# 쿠쿠홈시스 (284740)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	30.3	408.1	493.8	576.8	
매출액증가율 (%)		1,246.9	21.0	16.8	
매출원가	12.1	155.1	185.2	213.4	
매출총이익	18.2	253.0	308.6	363.4	
판매관리비	13.2	182.5	219.5	253.9	
<b>영업이익</b>	<b>5.0</b>	<b>70.6</b>	<b>89.2</b>	<b>109.5</b>	
영업이익률	16.5	17.3	18.1	19.0	
금융손익	0.1	0.2	0.3	0.4	
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	-1.1	0.0	0.0	0.0	
세전계속사업이익	4.0	70.8	89.4	109.9	
법인세비용	1.6	19.1	24.1	29.7	
<b>당기순이익</b>	<b>2.4</b>	<b>51.7</b>	<b>65.3</b>	<b>80.2</b>	
지배주주지분 순이익	2.3	48.0	60.7	74.6	

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	175.6	214.2	266.9	330.7	
매출채권	14.6	21.1	33.2	57.7	
재고자산	35.2	42.2	51.0	59.6	
비유동자산	44.6	53.5	64.7	75.6	
유형자산	253.9	265.3	276.8	287.9	
무형자산	182.9	193.2	203.3	213.1	
투자자산	3.3	3.3	3.3	3.3	
<b>자산총계</b>	<b>429.5</b>	<b>479.5</b>	<b>543.6</b>	<b>618.6</b>	
<b>유동부채</b>					
매입채무	55.4	66.4	80.4	93.9	
단기차입금	13.0	15.6	18.9	22.1	
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	
비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	
사채	15.0	17.9	21.7	25.3	
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>부채총계</b>	<b>70.3</b>	<b>84.4</b>	<b>102.1</b>	<b>119.2</b>	
자본금	2.2	2.2	2.2	2.2	
자본잉여금	348.1	348.1	348.1	348.1	
기타포괄이익누계액	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	
이익잉여금	1.8	34.2	76.0	128.2	
비지배주주지분	7.6	11.2	15.8	21.4	
<b>자본총계</b>	<b>359.2</b>	<b>395.1</b>	<b>441.6</b>	<b>499.4</b>	

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>5.2</b>	<b>26.6</b>	<b>49.4</b>	<b>64.7</b>	
당기순이익(손실)	2.4	51.7	65.3	80.2	
유형자산상각비	4.3	4.7	5.0	5.2	
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	
운전자본의 증감	-6.3	-29.8	-20.9	-20.8	
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-0.8</b>	<b>-20.2</b>	<b>-21.5</b>	<b>-21.3</b>	
유형자산의증가(CAPEX)	-0.1	-15.0	-15.0	-15.0	
투자자산의감소(증가)	-5.6	-1.1	-1.4	-1.4	
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>-15.7</b>	<b>-18.9</b>	
차입금의 증감	0.1	0.0	0.0	0.0	
자본의 증가	350.3	0.0	0.0	0.0	
현금의 증가(감소)	4.4	6.4	12.2	24.5	
기초현금	10.2	14.6	21.1	33.2	
기말현금	14.6	21.1	33.2	57.7	

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	6,753	90,950	110,031	128,533	
EPS(지배주주)	503	10,706	13,528	16,627	
CFPS	2,444	16,776	20,974	25,569	
EBITDAPS	2,071	16,776	20,974	25,569	
BPS	78,341	85,547	94,875	106,501	
DPS	0	3,500	4,200	5,000	
배당수익률(%)		1.6	1.9	2.2	
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER		20.8	16.4	13.4	
PCR		13.3	10.6	8.7	
PSR		2.4	2.0	1.7	
PBR		2.6	2.3	2.1	
EBITDA	9.3	75.3	94.1	114.7	
EV/EBITDA		12.8	10.1	8.1	
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	0.6	13.1	15.0	16.5	
EBITDA 이익률	30.7	18.4	19.1	19.9	
부채비율	19.6	21.4	23.1	23.9	
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	
이자보상배율(x)	14,993.0	105,645.5	133,461.0	163,952.0	
매출채권회전율(x)	0.9	10.6	10.6	10.4	
재고자산회전율(x)	0.7	8.3	8.4	8.2	

# 11

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

유통/화장품

## Part III

화장품업종 2018년 상반기 Review & 하반기 전망

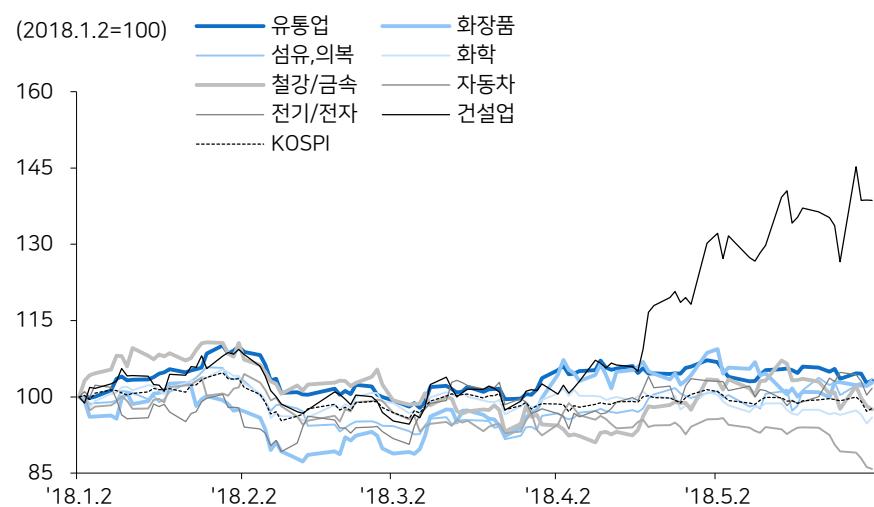
# 2018년 화장품업종 상반기 Review

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 중국 정치적 불확실성 완화되면서 주가 상승

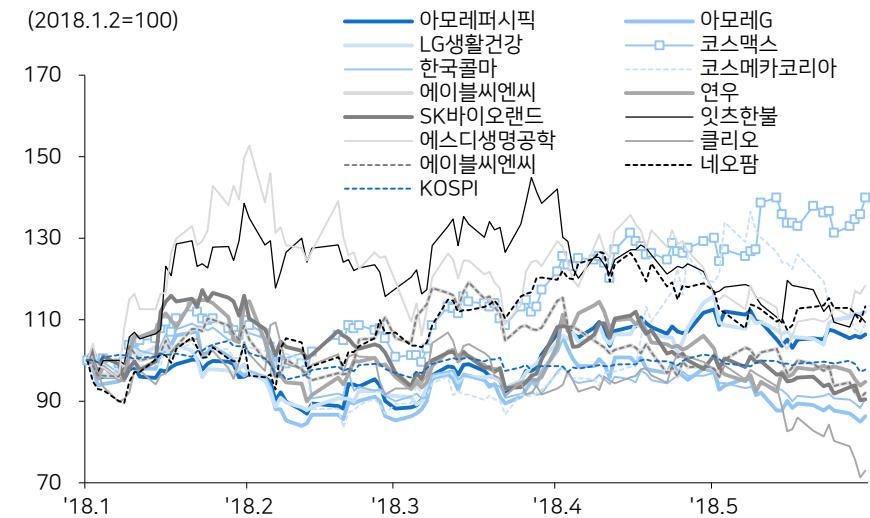
- 3월부터 한중관계 개선 기대감과 함께 미국과 중국의 보호무역주의 강화로 상대적으로 안정적인 투자 매력이 부각되면서 화장품업종은 전체 시장 대비 소폭 상회하는 수익률을 기록함. 중국인 입국자 수 회복 및 화장품 수출 데이터 호조 등도 주가에 긍정적으로 작용함
- 럭셔리 브랜드 중심의 LG생활건강, 아모레퍼시픽 등 대형 화장품 기업들의 주가가 반등하였으며 개별종목 중에서는 양호한 실적 개선을 보여준 코스맥스 등의 주가가 상승하였음. 또한 중국 웨이상 수요에 따른 특정 브랜드 (제이엠솔루션, 비디비치 등)와 연관된 업체들의 주가 상승폭이 크게 나타남

## 2018년 업종별 지수 추이



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

## 2018년 화장품 종목별 주가 추이



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

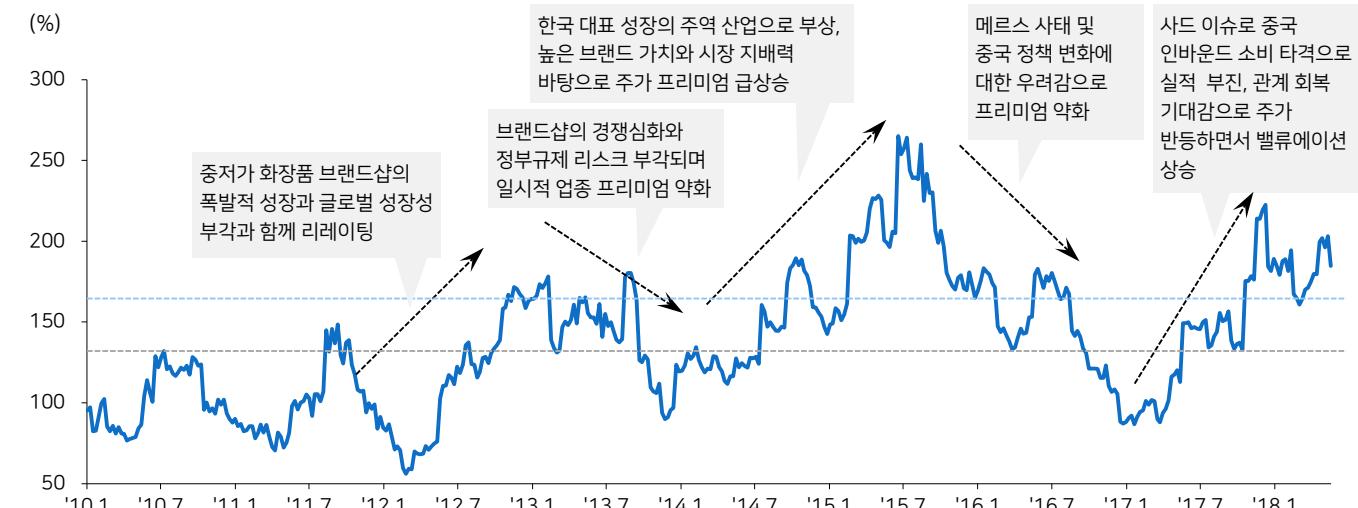
# 하반기 실적 모멘텀 회복되면서 추가적인 주가 상승 예상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

중국 소비 관련 정치적  
불확실성 해소되면서 무너졌던  
글로벌 성장성 회복

- 2018년 1분기까지 주요 화장품 업체들의 실적이 크게 부진한 가운데 중국과의 관계 회복 기대감이 선반영되면서 밸류에이션 정상화
- 향후 실질적인 실적 개선 여부에 따른 추가적인 주가 상승이 예상됨. 다만 구조적인 소비 트렌드 변화에 따른 개별기업의 실적 차별화가 뚜렷하게 나타나고 있기 때문에 종목 선별이 매우 중요할 것으로 판단됨

## 화장품업종, 시장 평균 PER 대비 프리미엄 추이



자료: Datastream, 메리츠종금증권 리서치센터

# 하반기 중소형 화장품 투자 매력도 증가 예상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 하반기 중소형 화장품의 실적 모멘텀 회복에 따른 주가 프리미엄 회복 전망

- 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 확대되면서 2017년 대형 화장품 대비 주가 프리미엄이 약화되었음
- 2018년 하반기부터는 마이크로 소비 트렌드 강화로 스몰 브랜드의 성장이 두드러지면서 실적 모멘텀 대비 저평가된 중소형 화장품의 투자 매력도가 증가할 것으로 판단됨. 인디 브랜드의 성장과 함께하고 있는 화장품 ODM이나 신유통 플랫폼 기업에 대한 관심도 증가할 수 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

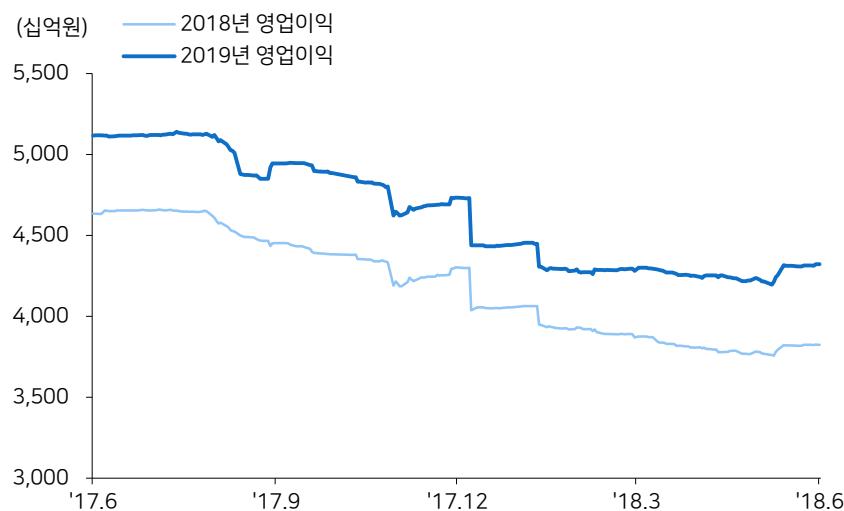
# 하반기부터 추정치 상향 반전 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 2018년 상반기 실적 추정치 하향 마무리

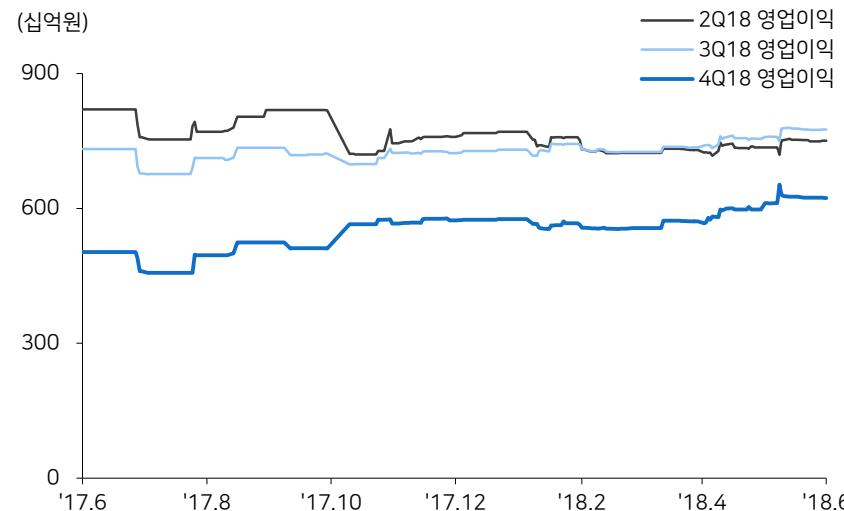
- 화장품업종의 시장 컨센서스는 2017년 하반기까지 지속적인 하향. 그러나 2017년 하반기 대비 2018년 상반기 실적 추정치 하향 마무리. 다만 개별 종목별 실적 차별화에 주의할 필요가 있겠음
- 하반기 중국인 관광객 유입이 정상화될 경우 2분기 이후 크게 낮은 기저를 바탕으로 추정치 상향 반전을 모색할 전망

### 화장품업종 연간 영업이익 컨센서스



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

### 화장품업종 분기별 영업이익 컨센서스



자료: Quantwise, 메리츠종금증권 리서치센터

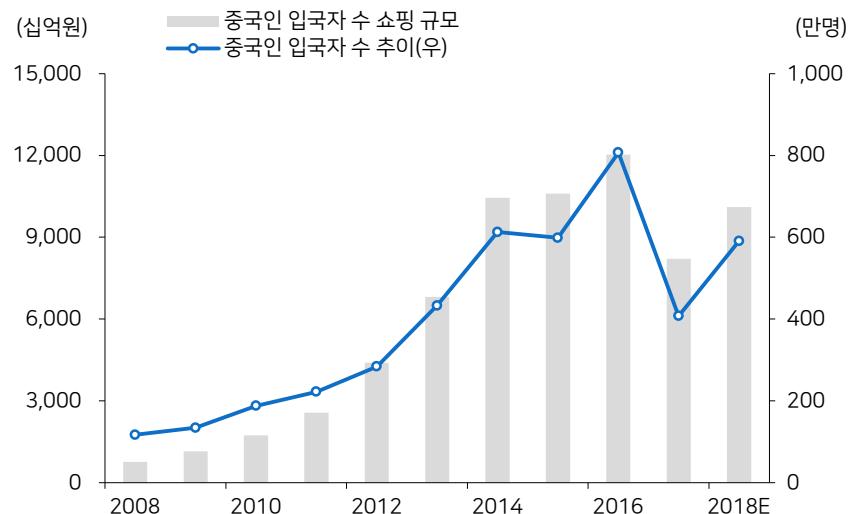
# 2018년 하반기 화장품 업종 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

**단기 이슈는 중국 턴어라운드,  
중장기 미국 등 지역 다변화와  
신규 사업 성과 기대**

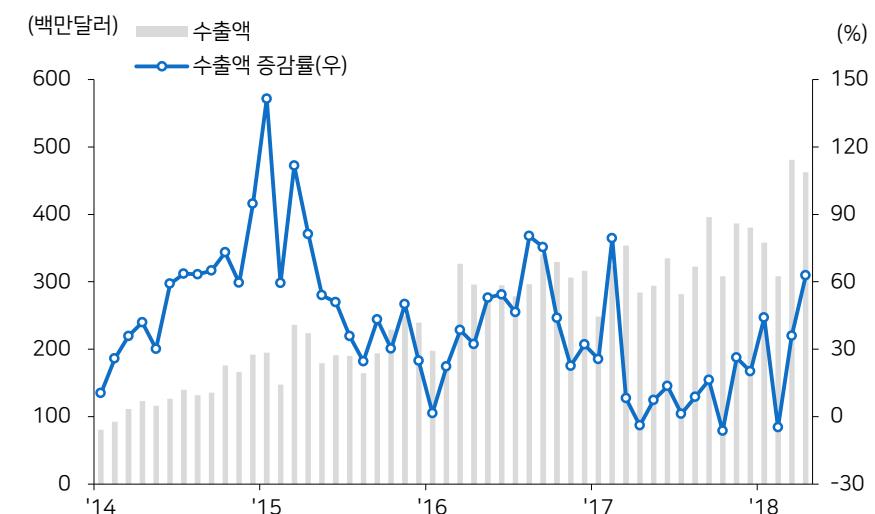
- 단기적으로는 면세점을 비롯한 국내 인바운드 소비와 중국 현지법인 실적 개선이 주가 모멘텀에 중요하게 작용할 전망
- 하반기에 접어들수록 중국 이외 해외 성과에 주목할 필요가 있겠음. 미국, 유럽 및 동남아 지역에서의 실적 기여도 확대 가능성. 또한 새로운 카테고리 확장이나 M&A 등 신규 사업 성과도 기대

## 중국인 입국자 수 및 화장품 포함 전체 입국자 쇼핑 규모 추정



자료: 한국관광공사 설문조사 바탕으로 메리츠종금증권 리서치센터 추정

## 화장품 월별 수출액 추이



자료: 한국무역협회, 메리츠종금증권 리서치센터

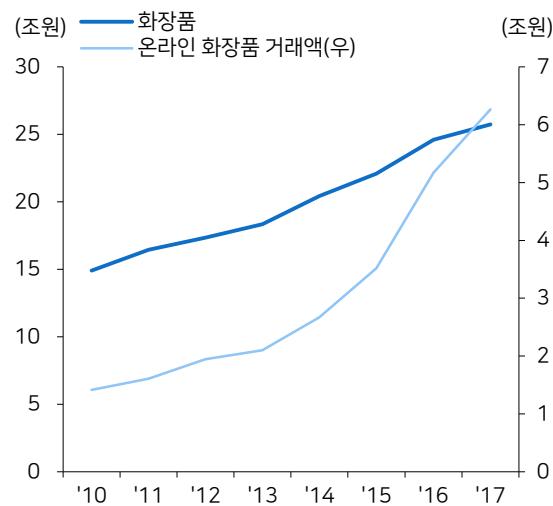
# 2018년 하반기 주목해야 할 국내 소비 트렌드

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 온라인, 더마코스메틱, 인디 & 스몰 브랜드의 고성장

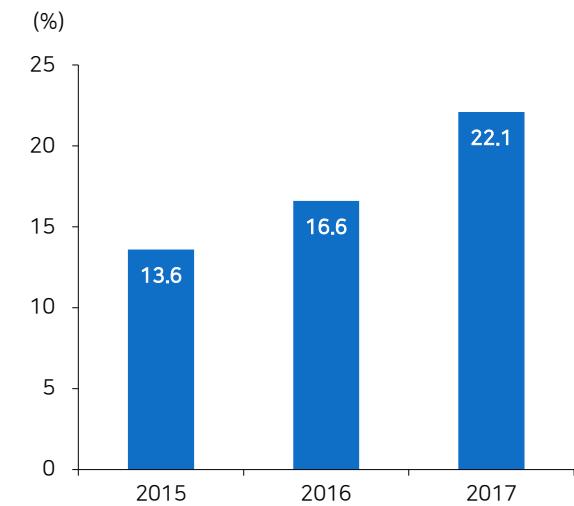
- 화장품업체들의 1분기 실적 발표에서 주목할 점은 개별기업 별로 중국 정부의 사드보복 조치에 따른 타격에서 벗어나 회복되는 속도가 크게 차별화된 양상을 나타냄
- 특히 구조적인 소비 트렌드 변화에 집중할 필요가 있으며 국내에서는 온라인 채널과 더마 코스메틱, 인디 & 스몰 브랜드의 고성장이 눈에 띤다

### 연간화장품 소매판매액 vs 온라인화장품 거래액



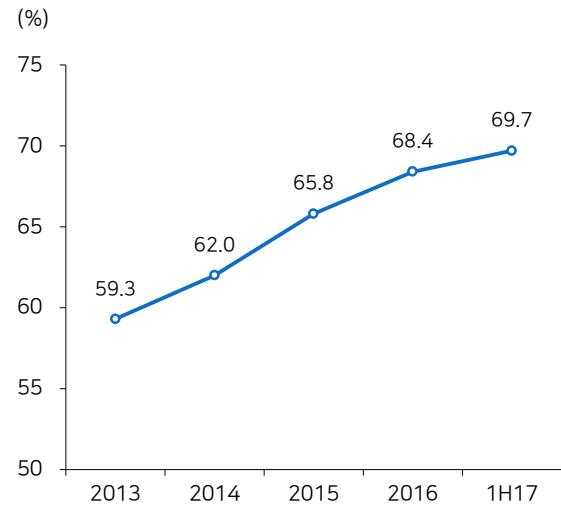
자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

### 더마화장품 시장의 성장, 구매경험률 추이



자료: 칸타월드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

### 인디 & 스몰 브랜드의 성장



자료: 칸타월드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

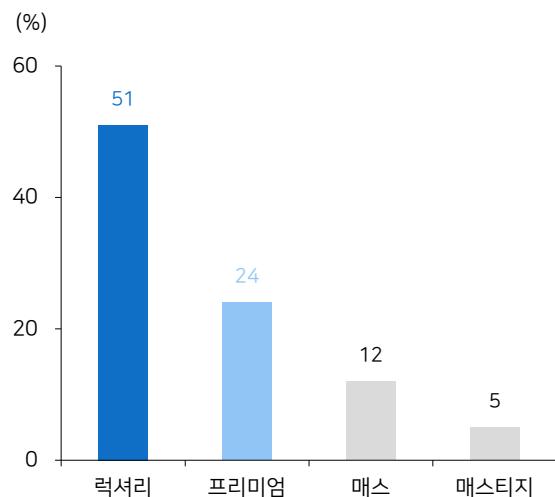
# 2018년 하반기 주목해야 할 중국 소비 트렌드

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

중국에서는 럭셔리, 마스크팩,  
신규 색조 브랜드 성장이  
두드러짐

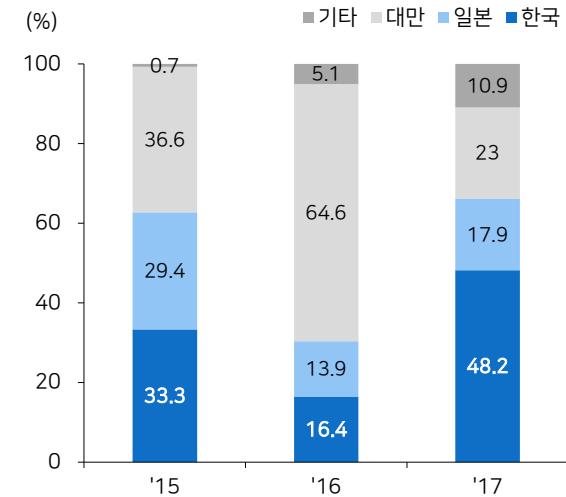
- 중국 현지 화장품 시장에서 에스테로더, 시세이도, LG생활건강과 아모레퍼시픽 등의 럭셔리 브랜드들이 차별화된 높은 성장
- 중국 기초 매스 화장품 시장에서 한국 마스크팩은 여전히 경쟁우위를 점하고 있음. 지난해 사드 타격 속에서도 중국 top15 마스크팩 브랜드 중 50%가 한국 브랜드였음
- 색조 화장품의 경우 트렌드 변화에 민감함. 중국 현지에서도 온라인 채널 기반의 새로운 로컬 색조 브랜드의 성장이 두드러지고 있음

## 럭셔리 세그먼트의 고성장



자료: 칸타원드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

## T몰 글로벌 마스크팩 판매 국가 점유율 추이



자료: KOTRA, 百家号, 메리츠종금증권 리서치센터

## 중국 현지 NEW 색조 브랜드의 성장



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# 국내 화장품기업 Peer

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

		아모레퍼시픽	아모레G	LG생활건강	코스맥스	한국콜마	네오팜
Ticker		090430 KS	002790 KS	051900 KS	192820 KS	161890 KS	092730 KS
현재주가 (6/1)	(원) (십억원)	336,500 19,671	129,500 10,678	1,385,000 21,631	175,000 1,758	76,900 1,622	54,900 409
절대수익률 (%)							
1M		-3.6	-9.4	1.1	11.5	-6.0	-6.9
3M		19.5	2.8	25.9	36.7	-0.9	3.8
6M		8.1	-12.9	15.4	43.8	-11.2	44.9
1Y		0.1	-12.9	40.3	39.2	-7.9	73.4
YTD		10.5	-8.2	16.5	49.6	-6.2	16.4
초과수익률 (%p)							
1M		-6.8	-12.7	-2.2	8.2	-9.3	-10.2
3M		16.9	0.1	23.3	34.1	-3.5	1.1
6M		3.7	-17.3	11.0	39.3	-15.7	40.4
1Y		-14.6	-27.6	25.5	24.5	-22.6	58.7
YTD		7.4	-11.3	13.3	46.4	-9.4	13.3
PER (X)							
2017		53.3	58.0	32.8	62.3	36.6	28.9
2018E		37.9	33.2	30.5	41.1	27.9	25.8
2019E		30.5	26.5	27.2	29.2	22.6	19.9
PBR (X)							
2017		4.3	3.6	5.8	5.4	5.7	7.0
2018E		4.7	3.4	6.3	7.1	4.6	6.6
2019E		4.2	3.1	5.4	5.8	3.8	5.2
ROE (%)							
2017		8.3	6.4	19.3	8.8	16.4	26.8
2018E		11.0	8.1	23.4	9.8	18.3	26.1
2019E		12.8	10.4	22.4	17.2	17.0	28.8
매출액성장률 (%)							
2017		-9.2	-10.0	2.9	16.8	23.1	26.6
2018E		12.8	12.4	7.3	34.9	24.2	27.5
2019E		13.8	13.8	7.7	18.6	17.5	22.6
영업이익성장률 (%)							
2017		-29.7	-32.4	5.6	-33.2	-8.8	45.8
2018E		28.6	29.3	15.0	74.9	33.0	28.7
2019E		24.2	24.3	10.5	38.8	27.4	31.8
순이익성장률 (%)							
2017		-29.7	-32.4	5.6	-33.2	-8.8	45.8
2018E		-6.0	-59.4	-20.1	20.9	-15.5	11.5
2019E		22.9	25.4	11.4	40.0	26.1	35.4
영업이익률 (%)							
2017		11.6	12.1	14.8	4.0	8.2	26.2
2018E		13.3	14.0	15.9	5.2	8.7	26.5
2019E		14.5	15.2	16.3	6.0	9.5	28.4
순이익률 (%)							
2017		11.6	12.1	14.8	4.0	8.2	26.2
2018E		9.7	4.4	11.1	3.6	5.5	22.9
2019E		10.5	4.8	11.4	4.2	6.0	25.3

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 83

# 글로벌 화장품기업 Peer

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품 New Algorithm

Ticker	L'OREAL	LVMH	ESTEE LAUDER	Unilever	SHISEIDO	KOSE	SHANGHAI JAHWA
국가	OR FP 프랑스	MC FP 프랑스	EL US 미국	UNA NA 미국	4911 JP 일본	4922 JP 일본	600315 CH 중국
현재주가(6/1) 시가총액	(달러) (백만달러)	241 135,536	352 178,128	148 54,469	56 163,307	78 31,049	206 12,474
절대수익률 (%)							
1M	4.0	4.4	2.7	1.7	20.4	14.4	6.7
3M	21.6	25.2	7.4	13.2	34.2	13.5	26.9
6M	14.1	26.4	19.6	1.8	56.3	27.8	18.6
1Y	10.3	34.3	58.8	-2.4	124.5	86.9	54.7
YTD	13.9	24.5	17.2	3.6	56.1	28.7	17.5
초과수익률 (%p)							
1M	0.7	1.1	-0.6	-1.6	17.2	11.1	3.4
3M	18.9	22.5	4.7	10.5	31.6	10.9	24.2
6M	9.6	21.9	15.1	-2.7	51.8	23.3	14.1
1Y	-4.4	19.6	44.0	-17.1	109.7	72.2	40.0
YTD	10.8	21.4	14.1	0.5	52.9	25.5	14.4
PER (X)							
2017	27.1	24.0	25.9	21.7	95.6	26.5	63.6
2018E	29.8	26.4	33.3	20.5	47.6	37.1	52.9
2019E	27.9	24.1	29.5	18.9	38.6	32.4	41.3
PBR (X)							
2017	4.2	4.3	8.1	9.4	5.1	3.5	4.6
2018E	4.3	4.7	11.8	9.9	7.2	6.2	5.0
2019E	4.0	4.2	10.7	9.8	6.3	5.5	4.6
ROE (%)							
2017	14.5	18.6	31.4	40.4	5.6	13.9	7.3
2018E	14.9	17.8	33.4	40.8	1.5	16.9	7.5
2019E	14.8	18.6	36.8	47.0	16.0	17.8	9.4
매출액성장률 (%)							
2017	6.6	15.7	5.0	4.0	14.3	21.6	7.1
2018E	5.8	11.1	15.4	1.0	9.4	21.7	26.7
2019E	5.0	6.8	7.8	1.6	8.6	9.1	20.2
영업이익성장률 (%)							
2017	17.0	20.0	3.8	15.6	111.6	25.5	45.1
2018E	12.6	18.6	-83.7	11.5	38.2	39.5	97.7
2019E	6.5	7.5	11.4	4.1	19.9	12.9	36.1
순이익성장률 (%)							
2017	17.7	31.5	12.0	19.2	-31.4	28.8	90.8
2018E	12.6	16.8	-12.1	10.3	205.3	55.2	49.4
2019E	6.5	9.6	68.5	-3.9	23.3	14.5	29.0
영업이익률 (%)							
2017	17.3	19.0	118.0	16.9	8.0	14.7	5.7
2018E	18.4	20.3	16.6	18.6	10.1	16.8	8.9
2019E	18.6	20.5	17.2	19.1	11.2	17.4	10.1
순이익률 (%)							
2017	13.8	12.0	10.6	11.3	2.3	8.1	6.1
2018E	14.6	12.6	8.0	12.3	6.3	10.4	7.1
2019E	14.8	13.0	12.6	11.6	7.2	10.9	7.7

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Meritz Research 84

# 주요 글로벌 화장품 기업, 최근 주가 동향

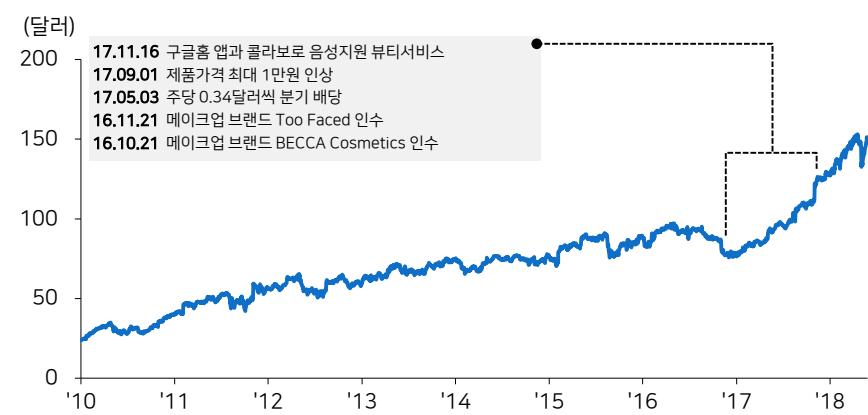
메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품 New Algorithm

## L'Oréal



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

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## L'Oreal 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	28,884.1	29,387.9	29,933.5	28,035.9	27,578.2	29,399.6	32,303.8	31,116.5
영업이익	4,774.8	4,769.3	4,714.3	4,724.2	4,341.6	5,078.7	5,835.7	5,717.8
세전이익	4,983.9	5,217.6	5,168.4	5,014.4	4,756.2	5,340.2	6,264.5	6,012.3
순이익(조정)	3,687.5	3,929.4	6,523.1	3,660.1	3,437.6	4,046.0	4,530.8	4,554.8
성장률(%YoY)								
매출액	2.0	1.7	1.9	-6.3	-1.6	6.6	9.9	-3.7
영업이익	6.4	-0.1	-1.2	0.2	-8.1	17.0	14.9	-2.0
세전이익	3.2	4.7	-0.9	-3.0	-5.1	12.3	17.3	-4.0
순이익	8.6	6.6	66.0	-43.9	-6.1	17.7	12.0	0.5
수익성 (%)								
영업이익률	16.5	16.2	15.7	16.9	15.7	17.3	18.1	18.4
세전이익률	17.3	17.8	17.3	17.9	17.2	18.2	19.4	19.3
순이익률	12.8	13.4	21.8	13.1	12.5	13.8	14.0	14.6
PER (배)	21.9	26.5	29.1	26.2	31.5	27.1	30.8	29.7
PBR (배)	3.0	3.4	3.8	3.7	4.0	4.2	4.5	4.3
EV/EBITDA (배)	12.0	15.0	15.6	14.8	18.2	17.8	19.3	19.1
ROE (%)	14.9	13.6	22.9	15.1	12.9	14.5	14.9	14.8
EPS (달러)	6.2	6.6	11.3	6.6	6.1	7.2	8.3	8.2
BPS (달러)	46.1	52.0	44.1	45.8	46.1	53.3	56.3	56.7

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## L'Oreal 분기별 실적 추이

(백만달러)	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17	2H17	1H18E	2H18E	1H19E	2H19E
매출액	14,313.5	13,726.8	13,951.8	13,628.0	14,526.7	14,835.7	15,668.6	16,507.2	15,930.6	17,292.3
영업이익	2,567.4	2,159.4	2,124.1	2,216.4	2,580.2	2,485.9	2,696.0	3,158.7	2,780.0	N/A
세전이익	2,905.6	2,113.6	2,471.8	2,285.8	3,004.9	2,297.0	2,675.1	3,550.5	2,796.5	N/A
순이익	2,102.1	1,561.3	1,651.9	1,784.4	2,206.9	1,816.1	1,730.1	2,672.8	2,087.3	N/A
성장률(%YoY)										
매출액	-6.6	-6.1	-2.5	-0.7	4.1	8.9	7.9	11.3	1.7	4.8
영업이익	-3.8	4.8	-17.3	2.6	21.5	12.2	4.5	27.1	3.1	N/A
세전이익	-8.0	3.5	-14.9	8.1	21.6	0.5	-11.0	54.6	4.5	N/A
순이익	-11.6	-61.8	-21.4	14.3	33.6	1.8	-21.6	47.2	20.6	N/A
수익성 (%)										
영업이익률	17.9	15.7	15.2	16.3	17.8	16.8	17.2	19.1	17.5	N/A
세전이익률	20.3	15.4	17.7	16.8	20.7	15.5	17.1	21.5	17.6	N/A
순이익률	14.7	11.4	11.8	13.1	15.2	12.2	11.0	16.2	13.1	N/A

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# Appendix. LVMH(MC FP) 연간 및 분기별 실적 추이

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## LVMH 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	36,136.8	38,542.3	40,702.2	39,587.3	41,616.9	48,167.0	51,958.4	54,025.3
영업이익	7,379.6	7,864.9	7,221.7	7,100.7	7,638.3	9,168.9	10,140.0	10,870.9
세전이익	7,361.6	7,571.4	11,130.1	6,626.8	7,163.4	8,963.2	9,791.0	10,576.8
순이익(조정)	4,402.8	4,564.1	7,503.3	3,966.1	4,406.3	5,794.4	6,049.0	6,769.1
성장률(%YoY)								
매출액	9.7	6.7	5.6	-2.7	5.1	15.7	7.9	4.0
영업이익	2.8	6.6	-8.2	-1.7	7.6	20.0	10.6	7.2
세전이익	7.6	2.8	47.0	-40.5	8.1	25.1	9.2	8.0
순이익	3.2	3.7	64.4	-47.1	11.1	31.5	4.4	11.9
수익성 (%)								
영업이익률	20.4	20.4	17.7	17.9	18.4	19.0	19.5	20.1
세전이익률	20.4	19.6	27.3	16.7	17.2	18.6	18.8	19.6
순이익률	12.2	11.8	18.4	10.0	10.6	12.0	11.6	12.5
PER (배)	20.2	19.3	11.7	20.4	22.9	24.0	31.4	26.7
PBR (배)	2.8	2.5	3.0	3.0	3.5	4.3	5.4	4.7
EV/EBITDA (배)	9.8	8.9	9.8	9.2	10.5	12.6	16.0	14.4
ROE (%)	14.6	13.4	23.2	15.5	15.7	18.6	17.8	18.5
EPS (달러)	8.8	9.1	15.0	7.9	8.8	11.5	12.1	13.4
BPS (달러)	64.5	74.1	52.5	52.6	55.4	69.0	70.6	75.6

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## LVMH 분기별 실적 추이

(백만달러)	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17	2H17	1H18E	2H18E	1H19E	2H19E
매출액	18,654.9	20,920.4	19,190.5	22,396.8	21,352.6	26,963.9	27,613.1	26,323.7	30,003.5	N/A
영업이익	3,231.4	3,865.8	3,254.6	4,373.6	3,839.7	5,377.0	5,386.2	5,046.4	6,187.3	N/A
세전이익	2,938.9	3,683.7	3,073.7	4,080.6	3,823.4	5,180.6	5,454.9	4,884.1	6,045.7	N/A
순이익	1,764.2	2,199.4	1,910.3	2,490.7	2,295.1	3,540.8	3,447.8	N/A	N/A	N/A
성장률(%YoY)										
매출액	-2.9	-2.2	2.9	7.1	11.3	20.4	29.3	-2.4	8.7	N/A
영업이익	-6.8	3.4	0.7	13.1	18.0	22.9	40.3	-6.1	14.9	N/A
세전이익	-13.5	-51.5	4.6	10.8	24.4	27.0	42.7	-5.7	10.8	N/A
순이익	-14.7	-58.7	8.3	13.2	20.1	42.2	50.2	N/A	N/A	N/A
수익성 (%)										
영업이익률	17.3	18.5	17.0	19.5	18.0	19.9	19.5	19.2	20.6	N/A
세전이익률	15.8	17.6	16.0	18.2	17.9	19.2	19.8	18.6	20.1	N/A
순이익률	9.5	10.5	10.0	11.1	10.7	13.1	12.5	N/A	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

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

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품 New Algorithm

## Estee Lauder 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	9,713.6	10,181.7	10,968.8	10,780.0	11,262.0	11,824.0	13,641.5	14,702.5
영업이익	1,311.7	1,526.0	1,827.6	1,606.0	1,610.0	1,692.0	2,268.4	2,527.1
세전이익	1,261.1	1,475.2	1,776.8	1,561.0	1,555.0	1,617.0	2,185.9	2,446.1
순이익(조정)	856.9	1,019.8	1,204.1	1,089.0	1,115.0	1,249.0	1,668.8	1,874.6
성장률(%YoY)								
매출액	10.3	4.8	7.7	(1.7)	4.5	5.0	15.4	7.8
영업이익	20.4	16.3	19.8	(12.1)	0.2	5.1	34.1	11.4
세전이익	23.0	17.0	20.4	(12.1)	(0.4)	4.0	35.2	11.9
순이익	22.3	19.0	18.1	(9.6)	2.4	12.0	33.6	12.3
수익성 (%)								
영업이익률	13.5	15.0	16.7	14.9	14.3	14.3	16.6	17.2
세전이익률	13.0	14.5	16.2	14.5	13.8	13.7	16.0	16.6
순이익률	8.8	10.0	11.0	10.1	9.9	10.6	12.2	12.8
PER (배)	23.4	23.0	23.4	30.3	28.8	25.9	33.8	30.0
PBR (배)	7.7	7.8	7.4	8.9	9.4	8.1	12.0	10.9
EV/EBITDA (배)	13.1	13.6	12.7	16.2	17.0	17.2	20.2	18.3
ROE (%)	32.0	33.9	33.7	29.0	30.9	31.4	36.8	41.9
EPS (달러)	2.2	2.6	3.1	2.9	3.0	3.4	4.5	5.0
BPS (달러)	7.0	8.5	10.1	9.7	9.7	11.9	12.6	13.8

주: 6월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## Estee Lauder 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	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	3,744.0	3,370.0	3,267.7	3,528.8	4,021.5
영업이익	384.0	143.0	418.0	617.0	427.0	230.0	568.0	710.0	497.0	300.6	670.6	860.1
세전이익	370.0	130.0	403.0	600.0	407.0	207.0	549.0	690.0	480.0	270.7	648.8	840.5
순이익	265.0	94.0	294.0	428.0	298.0	229.0	427.0	123.0	372.0	175.0	498.5	642.9
성장률(%YoY)												
매출액	3.0	4.8	1.1	2.7	7.5	9.4	14.3	16.7	18.0	12.9	7.8	7.4
영업이익	-3.3	-37.4	-7.7	-2.1	11.2	60.8	35.9	15.1	16.4	30.7	18.1	21.1
세전이익	-3.9	-40.7	-8.2	-2.6	10.0	59.2	36.2	15.0	17.9	30.8	18.2	21.8
순이익	-2.6	-38.6	-4.9	-4.3	12.5	143.6	45.2	-71.3	24.8	-23.6	16.7	422.7
수익성 (%)												
영업이익률	14.5	5.4	14.6	19.2	14.9	7.9	17.3	19.0	14.7	9.2	19.0	21.4
세전이익률	13.9	4.9	14.1	18.7	14.2	7.2	16.8	18.4	14.2	8.3	18.4	20.9
순이익률	10.0	3.6	10.3	13.3	10.4	7.9	13.0	3.3	11.0	5.4	14.1	16.0

주: 6월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

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

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품 New Algorithm

## Shiseido 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	8648.4	8202.1	7609.3	7109.7	7839.9	8964.2	9,855.4	10,668.6
영업이익	496.0	315.2	495.7	252.4	339.1	717.4	1,007.2	1,208.6
세전이익	493.6	-78.0	503.5	448.3	459.8	343.9	985.4	1,205.5
순이익(조정)	184.0	-177.7	261.1	307.8	296.0	202.9	632.5	779.7
성장률(%YoY)								
매출액	10.2	-5.2	-7.2	-6.6	10.3	14.3	9.9	8.3
영업이익	-4.7	-36.4	57.3	-49.1	34.3	111.6	40.4	20.0
세전이익	47.0	적전	흑전	-11.0	2.6	-25.2	186.5	22.3
순이익	22.9	적전	흑전	17.9	-3.8	-31.4	211.7	23.3
수익성 (%)								
영업이익률	5.7	3.8	6.5	3.6	4.3	8.0	10.2	11.3
세전이익률	5.7	-1.0	6.6	6.3	5.9	3.8	10.0	11.3
순이익률	2.1	-2.2	3.4	4.3	3.8	2.3	6.4	7.3
PER (배)	39.2	N/A	27.7	25.3	36.8	95.6	47.9	39.1
PBR (배)	2.0	1.8	2.1	2.2	3.0	5.1	7.1	6.2
EV/EBITDA (배)	8.9	10.0	8.8	13.0	16.4	17.4	21.7	18.6
ROE (%)	4.8	-5.1	8.3	9.3	8.2	5.6	15.5	17.0
EPS (달러)	0.5	-0.4	0.7	0.8	0.7	0.5	1.6	1.9
BPS (달러)	8.9	7.7	8.3	8.1	8.5	9.4	10.8	12.2

주: 2015년까지 3월 결산, 2016년부터 12월 결산 기준

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## Shiseido 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	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	2,426.1	2,435.0	2,303.0	2,487.8	2,516.2
영업이익	191.8	-19.9	183.7	-17.9	212.5	94.8	324.3	86.7	435.2	107.9	330.2	97.9
세전이익	342.0	-39.9	185.5	-38.4	206.7	63.9	-314.9	380.1	437.6	99.6	291.5	145.3
순이익	237.1	-26.0	123.9	-46.4	123.3	43.3	-322.3	351.8	266.5	82.9	219.6	43.4
성장률(%YoY)												
매출액	-0.6	-0.4	11.5	1.2	-1.7	5.4	8.3	3.9	0.4	6.8	6.5	3.7
영업이익	159.6	적전	흑전	적전	흑전	-55.4	242.0	-73.3	402.2	13.8	1.8	13.0
세전이익	384.0	적전	흑전	적전	흑전	-69.1	적전	흑전	15.1	55.7	흑전	-61.8
순이익	383.3	적전	흑전	적전	흑전	-64.9	적전	흑전	-24.2	91.6	흑전	-87.7
수익성 (%)												
영업이익률	10.4	-1.1	8.9	-0.9	10.4	4.4	13.9	3.6	17.9	4.7	13.3	3.9
세전이익률	18.5	-2.2	9.0	-1.8	10.1	3.0	-13.5	15.7	18.0	4.3	11.7	5.8
순이익률	12.8	-1.4	6.0	-2.2	6.0	2.0	-13.8	14.5	10.9	3.6	8.8	1.7

주: 2015년까지 3월 결산, 2016년부터 12월 결산 기준

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터



# 11

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

유통/화장품

## Part IV

**럭셔리 소비, 그리고 스몰 브랜드의 성장**

# 글로벌 경기 호조에 따른 럭셔리 소비 모멘텀 지속

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

럭셔리 소비, 높은 가격  
전가력으로 인플레이션 시기  
실적 모멘텀 강화

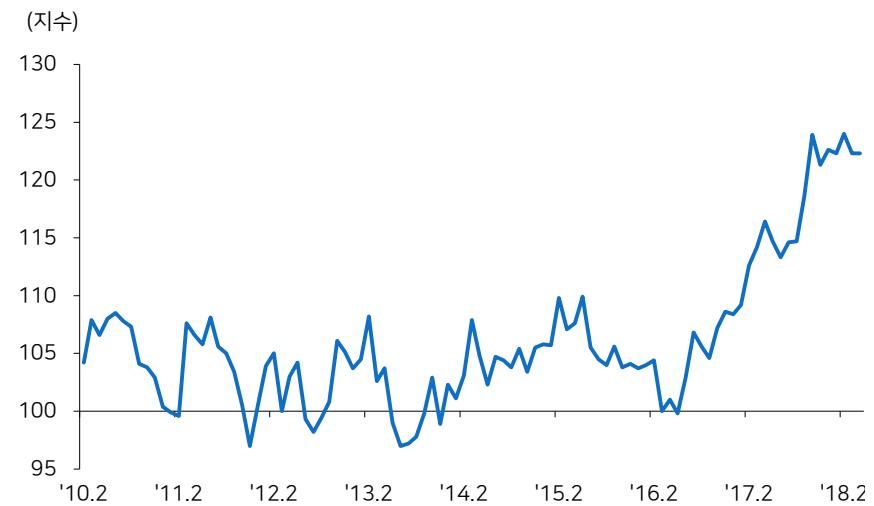
- 일반적으로 럭셔리 소비는 유가 상승과 인플레이션 시기에 더욱 강화되는 경향이 있음. 원가 상승 대비 브랜드력에 기반한 가격 전가력이 뛰어나기 때문
- 하반기에도 글로벌 경기 호조에 따른 럭셔리 소비 모멘텀이 지속될 전망

S&P Global Luxury Index 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

중국 소비자기대 지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

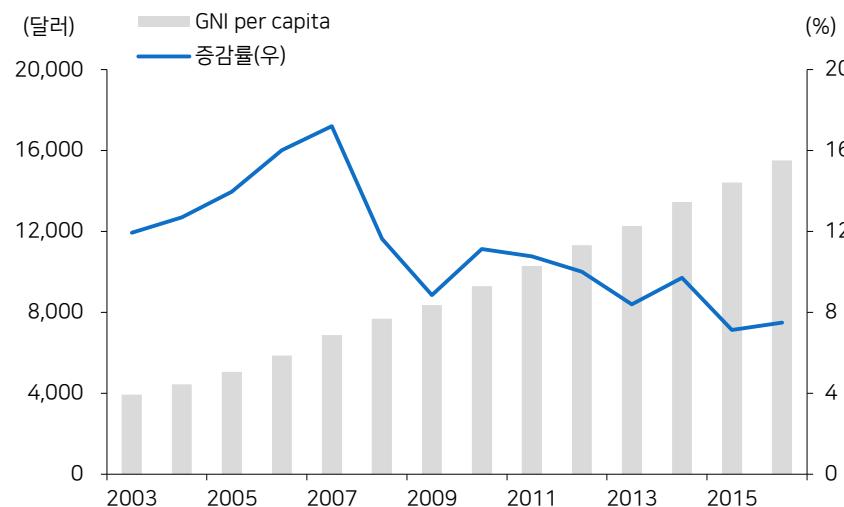
# 중국 중산층 소비력 확대에 따른 럭셔리 화장품 판매 호조

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

전세계 럭셔리 구매 핵심층인  
중국 중산층의 소비력 확대는  
구조적인 변화로 상승 지속

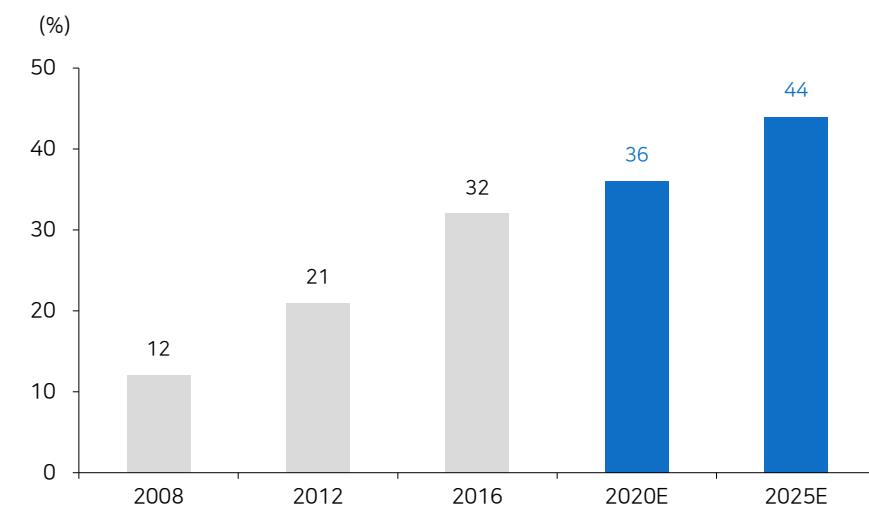
- 전세계 럭셔리 브랜드의 핵심 구매층은 중국인. 2013년 시진핑 정권 출범 이후 사치품 억제 정책으로 둔화되었던 럭셔리 소비가 2016년 말부터 다시 살아나기 시작함
- 2017년 중국 럭셔리 소비는 더욱 강해지고 있는데 이는 중국 상위층이 주도했던 과거와는 달리 중국 중산층의 소득 수준이 꾸준히 상승하면서 소비력이 확대되고 있기 때문

## 중국 평균소득 수준의 상승으로 중산층 소비력 확대



자료: World Bank, 메리츠종금증권 리서치센터

## 럭셔리 소비재 시장 내 중국인 소비자 비중



자료: 맥킨지컴퍼니, 메리츠종금증권 리서치센터

# 2013~2016년 중국인 관광객들은 ‘쇼핑’을 위해 한국에 왔다

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 2011년부터 쇼핑 관광을 위해 입국한 여성 비중 증가

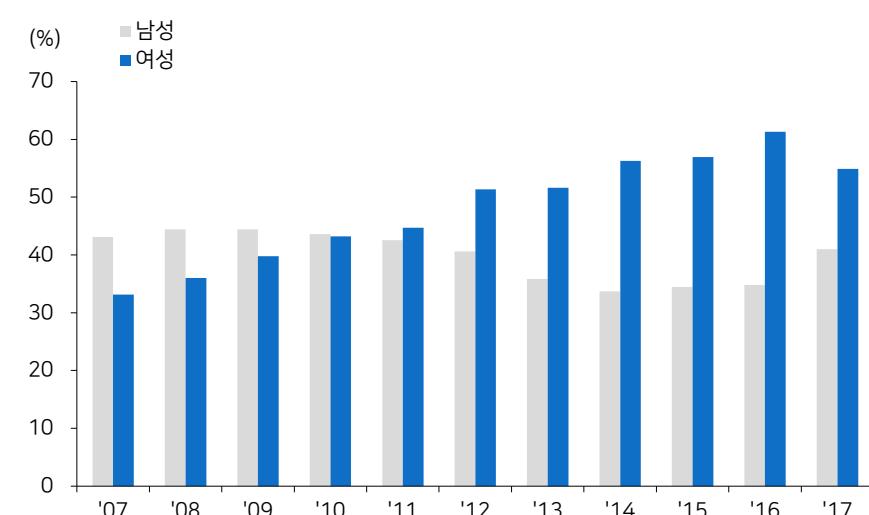
- 과거 한중 교류는 업무수행 중심의 남자 비중이 높았음. 2010년 이후 정부 입장에서 차이나 머니를 활용하고자 비자발급을 대폭 완화했음. 그리고 사업보다는 관광을 목적으로 방한한 비율이 증가하면서 20~30대 여성 비중이 크게 늘어나게 됨
- 2016년 중국인 관광객을 대상으로 조사한 결과, 한국을 여행지로 선택하게 된 요인을 쇼핑으로 응답한 비중이 75.7%에 달하였음

## 방한 중 활동별 응답비중

(%)	쇼핑	식도락	자연경관	고궁/역사유적	업무수행	유통/오락
2010	60.9	38.5			21.3	8.0
2011	69.9	46.1	12.2	14.3	22.8	11.5
2012	72.8	48.4	13.3	14.2	16.5	8.4
2013	70.9	39.0	17.6	16.2	16.6	9.6
2014	74.0	46.4	31.7	27.2	14.3	9.2
2015	71.5	47.3	30.0	26.2	12.9	11.9
2016	75.7	51.0	28.6	25.0	11.4	15.2

자료: 한국관광공사, 메리츠종금증권 리서치센터

## 중국인 입국자 성별 주요: 쇼핑 및 관광을 위한 여성 증가



자료: 한국관광공사, 메리츠종금증권 리서치센터

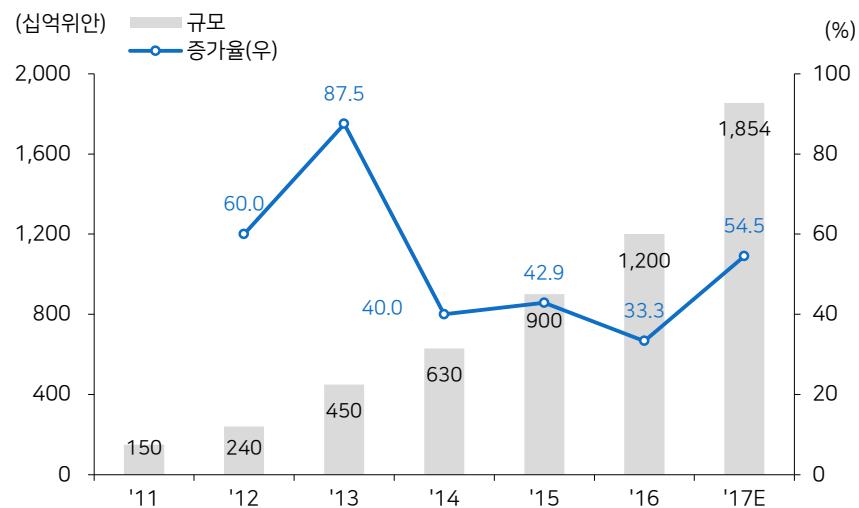
# 달라진 중국 럭셔리 소비, 요우커가 돌아오지 않는 이유

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

한국에 오지 않아도 중국 내  
좋은 상품을 구매할 수 있는  
채널이 다양해지고 있음

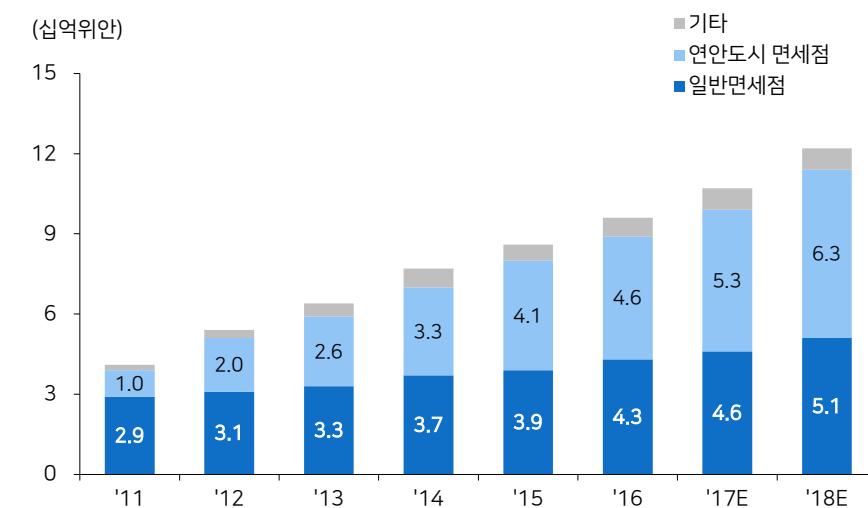
- 이제 중국인들이 한국에 오지 않아도 중국 내 좋은 상품을 구매할 수 있는 채널이 다양해지고 있음.  
대표적인 사례가 중국 웨이상의 성장임
- 중국의 해외직구 시장도 빠르게 성장하고 있으며 중국 정부도 해외직구 관련 제도 정비를 통해 시장 성장을 촉진하고 있음. 중국 정부의 적극적인 자국 면세점 육성 정책에 힘입어 중국의 대표적인 면세기업인 CITS (China International Travel Service)의 실적 또한 큰 폭으로 개선되었음

중국 해외직구 규모



자료: 중국전자상거래 연구중심, 메리츠종금증권 리서치센터

중국 로컬 면세시장의 성장



자료: CITS, 메리츠종금증권 리서치센터

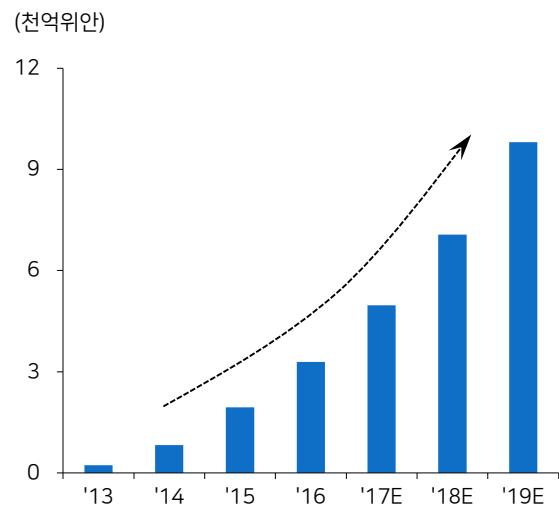
# 중국 SNS 사업가 '웨이상'의 부상

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

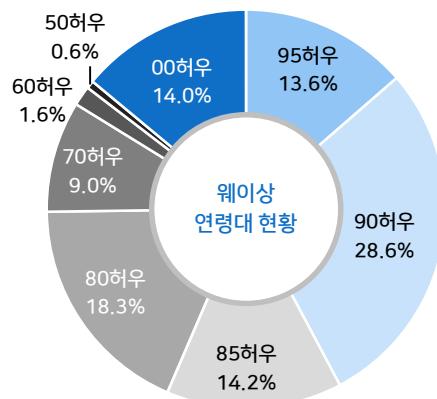
## 웨이상, 중국 젊은 층 꿈의 직업

- 웨이상은 개인 네트워크 위주의 대리구매에서 신뢰와 정품을 보장하는 직접판매 채널로 진화함
- 중국 사회과학원과 텐센트가 중국 전 지역 80하우, 90하우, 00하우를 대상으로 진행한 SNS 및 활용 연구에 따르면 조사 대상자의 절반 이상이 인터넷 및 SNS 관련 업종 종사에 관심이 있다고 답했음. 이 중 최고 선호 직업은 웨이상 (30.3%)이었음
- 중국 젊은이들이 웨이상에 높은 관심을 보이는 이유는 온라인 거래, SNS 사용이 일상화되면서 웨이상 수입이 크게 늘었기 때문. 현지 업계에 따르면 소위 잘 나가는 웨이상의 연 수입은 최고 2억원을 웃도는 것으로 전해짐

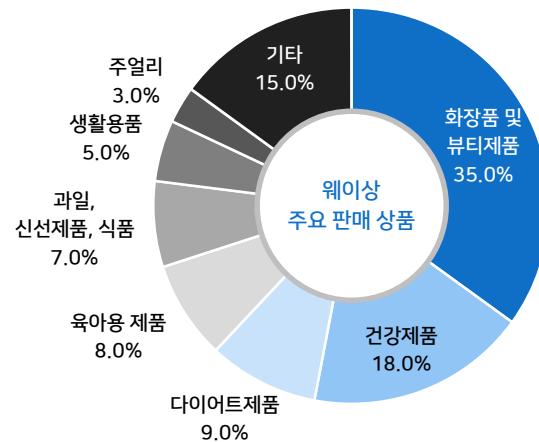
## 웨이상 시장 거래 현황



## 웨이상 연령대 현황



## 중국 웨이상 주요 판매상품



자료: 언론자료 (뉴스핌), 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 언론자료 (뉴스핌), 메리츠종금증권 리서치센터

자료: 언론자료 (뉴스핌), 메리츠종금증권 리서치센터

# 중국 온라인의 강력한 인플루언서, ‘왕홍’

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 왕홍들이 추천하는 제품에 대한 신뢰도가 높은 편임

- 왕홍(网红)이란 온라인상의 유명인사(왕루어홍런, 网络红人)를 일컫는 말로, 주로 웨이보 등 중국 SNS에서 활동하면서 많은 팬과 영향력을 지닌 사람들을 지칭함
- 왕홍들은 자신만의 개성과 다양한 콘텐츠를 바탕으로 팬들과 적극적으로 소통함. 단순히 자신의 사진을 SNS에 게시하는 것에 그치지 않고, 온라인 상에서 팬들과 활발하게 소통하면서 메이크업, 헤어, 패션 등 다양한 정보들을 공유함. 연예인들과는 다르게 자기 자신을 있는 그대로 드러내며, 다양한 스타일과 기호를 반영한 개성 있는 모습으로 사람들을 사로잡음

## 중국 주요 SNS 플랫폼

이름	이미지	설명
시나 웨이보 (微博, Sina Weibo)		인터넷 포털 사이트 시나닷컴이 제공하는 중국 최대의 마이크로 블로그 서비스. 2009년 8월부터 서비스를 시작하여 현재 이용자 수 2억명 이상임
웨이신 (微信, Wechat)		중국 최대 인터넷 기업인 텐센트가 서비스하는 모바일 메신저, 웨이신 모멘트(한국 카카오스토리와 유사)에 제품 정보를 올려 C2C 방식으로 판매하는 "웨이상(微商)" 비즈니스 모델이 생겨나기도 함
텐센트 QQ (腾讯QQ)		마찬가지로 텐센트사가 서비스하는 컴퓨터 메신저 프로그램. 중국에서 첫번째, 세계에서 세번째로 인기있는 IM 서비스임.
유쿠 (优酷, Youku)		중국 1위의 비디오 공유 사이트. 자체적으로 제공하는 미디어 콘텐츠 뿐 아니라 사용자들이 직접 제작한 동영상을 공유하며, 영상의 길이나 용량의 제한도 없음
런런왕 (人人网, renrenwang)		2005년 '교내(校内)'라는 이름으로 시작. 학생들을 대상으로 서비스를 시작하여 현재는 중국 대형 SNS 플랫폼으로 성장함

자료: Baidu, KOTRA, 메리츠종금증권 리서치센터

## 중국 유명 웨이보 블로거들

이름	장다이(Zhang Dayi)	쉐리(Xue Li)	자오다시(Zhao Daxi)
이미지			
팔로워 수	405만명	141만명	30만명
설명	2014년 5월 타오바오 쇼핑몰 오픈, 신상품 출시 때마다 타오바오 매출 순위 최고.	2015년 1월부터 8월까지 8개월간 매출 2억 위안(약 350억 이상) 정도로 추정. 웃 가격은 220위안에서 240위안 사이	대학 재학 중 타오바오 쇼핑몰 오픈, 2013년 졸업 당시 직원수 100여명의 의류업체로 성장

자료: Baidu, KOTRA, 메리츠종금증권 리서치센터

# 중국 왕홍산업, 온라인 쇼핑 트렌드와 제품 판매 프로세스 변화 이끌어

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 왕홍 전자상거래, 풍부한 콘텐츠, 우수한 사진 및 동영상 제작 능력, 구전효과에 강점

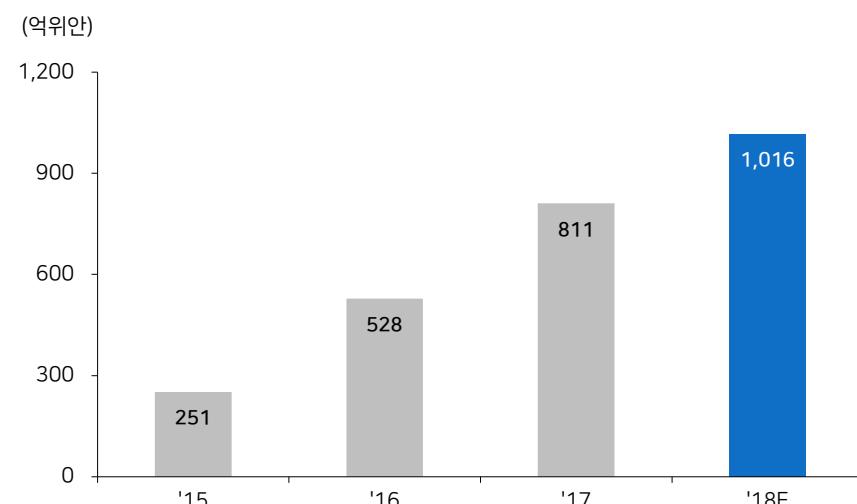
- KOTRA에 따르면 2016년 중국 왕홍산업 규모가 528억 위안에 달하며, 2018년 1,016억 위안에 이르러 2015~2018년 연평균 성장률이 59.4%에 이를 것이라고 예측함
- 온라인 매체가 다양해짐에 따라 왕홍이 탄생하는 플랫폼이 많아지고, 수량도 급격히 증가함. 영역, 콘텐츠 및 수익 창출 방식에 따라 왕홍을 커머스형과 콘텐츠형으로 나눌 수 있겠음
- 왕홍 전자상거래는 다양한 방식의 디스플레이, 풍부한 콘텐츠, 우수한 사진 및 동영상 제작 능력에 강점이 있으며 상호 간 활발한 댓글 활동으로 구전효과 극대화

## 왕홍의 유형 구분

구분	커머스 왕홍		콘텐츠 왕홍
	셀럽형	광고형	
수익 모델	왕홍 자신이 하나의 브랜드가 돼 자체 상품을 기획하거나 유망 상품을 직접 발굴해 판매하는 것을 통해 수익을 창출	외부의 의뢰로 제품을 흥보, 판매하며 광고주가 지불하는 광고료를 통해 수익을 창출	직접 콘텐츠를 제작하고 이를 시청하는 팔로워들이 제공하는 환금성 아이템을 통해 수익을 창출
특징	연예인에 준하는 인지도를 가진 이른바 소수의 '슈퍼 왕홍'들이 해당됨	대다수의 커머스 왕홍이 광고형에 속함	콘텐츠의 질이 그들의 핵심 역량이기 때문에 외부 홍보 의뢰에 매우 까다로운 경향

자료: 한국무역협회 국제무역연구원, 메리츠종금증권 리서치센터

## 왕홍 산업규모 전망



자료: Analysys, 메리츠종금증권 리서치센터

# 새로운 시대의 변화, ‘マイ크로 소비’

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 새로운 시대의 권력, マイ크로 파워

- 서울대 김난도 교수는 '트렌드코리아 2018'에서 사회적 약자, 즉 언더독 (Underdog)의 약진과 꼬리가 몸통을 흔드는 혁명적 변화 예상
- 사은품을 본 상품보다, SNS가 대중매체보다, 1인 방송이 주류 매체보다, 카드뉴스가 TV뉴스보다, 노점의 푸드트럭이 백화점 푸드코트보다, 인디레이블이 대형 기획사보다, 인터넷의 마이크로 인플루언서들이 대형스타보다, 싱글 프로덕트 브랜드가 대형 종합 브랜드보다 인기를 끄는 현상이 다양하게 나타나고 있음

### 꼬리가 몸통을 흔들다

#### 2018년 사회적 약자 (underdogs)의 약진이 예상되는 한 해

- |                      |                          |
|----------------------|--------------------------|
| ■ 사은품 > 본품           | ■ SNS > 대중매체             |
| ■ 1인방송 > 주류매체        | ■ 카드뉴스 > TV뉴스            |
| ■ 푸드트럭 > 푸드코트        | ■ 인디레이블 > 대형기획사          |
| ■ 마이크로 인플루언서 > 대형 스타 | ■ 싱글프로덕트 브랜드 > 대형 종합 브랜드 |

자료: 트렌드코리아 2018, 메리츠종금증권 리서치센터

# マイ크로 소비, 기업 패러다임의 변화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 스몰 비즈니스, 소비자 중심의 하이터치 마케팅으로 강력한 경쟁 기반 확보 가능

- 4차 산업혁명 시대는 고객이 제품을 만드는 시대, 즉 프로슈머 (Prosumer)의 시대이며 코크리에이션 (Co-creation)의 시대
- 마케팅의 아버지라 불리는 '마켓 4.0'의 저자 필립 코틀러는 사회가 고도화, 디지털화할수록 사람들은 인간의 감성에 목말라하는데 이러한 포스트디지털 시대에는 인간적인 마케팅을 해야한다고 강조함
- 스몰 비즈니스 또한 온라인과 함께 오프라인을 펼치면서 인간적인 상호작용을 강화할 때 고객 경험을 상승시키면서 차별화 요소로 강력한 경쟁 기반이 될 수 있겠음

## 기업의 패러다임 변화

과거	현재 또는 미래
■ 제조 및 생산 위주	■ 브랜드 마케팅 및 디자인 혁신에 대한 관심 증대
■ 가격 위주	■ 가치 위주
■ 저가격, 낮은 인지가치의 제품	■ 차별화된 가치를 제공하는 제품
■ 단기 재무제표 중심	■ 단기성과 및 장기 성장 가능성 중심
■ 마케팅 부서의 브랜드 전략	■ 전사적 브랜드 중요성
■ 시장점유율	■ 브랜드 가치
■ 비용으로서의 마케팅	■ 전략투자로서의 마케팅과 브랜드

자료: 스몰 비즈니스 헤드 스타트, 메리츠종금증권 리서치센터

## 필립 코틀러의 마켓 4.0

Industry 1.0	Market 1.0
증기기관 발명에 따른 기계화 혁명	제품 중심의 마케팅
Industry 2.0	Market 2.0
전기에너지에 기반을 두는 대량생산 혁명	소비자 중심 마케팅 (세분화와 포지셔닝)
Industry 3.0	Market 3.0
컴퓨터와 인터넷에 기초한 지식정보 혁명	인간 중심의 마케팅 (가치와 스토리텔링)
Industry 4.0	Market 4.0
ICT발달로 인한 자동화, 지능화 혁명	'하이테크+하이터치'의 융복합 전략

자료: 스몰 비즈니스 헤드 스타트, 메리츠종금증권 리서치센터

# 지금은 스타트업 창업 시대

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

디지털 전환은 스타트업들에게  
기존 기업과 동등한 위치에서  
새로운 비즈니스 기회 제공

- 스타트업은 혁신적 기술과 아이디어를 보유한 설립된 지 얼마되지 않은 창업기업. 스타트업은 자체적인 비즈니스 모델을 가지고 있는 작은 그룹이나 프로젝트형 회사로 혁신을 바탕으로 고성장과 고부가가치 창출을 목표로 함
- 디지털 전환은 스타트업들에게 기존 기업과 동등한 위치에서 디지털 주도권을 획득하여 새로운 비즈니스를 선도할 수 있는 기회를 제공함
- 린스타트업은 아이디어를 빠르게 시제품으로 만들어 시장에 대한 가정을 테스트하고 고객의 피드백을 수렴한 후 다음 제품의 개선에 반영하는 전략, 핵심은 시간, 비용 등 모든 면에서 낭비를 줄이는 것임

## 기존 산업과 스타트업의 특성 비교

구분	기존 산업(혁신)	스타트업(변신)
기초	전통적인 가치와 신념	새로움
비즈니스근간	현존하는 제품이나 서비스	파괴적 상상
시공간 개념	동일 공간에서 급진적 변화	새로운 공간에서 새로운 탄생
목표시장	현존하는 시장	새로운 시장 창출
환경 강건성	낮음, 외부환경 통제력이 없음	환경의 변화와 무관
고객 기대치	매우 높고 까다로움	기대 효용에 집중
기업 전략	유지 또는 성장	창조

자료: 스몰 비즈니스 헤드 스타트, 메리츠종금증권 리서치센터

## 린스타트업의 개념



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

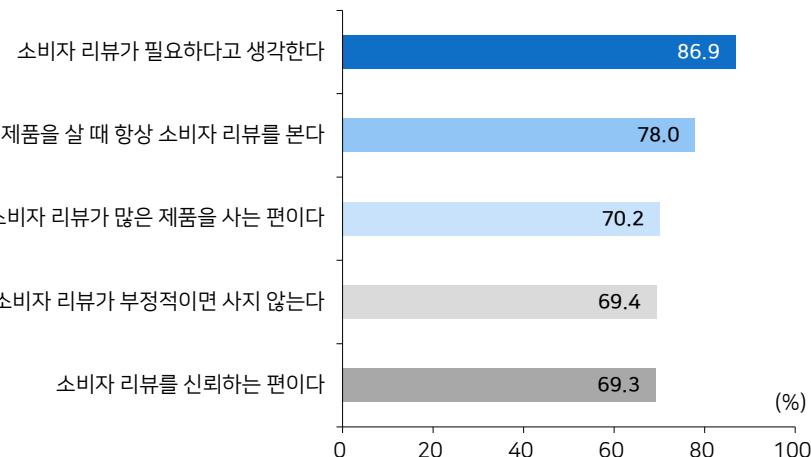
# 개인화된 미디어 소비 패턴 강화

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

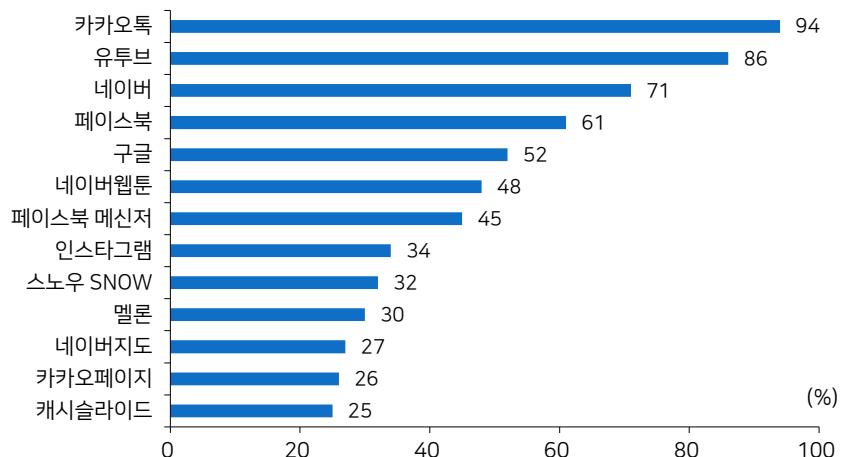
온라인 매체를 통한  
커뮤니케이션 증가, 집단지성을  
이루며 지속적으로 학습

- 개인화된 미디어와 다양한 채널 경험으로 더욱더 정교해지는 소비자 니즈. 개인화된 수요에 즉각적으로 대응할 수 있는 스타트업이 강세를 나타냄
- SNS를 통한 커뮤니케이션이 증가하면서 쇼핑의 진화, 모바일쇼핑과 SNS, 그리고 시각적 요소가 결합한 '인스타그램'의 역할 부상. 온라인을 통한 화장품 성분 커뮤니케이션의 증가, 명확한 가치 전달의 사례
- IT기기와 소셜 미디어에 능숙한 밀레니얼의 다음 세대인 Z세대 등장, 유치원 시절부터 스마트폰을 접하면서 디지털 네이티브라 불리움. 최소 하루 4.4회 51.5분 '유튜브'를 시청하며 새로운 문화를 창조함

## 소비자 리뷰에 대한 인식



## 밀레니얼 이후 Z세대의 스마트폰 이용행태분석



자료: 칸타월드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

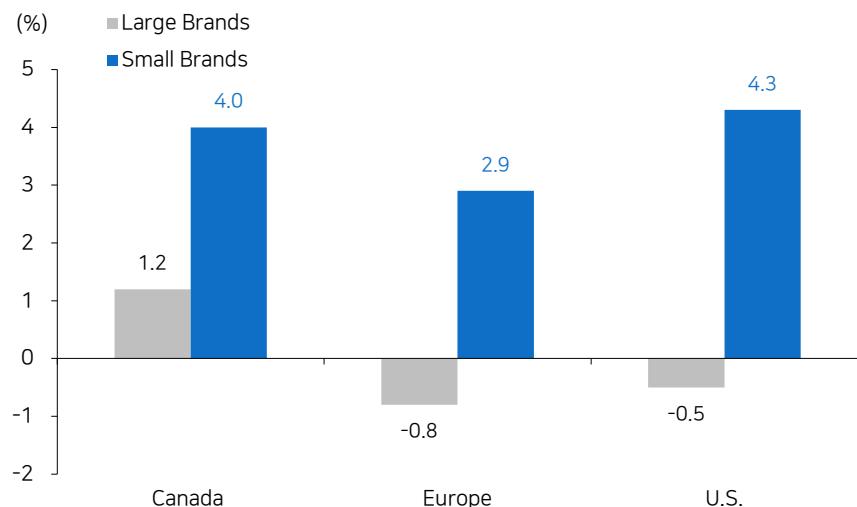
# Indie Brands, 스몰 브랜드의 성장

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

온라인화로 세분화된 고객  
니즈를 충족시켜줄 수 있는  
스몰 브랜드의 성장 두드러짐

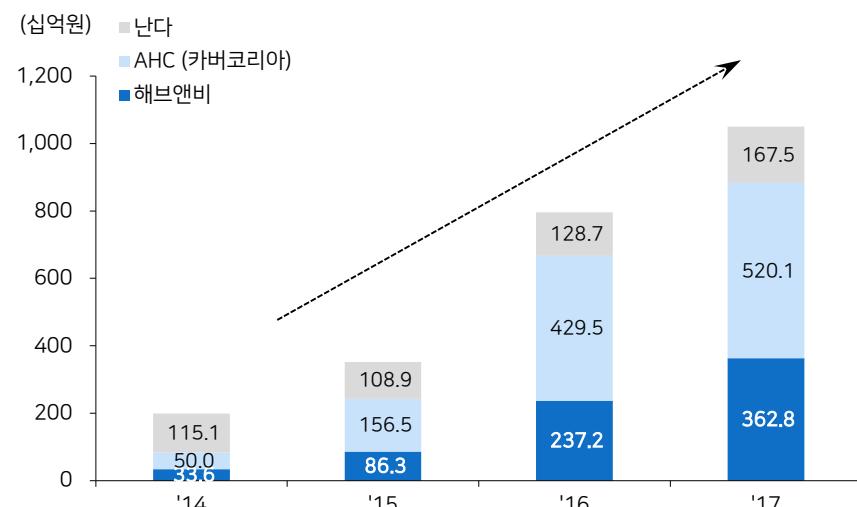
- 빅데이터 분석 등 IT기술의 발달로 온라인 소비가 개인화되고 있음
- 세분화된 고객 니즈를 충족시켜줄 수 있는 스몰 브랜드들의 성장이 두드러짐
- 미국, 유럽 등에서도 Large Brands보다 Small Brands의 성장이 상대적으로 높은 수준을 나타내고 있으며 국내 온라인 및 H&B스토어 등 중가 화장품 시장 내에서도 중소 브랜드의 점유율이 꾸준히 상승하고 있음

## 스몰 브랜드, 글로벌 트렌드 현황



자료: 널슨마켓트랙, 메리츠종금증권 리서치센터

## 해브앤비, 카버코리아, 난다 최근 4개년 매출액 추이



자료: DART, 메리츠종금증권 리서치센터

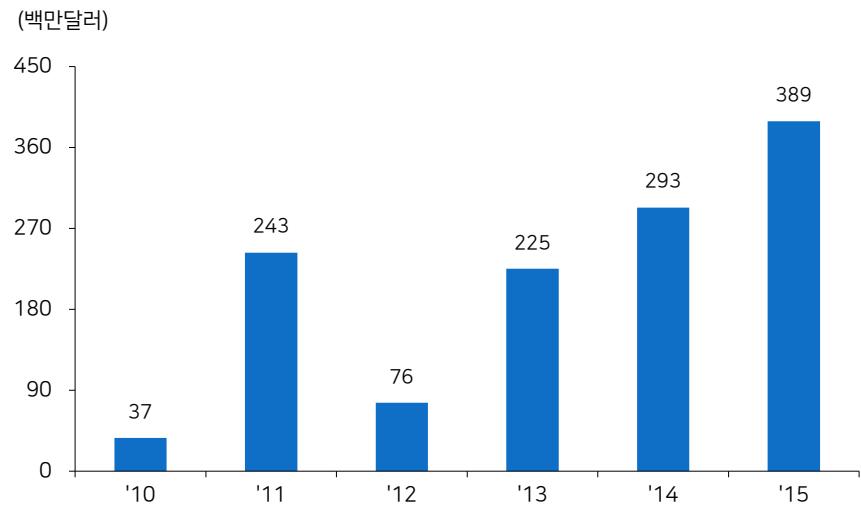
# 화장품 소비 트렌드가 빠르게 변화하면서 Small M&A 관심 증가

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

소비재 기업, 내부 투자로는  
한계를 느끼고 M&A 관심 증가

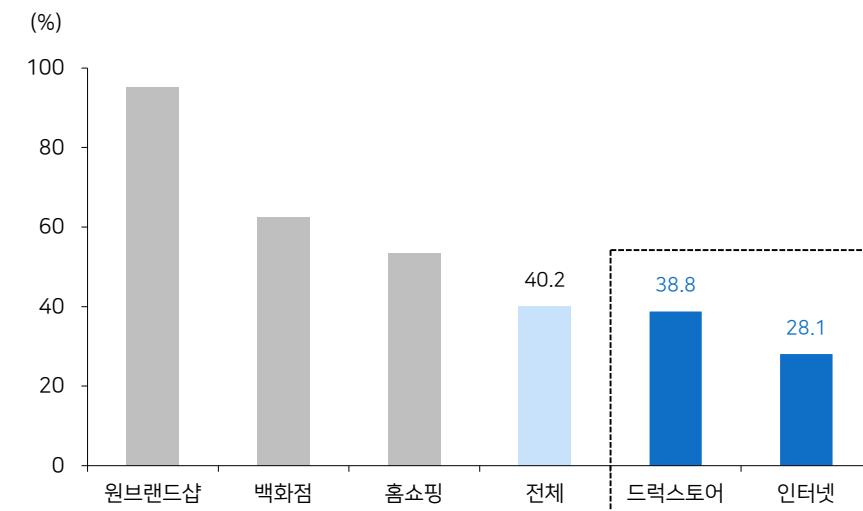
- 디지털 등으로 인해 화장품 소비 트렌드 변화와 사업 구도 재편이 빨라지면서 새로운 역량을 적시에 확보할 수 있는 M&A가 성장의 핵심 해법으로 부상함
- L'oreal, Estee Lauder 등 글로벌 화장품 업체들의 최근 M&A는 아시아 시장을 중심으로 고성장하고 있는 마스크팩 등 신규 카테고리와 E-Commerce 및 O2O 관련 Start-up 기업들에 집중되었음
- LG생활건강 또한 2014년부터 차앤박화장품 등 Small Brand 들에 대한 M&A 및 전략적 제휴로 효율적인 성장 추구. 아모레퍼시픽은 2016년부터 린스타트업 체계를 구축하여 작은 규모의 민첩하고 새로운 시도를 통해 창의적인 브랜드 개발을 장려하고 있음

## 해외 주요 뷰티 스타트업 투자규모



자료: FuturePlay, 메리츠종금증권 리서치센터

## 국내 화장품 채널별 상위 10개 브랜드 집중도 비교



자료: 칸타월드파anel, 메리츠종금증권 리서치센터

# 최근 5년간 글로벌 화장품 기업의 M&A 주요 사례

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

기업명	완료 시점	인수/매각 대상 JV 및 명칭	형태	거래 상대방	한줄 요약	기업명	완료 시점	인수/매각 대상 JV 및 명칭	형태	거래 상대방	한줄 요약	
Unilever	'15.09	Murad Skincare	인수	Murad Skincare	미국 Premium 화장품 브랜드 인수 ('14 매출 US\$115m)	LVMH	'15.07	Luxola Pte Ltd	인수	Trans Cosmos	화장품 E-commerce 스타트업 인수. Sephora와 시너지 추구	
	'15.05	Kate Somerville Skincare	인수	Kate Somerville Skincare	미국에서 Premium skincare 제품으로 고성장 중인 기업 인수		'14.01	Bite Beauty	인수	Bite Beauty	캐나다 소재 립스틱 전문 화장품 브랜드 인수	
	'15.03	Ren Skincare Ltd	인수	Ren Skincare Ltd	화장품 전문점, 드럭스토어에서 유명한 Skincare 기업 인수	Shiseido	'16.06	Laura Mercier, ReVive	인수	Alticor Inc., Gurwitch Products	프레스티지 화장품 브랜드와 스킨케어 브랜드 인수	
	'17.09	카버코리아	인수	Cosmetics Issuer Holdings Designated Activity Company	중국 사업 경쟁력 강화 이상록		'15.07	Shiseido Professional Indonesia PT	JV 지분 65%	Aura Beaute	아시아 시장 공략을 위한 JV	
Estée Lauder	'15.12	Have & Be Co Ltd	인수	Have & Be Co Ltd	Dr. Jart+ 브랜드를 보유한 한국 화장품 기업에 지분 투자	Kose Cosmetics	'14.03	Tarte Inc	인수	Encore	미국 시장 기반을 다지기 위한 인수	
	'15.01	Glam Glow Inc	인수	Glam Glow Inc	Hollywood 스타들이 애용하는 프리미엄 마스크 팩 기업 인수		'13.01	Everlife	인수	Consumer Capital LP	(지분 93.5%, US\$ 135m)	
	'14.11	Le Labo Inc	인수	Le Labo Inc	프랑스 장인 정신의 프리미엄 향수 기업 인수	LG생활건강	'13.10	영진약품	사업부문 인수	CLSA Sunrise Capital L.P.	일본 내 화장품 사업 강화	
	'14.10	L RODIN LLC	인수	L RODIN LLC	린다 로댕의 화장품 기업 인수 ('14 매출 US\$ 30m 추정)		'14.10	차앤박화장품	인수	영진약품	음료 부문 강화를 위한 사업부문 인수	
	'15.03	Niely Cosmeticos	인수	Niely Cosmeticos	브라질 최대의 헤어 케어 브랜드 인수 ('14 매출 US\$ 180m)		'15.07	Zenisce	인수	CNP코스메틱스	화장품 사업 경쟁력 제고	
Loreal	'14.12	Coloright Ltd	인수	Coloright Ltd	헤어케어 상품 R&D 역량 강화를 위해 인수		'16.10	Reach	인수	Johnson & Johnson PTE. LTD	송건용 외 2인 오랄헬스 사업 강화 및 브랜드의 아시아 및 오세아니아 사업권 취득	
	'14.07	NYX Cosmetics USA Inc	인수	USA Inc	빠르게 성장 중인 색조화장품 브랜드 ('14 매출 US\$ 100m 추정)		'17.12	Tai Guk Pharm	인수	이창구 이준구	토니모리	화장품 사업의 경쟁력 강화
	'18.04	스타일난다	인수				'18.04	Avon	인수	Avon Products Company Limited	자회사인 Stefany를 통한 인수, 일본 사업 역량 강화	
	'17.04	CLIO	지분율 확대	CLIO	기존 지분율 6.2%에서 7.5%로 지분율 확대	아모레퍼시픽	'16.05	아웃런	사내벤처		린 스타트업 프로젝트 1기 사내벤처 브랜드	
LVMH	'16.07	CLIO	지분투자	CLIO	L-Capital이 CLIO에 US\$ 50m 투자, 화장품 사업 전략적 파트너십 구축		'16.05	가온도담	사내벤처		린 스타트업 프로젝트 1기 사내벤처 브랜드	
							'17.10	브로앤티스	사내벤처		린 스타트업 프로젝트 2기 사내벤처 브랜드	
							'17.10	디스테디	사내벤처		린 스타트업 프로젝트 2기 사내벤처 브랜드	

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

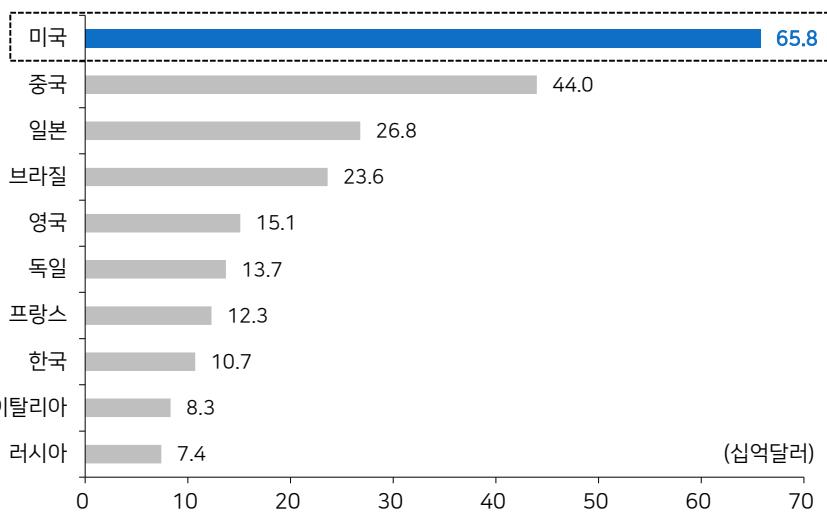
# 미국 화장품 시장에서의 K-Beauty의 기회 모색

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 전세계 시장 규모 1위, 그러나 매우 파편화된 시장

- 미국 화장품 시장 규모는 2015년 기준 73조원으로 추산되며 전세계 최대 규모를 형성하고 있음. 미국 화장품 시장은 2011~2016년까지 연 4%의 성장을 보였으며 가처분 소득 증가에 따른 안정적 성장 전망
- 전세계 소비 시장에서 미국이 차지하는 비중은 30.2%에 이르며 1인당 구매력이 높은 편임
- 다만 미국 화장품 시장은 인종별 매우 다양하게 형성되어 있으며 여러 채널로 분산되어 있음. 미국 소비자들은 제품 충성도보다는 상대적으로 브랜드 충성도가 높은 편이며 기억에 남을 수 있을 만한 브랜드 정체성 확립이 중요함

## 전세계 화장품 시장 규모 (미국 1위)



자료: COS' IN, 메리츠종금증권 리서치센터

## 미국 화장품 채널별 현황

종류	소매상(예시)
프레스티지	ULTA, Sephora, SpaceNK, Nordstrom, Lord & Taylor, Cosbar
매스	Walgreens, Target, CVS, Shoppers Drug Mart
뷰티 도매업	Cosmoprof, Sally Beauty
홈쇼핑	QVC, HSN, Evine
패션 소매업	Urban Outfitters, Anthropologie, Free People, Revolve, GAP, Old Navy, Forever21
온라인 뷰티사이트	Dermstore, Cult Beauty
뷰티전문채널	Beauty Collection, Planet Beauty, Peninsula Beauty
뷰티 부티끄	Blushington, Fred Segal, Kitross
파머시	C.O. Bigelow, Organic Pharmacy, Brent Air Pharmacy
호텔	MGM, Four Seasons, Pebble Beach Resort
스파/살롱	The FaceHaus, Canyon Ranch, Sanctuary Spa

자료: COS' IN, 메리츠종금증권 리서치센터

# 나만을 위한 맞춤형 화장품 시대가 온다

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 미국 스타트업, 'Function of Beauty' 사례

- 글로벌 화장품 R&D는 사용자의 음성 패턴과 얼굴 표정 분석 등을 통해 화장품에 대한 선호도를 평가, 개별 소비자의 감성에 반응하여 개인 맞춤형으로 진화되고 있음
- Function of Beauty는 미국 스타트업으로 샴푸와 컨디셔너를 맞춤형 제작해 주는 기업임
- Celebrate Individuality라는 브랜드 슬로건 하에 재미있는 방식으로 나만의 색상, 향, 그리고 원하는 기능의 샴푸와 컨디셔너를 제작하여 배송함

## Function of Beauty 기업개요

설립일	2015년 1월
주주구성	Hien Nguyen, Hoshua Maciejewski, Zahir Dossa
보유 브랜드	Function of Beauty
주요 제품	커스터마이징 샴푸, 린스
특징	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 헤어 퀴즈를 통한 개인의 모발 상태 확인, 원하는 기능, 색상, 향 등을 선택하여 커스터마이징한 맞춤형 샴푸를 제조하여 판매</li><li>■ 효과가 없을 경우, 30일 이내 신청하면 무료 재조합을 통한 새 제품을 받을 수 있음</li><li>■ 현재는 미국 내에만 배송 가능</li></ul>
투자현황	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 2015년 Y Combinator로부터 12만불의 씨드머니 투자를 받음</li><li>■ 2017년 GGV Capital 등으로부터 950만불을 투자 받음</li></ul>

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

## Function of Beauty 제품 주문 과정



자료: 메리츠종금증권 리서치센터

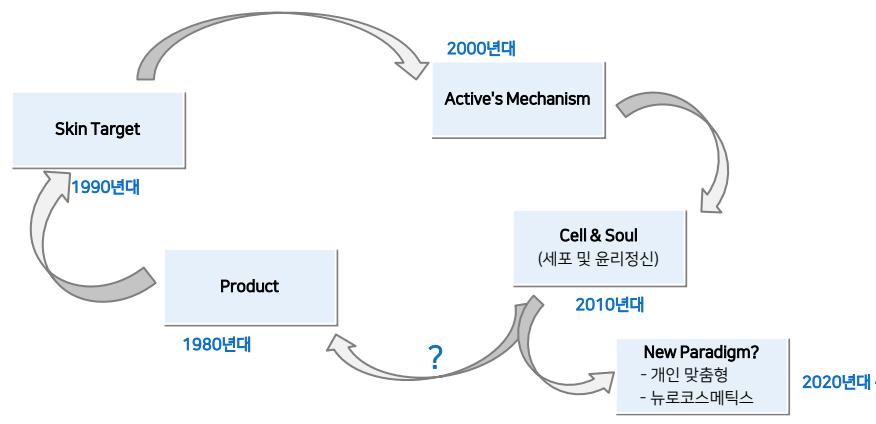
# 화장품 패러다임의 변화, 디지털 뷰티

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

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
- 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, 새로운 패러다임 전환



자료: 글로벌코스메틱연구개발사업단, 메리츠종금증권 리서치센터

## 화장품 산업, 디지털 뷰티로 진화

	측정기능 없음	피부장벽 기능측정	카메라기반측정	광학기반측정	APP	AR/VR
치료기능 없음		피부수분도, TEWL 등	얼굴 전체를 찍은 사진으로 피부 분석	기존의 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 가내 제조	색소, 홍반, 주름 측정에 기반한 맞춤형 기능서화장품 가내 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 진출시 non-expert dermatologist	치료 후 상황 구현		

자료: 서울의료원, 메리츠종금증권 리서치센터

# 11

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈

## 유통/화장품

### 기업분석

종목	투자판단	적정주가
LG생활건강(051900)	Buy	1,600,000원
아모레퍼시픽(090430)	Trading Buy	370,000원
코스맥스(192820)	Trading Buy	184,000원
씨티케이코스메틱스(260930)	Not Rated	-

# LG생활건강(051900) 중국 럭셔리 소비 확대 모멘텀 지속될 전망

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

Buy

적정주가(12개월)	1,600,000원	
현재주가(6. 1)	1,385,000원	
상승여력	15.5%	
KOSPI	2,438.96pt	
시가총액	216,312억원	
발행주식수	1,562만주	
유동주식비율	59.83%	
외국인비중	46.77%	
52주 최고/최저가	1,390,000원 / 851,000원	
평균거래대금	357.7억원	
주요주주(%)		
LG 외 1인	34.0	
국민연금	6.8	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	1.1	4.3
6개월	14.6	16.3
12개월	39.2	33.8
주가그래프		



## 하반기에도 안정적인 실적 흐름 지속될 전망

- 1Q 매출액 1.66조원 (+6.5% YoY), 영업이익 2,837억원 (+9.2% YoY)를 기록, 2Q 매출액 1.67조원 (+12.0% YoY), 영업이익 2,616억원 (+12.6% YoY) 전망
- 2Q 지난해 낮은 기저 바탕으로 화장품 면세점 성장을 강화 예상. 생활용품 구조조정에도 중국 소비 관련 헤어케어와 바디케어 정상화로 방어 예상

## 중국 럭셔리 소비 성장과 국내 Small 브랜드 확대 흐름에 적극적으로 대응함

- 중국 화장품 시장이 럭셔리와 프리미엄 중심으로 성장률이 두드러지고 있는 가운데 프레스티지 브랜드의 역량 강화, '후' 와 '愫'은 중국 화장품 시장 내 진정한 럭셔리 브랜드로 자리매김
- 국내에서는 Small Brand들의 성장이 두드러지는 가운데 M&A 및 전략적 제휴로 효율적 성장 추구

## 투자의견 Buy 유지, 적정주가 1,600,000원으로 상향

- 적정주가는 12MF EPS에 목표 PER 32배 (일본 및 중국 아시아 소비재 평균 수준) 유지, 적용하여 산출하였음
- 3분기까지 중국 럭셔리 소비 확대에 따른 실적 모멘텀 지속될 전망, 4분기 생활용품 등의 턴어라운드 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익	EPS(원)	증감률	BPS(원)	PER(배)	PBR(배)	EV/EBITDA(배)	ROE(%)	부채비율(%)
(십억원)		(지배주주)	(지배주주)	(지배주주)	(%)						
2016	6,094.1	880.9	568.2	35,369	22.8	142,927	24.2	6.0	14.9	24.9	71.8
2017	6,270.5	930.4	606.7	37,628	6.4	169,155	31.6	7.0	18.9	21.9	55.0
2018E	6,708.8	1,038.6	748.7	46,477	23.5	201,191	29.8	6.9	18.9	22.8	45.3
2019E	7,195.7	1,164.2	847.3	52,574	13.1	237,260	26.3	5.8	16.5	21.8	37.8
2020E	7,627.4	1,297.9	937.5	58,101	10.5	276,661	23.8	5.0	14.4	20.6	31.8

# LG생활건강 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
<b>매출액</b>	<b>6,094.1</b>	<b>1,558.6</b>	<b>1,488.1</b>	<b>1,570.8</b>	<b>1,487.6</b>	<b>6,105.1</b>	<b>1,659.2</b>	<b>1,666.0</b>	<b>1,727.5</b>	<b>1,656.1</b>	<b>6,708.8</b>
증가율 (% YoY)	14.4	2.6	-4.2	0.5	2.1	0.2	6.5	12.0	10.0	11.3	9.9
생활용품	1,594.5	413.3	358.7	421.7	324.0	1,517.7	394.7	375.9	444.0	357.	1,571.7
화장품	3,155.6	845.6	773.8	772.4	888.1	3,279.9	947.7	902.1	870.8	994.0	3,714.6
음료	1,344.0	299.8	355.6	376.7	275.6	1,378.9	316.8	388.0	412.7	305.0	1,422.5
증가율 (% YoY)											
생활용품	5.4	-1.4	-4.0	-4.0	-10.6	-4.8	-4.5	4.8	5.3	10.2	3.6
화장품	65.9	6.2	-5.6	4.2	11.3	3.9	12.1	16.6	12.7	11.9	13.3
음료	4.8	-1.3	-1.3	-1.5	-7.3	2.6	5.7	9.1	9.6	10.7	3.2
% of Sales											
생활용품	26.2	13.3	10.5	15.7	2.4	11.0	10.6	9.6	14.8	5.0	10.3
화장품	51.8	20.9	19.3	18.2	19.0	19.4	22.4	20.0	19.0	19.5	20.2
음료	22.1	9.4	12.7	12.1	3.0	9.2	9.4	12.0	11.6	4.0	9.6
<b>매출원가</b>	<b>2,434.0</b>	<b>659.2</b>	<b>614.8</b>	<b>656.5</b>	<b>563.8</b>	<b>2,494.3</b>	<b>670.0</b>	<b>663.1</b>	<b>703.1</b>	<b>612.7</b>	<b>2,648.9</b>
증가율 (% YoY)	9.3	9.5	0.4	2.1	-2.2	2.5	1.6	7.8	7.1	8.7	6.2
% of Sales	39.9	42.3	41.3	41.8	37.9	40.9	40.4	39.8	40.7	37.0	39.5
<b>판관비</b>	<b>2,779.1</b>	<b>639.7</b>	<b>682.8</b>	<b>699.5</b>	<b>781.9</b>	<b>2,803.9</b>	<b>705.5</b>	<b>741.4</b>	<b>746.3</b>	<b>828.0</b>	<b>3,021.2</b>
증가율 (% YoY)	15.0	-6.5	-4.6	3.4	11.3	0.9	10.3	8.6	6.7	5.9	7.8
% of Sales	45.6	41.0	45.9	44.5	52.6	45.9	42.5	44.5	43.2	50.0	45.0
<b>영업이익</b>	<b>881.0</b>	<b>259.8</b>	<b>232.2</b>	<b>252.8</b>	<b>185.1</b>	<b>929.9</b>	<b>283.7</b>	<b>261.6</b>	<b>278.1</b>	<b>215.3</b>	<b>1,038.6</b>
증가율 (% YoY)	28.8	11.3	3.0	3.5	4.0	5.6	9.2	12.6	10.0	16.3	11.7
% of Sales	14.5	16.7	15.6	16.1	12.4	15.2	17.1	15.7	16.1	13.0	15.5
생활용품	186.6	55.0	37.7	66.2	8.2	167.0	41.9	36.1	65.7	17.9	161.6
화장품	577.1	176.5	149.3	140.6	169.7	636.1	212.0	180.4	165.5	193.8	751.7
음료	116.3	28.3	45.2	45.6	8.2	127.2	29.8	46.6	47.9	12.2	136.4
% of Sales											
생활용품	11.7	13.3	10.5	15.7	2.4	11.0	10.6	9.6	14.8	5.0	10.3
화장품	18.3	20.9	19.3	18.2	19.0	19.4	22.4	20.0	19.0	19.5	20.2
음료	8.7	9.4	12.7	12.1	3.0	9.2	9.4	12.0	11.6	4.0	9.6

자료: LG생활건강, 메리츠종금증권 리서치센터

# LG생활건강 브랜드별 세부 매출액 추이 및 전망(1)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
<b>생활용품</b>	<b>1,594.5</b>	<b>413.3</b>	<b>373.2</b>	<b>435.8</b>	<b>341.0</b>	<b>1,563.3</b>	<b>394.7</b>	<b>375.9</b>	<b>444.0</b>	<b>357.1</b>	<b>1,571.7</b>
증가율 (% YoY)	5.4	-1.4	-0.1	-0.8	-5.9	-2.0	-4.5	0.7	1.9	4.7	0.5
Oral Health	189.6	48.8	44.0	47.9	47.4	188.1	49.3	44.9	48.4	48.3	191.0
증가율 (% YoY)	3.9	-3.0	-6.5	2.9	3.8	-0.8	1.2	2.0	1.0	2.0	1.5
Hair Care	254.6	68.2	57.8	55.3	47.4	228.8	50.5	60.7	59.2	52.1	222.6
증가율 (% YoY)	0.3	-2.0	-6.8	-14.9	-18.2	-10.1	-25.9	5.0	7.0	10.0	-2.7
Skin Care	123.3	29.3	26.1	36.6	36.5	128.6	29.2	26.1	37.0	36.5	128.8
증가율 (% YoY)	23.0	4.5	-2.9	6.8	7.1	4.3	-0.5	0.0	1.0	0.0	0.2
Laundry Detergent	144.5	36.8	34.3	35.3	30.3	136.8	32.4	30.2	33.5	31.9	128.0
증가율 (% YoY)	4.0	7.0	-2.3	-9.7	-15.4	-5.3	-12.0	-12.0	-5.0	5.0	-6.4
Fabric Softener	102.3	25.6	23.9	27.9	22.5	99.9	22.1	20.5	26.5	23.9	93.0
증가율 (% YoY)	6.3	5.4	-3.2	2.4	-13.7	-2.3	-13.7	-14.0	-5.0	6.0	-6.9
Dishwashing Detergent	66.6	16.5	15.3	18.3	15.3	65.5	16.2	14.8	18.5	15.8	65.3
증가율 (% YoY)	3.2	-1.4	-6.9	9.6	-7.9	-1.6	-2.1	-3.0	1.0	3.0	-0.3
Others	713.6	188.1	171.7	214.4	141.5	715.7	195.0	178.5	220.8	148.6	743.0
증가율 (% YoY)	5.4	-3.9	6.3	1.9	-3.1	0.3	3.7	4.0	3.0	5.0	3.8
<b>화장품</b>	<b>3,155.6</b>	<b>845.6</b>	<b>781.2</b>	<b>778.8</b>	<b>896.9</b>	<b>3,302.5</b>	<b>947.7</b>	<b>902.1</b>	<b>870.8</b>	<b>994.0</b>	<b>3,714.6</b>
증가율 (% YoY)	24.6	6.2	-4.7	5.0	12.4	4.7	12.1	15.5	11.8	10.8	12.5
Whoo (S/03)	1,201.0	346.7	291.4	350.5	433.2	1,421.7	469.1	407.9	427.6	511.2	1,815.8
증가율 (% YoY)	48.6	18.9	-7.7	25.4	37.9	18.4	35.3	40.0	22.0	18.0	27.7
O HUI (F/97)	169.9	43.1	37.5	31.9	34.1	146.6	37.9	38.6	32.6	34.4	143.5
증가율 (% YoY)	3.6	-11.3	-21.1	-13.9	-7.1	-13.7	-12.1	3.0	2.0	1.0	-2.1
SU:M (Oct/07)	343.0	98.1	98.4	85.7	98.7	380.8	104.2	106.3	91.7	108.5	410.7
증가율 (% YoY)	82.3	23.1	2.6	-0.4	21.3	11.0	6.3	8.0	7.0	10.0	7.8
Belif (Aug/10)	98.7	27.1	27.3	23.4	27.8	105.6	25.6	27.6	24.1	28.4	105.6
증가율 (% YoY)	13.4	9.6	7.6	5.0	5.6	7.0	-5.4	1.0	3.0	2.0	0.1
Luxury Others	355.3	72.7	85.2	52.2	70.9	280.9	71.1	82.6	52.7	72.3	278.6
증가율 (% YoY)	19.8	-10.5	-5.6	-34.2	-32.2	-20.9	-2.3	-3.0	1.0	2.0	-0.8
<b>Luxury</b>	<b>2,167.8</b>	<b>587.7</b>	<b>539.8</b>	<b>543.6</b>	<b>664.6</b>	<b>2,335.7</b>	<b>707.9</b>	<b>663.1</b>	<b>628.6</b>	<b>754.8</b>	<b>2,754.3</b>
증가율 (% YoY)	40.4	11.8	-6.1	7.8	18.0	7.7	20.5	22.8	15.6	13.6	17.9
<b>Premium</b>	<b>987.8</b>	<b>257.9</b>	<b>241.4</b>	<b>235.2</b>	<b>232.3</b>	<b>966.8</b>	<b>239.8</b>	<b>239.0</b>	<b>242.3</b>	<b>239.3</b>	<b>960.3</b>
증가율 (% YoY)	-0.2	-4.8	-1.5	-0.9	-0.9	-2.1	-7.0	-1.0	3.0	3.0	-0.7

자료: LG생활건강, 메리츠종금증권 리서치센터

## LG생활건강 브랜드별 세부 매출액 추이 및 전망 (2)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
<b>음료</b>	<b>1,344.0</b>	<b>299.8</b>	<b>375.7</b>	<b>394.1</b>	<b>292.9</b>	<b>1,362.5</b>	<b>316.8</b>	<b>388.0</b>	<b>412.7</b>	<b>305.0</b>	<b>1,422.5</b>
증가율 (% YoY)	4.8	-1.3	4.3	3.0	-1.5	1.4	5.7	3.3	4.7	4.1	4.4
Coca-Cola TM	546.5	132.5	145.4	151.3	129.2	558.4	144.1	149.8	157.4	134.3	585.6
증가율 (% YoY)	8.2	1.0	5.1	2.7	-0.4	2.2	8.8	3.0	4.0	4.0	4.9
Cider (Kin/DK/Sprite)	98.6	24.0	28.6	28.8	22.8	104.2	25.0	29.7	30.8	24.0	109.5
증가율 (% YoY)	1.7	6.7	7.1	10.6	-2.8	5.6	4.3	4.0	7.0	5.0	5.1
CSD Others	150.6	31.5	41.0	43.0	29.3	144.7	31.4	41.0	43.4	29.6	145.3
증가율 (% YoY)	9.8	-4.0	-6.1	-1.5	-4.4	-4.0	-0.4	0.0	1.0	1.0	0.4
<b>CSD Total</b>	<b>795.8</b>	<b>188.0</b>	<b>214.9</b>	<b>223.1</b>	<b>181.3</b>	<b>807.2</b>	<b>200.5</b>	<b>220.4</b>	<b>231.6</b>	<b>187.9</b>	<b>840.4</b>
증가율 (% YoY)	7.6	0.8	3.0	2.8	-1.4	1.4	6.7	2.6	3.8	3.6	4.1
Juice	224.1	49.8	61.6	64.6	43.1	219.1	49.7	62.2	65.9	43.9	221.8
증가율 (% YoY)	-3.2	-4.2	-2.3	3.0	-7.2	-2.3	-0.1	1.0	2.0	2.0	1.3
Coffee	100.9	19.2	28.2	32.7	24.0	104.1	20.0	29.6	35.0	25.7	110.2
증가율 (% YoY)	3.9	-7.1	8.6	14.0	-6.1	3.2	4.0	5.0	7.0	7.0	5.9
Hydration (Sports)	75.3	15.6	33.8	35.1	16.4	100.9	17.4	37.2	40.3	18.9	113.8
증가율 (% YoY)	1.7	46.7	46.6	20.6	31.3	34.0	11.8	10.0	15.0	15.0	12.8
Water	82.1	16.5	23.7	24.0	16.7	80.9	18.1	24.9	25.2	17.2	85.3
증가율 (% YoY)	2.8	-4.7	6.0	-8.9	4.0	-1.5	9.5	5.0	5.0	3.0	5.5
NCSD Others	26.8	5.1	7.1	7.9	5.3	25.4	5.1	7.3	8.3	5.5	26.2
증가율 (% YoY)	10.6	-6.8	4.3	-10.4	-6.7	-5.1	-0.5	2.0	5.0	5.0	3.0
<b>NON-CSD Total</b>	<b>509.1</b>	<b>106.1</b>	<b>154.4</b>	<b>164.3</b>	<b>105.4</b>	<b>530.3</b>	<b>110.2</b>	<b>161.1</b>	<b>174.8</b>	<b>111.2</b>	<b>557.4</b>
증가율 (% YoY)	0.5	0.1	9.3	5.5	-0.7	4.2	3.9	4.4	6.4	5.5	5.1
<b>Others</b>	<b>39.1</b>	<b>5.7</b>	<b>6.4</b>	<b>6.7</b>	<b>6.2</b>	<b>24.9</b>	<b>6.0</b>	<b>6.5</b>	<b>6.4</b>	<b>5.8</b>	<b>24.7</b>
증가율 (% YoY)	7.4	-49.3	-38.9	-32.7	-17.3	-36.2	5.7	1.0	-5.0	-5.0	-1.0

자료: LG생활건강, 메리츠종금증권 리서치센터

# LG생활건강 (051900)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>6,094.1</b>	<b>6,270.5</b>	<b>6,708.8</b>	<b>7,195.7</b>	<b>7,627.4</b>
매출액증가율 (%)	14.4	2.9	7.0	7.3	6.0
매출원가	2,434.0	2,460.9	2,648.9	2,794.7	2,898.4
매출총이익	3,660.0	3,809.5	4,059.8	4,401.0	4,729.0
판매관리비	2,779.1	2,879.2	3,021.2	3,236.9	3,431.1
<b>영업이익</b>	<b>880.9</b>	<b>930.4</b>	<b>1,038.6</b>	<b>1,164.2</b>	<b>1,297.9</b>
영업이익률	14.5	14.8	15.5	16.2	17.0
금융손익	-16.1	-11.1	-5.7	-0.2	6.0
종속/관계기업손익	7.3	1.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-119.4	-59.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	752.7	861.4	1,032.9	1,164.0	1,304.0
법인세비용	173.5	242.9	269.6	300.1	348.0
<b>당기순이익</b>	<b>579.2</b>	<b>618.6</b>	<b>763.3</b>	<b>863.9</b>	<b>955.9</b>
지배주주지분 순이익	568.2	606.7	748.7	847.3	937.5

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	1,424.6	1,513.4	1,898.0	2,383.9	2,938.5
매출채권	338.9	386.2	726.4	1,127.3	1,606.5
재고자산	469.7	522.8	530.9	569.4	603.6
비유동자산	535.9	546.9	579.2	621.3	658.6
유형자산	3,077.6	3,264.6	3,427.0	3,571.4	3,698.3
무형자산	1,463.8	1,616.6	1,788.8	1,941.9	2,078.0
투자자산	1,419.9	1,392.8	1,375.8	1,359.1	1,342.9
<b>자산총계</b>	<b>4,502.2</b>	<b>4,778.0</b>	<b>5,325.0</b>	<b>5,955.3</b>	<b>6,636.8</b>
<b>유동부채</b>					
매입채무	1,146.9	1,244.1	1,247.0	1,258.4	1,261.8
단기차입금	228.6	231.5	246.1	264.0	279.8
유동성장기부채	92.3	71.0	61.0	51.0	41.0
비유동부채	184.9	265.0	216.0	167.0	118.0
사채	734.4	451.3	413.1	376.3	338.0
장기차입금	509.2	249.7	199.7	149.7	99.7
<b>부채총계</b>	<b>1,881.3</b>	<b>1,695.4</b>	<b>1,660.1</b>	<b>1,634.7</b>	<b>1,599.7</b>
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-92.4	-132.8	-132.8	-132.8	-132.8
이익잉여금	2,539.5	3,045.0	3,612.6	4,251.7	4,949.8
비지배주주지분	88.5	85.6	100.2	116.8	135.2
<b>자본총계</b>	<b>2,620.8</b>	<b>3,082.6</b>	<b>3,664.9</b>	<b>4,320.6</b>	<b>5,037.1</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>713.4</b>	<b>735.5</b>	<b>909.4</b>	<b>1,001.2</b>	<b>1,105.6</b>
당기순이익(손실)	579.2	618.6	763.3	863.9	955.9
유형자산상각비	115.7	127.1	127.8	146.9	163.9
무형자산상각비	18.0	19.3	17.0	16.6	16.2
운전자본의 증감	-135.2	-108.3	1.3	-26.3	-30.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-405.5</b>	<b>-333.8</b>	<b>-308.3</b>	<b>-309.2</b>	<b>-308.2</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-331.6	-284.2	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-2.2	-37.1	-7.1	-7.9	-7.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-367.1</b>	<b>-351.1</b>	<b>-260.9</b>	<b>-291.1</b>	<b>-318.2</b>
차입금의 증감	-266.9	-190.2	-110.0	-110.0	-110.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-58.1	47.3	340.2	400.9	479.2
기초현금	396.9	338.9	386.2	726.4	1,127.3
기말현금	338.9	386.2	726.4	1,127.3	1,606.5

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	390,190	401,485	429,548	460,725	488,368
EPS(지배주주)	35,369	37,628	46,477	52,574	58,101
CFPS	66,010	69,504	75,774	85,008	94,637
EBITDAPS	64,965	68,943	75,774	85,008	94,637
BPS	142,927	169,155	201,191	237,260	276,661
DPS	7,500	9,000	10,800	12,420	14,283
배당수익률(%)	0.9	0.8	0.8	0.9	1.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	24.2	31.6	29.8	26.3	23.8
PCR	13.0	17.1	17.7	15.8	14.2
PSR	2.2	3.0	3.1	2.9	2.7
PBR	6.0	7.0	6.9	5.8	5.0
EBITDA	1,014.6	1,076.8	1,183.5	1,327.7	1,478.1
EV/EBITDA	14.9	18.9	18.9	16.5	14.4
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	24.9	21.9	22.8	21.8	20.6
EBITDA 이익률	16.6	17.2	17.6	18.5	19.4
부채비율	71.8	55.0	45.3	37.8	31.8
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	44.3	66.7	94.8	132.8	197.6
매출채권회전율(x)	13.7	12.6	12.7	13.1	13.0
재고자산회전율(x)	12.5	11.6	11.9	12.0	11.9

# 아모레퍼시픽(090430) 하반기 면세점 중심으로 완만한 회복 전망

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

## Trading Buy

적정주가(12개월)	370,000원	
현재주가(6. 1)	336,500원	
상승여력	10.0%	
KOSPI	2,438.96Pt	
시가총액	196,713억원	
발행주식수	5,846만주	
유동주식비율	52.38%	
외국인비중	34.02%	
52주 최고/최저가	351,500원 / 239,500원	
평균거래대금	556.7억원	
주요주주(%)		
아모레퍼시픽그룹 외 3 인	47.6	
국민연금	7.1	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-3.6	-0.6
6개월	7.7	9.3
12개월	-0.3	-4.2

### 주가그래프



## 1Q 실적 시장 컨센서스 충족, 2Q 지난해 낮은 기저 바탕으로 높은 이익 증가 예상

- 1분기 실적은 매출액 1,43조원 (-8.8% YoY), 영업이익 2,359억원 (-25.5% YoY) 기록. 2분기 매출액 1,31조원 (+8.7% YoY), 영업이익 1,547억원 (+52.4% YoY) 전망
- 1분기 아시아 법인 매출액이 전년동기대비 +6.5% 성장에 머물렀고 브랜드 별로는 설화수 20% 성장, 이니스프리 8% 성장, 라네즈 소폭 성장, 마몽드는 크게 역신장한 것으로 추산됨

## 실질적인 브랜드 경쟁력 회복 여부 관건

- 하반기 면세점 중심으로 실적 개선 전망. 중장기적인 관점에서 브랜드 경쟁력 회복 여부는 아직 불확실
- 중국 현지 화장품 시장이 럭셔리 중심으로 고성장하고 있는 가운데 설화수와 헤라와 같은 아모레퍼시픽의 대표 럭셔리 브랜드 성과가 상대적으로 부진한 상황

## 투자의견 Trading Buy, 적정주가 370,000원 유지

- 중국인 관광객 유입 정상화와 함께 지난해 낮은 기저를 바탕으로 면세점 매출 회복 전망
- 이니스프리 중심의 중국 현지법인 성장을 둔화와 미국 등 신시장 개척에 따른 투자 비용 확대로 예상보다 실적 회복 속도에 대한 눈높이는 다소 낮출 필요가 있겠음

(십억원)	매출액	영업이익	순이익	EPS(원)	증감률	BPS(원)	PER(배)	PBR(배)	EV/EBITDA(배)	ROE(%)	부채비율(%)
	(지배주주)	(지배주주)	(지배주주)	(지배주주)	(%)						
2016	5,645.4	848.1	639.3	10,649	10.3	56,202	30.2	5.7	19.5	17.7	33.0
2017	5,123.8	596.4	394.0	6,508	-38.9	60,186	46.8	5.1	23.2	9.8	28.7
2018E	5,310.0	643.4	473.4	7,859	21.9	65,542	42.8	5.1	24.3	10.9	27.4
2019E	5,906.5	749.8	556.2	9,228	16.1	71,798	36.5	4.7	21.2	11.7	27.3
2020E	6,497.1	834.3	615.7	10,189	10.4	78,556	33.0	4.3	19.1	11.9	27.1

# 아모레퍼시픽 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
<b>매출액</b>	5,645.4	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,140.0	5,123.8	1,431.6	1,310.1	1,316.1	1,252.2	5,310.0
증가율 (% YoY)	18.4	5.6	-16.5	-13.6	-13.4	-9.2	-8.8	8.7	8.8	9.8	3.6
<b>매출원가</b>	1,424.8	386.0	322.8	354.4	316.5	1,379.7	382.4	353.7	381.7	344.4	1,462.1
증가율 (% YoY)	21.8	10.8	-13.8	-2.3	-6.7	-3.2	-0.9	9.6	7.7	8.8	6.0
매출원가율 (%)	25.2	24.6	26.8	29.3	27.8	26.9	26.7	27.0	29.0	27.5	27.5
<b>매출총이익</b>	4,220.7	1,183.0	882.1	855.5	823.4	3,744.1	1,049.2	956.4	934.4	907.8	3,847.8
증가율 (% YoY)	17.3	4.1	-17.5	-17.6	-15.7	-11.3	-11.3	8.4	9.2	10.3	2.8
매출총이익률 (%)	74.8	75.4	73.2	70.7	72.2	73.1	73.3	73.0	71.0	72.5	72.5
<b>판관비</b>	3,372.6	866.2	780.6	754.4	746.5	3,147.7	813.3	801.7	791.4	798.1	3,204.5
증가율 (% YoY)	19.4	8.5	-5.8	-13.4	-14.6	-6.7	-6.1	2.7	4.9	6.9	1.8
판관비중 (%)	59.7	55.2	64.8	62.4	65.5	61.4	56.8	61.2	60.1	63.7	60.3
<b>Personnel (인건비)</b>	436.4	122.9	112.0	128.1	91.8	454.8	115.5	115.4	131.9	96.4	459.2
증가율 (% YoY)	-8.7	-1.4	35.1	5.9	-14.9	4.2	-6.0	3.0	3.0	5.0	1.0
매출대비 (%)	7.7	7.8	9.3	10.6	8.1	8.9	8.1	8.8	10.0	7.7	8.6
<b>A&amp;P (광고판촉비)</b>	557.8	126.4	145.4	123.7	144.9	540.4	134.6	152.7	132.4	159.4	579.0
증가율 (% YoY)	3.5	-9.8	11.0	-10.6	-2.2	-3.1	6.5	5.0	7.0	10.0	7.1
매출대비 (%)	9.9	8.1	12.1	10.2	12.7	10.5	9.4	11.7	10.1	12.7	10.9
<b>Commission (수수료)</b>	1,468.5	396.5	304.8	288.3	279.4	1,269.0	336.3	310.9	308.5	307.3	1,263.0
증가율 (% YoY)	32.8	16.4	-23.1	-19.9	-24.8	-13.6	-15.2	2.0	7.0	10.0	-0.5
매출대비 (%)	26.0	25.3	25.3	23.8	24.5	24.8	23.5	23.7	23.4	24.5	23.8
<b>기타</b>	1,468.5	396.5	304.8	288.3	279.4	1,269.0	336.3	310.9	308.5	307.3	1,263.0
증가율 (% YoY)	29.7	14.0	0.1	-14.8	-6.7	-2.9	2.9	2.0	2.0	2.0	2.2
<b>영업이익</b>	848.1	316.8	101.5	101.1	76.9	596.4	235.9	154.7	143.1	109.7	643.4
증가율 (% YoY)	9.7	-6.2	-57.8	-39.6	-24.7	-29.7	-25.5	52.4	41.5	42.6	7.9
영업이익률 (%)	15.0	20.2	8.4	8.4	6.7	11.6	16.5	11.8	10.9	8.8	12.1

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠종금증권 리서치센터

# 아모레퍼시픽 브랜드별 세부 매출액 추이 및 전망 (1)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	5,645.4	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,140.0	5,123.8	1,431.6	1,310.1	1,316.1	1,252.2	5,310.0
증가율 (% YoY)	18.4	5.6	-16.5	-13.6	-13.4	-9.2	-8.8	8.7	8.8	9.8	3.6
<b>국내 Total</b>											
매출액	4,000.5	1,104.4	805.5	790.2	647.3	3,347.4	940.8	848.2	832.5	706.8	3,328.3
증가율 (% YoY)	12.4	1.7	-22.5	-21.5	-25.5	-16.3	-14.8	5.3	5.4	9.2	-0.6
영업이익	677.6	234.0	82.6	66.9	34.2	402.0	157.5	132.9	93.1	64.6	445.0
증가율 (% YoY)	5.7	-12.8	-58.6	-51.0	-53.3	-40.7	-32.7	60.9	39.2	88.9	10.7
영업이익률 (%)	16.9	21.2	10.3	8.5	5.3	12.0	16.7	15.7	11.2	9.1	13.4
<b>Luxury Brands</b>	<b>2,116.3</b>	<b>580.9</b>	<b>433.4</b>	<b>407.0</b>	<b>343.7</b>	<b>1,767.4</b>	<b>505.2</b>	<b>489.0</b>	<b>442.8</b>	<b>394.0</b>	<b>1,831.1</b>
증가율 (% YoY)	18.9	0.2	-22.6	-19.8	-27.0	-16.5	-13.0	12.8	8.8	14.6	3.6
Sulwhasoo	1,396.2	402.0	271.5	256.0	223.3	1,151.5	328.3	312.2	281.6	256.8	1,179.0
증가율 (% YoY)	37.7	5.8	-23.8	-23.9	-31.1	-17.5	-18.3	15.0	10.0	15.0	2.4
Hera	472.1	118.2	99.1	82.2	77.7	378.3	108.2	104.0	90.4	93.2	395.8
증가율 (% YoY)	-11.0	-14.3	-27.2	-16.7	-22.3	-19.9	-8.4	5.0	10.0	20.0	4.6
Vitabeautie	116.0	29.8	30.6	43.5	18.1	123.9	36.7	39.8	44.8	18.7	139.9
증가율 (% YoY)	5.2	9.9	1.6	2.8	-0.7	6.8	23.0	30.0	3.0	3.0	13.0
Others-Luxury	132.0	30.9	33.0	25.3	24.6	113.8	32.0	33.0	26.0	25.3	116.4
증가율 (% YoY)	6.0	-11.0	-11.7	-19.0	-14.2	-13.8	3.4	0.0	3.0	3.0	2.3
<b>Premium Brands</b>	<b>1,132.1</b>	<b>304.8</b>	<b>212.7</b>	<b>191.2</b>	<b>176.7</b>	<b>887.1</b>	<b>227.7</b>	<b>193.2</b>	<b>191.8</b>	<b>179.7</b>	<b>792.4</b>
증가율 (% YoY)	6.0	2.5	-29.7	-33.1	-28.4	-21.6	-25.3	-9.1	0.3	1.7	-10.7
Laneige	556.1	152.4	95.0	100.4	96.4	445.2	123.2	90.3	102.4	101.3	417.2
증가율 (% YoY)	35.9	24.3	-36.9	-32.2	-27.9	-19.9	-19.1	-5.0	2.0	5.0	-6.3
Iope	328.0	80.6	63.6	44.3	37.5	224.3	50.8	50.9	42.0	35.7	179.4
증가율 (% YoY)	-20.5	-19.3	-26.2	-43.7	-40.0	-31.6	-37.0	-20.0	-5.0	-5.0	-20.0
Mamonde	76.0	23.2	17.7	15.8	14.2	70.3	17.9	16.8	16.6	15.0	66.3
증가율 (% YoY)	12.4	18.7	-10.2	-17.4	-18.1	-7.5	-22.9	-5.0	5.0	5.0	-5.7
Others-Premium	176.0	48.6	37.1	30.8	27.8	143.9	35.8	35.2	30.8	27.8	129.6
증가율 (% YoY)	-1.1	-12.2	-20.7	-23.5	-15.7	-18.2	-26.4	-5.0	0.0	0.0	-10.0

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠종금증권 리서치센터

## 아모레퍼시픽 브랜드별 세부 매출액 추이 및 전망 (2)

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	5,645.4	1,569.0	1,205.0	1,209.9	1,140.0	5,123.8	1,431.6	1,310.1	1,316.1	1,252.2	5,310.0
증가율 (% YoY)	18.4	5.6	-16.5	-13.6	-13.4	-9.2	-8.8	8.7	8.8	9.8	3.6
<b>국내 Total</b>											
매출액	4,000.5	1,104.4	805.5	790.2	647.3	3,347.4	940.8	848.2	832.5	706.8	3,328.3
증가율 (% YoY)	12.4	1.7	-22.5	-21.5	-25.5	-16.3	-14.8	5.3	5.4	9.2	-0.6
<b>Mass Brands</b>	500.1	151.3	99.1	138.3	80.3	468.6	147.7	104.2	143.7	85.4	481.0
증가율 (% YoY)	4.9	4.0	-14.8	-5.9	-11.2	-6.3	-2.4	5.2	3.9	6.4	2.6
Ryo	124.0	43.1	23.4	30.0	21.7	117.2	40.5	25.7	32.4	23.4	122.0
증가율 (% YoY)	16.2	20.2	-19.7	-3.8	-19.5	-5.5	-6.1	10.0	8.0	8.0	4.1
Mise-en-scene	140.0	44.2	32.2	36.3	32.4	143.9	45.2	33.8	38.2	34.0	151.1
증가율 (% YoY)	3.5	16.3	-6.0	3.1	-2.0	2.8	2.2	5.0	5.0	5.0	5.0
Happy Bath	88.0	22.1	24.2	24.5	15.5	87.0	20.7	25.4	25.7	16.3	88.1
증가율 (% YoY)	-1.1	13.0	-3.1	-9.9	-14.9	-1.1	-6.3	5.0	5.0	5.0	1.2
Others-Mass	148.0	42.0	19.3	47.4	11.7	120.5	41.4	19.3	47.4	11.7	119.8
증가율 (% YoY)	1.4	-19.5	-31.1	-12.8	-4.3	-18.6	-1.4	0.0	0.0	0.0	-0.6
<b>OSULLOC</b>	52.0	12.1	12.1	12.6	11.7	46.9	13.2	12.4	13.0	12.0	50.6
증가율 (% YoY)	-8.7	-6.7	-10.5	-10.3	3.1	-9.9	8.4	3.0	3.0	3.0	8.1
<b>Others</b>	200.0	55.2	48.3	40.3	35.0	177.4	49.9	49.3	41.1	35.7	175.9
증가율 (% YoY)	10.2	10.6	3.4	-23.0	-29.4	-11.3	-9.7	2.0	2.0	2.0	-0.8
<b>해외 Total</b>											
매출액	1,696.8	477.0	408.5	427.3	507.7	1,820.5	500.8	461.8	483.6	545.4	1,991.7
증가율 (% YoY)	37.8	16.9	-2.1	5.0	9.3	7.3	5.0	13.1	13.2	7.4	9.4
영업이익	210.4	88.1	19.8	45.4	41.0	194.3	81.5	21.8	49.9	45.1	198.3
증가율 (% YoY)	45.4	11.0	-59.6	-3.8	17.8	-7.7	-7.5	10.0	10.0	10.0	2.1
영업이익률 (%)	12.4	18.5	4.8	10.6	8.1	10.7	16.3	4.7	10.3	8.3	10.0
아시아	1,575.5	448.8	391.9	406.4	484.8	1,731.9	478.0	450.7	467.4	533.3	1,929.3
증가율 (% YoY)	37.8	18.5	1.0	8.0	12.0	9.9	6.5	15.0	15.0	10.0	11.4
유럽	68.1	16.4	5.4	7.2	6.7	35.7	7.6	5.6	7.4	6.9	27.5
증가율 (% YoY)	4.0	6.5	-67.5	-52.9	-67.8	-47.6	-53.7	3.0	3.0	3.0	-23.0
미국	53.3	11.7	11.3	13.7	16.2	52.9	15.3	14.7	16.4	20.3	66.7
증가율 (% YoY)	9.7	-15.8	-11.7	-11.6	45.9	-0.8	30.8	30.0	20.0	25.0	26.0

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠종금증권 리서치센터

# 아모레퍼시픽 (090430)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>5,645.4</b>	<b>5,123.8</b>	<b>5,310.0</b>	<b>5,906.5</b>	<b>6,497.1</b>
매출액증가율 (%)	18.4	-9.2	3.6	11.2	10.0
매출원가	1,424.8	1,379.7	1,462.1	1,573.9	1,721.7
매출총이익	4,220.7	3,744.1	3,847.8	4,332.6	4,775.4
판매관리비	3,372.6	3,147.7	3,204.5	3,582.8	3,941.1
<b>영업이익</b>	<b>848.1</b>	<b>596.4</b>	<b>643.4</b>	<b>749.8</b>	<b>834.3</b>
영업이익률	15.0	11.6	12.1	12.7	12.8
금융손익	11.7	10.7	9.7	15.0	21.8
종속/관계기업손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.3	-39.9	3.0	3.0	3.0
세전계속사업이익	856.6	567.3	656.0	767.8	859.1
법인세비용	210.8	169.3	173.5	207.1	238.4
<b>당기순이익</b>	<b>645.7</b>	<b>398.0</b>	<b>482.6</b>	<b>560.7</b>	<b>620.7</b>
지배주주지분 순이익	639.3	394.0	473.4	556.2	615.7

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	2,116.4	1,677.5	1,966.1	2,481.8	3,035.2
매출채권	623.7	604.2	841.1	1,223.9	1,651.5
재고자산	294.5	324.7	320.8	356.9	392.5
비유동자산	409.9	374.8	406.6	452.2	497.5
유형자산	3,065.2	3,698.2	3,834.9	3,872.3	3,905.9
무형자산	2,358.6	2,613.2	2,747.6	2,777.8	2,804.1
투자자산	228.1	239.7	239.7	239.7	239.7
<b>자산총계</b>	<b>5,181.6</b>	<b>5,375.7</b>	<b>5,801.0</b>	<b>6,354.1</b>	<b>6,941.0</b>
<b>유동부채</b>					
매입채무	1,171.2	1,046.5	1,088.9	1,192.8	1,295.6
단기차입금	165.9	132.1	154.4	171.7	188.9
유동성장기부채	96.4	85.1	75.1	65.1	55.1
비유동부채	48.3	0.0	0.0	0.0	0.0
사채	113.7	153.9	157.9	170.8	183.6
장기차입금	0.0	0.0	42.9	42.9	42.9
<b>부채총계</b>	<b>1,285.0</b>	<b>1,200.3</b>	<b>1,246.8</b>	<b>1,363.6</b>	<b>1,479.2</b>
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	720.5	720.5	720.5	720.5
기타포괄이익누계액	-17.2	-40.1	-40.1	-40.1	-40.1
이익잉여금	3,158.7	3,456.5	3,826.2	4,258.0	4,724.4
비지배주주지분	17.8	21.6	30.8	35.3	40.2
<b>자본총계</b>	<b>3,896.6</b>	<b>4,175.4</b>	<b>4,554.2</b>	<b>4,990.5</b>	<b>5,461.9</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>677.0</b>	<b>512.6</b>	<b>729.9</b>	<b>798.5</b>	<b>858.0</b>
당기순이익(손실)	645.7	398.0	482.6	560.7	620.7
유형자산상각비	181.2	223.7	245.6	249.9	253.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-163.3	-93.0	1.8	-12.1	-16.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-609.6</b>	<b>-400.8</b>	<b>-394.7</b>	<b>-302.1</b>	<b>-296.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-494.8	-768.6	-380.0	-280.0	-280.0
투자자산의감소(증가)	-4.7	-6.0	-2.3	-7.3	-7.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-133.0</b>	<b>-110.9</b>	<b>-98.3</b>	<b>-113.5</b>	<b>-134.3</b>
차입금의 증감	-21.7	-18.2	-9.9	-9.8	-9.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-63.5	-19.5	236.9	382.8	427.6
기초현금	687.2	623.7	604.2	841.1	1,223.9
기말현금	623.7	604.2	841.1	1,223.9	1,651.5

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	96,572	87,649	90,833	101,037	111,141
EPS(지배주주)	10,649	6,508	7,859	9,228	10,189
CFPS	18,036	14,518	15,257	17,151	18,662
EBITDAPS	17,607	14,028	15,206	17,100	18,611
BPS	56,202	60,186	65,542	71,798	78,556
DPS	1,580	1,280	1,536	1,843	2,212
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	30.2	46.8	42.8	36.5	33.0
PCR	17.8	21.0	23.0	20.4	18.8
PSR	3.3	3.5	3.9	3.5	3.2
PBR	5.7	5.1	5.1	4.7	4.3
EBITDA	1,029.3	820.1	888.9	999.6	1,087.9
EV/EBITDA	19.5	23.2	24.3	21.2	19.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	17.7	9.8	10.9	11.7	11.9
EBITDA 이익률	18.2	16.0	16.7	16.9	16.7
부채비율	33.0	28.7	27.4	27.3	27.1
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	217.5	193.6	232.5	294.3	358.1
매출채권회전율(x)	19.7	16.6	16.5	17.4	17.3
재고자산회전율(x)	15.4	13.1	13.6	13.8	13.7

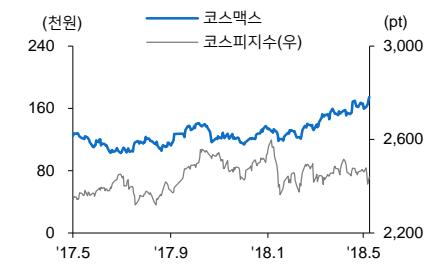
# 코스맥스(192820) 글로벌 화장품 ODM의 선구자

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

## Trading Buy

적정주가(12개월)	184,000원	
현재주가(6. 1)	175,000원	
상승여력	5.1%	
KOSPI	2,438.96Pt	
시가총액	17,587억원	
발행주식수	1,005만주	
유동주식비율	71.88%	
외국인비중	24.58%	
52주 최고/최저가	175,000원 / 102,500원	
평균거래대금	144.6억원	
주요주주(%)		
코스맥스비티아이 외 4 인	26.0	
국민연금	12.6	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	11.5	15.0
6개월	43.4	45.6
12개월	38.9	33.5

### 주가그래프



## 해외 현지법인의 고성장은 중장기 기업가치에 긍정적

- 1분기 매출액 2,887억원 (+31.8% YoY), 영업이익 104억원 (+10.6% YoY)을 기록. 2분기 매출액 3,040억원 (+30.9% YoY), 영업이익 159억원 (+9.5% YoY) 전망
- 코스맥스는 적극적인 해외 진출로 글로벌 생산 기지를 구축하였으며 세계 각국의 로컬 고객사들을 영입하면서 높은 성장이 기대됨. 온라인 및 모바일 기반의 신규 고객사들도 꾸준히 늘어나고 있음

## 2018년 하반기부터 기저효과에 따른 실적 터어라운드 전망

- 국내법인 2분기부터 두 자릿수 외형 성장률을 회복하면서 수익성이 점진적으로 개선될 전망. 중국법인 또한 지속적인 높은 외형 성장으로 하반기부터 고정비 부담 완화 예상
- 미국법인은 누월드 인수 효과와 함께 기존 오하이오 공장의 효율성 개선으로 손실폭 축소 지속될 전망

## 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 184,000원으로 상향

- 2019년 예상 EPS에 목표 PER 45배 (시세이도 등 아시아 화장품 평균)를 적용하여 산출함
- 견고한 시장 지위로 높은 외형 성장이 지속될 전망. 다만 완만한 이익률 개선으로 밸류에이션 부담 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	757.0	52.6	34.8	3,752	66.1	20,990	31.8	5.7	19.2	22.5	221.2
2017	884.0	35.1	18.9	1,876	-54.5	21,704	62.4	5.4	28.0	8.8	309.0
2018E	1,202.5	44.8	33.4	3,322	77.1	24,727	52.7	7.1	27.7	14.3	308.4
2019E	1,387.5	54.1	40.8	4,063	22.3	28,490	43.1	6.1	24.4	15.3	307.3
2020E	1,563.9	64.1	49.3	4,907	20.8	33,097	35.7	5.3	21.5	15.9	283.4

# 코스맥스 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
<b>매출액</b>	<b>757.0</b>	<b>219.1</b>	<b>232.3</b>	<b>208.5</b>	<b>224.0</b>	<b>884.0</b>	<b>288.7</b>	<b>304.0</b>	<b>297.0</b>	<b>312.8</b>	<b>1,202.5</b>
증가율 (% YoY)	41.9	26.3	17.5	12.0	12.2	16.8	31.8	30.9	42.4	39.6	36.0
국내	505.5	142.3	137.7	119.2	129.0	528.2	152.4	151.4	132.3	144.8	581.0
중국 연결(차이나+광저우)	283.9	77.0	105.5	88.0	100.7	371.2	99.1	131.9	114.3	129.8	475.2
인도네시아	3.0	2.9	1.9	2.3	1.9	9.0	1.7	1.7	3.5	4.1	11.0
미국(오하이오+누월드)	17.6	7.2	6.3	11.9	12.6	38.1	42.8	38.1	59.7	57.2	197.8
<b>비중 (%)</b>											
국내	66.8	65.0	59.3	57.2	57.6	59.8	52.8	49.8	44.6	46.3	48.3
중국 연결(차이나+광저우)	37.5	35.1	45.4	42.2	45.0	42.0	34.3	43.4	38.5	41.5	39.5
인도네시아	0.4	1.3	0.8	1.1	0.9	1.0	0.6	0.5	1.2	1.3	0.9
미국(오하이오+누월드)	2.3	3.3	2.7	5.7	5.6	4.3	14.8	12.5	20.1	18.3	16.4
<b>증가율 (% YoY)</b>											
국내	35.7	14.8	7.5	-3.6	-0.7	4.5	7.1	10.0	11.0	12.3	10.0
중국 연결(차이나+광저우)	40.1	32.6	29.8	23.8	37.1	30.8	28.7	25.0	30.0	28.8	28.0
인도네시아	77.4	527.6	254.5	264.4	41.5	201.0	-40.0	-10.0	50.0	113.0	22.3
미국(오하이오+누월드)	834.1	155.3	36.3	189.1	111.5	116.9	493.2	500.0	400.0	355.5	419.6
<b>매출원가</b>	<b>638.9</b>	<b>191.5</b>	<b>199.9</b>	<b>184.7</b>	<b>196.0</b>	<b>772.1</b>	<b>254.1</b>	<b>264.5</b>	<b>261.3</b>	<b>272.1</b>	<b>1,052.0</b>
증가율 (% YoY)	43.5	32.2	23.1	16.5	13.1	20.8	32.6	32.3	41.5	38.9	36.3
매출원가율 (%)	84.4	87.4	86.0	88.6	87.5	87.3	88.0	87.0	88.0	87.0	87.5
<b>매출총이익</b>	<b>118.1</b>	<b>27.6</b>	<b>32.4</b>	<b>23.9</b>	<b>28.0</b>	<b>111.9</b>	<b>34.6</b>	<b>39.5</b>	<b>35.6</b>	<b>40.7</b>	<b>150.5</b>
증가율 (% YoY)	34.0	-3.7	-8.3	-13.8	6.0	-5.3	25.7	21.8	49.3	45.1	34.5
매출총이익률 (%)	15.6	12.6	14.0	11.4	12.5	12.7	12.0	13.0	12.0	13.0	12.5
<b>판관비</b>	<b>65.5</b>	<b>18.2</b>	<b>18.1</b>	<b>18.8</b>	<b>21.6</b>	<b>76.8</b>	<b>24.2</b>	<b>23.8</b>	<b>27.8</b>	<b>29.8</b>	<b>105.7</b>
증가율 (% YoY)	25.5	16.9	5.4	19.5	27.4	17.2	33.5	31.5	47.6	37.6	37.7
판관비율 (%)	8.7	8.3	7.8	9.0	9.7	8.7	8.4	7.8	9.4	9.5	8.8
<b>영업이익</b>	<b>52.6</b>	<b>9.4</b>	<b>14.3</b>	<b>5.0</b>	<b>6.4</b>	<b>35.1</b>	<b>10.4</b>	<b>15.7</b>	<b>7.8</b>	<b>10.9</b>	<b>44.8</b>
증가율 (% YoY)	46.6	-28.0	-21.2	-57.8	-32.5	-33.2	10.6	9.5	55.8	70.5	27.5
영업이익률 (%)	7.0	4.3	6.2	2.4	2.8	4.0	3.6	5.2	2.6	3.5	3.7

자료: 코스맥스, 메리츠종금증권 리서치센터

# 코스맥스 생산 Capa 확장에 따른 매출액 추정

메리츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

(십억원, 만개)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
중국 (상하이+광저우)											
매출액	24.9	40.8	58.5	80.7	124.8	202.6	283.9	371.2	475.2	570.2	655.7
증가율 (% YoY)	7.6	63.9	43.4	38.0	54.5	62.4	40.1	30.8	25.0	20.0	15.0
생산량	1,900	4,218	6,372	8,300	13,766	22,715	29,529	38,388	46,065	52,975	58,272
증가율 (% YoY)	26.7	122.0	51.1	30.3	65.9	65.0	30.0	30.0	20.0	15.0	10.0
Capa	6,000	10,000	11,000	15,000	24,000	32,000	32,000	50,000	60,000	60,000	60,000
증가율 (% YoY)	33.3	66.7	10.0	36.4	60.0	33.3	0.0	56.3	20.0	0.0	0.0
가동률 (%)	31.7	42.2	57.9	55.3	57.4	71.0	92.3	76.8	76.8	88.3	97.1
국내											
매출액	155.6	176.8	211.6	260.7	290.5	372.5	505.5	528.2	581.0	627.5	677.7
증가율 (% YoY)		13.6	19.7	23.2	11.4	28.2	35.7	4.5	8.0	8.0	8.0
생산량	9,550	10,282	12,127	13,340	13,897	15,286	20,331	21,348	23,482	25,596	27,643
증가율 (% YoY)		7.7	17.9	10.0	4.2	10.0	33.0	5.0	10.0	9.0	8.0
Capa	12,000	14,000	15,000	15,000	19,000	23,000	30,000	33,000	33,000	33,000	33,000
증가율 (% YoY)		16.7	7.1	0.0	26.7	21.1	30.4	10.0	0.0	0.0	0.0
가동률 (%)	79.6	73.4	80.8	88.9	73.1	66.5	67.8	64.7	71.2	77.6	83.8
인도네시아											
매출액			1.0	1.4	1.7	3.0	9.0	11.0	15.0	20.0	
증가율 (% YoY)				39.7	20.5	77.4	201.0	44.6	53.8	33.3	
Capa			4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
증가율 (% YoY)				0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
미국 (오하이오+뉴월드)											
매출액					1.9	17.6	38.1	197.8	237.4	273.0	
증가율 (% YoY)						834.1	116.9	419.6	20.0	15.0	
Capa				10,000	10,000	10,000	10,000	15,000	15,000	15,000	15,000
증가율 (% YoY)					0.0	0.0	0.0	50.0	0.0	0.0	0.0
전체 매출액		274.2	340.6	388.4	533.3	757.0	884.0	1,202.5	1,387.5	1,563.9	
증가율 (% YoY)			24.2	14.0	37.3	41.9	16.8	36.0	15.4	12.7	
해외	24.9	40.8	58.5	81.7	126.2	206.1	304.4	418.3	684.0	822.6	948.7
비중 (%)	12.9	16.7	21.3	24.0	32.5	38.7	40.2	47.3	56.9	59.3	60.7

자료: 코스맥스, 메리츠종금증권 리서치센터

# 코스맥스 [192820]

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>757.0</b>	<b>884.0</b>	<b>1,202.5</b>	<b>1,387.5</b>	<b>1,563.9</b>
매출액증가율 (%)	41.9	16.8	36.0	15.4	12.7
매출원가	638.9	772.1	1,052.0	1,212.7	1,365.3
매출총이익	118.1	111.9	150.5	174.8	198.6
판매관리비	65.5	76.8	105.7	120.7	134.5
<b>영업이익</b>	<b>52.6</b>	<b>35.1</b>	<b>44.8</b>	<b>54.1</b>	<b>64.1</b>
영업이익률	7.0	4.0	3.7	3.9	4.1
금융손익	-5.6	-12.4	-11.6	-12.4	-12.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.6	2.5	5.0	5.0	5.0
세전계속사업이익	46.5	25.3	38.2	46.7	56.4
법인세비용	15.1	9.7	10.7	13.1	15.8
<b>당기순이익</b>	<b>31.4</b>	<b>15.5</b>	<b>27.5</b>	<b>33.6</b>	<b>40.6</b>
지배주주지분 순이익	34.8	18.9	33.4	40.8	49.3

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	396.3	500.3	582.2	695.8	764.2
매출채권	68.3	39.0	29.6	58.0	45.4
재고자산	187.1	237.8	289.0	333.5	375.9
비유동자산	125.1	184.7	210.7	243.1	274.0
유형자산	269.7	433.7	450.4	458.7	466.5
무형자산	235.9	307.2	317.6	322.6	327.2
투자자산	5.6	90.7	89.7	88.8	88.1
<b>자산총계</b>	<b>665.9</b>	<b>934.0</b>	<b>1,032.6</b>	<b>1,154.5</b>	<b>1,230.8</b>
<b>유동부채</b>					
매입채무	384.0	522.1	563.8	600.7	645.3
단기차입금	125.1	207.6	226.3	261.1	294.3
유동성장기부채	172.1	220.4	220.4	210.4	200.4
비유동부채	17.9	21.8	18.8	15.8	22.8
사채	74.6	183.6	216.0	270.3	264.4
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>458.6</b>	<b>705.6</b>	<b>779.8</b>	<b>871.0</b>	<b>909.7</b>
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	151.1	151.1	151.1	151.1	151.1
기타포괄이익누계액	-3.0	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
이익잉여금	58.1	65.2	95.6	133.4	179.7
비지배주주지분	-3.6	10.3	4.4	-2.9	-11.6
<b>자본총계</b>	<b>207.3</b>	<b>228.4</b>	<b>252.9</b>	<b>283.5</b>	<b>321.0</b>

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>23.5</b>	<b>-6.6</b>	<b>15.4</b>	<b>29.6</b>	<b>38.3</b>
당기순이익(손실)	31.4	15.5	27.5	33.6	40.6
유형자산상각비	12.0	19.5	24.6	25.0	25.4
무형자산상각비	0.5	0.7	1.0	0.9	0.7
운전자본의 증감	-26.5	-40.8	-37.6	-29.9	-28.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-97.5</b>	<b>-172.7</b>	<b>-43.9</b>	<b>-35.2</b>	<b>-34.9</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-89.6	-81.2	-35.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-10.8	-5.4	-7.2	-4.2	-4.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>124.9</b>	<b>150.1</b>	<b>19.0</b>	<b>34.0</b>	<b>-16.0</b>
차입금의 증감	39.1	155.5	22.0	37.0	-13.0
자본의 증가	91.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	51.1	-29.3	-9.4	28.5	-12.6
기초현금	17.3	68.3	39.1	29.6	58.1
기말현금	68.3	39.1	29.6	58.1	45.5

## Key Financial Data

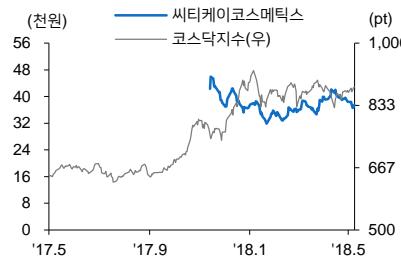
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	81,656	87,960	119,653	138,070	155,616
EPS(지배주주)	3,752	1,876	3,322	4,063	4,907
CFPS	7,524	5,985	7,497	8,456	9,482
EBITDAPS	7,029	5,510	7,000	7,959	8,985
BPS	20,990	21,704	24,727	28,490	33,097
DPS	1,000	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.8	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	31.8	62.4	52.7	43.1	35.7
PCR	15.9	19.5	20.6	18.3	16.3
PSR	1.5	1.3	1.3	1.1	1.0
PBR	5.7	5.4	7.1	6.1	5.3
EBITDA	65.2	55.4	70.3	80.0	90.3
EV/EBITDA	19.2	28.0	27.7	24.4	21.5
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	22.5	8.8	14.3	15.3	15.9
EBITDA 이익률	8.6	6.3	5.9	5.8	5.8
부채비율	221.2	309.0	308.4	307.3	283.4
금융비용부담률	0.9	1.1	1.0	0.9	0.8
이자보상배율(x)	7.6	3.8	3.8	4.3	4.9
매출채권회전율(x)	4.6	4.2	4.6	4.5	4.4
재고자산회전율(x)	7.2	5.7	6.1	6.1	6.0

# 씨티케이코스메틱스(260930) New 화장품 플랫폼 비즈니스의 등장

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

Not Rated

적정주가(12개월)		
현재주가(6.1)	37,500원	-
상승여력	-	
KOSDAQ 시가총액	883.22Pt	
발행주식수	3,796억원	
유동주식비율	1,012만주	
외국인비중	46.21%	
52주 최고/최저가	1.82%	
평균거래대금	46,000원 / 31,850원	
주요주주(%)	15.6억원	
정인용	50.7	
스마일게이트인베스트먼트 외 3 인	16.9	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-4.5	-5.2
6개월	N/A	N/A
12개월	N/A	N/A
주가그래프		



## マイ크로 소비 확산으로 새로운 트렌드 변화에 따른 Full Service의 필요성 증가

- Full Service의 편리함과 신속함, 차별화된 기획력이 강점. 생산설비가 없고 Asset Light한 서비스 전문기업
- 글로벌 브랜드 회사들과의 오랜 Relationship에 강점이 있으며 미국향 매출이 80~90%를 차지함. 최근 K-Beauty의 혁신상품에 대한 글로벌 고객사들의 관심이 높아지면서 새로운 사업 기회가 많아지고 있음

## 트렌디한 상품 기획력 바탕으로 북미 유망 브랜드 및 아시아 신생 브랜드 성장의 수혜 예상

- 코스맥스와 한국콜마, 연우 등은 자신들의 Source 안에서 고객사에게 제안하지만 씨티케이코스메틱스는 Open Innovation으로 제안할 수 있는 범위가 훨씬 넓음. 특히 R&D가 필요하고 트렌디한 신제품에 대해 보다 강점이 있음

## 미국 FDA 이슈로 2017년 하반기부터 일시적인 실적 급감, 2018년 1분기를 저점으로 점진적인 회복 전망

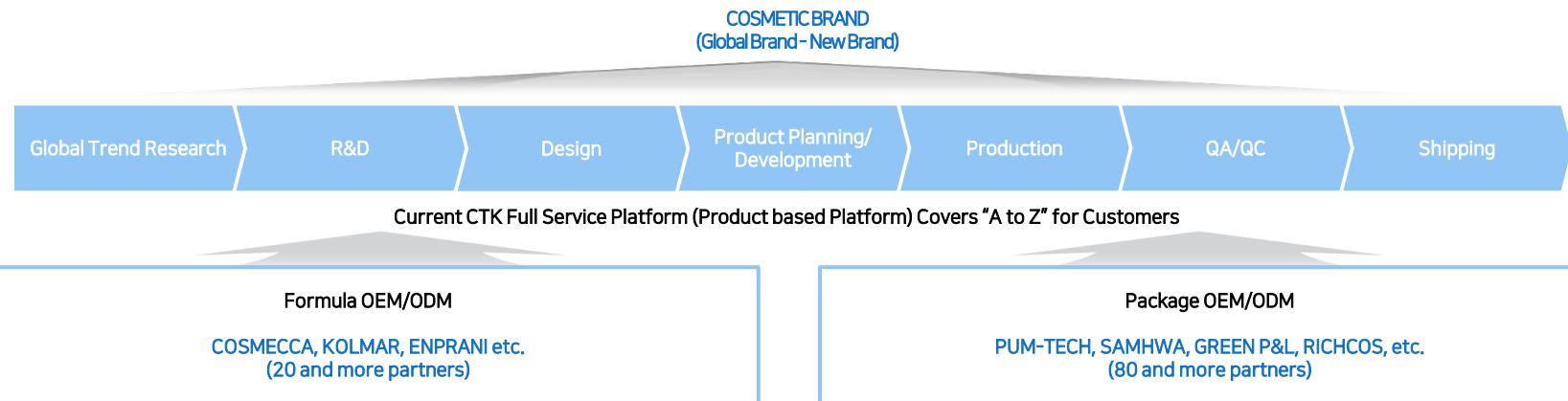
- 하반기 지난해 낮은 기저 바탕으로 강력한 실적 턴어라운드 전망. 3분기와 4분기 매출액성장률은 +47.3% YoY, +73% YoY 대폭 증가 예상
- 수익성 좋은 Full Service 비중이 확대되고 신규 고객사 영입으로 매출 다변화되면서 실적 모멘텀 회복 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS(원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016											
2017	113.0	24.4	15.3	1,899	N/A	16,954	20.7	2.3	10.3	8.9	7.8
2018E	113.2	21.5	16.4	1,618	-14.8	18,253	23.2	2.1	10.7	9.2	7.3
2019E	145.2	30.8	23.9	2,359	45.8	20,292	15.9	1.8	7.1	12.2	8.4
2020E	181.4	41.7	33.6	3,322	40.8	23,295	11.3	1.6	4.8	15.2	9.2

# 씨티케이코스메틱스 비즈니스 현황

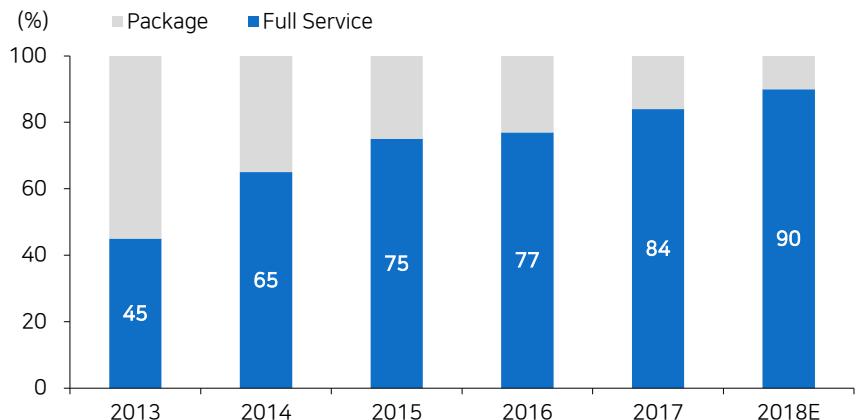
メリ츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 씨티케이코스메틱스 풀서비스 플랫폼



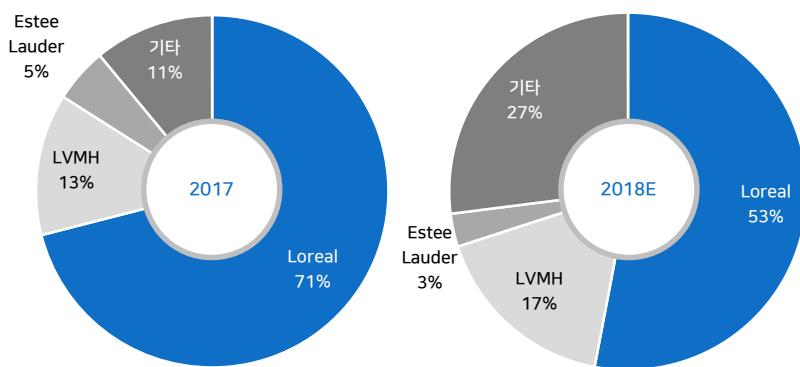
자료: 씨티케이코스메틱스, 메리츠증권 리서치센터

## 카테고리별 매출비중 추이



자료: 씨티케이코스메틱스, 메리츠증권 리서치센터

## 고객별 매출비중 추이



자료: 씨티케이코스메틱스, 메리츠증권 리서치센터

# 씨티케이코스메틱스 사업전략

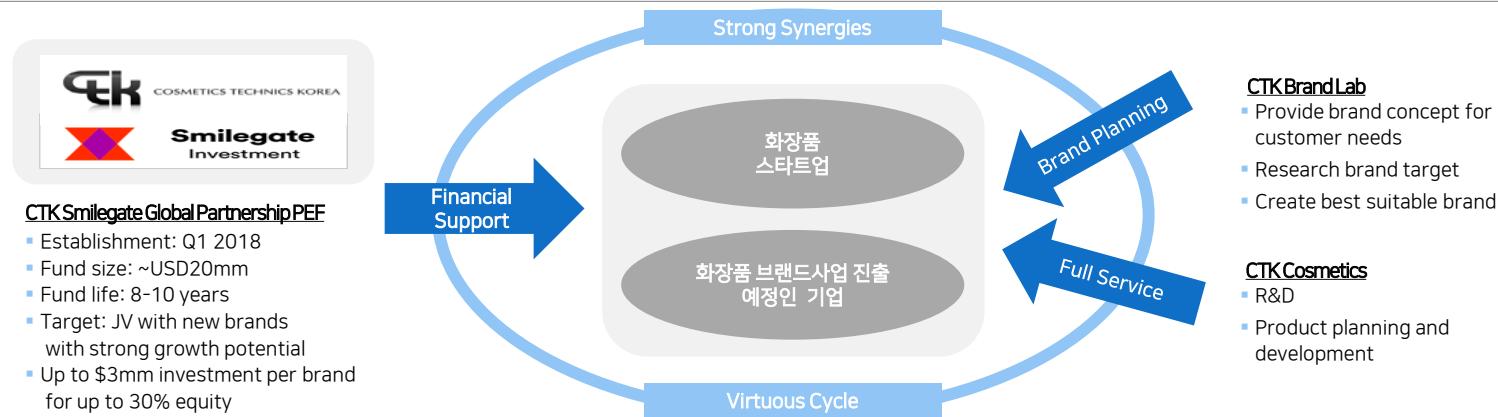
メリ츠 2018년 하반기 전망 시리즈 11  
유통/화장품\_ New Algorithm

## 주요 글로벌 고객사

Rank	Company Name	Location	M/S	브랜드
1	L'OREAL	FRANCE	14.30%	IT COSMETICS, NYX, L'OREAL, LANCOME, BIOTERM ....
2	UNILEVER	GBR	10.50%	HOURGLASS, SUNSILK, REXONA, DOVE, VASELINE, AVIANC... .
3	PROCTER & GAMBLE	USA	9.00%	SK-II, PANTENE, OLAY, HERBAL ESSENCES, OLD SPICE ... .
4	THE ESTEE LAUDER COS.	USA	5.70%	ESTEE LAUDER, SMASH BOX, BOBBI BROWN, CLINIQUE ... .
5	SHISEIDO CO.	JAPAN	3.60%	SHISEIDO, IPSA, NARS, ANESSA, DOLCE&GABBANA ... .
6	BEIERSDORF	GERMANY	3.00%	NIVEA, EUCERIN, LA PRAIRIE, ATRIX, SELK, LABELLO ... .
7	JOHNSON & JOHNSON	USA	2.80%	AVEENO, CLEAN & CLEAR, NEUTROGENA ... .
8	CHANEL	FRANCE	2.70%	CHANEL
9	AVON PRODUCTS	USA	2.70%	AVON, ANEW
10	KAO CORP.	JAPAN	2.60%	KANEBO, SOFINA, BIORÉ, KMS California, JOHN FRIEDA ... .
11	LVMH	FRANCE	2.60%	SEPHORA, MJB, KVD, MAKE UP FOREVER, GUERLAIN, DIOR ... .

자료: 씨티케이코스메틱스,メリ츠종금증권 리서치센터

## 화장품사업 투자전략



자료: 씨티케이코스메틱스,メリ츠종금증권 리서치센터

# 씨티케이코스메틱스 (260930)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	113.0	113.2	145.2	181.4	
매출액증가율 (%)		0.2	28.3	25.0	
매출원가	77.7	79.2	100.2	123.4	
매출총이익	35.3	34.0	45.0	58.1	
판매관리비	10.9	12.5	14.2	16.3	
<b>영업이익</b>	<b>24.4</b>	<b>21.5</b>	<b>30.8</b>	<b>41.7</b>	
영업이익률	21.6	19.0	21.2	23.0	
금융손익	-5.3	1.9	2.0	2.2	
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외손익	-0.3	-3.0	-3.0	-2.0	
세전계속사업이익	18.9	20.4	29.8	42.0	
법인세비용	3.6	4.1	6.0	8.4	
<b>당기순이익</b>	<b>15.3</b>	<b>16.4</b>	<b>23.8</b>	<b>33.6</b>	
지배주주지분 순이익	15.3	16.4	23.9	33.6	

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>					
현금및현금성자산	163.5	167.4	183.5	211.1	
매출채권	40.7	41.6	40.5	48.9	
재고자산	19.2	19.2	24.7	30.8	
비유동자산	3.9	3.9	5.0	6.2	
유형자산	21.7	30.9	39.3	46.3	
무형자산	18.0	27.2	34.8	41.1	
투자자산	0.3	0.3	0.3	0.3	
<b>자산총계</b>	<b>185.2</b>	<b>198.3</b>	<b>222.8</b>	<b>257.4</b>	
<b>유동부채</b>					
매입채무	11.9	12.0	15.3	19.2	
단기차입금	9.6	9.6	12.3	15.4	
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	
비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	
사채	1.5	1.5	1.9	2.4	
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	
<b>부채총계</b>	<b>13.5</b>	<b>13.5</b>	<b>17.3</b>	<b>21.6</b>	
자본금	5.1	5.1	5.1	5.1	
자본잉여금	119.2	119.2	119.2	119.2	
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	
이익잉여금	47.8	61.0	81.6	112.0	
비지배주주지분	0.2	0.1	0.1	0.0	
<b>자본총계</b>	<b>171.8</b>	<b>184.9</b>	<b>205.5</b>	<b>235.8</b>	

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>22.2</b>	<b>17.1</b>	<b>21.8</b>	<b>31.5</b>	
당기순이익(손실)	15.3	16.4	23.8	33.6	
유형자산상각비	0.6	0.8	1.3	1.7	
무형자산상각비	0.1	0.0	0.0	0.0	
운전자본의 증감	8.8	-0.0	-3.4	-3.8	
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-109.0</b>	<b>-12.9</b>	<b>-19.7</b>	<b>-19.8</b>	
유형자산의증가(CAPEX)	-11.4	-10.0	-9.0	-8.0	
투자자산의감소(증가)	-2.5	0.0	-0.7	-0.8	
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>106.0</b>	<b>-3.2</b>	<b>-3.2</b>	<b>-3.2</b>	
차입금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	
자본의 증가	124.2	0.0	0.0	0.0	
현금의 증가(감소)	19.1	1.0	-1.2	8.4	
기초현금	21.7	40.7	41.7	40.5	
기말현금	40.7	41.7	40.5	48.9	

## Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	13,997	11,181	14,340	17,925	
EPS(지배주주)	1,899	1,618	2,359	3,322	
CFPS	2,719	1,908	2,875	4,097	
EBITDAPS	3,109	2,205	3,171	4,295	
BPS	16,954	18,253	20,292	23,295	
DPS	320	320	320	320	
배당수익률(%)	0.8	0.9	0.9	0.9	
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	20.7	23.2	15.9	11.3	
PCR	14.4	19.7	13.0	9.2	
PSR	2.8	3.4	2.6	2.1	
PBR	2.3	2.1	1.8	1.6	
EBITDA	25.1	22.3	32.1	43.5	
EV/EBITDA	10.3	10.7	7.1	4.8	
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	8.9	9.2	12.2	15.2	
EBITDA 이익률	22.2	19.7	22.1	24.0	
부채비율	7.8	7.3	8.4	9.2	
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	
이자보상배율(x)	3,085.9				
매출채권회전율(x)	5.9	5.9	6.6	6.5	
재고자산회전율(x)	29.1	29.2	32.7	32.4	

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.

당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 6월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.

당사는 2018년 6월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

당사의 조사분석 담당자는 2018년 6월 4일 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 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	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에  
대하여 공표한 최근일  
투자등급의 비율

### 호텔신라 (008770) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이 (원)
					평균	최고(최저)	
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	68,000	양지혜	-12.3	3.1	
2017.10.30	기업브리프	Trading Buy	78,000	양지혜	4.5	10.9	
2017.11.27	산업분석	Buy	110,000	양지혜	-21.1	-12.2	
2018.01.22	산업브리프	Buy	110,000	양지혜	-20.2	-11.8	
2018.01.26	기업브리프	Buy	110,000	양지혜	-20.3	-11.7	
2018.02.27	산업브리프	Buy	110,000	양지혜	-18.8	-4.1	
2018.04.13	기업브리프	Buy	125,000	양지혜	-15.8	-11.6	
2018.04.30	기업브리프	Buy	143,000	양지혜	-14.4	-10.5	
2018.06.04	산업분석	Buy	150,000	양지혜	-	-	

### 현대백화점 (069960) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이 (원)
					평균	최고(최저)	
2016.07.25	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	-21.5	-15.9	
2016.10.07	산업브리프	Buy	160,000	양지혜	-24.2	-15.9	
2017.01.04	산업브리프	Trading Buy	125,000	양지혜	-18.4	-5.2	
2017.06.08	산업분석	Trading Buy	143,000	양지혜	-22.9	-18.2	
2017.08.10	기업브리프	Trading Buy	122,000	양지혜	-25.2	-17.2	
2017.11.10	기업브리프	Trading Buy	105,000	양지혜	-4.0	4.8	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	120,000	양지혜	-20.3	-7.9	
2018.04.06	기업브리프	Trading Buy	110,000	양지혜	-13.5	-5.9	
2018.05.11	기업브리프	Trading Buy	120,000	양지혜	-9.6	-3.8	
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	135,000	양지혜	-	-	

### LG생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

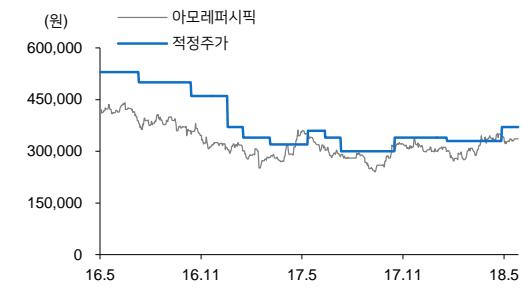
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.07.11	산업브리프	Buy	1,300,000	양지혜	-17.0	-9.2	
2016.07.27	기업브리프	Buy	1,350,000	양지혜	-28.6	-25.2	
2016.10.13	산업분석	Buy	1,100,000	양지혜	-17.8	-16.0	
2016.10.26	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-22.3	-16.0	
2016.11.24	산업분석	Buy	1,100,000	양지혜	-23.4	-16.0	
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	-19.3	-17.5	
2017.11.27	산업분석	Buy	1,500,000	양지혜	-20.2	-17.5	
2018.01.08	산업브리프	Buy	1,500,000	양지혜	-19.9	-16.7	
2018.01.24	기업브리프	Buy	1,500,000	양지혜	-21.6	-16.7	
2018.02.27	산업브리프	Buy	1,500,000	양지혜	-19.6	-7.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	1,600,000	양지혜	-	-	



### 아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.07.11	산업브리프	Buy	530,000	양지혜	-20.7	-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	-6.7	-4.3		
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	340,000	양지혜	-7.4	-0.9		
2018.01.08	산업브리프	Trading Buy	340,000	양지혜	-8.1	-0.9		
2018.02.01	기업브리프	Trading Buy	330,000	양지혜	-12.8	-8.5		
2018.02.27	산업브리프	Trading Buy	330,000	양지혜	-5.6	6.5		
2018.05.10	기업브리프	Trading Buy	370,000	양지혜	-10.4	-7.4		
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	370,000	양지혜	-	-		



### 코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가	담당자	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					(원)	평균	
						최고(최저)	
2016.08.09	기업브리프	Buy	190,000	양지혜	-18.2	-6.8	
2016.10.13	산업분석	Buy	190,000	양지혜	-18.5	-6.8	
2016.10.24	기업브리프	Trading Buy	160,000	양지혜	-25.5	-19.1	
2016.11.04	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	-25.4	-18.0	
2016.11.24	산업분석	Buy	160,000	양지혜	-26.8	-18.0	
2017.01.16	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	-24.7	-10.3	
2017.02.15	기업브리프	Buy	180,000	양지혜	-23.9	-17.5	
2017.04.10	기업브리프	Buy	180,000	양지혜	-22.6	-11.9	
2017.05.12	기업브리프	Trading Buy	170,000	양지혜	-27.4	-21.2	
2017.06.29	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-23.2	-17.9	
2017.08.10	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-20.5	-11.8	
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	140,000	양지혜	-20.0	-9.3	
2017.10.10	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-14.8	0.7	
2018.01.08	산업분석	Trading Buy	140,000	양지혜	-13.7	0.7	
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-13.7	0.7	
2018.02.20	산업분석	Trading Buy	140,000	양지혜	-9.6	13.9	
2018.05.11	기업브리프	Trading Buy	160,000	양지혜	3.5	9.4	
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	184,000	양지혜	-	-	

