

Industry Indepth

## 유통/화장품

Neutral

# 골목 상권에서 소비의 변화를 짚어보다

- Part I 한국 vs. 미국, 프랜차이즈 시장 비교  
 Part II 국내 상권의 변화 흐름 분석  
 Part III 공간의 가치, 수익창출 방식의 변화  
 Part IV 편의점과 브랜드샵의 미래



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



## Top Pick

종목	투자판단	적정주가
GS리테일(007070)	Buy	48,000원

## 관심종목

종목	투자판단	적정주가
해마로푸드서비스(220630)	Buy	3,100원
아모레G(002790)	Trading Buy	75,000원
BGF리테일(282330)	Trading Buy	200,000원
카페24(042000)	Not Rated	-



# Contents

Summary	3
Key Chart	4
<b>Part I</b> 한국 vs. 미국, 프랜차이즈 시장 비교	5
<b>Part II</b> 국내 상권의 변화 흐름 분석	17
<b>Part III</b> 공간의 가치, 수익창출 방식의 변화	23
<b>Part IV</b> 편의점과 브랜드샵의 미래	25
<b>기업분석</b>	
GS 리테일(007070)_ 점포 효율성 개선과 내실화에 집중	44
해마로푸드서비스(220630)_ 압도적인 경쟁력의 프랜차이즈	50
아모레 G(002790)_ 채널 환경 변화에 대응 모색	54
BGF 리테일(282330)_ 상권별 특화매장 및 상품 경쟁력 강화	59
카페 24(042000)_ 온라인 스몰 비즈니스의 시대	63

## Summary

프랜차이즈, 영세상인들을  
도와주기 위한 비즈니스 모델

근본적으로 프랜차이즈 산업은 혁신적 아이디어 (가맹본부)와 소자본 (가맹점)이 결합하여 누구나 쉽게 창업이 가능한 시스템으로 자영업자의 경쟁력을 제고할 수 있는 서민 밀착형 산업이다. 프랜차이즈는 경험과 자본이 부족한 영세 자영업자의 제약을 극복할 수 있게 도와주고 소자본으로도 조직화, 공동 마케팅, 브랜드 구축 등 자영업자의 역량 강화가 가능하다. 나아가 프랜차이즈는 인력, 서비스, 시설 장비, 원부자재 등을 통합하여 수출도 가능하며 글로벌 시장 진출은 새로운 성장 동력이 될 수 있다.

점주의 권리 보호 강화 추세,  
카드수수료 인하, 상가 임대차  
보호법 등 법과 제도의 보완

2019년 프랜차이즈 점주의 제도적 환경은 크게 개선될 전망이다. 상가 임대차 보호법이 개정되고 영세사업자들의 카드수수료도 인하되는 추세이다. 우리나라는 그동안 건물주의 재산권에 좀 더 초점을 맞추었기 때문에 상가 임차인들은 영업수익보다 권리금으로 이를 보장받으려고 했다. 그러나 선진국들은 상권에 대한 임차인들의 기여분을 안정적인 임대료와 영업기간으로 보장한다. 결론적으로 당분간은 임차인에게 유리한 방향으로 지속적인 변화가 예상된다.

대량 생산품 (프랜차이즈)과 수제  
제품 (독립형)의 차별적 가치

자영업의 핵심은 가격과 회전율이다. 차별화된 수제제품으로 소비자들이 충분히 높은 가격을 지불할 수 있도록 하거나, 프랜차이즈와 같은 대량생산과 규모의 효과로 회전율을 높여 수익을 확대할 수 있다. 외식업의 경우 대량생산 시스템으로 효율성을 높인 편의점과 경쟁하는 부분이 확대되고 있다. 만약 프랜차이즈가 아닌 독립적인 자영업자를 추구한다면 강력한 스토리와 제품 기획력으로 충분히 높은 가격으로 판매 향상을 이끌어 낼 수 있는 아이템들을 구축할 수 있어야 하겠다.

상권의 확장과 이동, 소비 수준  
상승과 함께 문화 기반의 상권에  
주목

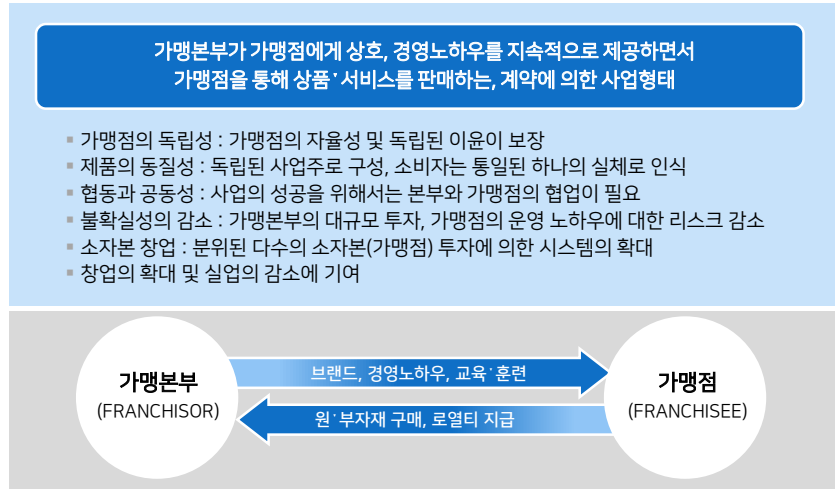
상권은 지속적으로 변한다. 소비문화는 상권의 확장과 이동을 이끌어낸다. 상권의 핵심이론은 '소비문화'이다. 활성화되지 않은 상권이라도 잠재가치가 내재되어있는 곳이 있다. 최근의 소비 트렌드는 세련되고 고급스런 이미지와 의미를 지닌 상품을 선호한다. 상점은 단순히 상품을 전시하고 판매하는 공간이 아니라 특별한 분위기를 제공함으로써 공간 그 자체를 즐기고 소비하는 대상으로 변하고 있다.

Top pick: GS리테일  
관심종목: 해마로푸드서비스,  
아모레 G, BGF리테일, 카페 24

2019년 편의점 시장의 화두는 '내실화' 이다. 정부의 다양한 점주 지원정책 강화에도 최저임금이 11.6% 상승하면서 점포수 증가보다는 점당매출액과 점주 수익성 개선에 집중할 것으로 예상된다. 2019년 편의점 시장 규모는 전년대비 5.7% 증가한 25조원으로 전망하며 2017년 13.5%, 2018년 7% 대비 성장률은 둔화되었지만 전체 민간소비 증가율 2.3% (메리츠종금증권 추정)대비 높은 수준을 지속하며 소매유통 시장 내 비중확대가 지속될 전망이다. Top-pick으로 GS리테일을 제시하며 관심종목으로는 해마로푸드서비스와 아모레G, BGF리테일, 카페24를 제시한다.

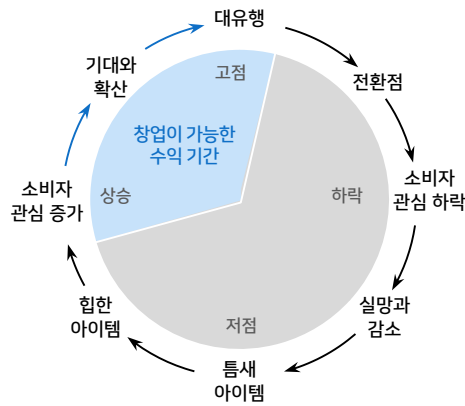
# Key Chart

그림1 프랜차이즈 사업 정의



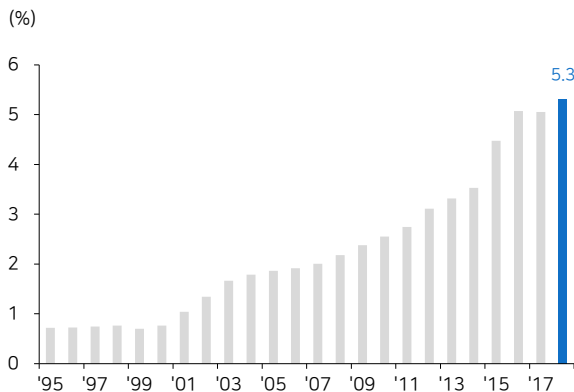
자료: 한국프랜차이즈 협회, 메리츠중금증권 리서치센터

그림2 소비자 관심 라이프사이클을 통한 창업이 가능한 수익기간 산출



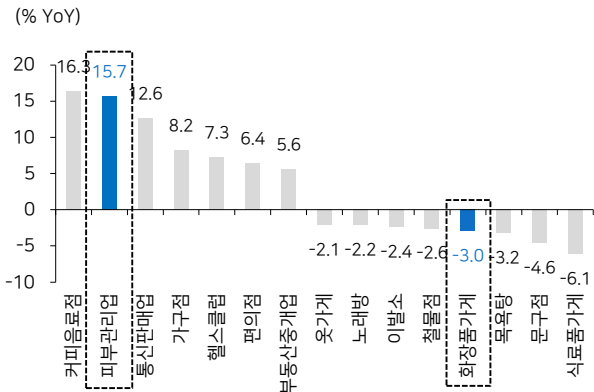
자료: 골목의 전쟁 (2018), 메리츠중금증권 리서치센터

그림3 소매유통 시장 내 편의점 비중 추이



자료: 통계청, 메리츠중금증권 리서치센터

그림4 국내 생활 밀접 업종 사업자 증감률



자료: 통계청, 메리츠중금증권 리서치센터

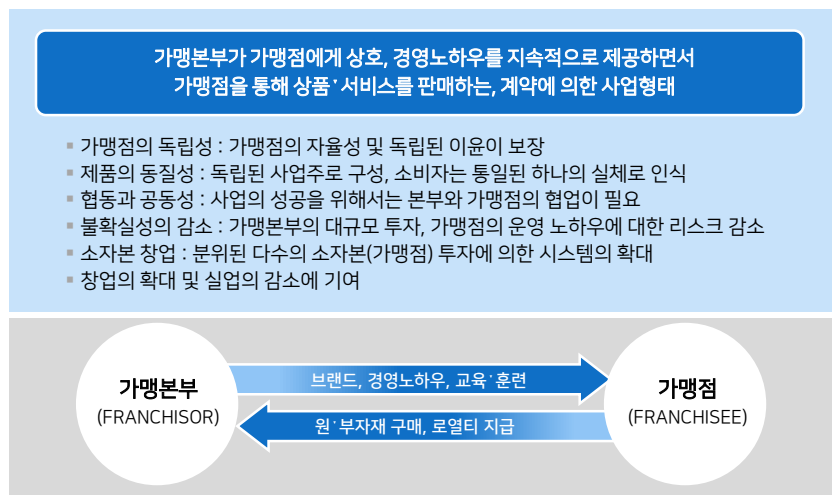
## Part 1. 한국 vs. 미국, 프랜차이즈 시장 비교

### 1) 한국 프랜차이즈 시장 현황

프랜차이즈, 영세상인들을 도와주기 위한 비즈니스 모델

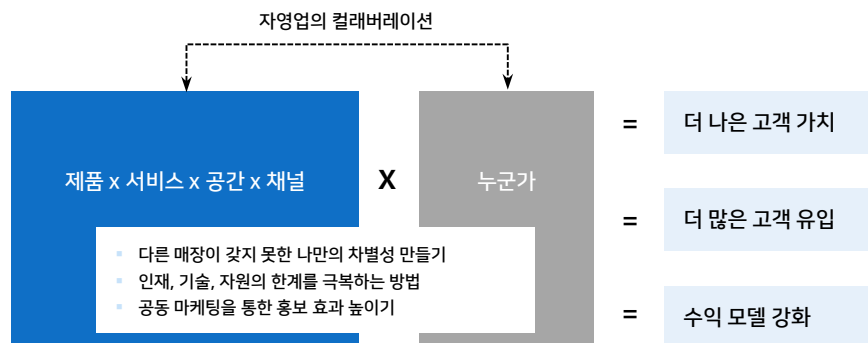
2017년부터 갑을 이슈로 프랜차이즈 산업에 대한 사회적 관심이 커졌지만 근본적으로 프랜차이즈 산업은 혁신적 아이디어 (가맹본부)와 소자본 (가맹점)이 결합하여 누구나 쉽게 창업이 가능한 시스템으로 자영업자의 경쟁력을 제고할 수 있는 서민 밀착형 산업이다. 프랜차이즈는 경험과 자본이 부족한 영세 자영업자의 제약을 극복할 수 있게 도와주고 소자본으로도 조직화, 공동 마케팅, 브랜드 구축 등 자영업자의 역량 강화가 가능하다. 나아가 프랜차이즈는 인력, 서비스, 시설 장비, 원부자재 등을 통합하여 수출도 가능하며 글로벌 시장 진출은 새로운 성장 동력이 될 수 있다.

그림5 프랜차이즈 사업 정의



자료: 한국프랜차이즈 협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 자영업 생존의 핵심 요인: 다양한 업종과 분야의 사업자간 컬래버레이션으로 경쟁력 강화

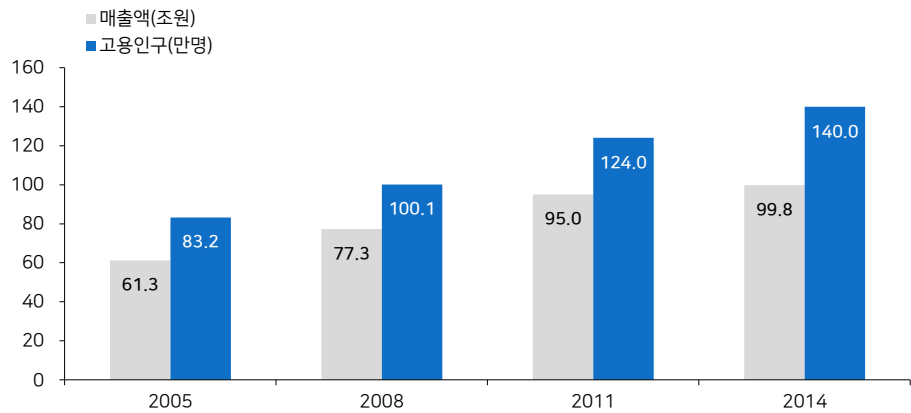


자료: 자영업트렌드2018, 메리츠증권증권 리서치센터

한국 경제가 저성장 기조에 들어서면서 자영업자들의 수요로 프랜차이즈 가맹사업 확대

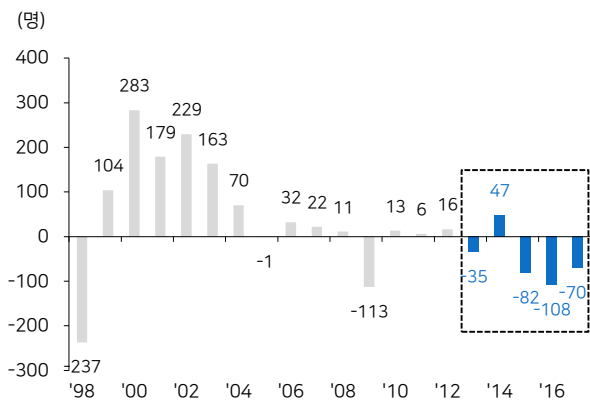
한국의 프랜차이즈 산업은 1970년대 도입되어 양적으로 급속히 성장하여 명목 GDP 대비 2.8%, 총 고용 대비 7.4%를 차지하는 것으로 추산된다. 특히 고용 창출 효과가 크기 때문에 국가 경제의 큰 축을 담당하고 있으며 한국 경제가 저성장 기조에 들어서면서 그 비중이 증가 추세에 있다. 또한 2000년대 중반 이후 국내 취업자 수는 지속적으로 감소 추세에 있기 때문에 자영업 등 창업은 지속적으로 증가할 전망이다. 특히 한국의 자영업자 수가 많고 생존율이 낮기 때문에 상대적으로 생존율이 높은 프랜차이즈를 통해 창업 성공률을 제고할 가능성이 높다. 다만 한국 프랜차이즈의 경우 외식업의 비중이 지나치게 높고 가맹본부가 영세한 편이어서 향후 경쟁력 있고 체계화된 프랜차이즈 중심으로 양극화가 예상된다.

그림7 국내 프랜차이즈 산업 규모 및 고용인구 현황



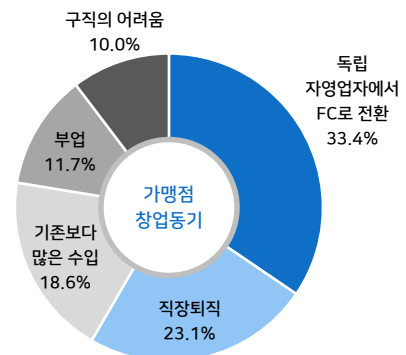
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림8 국내 30,40대 남성 취업자 증감 추이



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림9 가맹점 창업동기: 독립자영업자에서 전환이 가장 높음



자료: 대한상공회의소(2012), 메리츠증권 리서치센터

**표1 국내 가맹본부 및 가맹점 현황**

구분	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	증감률
가맹본부 수	2,405	2,678	2,973	3,482	3,910	4,268	9.20%
브랜드 수	2,947	3,311	3,691	4,288	4,844	5,273	8.90%
가맹점 수	170,926	176,788	190,730	208,104	208,104	218,997	5.20%

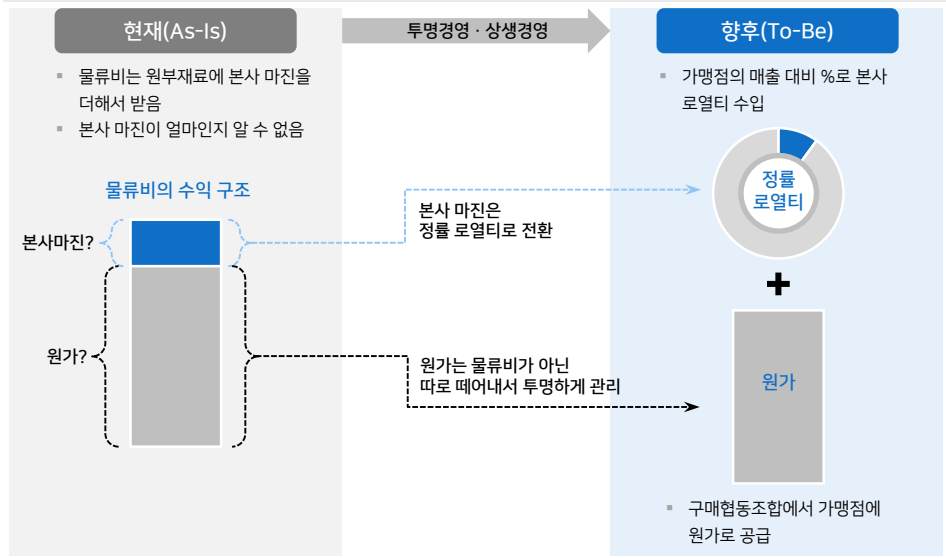
자료: KFA (한국프랜차이즈협회), 메리츠증권증권 리서치센터

**표2 주요 국가별 가맹사업 현황비교(2012년)**

구분	가맹본부수 (개)	점포수 (개)	인구수 (천명)	가맹본부당 방어인구(명)
미국	3,000	901,100	303,820	101,273
중국	2,600	200,000	1,338,610	514,850
호주	1,030	69,000	20,600	20,098
독일	980	65,500	82,370	84,051
한국	2,670	180,000	48,750	18,720

자료: KFA (한국프랜차이즈협회), 메리츠증권증권 리서치센터

**그림10 한국 영세 프랜차이즈의 불투명한 수익구조를 선진국과 같은 정률 로열티 등으로 변화 예상**



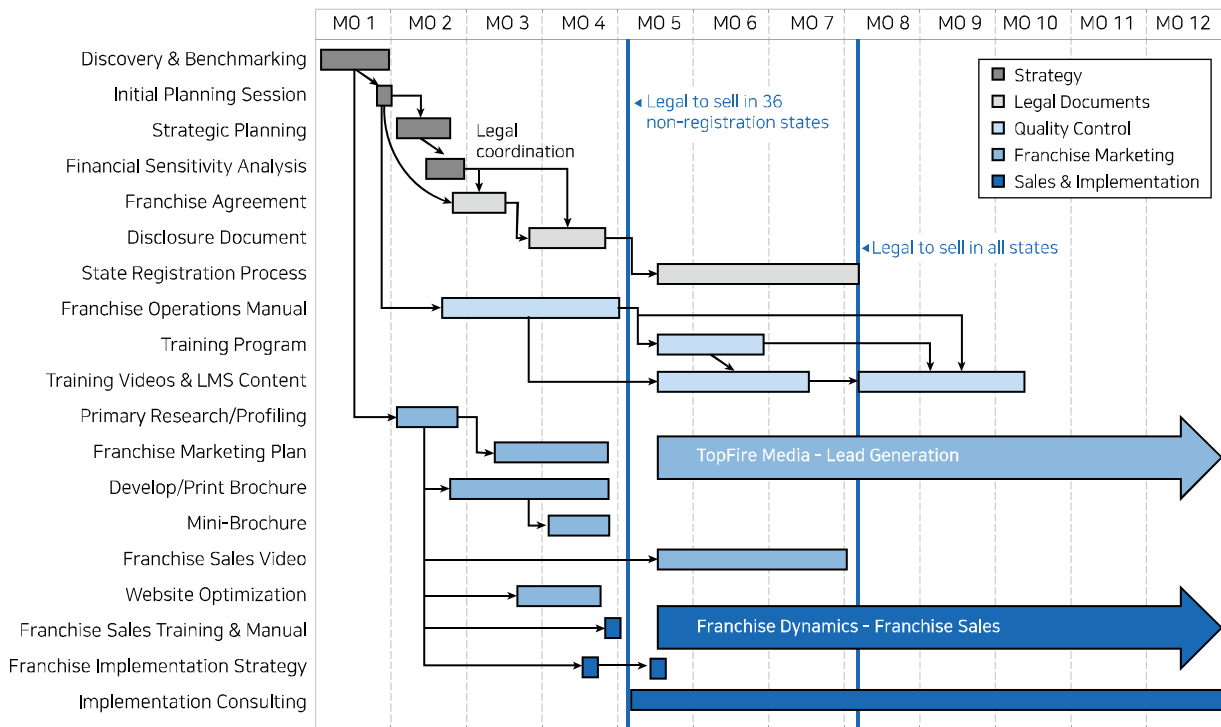
자료: 자영업트렌드 2018 (행복한 가게 연구소), 메리츠증권증권 리서치센터

## 2) 미국 프랜차이즈 시장 현황

미국 체계화된 시스템 구축, 중장기 배달 서비스와 Digital 경쟁력 강화에 집중하고 있음

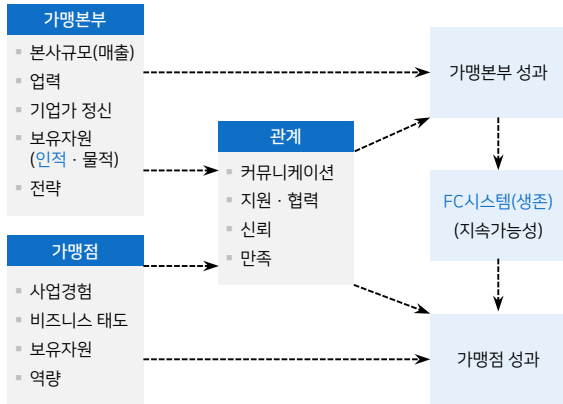
미국의 프랜차이즈는 기본적으로 정률 로열티 기반의 수익모델을 추구한다. 본사의 원부재료 구매 또한 가맹점주로 구성된 협동조합을 통해 이루어지는 경우가 많다. 점포 입지 분석, 상권별 인구 특성에 기반한 예상 매출 시나리오 분석, ERP, 발주 시스템, 가맹점 POS 시스템 등 정보 관리 인프라 또한 체계적으로 구축되어 있다. 맥도널드 등 미국의 대표 프랜차이즈 업체들은 안정적 성장을 바탕으로 양호한 주가 흐름을 이어가고 있다. 최근에는 배달 서비스와 모바일 주문 등의 Digital 경쟁력 강화에 집중하고 있다.

그림11 미국의 프랜차이즈, 체계화된 시스템이 강점



자료: 미국프랜차이즈협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 프랜차이즈 본부와 점주의 책임의식과 파트너십 중요



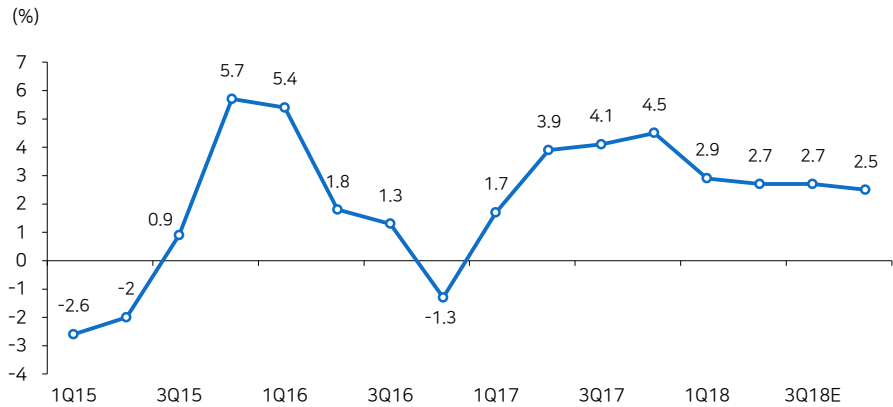
자료: KFA (한국프랜차이즈협회), 메리츠총금증권 리서치센터

그림13 맥도널드의 핵심가치 (McDonald 본사 홈페이지)



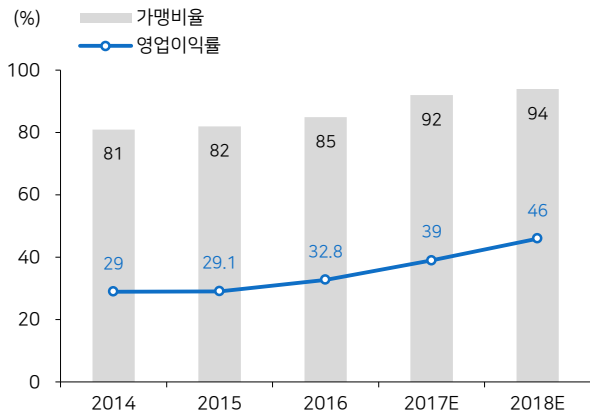
자료: McDonald, 메리츠총금증권 리서치센터

그림14 미국 맥도널드 기존점성장률 추이



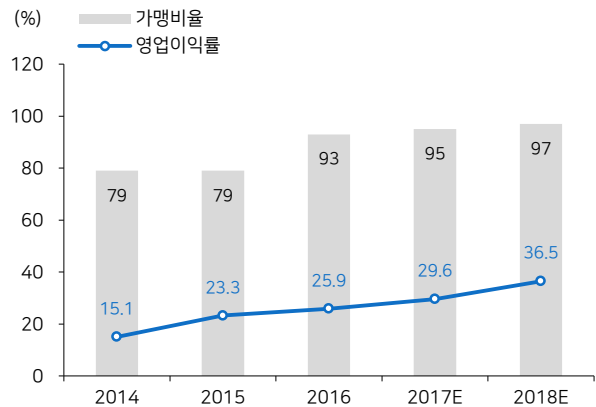
자료: McDonald, 메리츠총금증권 리서치센터

그림15 McDonald 가맹비율과 영업이익률



자료: McDonald, 메리츠총금증권 리서치센터

그림16 YumChina 가맹비율과 영업이익률



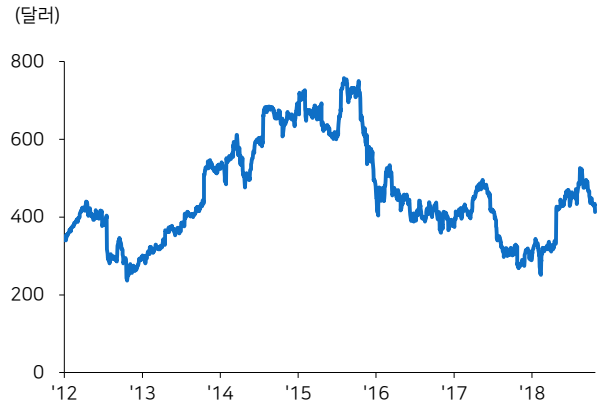
자료: YumChina, 메리츠총금증권 리서치센터

그림17 McDonald 주가 추이



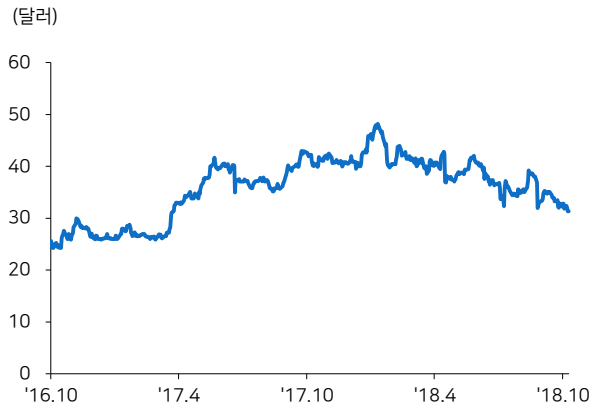
자료: McDonald, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 Chipotle Mexican Grill 주가 추이



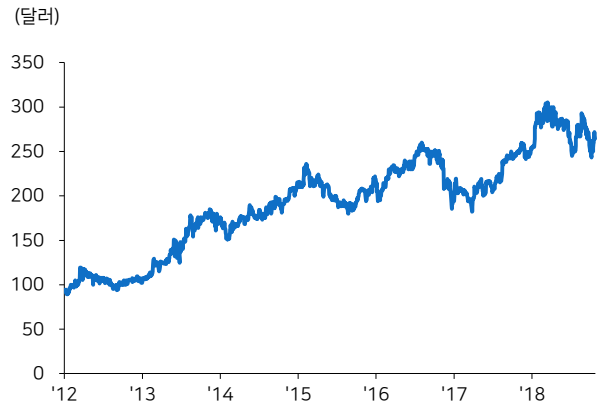
자료: Chipotle Mexican Grill, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 YumChina 주가 추이



자료: YumChina, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 Jollibee Foods 주가 추이



자료: JFC PM, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 McDonald 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	27,625.7	28,200.7	26,699.9	25,358.0	24,393.9	22,283.4	21,056.6	20,827.5
영업이익	8,589.5	8,750.8	7,398.7	7,540.3	7,998.2	9,661.8	9,088.2	9,419.6
세전이익	8,056.3	8,171.0	6,964.8	7,004.6	7,437.0	7,953.2	7,870.5	7,870.5
순이익	5,468.3	5,520.5	4,364.5	4,842.6	4,776.5	5,352.9	5,987.4	6,246.1
<b>성장률 (YoY %)</b>								
매출액	0.7	2.1	-5.3	-5.0	-3.8	-8.7	-5.5	-1.1
영업이익	-0.9	1.9	-15.5	1.9	6.1	20.8	-5.9	3.6
세전이익	-1.2	1.4	-14.8	0.6	6.2	6.9	-1.0	0.0
순이익	-1.7	1.0	-20.9	11.0	-1.4	12.1	11.9	4.3
<b>수익성 (%)</b>								
영업이익률	31.2	31.1	26.9	29.8	32.5	42.3	43.2	45.2
세전이익률	29.3	29.0	25.3	27.7	30.2	34.9	37.4	37.8
순이익률	19.9	19.6	15.9	19.1	19.4	23.5	28.4	30.0
PER (X)	32.6	31.2	34.4	35.5	30.5	26.5	22.6	21.3
PBR (X)	12.4	11.2	11.8	21.1	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBITDA	14.6	14.2	15.1	17.2	16.9	15.4	15.8	15.4
ROE (%)	38.4	36.0	32.5	41.3	218.9	-190.0	-135.5	-125.3
EPS	5.3	5.6	5.0	4.9	5.7	6.5	7.7	8.2
BPS	15.3	16.2	13.3	7.8	-2.7	-4.1	-4.1	-4.1

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 McDonald 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	6,265.0	6,424.1	6,028.9	5,675.9	6,049.7	5,754.6	5,340.2	5,138.9	5,353.9	5,369.4	5,175.5	4,919.6
영업이익	1,857.9	2,137.3	1,969.0	2,034.0	2,295.1	3,079.4	2,144.2	2,143.1	2,262.3	2,417.7	2,207.5	2,168.2
세전이익	1,878.6	2,032.1	1,719.3	1,807.0	2,080.0	2,113.6	1,870.1	1,889.5	2,109.8	2,161.2	2,207.7	2,148.8
순이익	1,092.9	1,275.4	1,193.4	1,214.8	1,395.1	1,883.7	698.7	1,375.4	1,496.3	1,637.3	1,464.1	1,442.8
<b>성장률 (YoY %)</b>												
매출액	-3.6	-2.9	-4.9	-3.9	-3.4	-10.4	-11.4	-9.5	-11.5	-6.7	-3.1	-4.3
영업이익	0.5	5.3	4.7	14.3	23.5	44.1	8.9	5.4	-1.4	-21.5	3.0	1.2
세전이익	6.9	7.8	-3.7	14.5	10.7	4.0	8.8	4.6	1.4	2.3	18.1	13.7
순이익	-9.1	-2.6	-1.1	8.0	27.7	47.7	-41.5	13.2	7.3	-13.1	109.5	4.9
<b>수익성 (%)</b>												
영업이익률	29.7	33.3	32.7	35.8	37.9	53.5	40.2	41.7	42.3	45.0	42.7	44.1
세전이익률	30.0	31.6	28.5	31.8	34.4	36.7	35.0	36.8	39.4	40.3	42.7	43.7
순이익률	17.4	19.9	19.8	21.4	23.1	32.7	13.1	26.8	27.9	30.5	28.3	29.3

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	2,817.4	3,392.0	4,293.1	4,246.6	4,138.8	4,556.0	4,840.7	5,228.1
영업이익	473.7	548.3	773.0	519.2	154.3	290.4	329.2	455.6
세전이익	480.5	557.5	786.6	537.6	182.9	310.1	289.1	289.1
순이익	291.9	333.9	484.9	326.5	95.5	189.6	236.0	328.7
<b>성장률 (YoY %)</b>								
매출액	17.4	20.4	26.6	-1.1	-2.5	10.1	6.3	8.0
영업이익	25.3	15.8	41.0	-32.8	-70.3	88.2	13.3	38.4
세전이익	25.6	16.0	41.1	-31.7	-66.0	69.6	-6.8	0.0
순이익	26.2	14.4	45.2	-32.7	-70.8	98.5	24.5	39.3
<b>수익성 (%)</b>								
영업이익률	17.3	17.2	18.8	11.5	4.0	6.5	6.8	8.7
세전이익률	17.6	17.4	19.1	11.9	4.7	6.9	6.0	5.5
순이익률	10.7	10.4	11.8	7.2	2.4	4.2	4.9	6.3
PER (X)	48.4	40.5	30.1	28.3	326.3	63.8	49.8	35.5
PBR (X)	10.3	8.7	6.7	6.0	8.8	8.5	1.1	1.1
EV/EBITDA	20.9	18.2	13.6	12.9	57.3	25.0	21.8	17.5
ROE (%)	23.2	22.6	22.3	21.8	2.0	13.3	15.3	22.8
EPS	8.8	10.5	14.1	15.0	1.3	6.6	8.5	11.9
BPS	40.1	49.6	64.9	69.6	48.7	48.7	48.7	48.7

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	998.4	1,037.0	1,034.6	1,068.8	1,169.4	1,128.1	1,110.1	1,148.4	1,266.5	1,225.0	1,190.7	1,233.7
영업이익	40.9	9.7	30.6	73.2	106.7	30.9	60.0	92.8	68.0	58.0	50.6	108.4
세전이익	44.9	27.0	33.0	78.0	107.4	38.9	64.8	99.1	118.6	67.6	48.2	106.5
순이익	25.6	7.8	16.0	46.1	66.7	19.6	43.8	59.4	46.9	38.2	35.7	79.0
<b>성장률 (YoY %)</b>												
매출액	-16.6	-14.8	3.7	28.1	17.1	8.8	7.3	7.4	8.3	8.6	7.3	7.4
영업이익	-82.0	-95.9	-70.5	-257.0	161.0	217.4	96.5	26.8	-36.3	87.9	-15.7	16.8
세전이익	-80.5	-88.7	-70.3	-284.6	139.3	43.8	96.5	27.0	10.4	73.8	-25.6	7.5
순이익	-81.7	-94.6	-76.5	-274.5	160.7	151.4	174.1	28.9	-29.7	94.8	-18.5	32.9
<b>수익성 (%)</b>												
영업이익률	4.1	0.9	3.0	6.8	9.1	2.7	5.4	8.1	5.4	4.7	4.3	8.8
세전이익률	4.5	2.6	3.2	7.3	9.2	3.4	5.8	8.6	9.4	5.5	4.1	8.6
순이익률	2.6	0.8	1.5	4.3	5.7	1.7	3.9	5.2	3.7	3.1	3.0	6.4

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(백만달러)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	6,752.0	8,033.0	8,445.1	8,844.2
영업이익	611.0	855.0	842.1	855.7
세전이익	701.0	929.0	860.0	860.0
순이익	502.0	450.0	632.0	640.7
<b>성장률 (YoY %)</b>				
매출액	38.9	19.0	5.1	4.7
영업이익	30.0	39.9	-1.5	1.6
세전이익	74.8	32.5	-7.4	0.0
순이익	42.6	-10.4	40.4	1.4
<b>수익성 (%)</b>				
영업이익률	9.0	12.0	10.0	9.7
세전이익률	10.3	13.0	10.2	9.7
순이익률	7.4	6.3	7.5	7.2
PER (X)	26.7	22.5	21.1	19.4
PBR (X)	5.4	4.4	3.8	3.4
EV/EBITDA	10.9	9.2	7.6	7.1
ROE (%)	21.5	20.2	20.4	19.1
EPS	1.2	1.4	1.5	1.6
BPS	6.2	7.2	7.2	7.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	1,303.0	1,588.0	1,883.0	1,978.0	1,926.0	1,841.0	2,038.0	2,228.0	2,221.0	2,068.0	2,235.0	1,952.7
영업이익	209.0	75.0	269.0	58.0	296.0	171.0	317.0	71.0	395.0	193.0	238.3	47.8
세전이익	210.0	124.0	288.0	79.0	300.0	193.0	329.0	107.0	307.0	220.0	257.8	50.5
순이익	145.0	77.0	192.0	88.0	204.0	125.0	211.0	-90.0	288.0	143.0	189.5	25.4
<b>성장률 (YoY %)</b>												
매출액	3.7	-2.9	-4.4	N/A	47.8	15.9	8.2	12.6	15.3	12.3	9.7	-12.4
영업이익	47.2	-12.8	11.2	N/A	41.6	128.0	17.8	22.4	33.4	12.9	-24.8	-32.7
세전이익	47.9	N/A	11.2	N/A	42.9	55.6	14.2	35.4	2.3	14.0	-21.7	-52.8
순이익	43.6	20.3	2.7	N/A	40.7	62.3	9.9	-202.3	41.2	14.4	-10.2	-128.2
<b>수익성 (%)</b>												
영업이익률	16.0	4.7	14.3	2.9	15.4	9.3	15.6	3.2	17.8	9.3	10.7	2.4
세전이익률	16.1	7.8	15.3	4.0	15.6	10.5	16.1	4.8	13.8	10.6	11.5	2.6
순이익률	11.1	4.8	10.2	4.4	10.6	6.8	10.4	-4.0	13.0	6.9	8.5	1.3

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,685.7	1,890.4	2,042.3	2,212.6	2,395.8	2,609.6	2,948.7	3,392.9
영업이익	102.9	139.5	138.2	118.1	136.3	132.5	148.9	174.5
세전이익	116.7	147.1	150.8	141.6	166.9	184.6	184.8	184.8
순이익	88.4	109.8	120.7	108.5	129.7	141.1	143.6	164.4
<b>성장률 (YoY %)</b>								
매출액	16.7	12.1	8.0	8.3	8.3	8.9	13.0	15.1
영업이익	14.2	35.6	-0.9	-14.6	15.4	-2.7	12.4	17.2
세전이익	16.0	26.1	2.5	-6.1	17.8	10.6	0.1	0.0
순이익	18.4	24.2	10.0	-10.1	19.5	8.8	1.8	14.4
<b>수익성 (%)</b>								
영업이익률	5.9	7.7	6.7	5.6	5.9	5.1	5.1	5.1
세전이익률	6.7	8.2	7.3	6.7	7.3	7.1	6.3	5.4
순이익률	5.0	6.1	5.8	5.1	5.6	5.4	4.9	4.8
PER (X)	77.6	62.9	52.9	50.7	48.0	42.2	37.8	33.0
PBR (X)	13.2	12.7	11.8	9.3	8.5	7.6	6.4	5.6
EV/EBITDA	31.2	27.8	22.2	23.6	25.4	23.2	22.6	18.9
ROE (%)	18.0	20.7	22.3	19.4	18.9	19.3	17.8	18.1
EPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
BPS	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	552.8	608.4	589.7	644.9	585.8	652.8	642.4	728.5	675.9	767.9	720.1	778.7
영업이익	36.8	38.3	29.6	31.5	36.6	40.1	34.8	21.1	38.2	45.6	N/A	N/A
세전이익	39.2	43.4	33.8	50.4	38.8	43.6	42.5	59.6	41.9	50.9	37.1	31.0
순이익	29.6	35.6	28.4	36.2	30.7	39.2	31.8	39.4	34.9	42.9	32.7	38.3
<b>성장률 (YoY %)</b>												
매출액	6.8	9.4	8.5	8.4	6.0	7.3	8.9	13.0	15.4	17.6	12.1	6.9
영업이익	12.8	16.6	-8.7	56.9	-0.6	4.5	17.7	-33.2	4.6	13.8	N/A	N/A
세전이익	9.4	9.5	-3.2	61.8	-1.0	0.3	25.8	18.4	7.9	16.9	-12.8	-48.0
순이익	10.8	12.5	3.8	58.4	3.5	10.3	12.1	8.9	13.9	9.4	3.0	-2.8
<b>수익성 (%)</b>												
영업이익률	6.7	6.3	5.0	4.9	6.2	6.1	5.4	2.9	5.7	5.9	N/A	N/A
세전이익률	7.1	7.1	5.7	7.8	6.6	6.7	6.6	8.2	6.2	6.6	5.2	4.0
순이익률	5.4	5.8	4.8	5.6	5.2	6.0	4.9	5.4	5.2	5.6	4.5	4.9

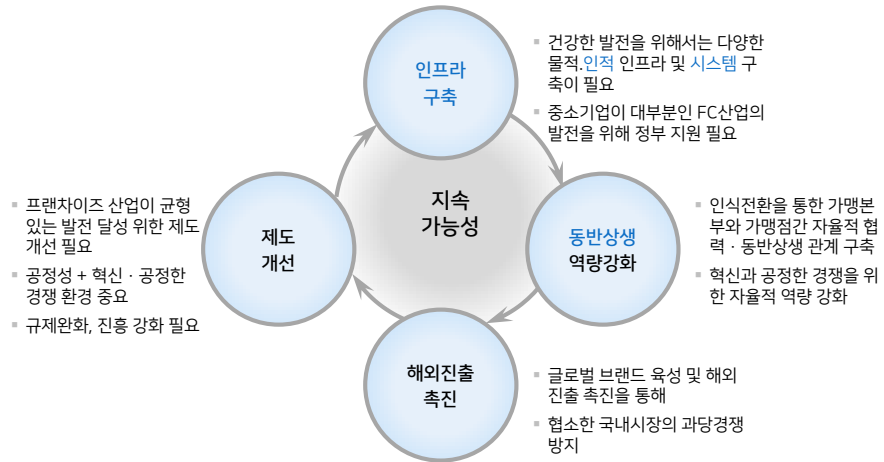
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 3) 한국 프랜차이즈 변화가 시작되었다

점주의 권리 보호 강화 추세,  
카드수수료 인하, 상가 임대차  
보호법 등 법과 제도의 보완

2019년 프랜차이즈 점주의 제도적 환경은 크게 개선될 전망이다. 상가 임대차 보호법이 개정되고 영세사업자들의 카드수수료도 인하되는 추세이다. 특히 편의점의 경우 매출 비중 (40~50% 수준)은 높지만 수익성 (매출총이익률 9% 수준)이 크게 낮은 담배의 세금 부분이 매출에서 제외되게 된다면 수수료 부담이 상당히 낮아질 수 있다. 우리나라는 그동안 건물주의 재산권에 좀 더 초점을 맞추었기 때문에 상가 임차인들은 영업수익보다 권리금으로 이를 보장받으려고 했다. 그러나 선진국들은 상권에 대한 임차인들의 기여분을 안정적인 임대료와 영업기간으로 보장한다. 결론적으로 최근 3년간 상가임대차보호법은 많은 변화가 있었고 당분간은 임차인에게 유리한 방향으로 지속적인 변화가 예상된다.

그림21 한국 프랜차이즈 산업 발전 방향



자료: KFA (한국프랜차이즈협회), 메리츠증권증권 리서치센터

표11 상가 임대차 보호법 (상임법) 주요 개정 내용 (2018년 9월 20일 국회 본회의 통과)

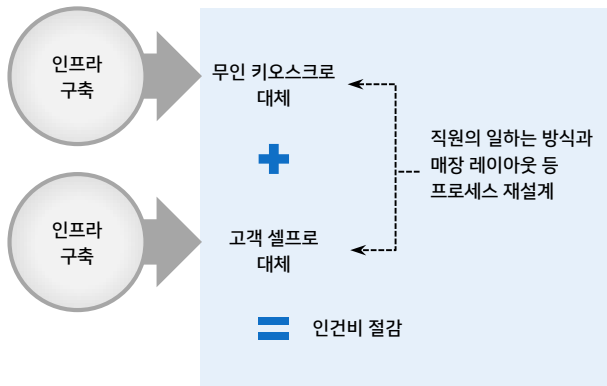
	현행	개정 내용
계약갱신청구권 기간	최초 임대차계약 체결 시부터 5년	최초 임대차계약 체결 시부터 10년
임대료 인상률	최대 9%	최대 5%
상임법 적용 범위	전체 상가 임대차 계약의 60~70%	전체 상가 임대차계약의 90% (환산보증금 기준 상향)
권리금 보호 대상	전통 시장 제외	전통 시장 포함
재건축 보호 방안	없음	보상안 마련

자료: 자영업트렌드 2018 (행복한 가게 연구소), 메리츠증권증권 리서치센터

자영업 프로세스의 혁신, IT 기술 발달로 생산성 향상

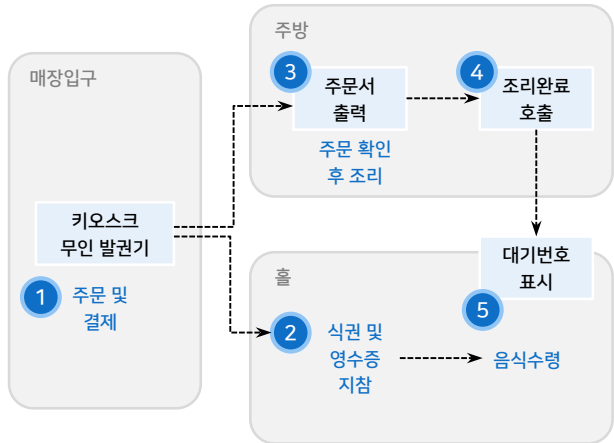
2018년은 최저임금 인상이 전년대비 16.4% 증가하면서 인건비를 필두로 각종 비용 상승으로 인한 프랜차이즈 업계와 자영업자들의 어려움이 컸다. 이에 따라 생산성 제고를 위해 프로세스를 혁신하는 방안으로 변모하고 있다. 중국의 경우 이미 모바일 기술과 각종 IT 장치를 활용한 무인 편의점이 등장했으며 유통 산업의 무인화와 생산성 이슈는 전세계적인 화두다. 무인 결제시스템의 도입 또한 IT 기술을 활용한 대표적인 생산성 증대 방법이다. 무인 결제시스템은 400~500만원 수준이며 렌탈 또는 리스 방식으로도 이용할 수 있다. 36개월로 할부를 한다면 100만원 정도의 보증금에 월 15만원 정도면 구입할 수 있어 직원 한명의 월 인건비가 200만원이라고 가정할 때 사용 후 2~3개월이면 투자금을 회수할 수 있다.

그림22 음식점 인건비 절감 방식의 예시



자료: 자영업트렌드 2018 (행복한 가게 연구소), 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 무인발권기 등으로 자영업의 프로세스 혁신



자료: 자영업트렌드 2018 (행복한 가게 연구소), 메리츠증권증권 리서치센터

표12 중국의 대표적인 무인편의점 벤리평과 빙고박스 비교

	벤리평	빙고박스
오픈	2017년 2월 자본금 투자를 받아 중국 창업 메카인 중관촌(中关村)에 5개 지점 오픈	2016년 8월 광둥성 중산시(中山市)에서 1호점 오픈 후 2017년 6월 상해 진출
특징	<ul style="list-style-type: none"> <li>차별화된 점은 편의점에서 제공하는</li> <li>온오프라인의 모든 서비스를 앱 하나에 통합</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>향후 2년 내 5,000개 가맹점 신설 계획 밝힘</li> <li>대형(15.6m)과 중형(12.5m) 두 가지로</li> <li>각각 800개와 500개 제품 수용 가능</li> <li>매장 운영비용이 일반 편의점의 15%에 불과</li> </ul>
이용방법	<ol style="list-style-type: none"> <li>앱을 열어 제품 스캔버튼 터치</li> <li>제품을 스캔해 구매 완료</li> <li>QR코드를 보여준 뒤 제품을 들고 가거나 배송요청 가능</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>앱을 이용해 출입구 옆에 부착된 QR코드 스캔 혹은 위챗 공식 계정 이용</li> <li>제품을 스캔해 구매 완료 (현재 App 내 결제, Apple Pay, 푸푸바오, 위챗 결제만 가능)</li> <li>출입문 센서가 지불여부 감지</li> <li>문제가 없을 경우 출입문이 열림</li> </ol>

자료: KOTRA, 메리츠증권증권 리서치센터

## Part 2. 국내 상권의 변화 흐름 분석

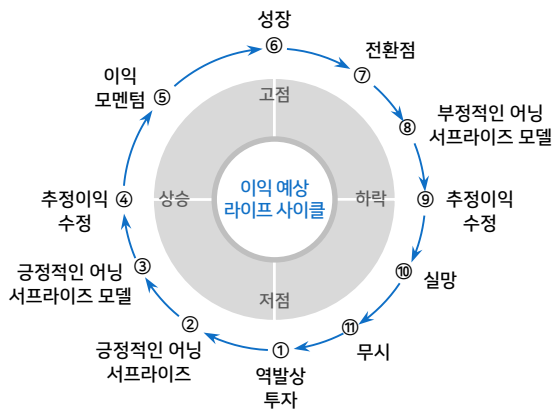
### 1) 소비 시장의 유행 라이프사이클 분석

브랜드 및 소비 라이프 사이클에 따른 수익 기간 설정

자영업의 유행 사이클은 흥미롭게도 주식시장의 사이클과 유사하다. (출처: 김영준 '골목의 전쟁') 주식시장에는 어떤 주식이 관심을 받다가 열광적인 주식이 된 후 하락하면서 무관심한 주식으로 변한다. 소비 시장도 마찬가지로 수많은 가게들이 유행을 따라 크게 증가하고 또 순식간에 사라진다. 유행 아이템으로 창업을 하려면 앞으로 무엇이 유행할지 알아야 한다. 아이템을 보는 감각이 뛰어난 사업자라면 대중들이 무관심한 기간에 앞으로 뜰 아이템을 발견할 수 있다.

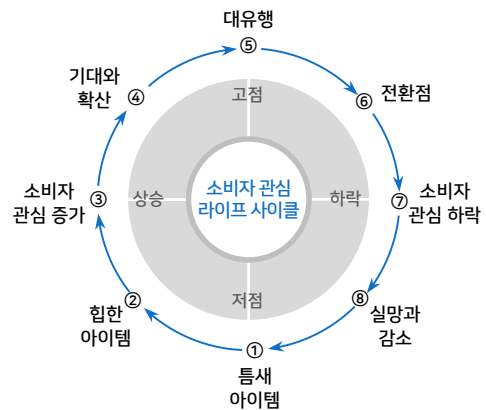
하지만 대부분의 사람들은 대중적 관심이 몰리는 시기에나 이 아이템의 존재를 알게 되어 사업할 생각을 하게 된다. 따라서 대중적 관심 기간은 유행 아이템으로 창업이 가능한 시기로 볼 수 있다. 수익 극대화 기간은 아이템을 발굴한 초기부터 영업을 시작해서 대유행의 시기에 프리미엄을 받고 빠져나오는 것이다. 반면 손실 극대화 기간은 아이템이 대유행의 시기에 진입했다가 이후 관심이 적어지고 매출이 줄어들어 손실을 보는 기간이다. 결론적으로 소비자 관심 라이프사이클을 통해 산출한 창업이 가능한 수익기간은 소비자 관심 증가 단계부터 대유행 단계까지이며 사실상 유행의 흐름을 타고 제대로 수익을 낼 수 있는 최대의 구간이다.

그림24 주식시장 기업 이익 예상 라이프사이클



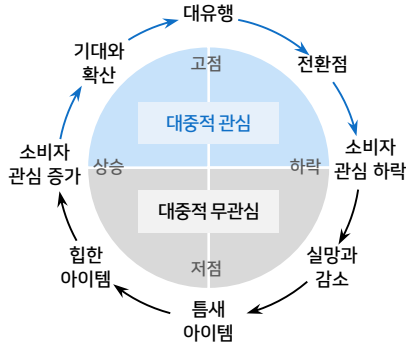
자료: 리처드 번스타인 '스타일 투자전략', 메리츠증권리서치센터

그림25 소비자 관심 라이프사이클



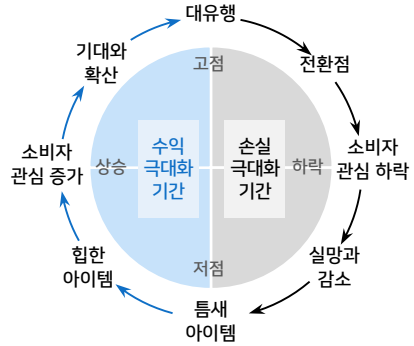
자료: 골목의 전쟁 (2018), 메리츠증권리서치센터

그림26 대중적 관심과 대중적 무관심 기간



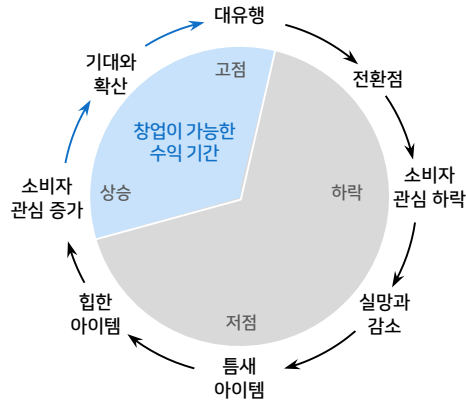
자료: 골목의 전쟁 (2018), 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 수익 극대화와 손실 극대화 기간



자료: 골목의 전쟁 (2018), 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 소비자 관심 라이프사이클을 통한 창업이 가능한 수익기간 산출



자료: 골목의 전쟁 (2018), 메리츠증권증권 리서치센터

대량 생산품 (프랜차이즈)과 수제 제품 (독립형)의 차별적 가치

자영업의 핵심은 가격과 회전율이다. 차별화된 수제제품으로 소비자들이 충분히 높은 가격을 지불할 수 있도록 하거나 프랜차이즈를 통한 대량생산과 규모의 효과로 회전율을 높여 수익을 확대할 수 있다. 외식업의 경우 대량생산 시스템으로 효율성을 높인 편의점과 경쟁하는 부분이 확대되고 있다. 생활용품 또한 다이소, 노브랜드와 같은 가성비에 강점을 둔 전문점 채널들이 크게 증가하고 있다. 만약 프랜차이즈가 아닌 독립적인 자영업자를 추구한다면 강력한 스토리와 제품 기획력으로 충분히 높은 가격으로 판매 향상을 이끌어 낼 수 있는 아이템들을 구축할 수 있어야 하겠다.

그림29 GS25 편의점에서 즉석 조리해 먹는 붕지라면



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 이마트 노브랜드 전문점



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 이마트 노브랜드 가성비 강점



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 차별성을 갖춘 수제맥주집



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 고급 디저트 카페



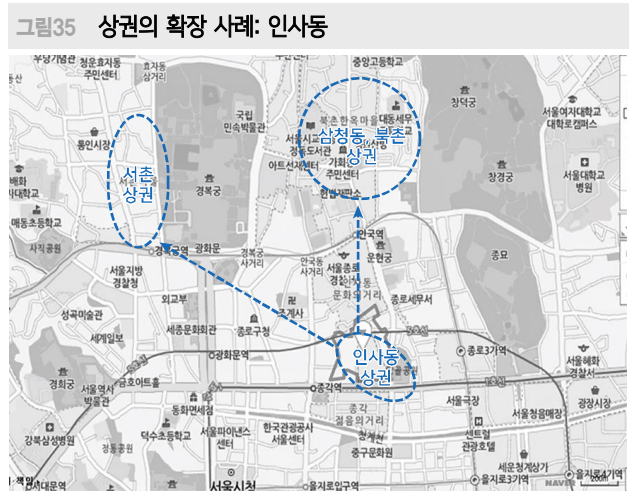
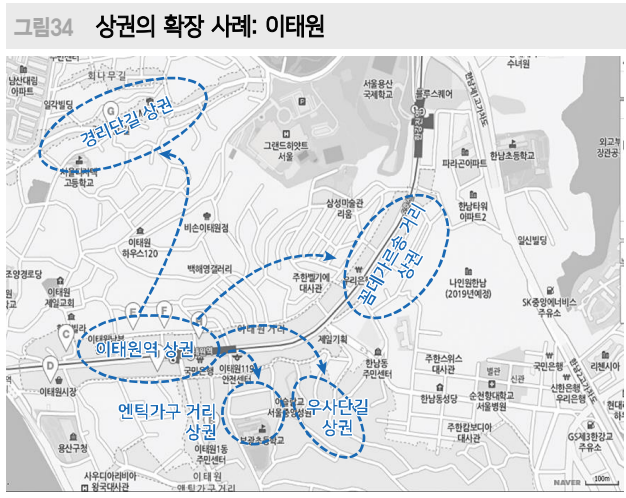
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 2) 뜨는 상권과 젠트리피케이션

상권의 확장과 이동, 소비 수준 상승과 함께 문화 기반의 상권에 주목

상권은 지속적으로 변한다. 소비문화는 상권의 확장과 이동을 이끌어낸다. 상권의 핵심이론은 '소비문화'이다. 활성화되지 않은 상권이라도 잠재 가치가 내재되어있는 곳이 있다. 최근의 소비 트렌드는 세련되고 고급스런 이미지와 의미를 지닌 상품을 선호한다. 상점은 단순히 상품을 전시하고 판매하는 공간이 아니라 특별한 분위기를 제공함으로써 공간 그 자체를 즐기고 소비하는 대상으로 변하고 있다.

한편 최근 뜨는 상권에서 임차인이 내몰리면서 '젠트리피케이션'이 화두가 되고 있다. 선진국에서는 노후되어 침체된 주거지역이 고급 주택지로 개발될 때 기존 영세한 임차인들이 내몰리고 고소득층이 들어오는 현상에서 생겨난 말이다. 한국에서는 주거지역보다는 노후상권의 상업화로 인한 젠트리피케이션으로 상권이 급변하고 있다는 의미가 된다. 무엇보다 이처럼 급격한 변화가 있었던 지역들은 모두 문화기반의 상권으로 이 상권의 활성화에 기여한 것은 바로 예술인들의 문화공간이라는 데에 공통점이 있다.



B급 상권이 뜬다. 대로변에서 골목 상권으로 이동하는 이유

과거 대로변 상권은 유통업체들에게 가장 중요한 입지였다. 많은 유통인구가 일으키는 매출 효과 및 많은 유통인구에게 브랜드가 노출되는 광고 효과를 누릴 수 있기 때문이다. 그러나 지금은 과거만큼 대로가 높게 평가받지 못하고 있다. 가장 큰 이유는 온라인과 모바일 상거래의 발달로 구매빈도가 높은 제품은 당일 배송까지 가능하며, 소셜미디어와 각종 지도앱을 통해 골목 구석구석까지도 소비자들은 찾아갈 수 있기 때문이다. 또한 복합쇼핑몰의 등장으로 소비자들이 대형쇼핑센터 안에서 더 오랜 시간을 보내게 되면서 그만큼 대로변 상권으로 소비는 줄어들고 있다. 반대로 소비자들이 보다 새로운 경험이나 다양성을 추구하면서 B급 상권과 골목 상권은 도전적인 아이템을 들고 시작하려는 사업자들을 흡수하며 B급 상권과 골목 상권의 가치가 보다 부각되고 있다.

표13 상권 분류

A급	<ul style="list-style-type: none"> <li>상권의 범위가 업종의 특성상 비교적 넓은 편으로 반경 1~2km까지도 영향권이다</li> <li>커피전문점, 제과, 제빵전문점, 은행, 액세서리, 이동통신대리점, 안경점, 유명 의류판매점, 화장품전문점, 패스트푸드점, 대형미용실, 전문학원 등이 형성되어 있다</li> <li>임대료 및 권리금이 가장 높다</li> </ul>
B급	<ul style="list-style-type: none"> <li>상권의 범위가 생활 편의품은 500m 이내이지만 전문 음식점은 1~2km 까지도 영향권에 속한다. 업종별 영향권의 범위가 다양하게 혼재되어 있다</li> <li>대형음식점, 전문 의류점 (아웃도어, 신발가게), 중형마트, 2군 프랜차이즈점 등 주로 생활용품을 취급하는 업종이 주류를 이루고 있다</li> <li>임대료 및 권리금이 증가이거나 권리금이 없는 경우도 있다 "</li> </ul>
C급	<ul style="list-style-type: none"> <li>상권의 범위가 기술서비스 (카센터)는 500m 이내이고 배달전문점은 1~2km 까지도 영향권으로 보며, 업종별 영향권의 범위가 다양하다</li> <li>소형 미용실, 카센터, 세탁소, 보습학원, 분식점, 각종 부품판매점, 수리점 등 소형서비스 업종과 각종 배달 전문점 등 매출이 높지 않은 업종이 대부분이다</li> <li>임대료 및 권리금이 가장 낮게 형성되어 있고 권리금이 없는 곳이 많다</li> </ul>

자료: 상가투자비밀노트, 메리츠증권증권 리서치센터

표14 배후 세대별 특징

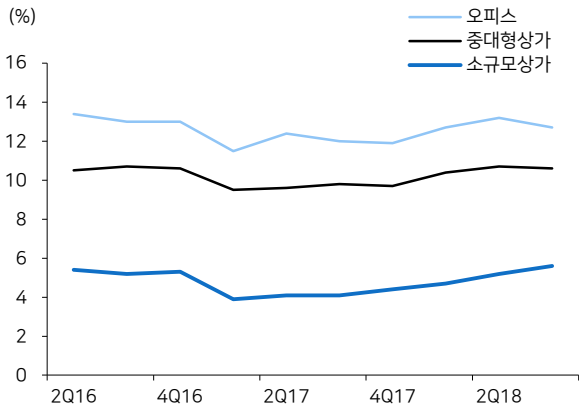
	주거용 배후 세대	업무용 배후 세대	유통층 유효 수요
상권특징	근린형 업종 위주로 형성	식음료 및 음식업, 유흥업	식음료 및 휴게음식점, 소매업, 유흥업, 판매업
임대료 및 권리금	중하	상중	상
상권 이용 계층	가족 단위, 학생층 위주	청, 장년층의 직장인	20~30대
상권 범위	도보 10분 이내	도보 10분 이내	광역 상권 가능

자료: 상가투자비밀노트, 메리츠증권증권 리서치센터

분류	정의	입점 업종	상가 투자전략
상가주택	주거지역에 위치 1,2층은 상가 3층은 주택으로 활용	세탁소, 부동산중개업소, 미용실, 생활용품가게 등	직접 거주하면서 임대수익까지 가능해 노후용 수익형 상품으로 주목받고 있음
근린상가 (근린생활시설)	택지개발지구 & 대규모 아파트단지 진입로 부근	판매업종 (전자, 의류). 커피전문점, 병원, 은행	임차인에게 임대료를 받아 수익을 내는 대표적인 상가 종류
아파트 단지 내 상가	공동주택 건립시에 주민 생활 편의를 위해 설치한 상가	세탁소, 부동산중개업소, 미용실, 생활용품가게 등	가격상승 여력이 크진 않지만 독점적인 지위와 직접 운영시 안정성이 뛰어나 주목받고 있음. 500세대 이상 아파트 단지 가구당 점포면적은 0.2m 이하 단지
테마형 상가	건물전체가 하나의 테마로 구성되어 있는 상가	전문상품점 입점 동대문 의류상가, 음산전자상가	가격상승 여력이 없고 단독운영 불가능해 부동산 투자로는 부적합

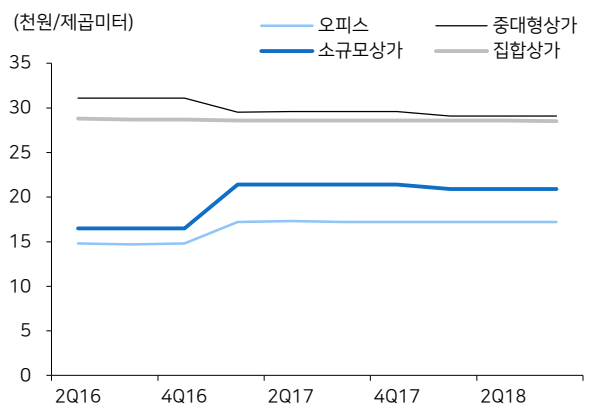
자료: 부자 근육을 키워라, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 상업용 부동산 공실률 추이: 소규모상가 상승세



자료: 한국감정평가원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 상업용 부동산 임대료 추이: 중대형상가, 집합상가 하락세



자료: 한국감정평가원, 메리츠증권증권 리서치센터

## Part 3. 공간의 가치, 수익창출 방식의 변화

### 공간의 서비스화, 카멜레온 (트렌드코리아 2019)

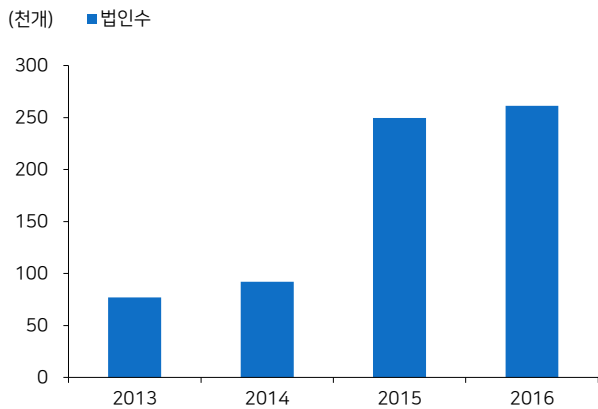
공간의 재탄생, 수익창출 방식의 변화 1) 서비스드 오피스 (공유오피스) 2) 서비스드 호텔 (셰어하우스, 레지던스 호텔 등)

김난도 교수의 '트렌드코리아 2018'에서는 '만물의 서비스화'를, '트렌드코리아 2019'에서는 '공간의 재탄생, 카멜레온'을 키워드로 제시했다. 이제 제품보다 서비스가 상품의 본질로 변화하고 있으며 거의 모든 서비스화가 진행 중인 산업 중 가장 넓은 범위의 변화가 일어나는 영역이 바로 '공간의 서비스화'이다.

최근 급성장하고 있는 공유 공간의 변화는 단순히 공간을 공유하는 것이 아니라 청소와 식사 등 보다 구체적인 서비스의 영역에서 소비자들의 공유 활동이 이루어진다. 셰어하우스는 경제적 비용의 분배와 가사 분담 등 공동생활로 인한 대안적 서비스가 가능한 공간으로 부상했으며 '위워크'와 같은 서비스드 오피스 (사무 공간 등 공간적인 서비스 이외에도 주소지 제공, 전화 응대, 우편물 관리, 회계, 보안, 비서 서비스 등을 제공하는 새로운 유형의 임대 사업)로 진화하고 있다.

공간의 서비스화는 임대수익 창출 방식의 변화를 가져온다. 렌탈 서비스 산업이 네트워크 확대와 지속적인 관계 유지로 현금 창출력을 강화했듯이 공간의 서비스화는 임대료를 서비스 단위로 쪼개거나, 월단위에서 일단위로 세분화하여 궁극적으로 수익률을 보다 극대화할 수 있다. 1인 사업자 등 영세 임차인들 또한 저렴한 비용으로 공간과 서비스 이용이 가능하다.

그림40 연도별 1인 창업 증가 추이



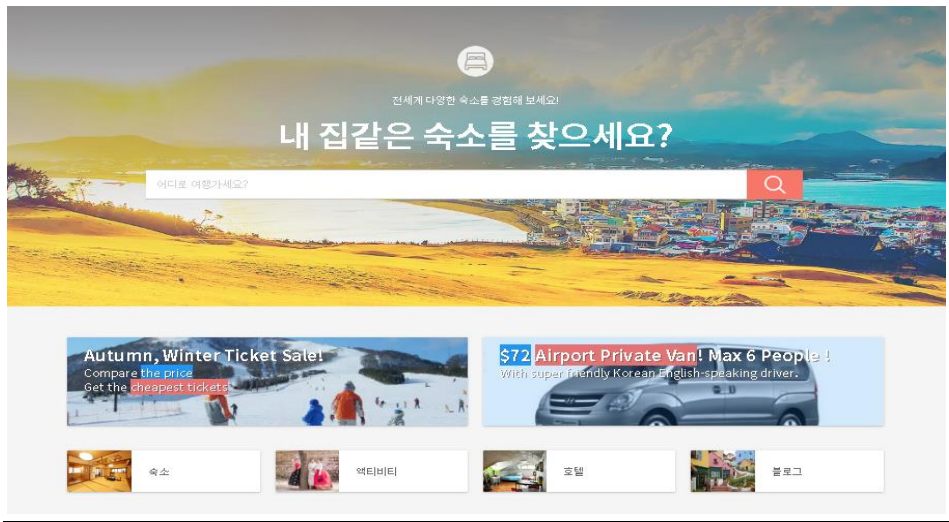
자료: 중소벤처기업부, 메리츠중금증권 리서치센터

그림41 공유오피스, '위워크'



자료: 메리츠중금증권 리서치센터

그림42 숙박공유 '비앤비히어로'



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## Part 4. 편의점과 브랜드샵의 미래

### 1) 편의점: 소비 양극화의 수혜

편의점, 대량생산 시스템 기반으로  
가성비와 저가형 상품의 핵심  
채널로 부상

프랜차이즈는 대량생산을 위한 시스템이다. 편의점은 대량생산 시스템을 기반으로  
가성비와 저가형 상품의 핵심 채널로 부상하고 있다. 과거에는 할인점과 비교해  
편의점은 비싼 채널이었지만 1~2인가구 증가와 함께 소량 구매패턴 강화로 인당  
구매가격으로는 합리적인 채널이다. 편의점은 간식을 위한 채널에서 식사를 위한  
채널로 변화하였으며 유명 맛집 제품들을 PB상품으로 만들어 소비 트렌드 변화에  
적극적으로 대응하고 있다.

그림43 GS리테일, 본죽과의 합작 PB 상품



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림44 GS리테일 돈코츠라멘



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림45 BGF리테일 CU 명작 디저트



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림46 미니스탑, 삼진어묵과의 콜라보상품

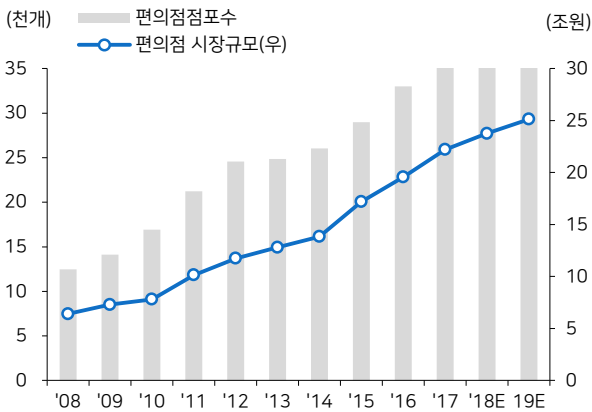


자료: 메리츠증권증권 리서치센터

2019년 점포수 성장 둔화에도  
당매출액과 수익성 개선 효과  
기대

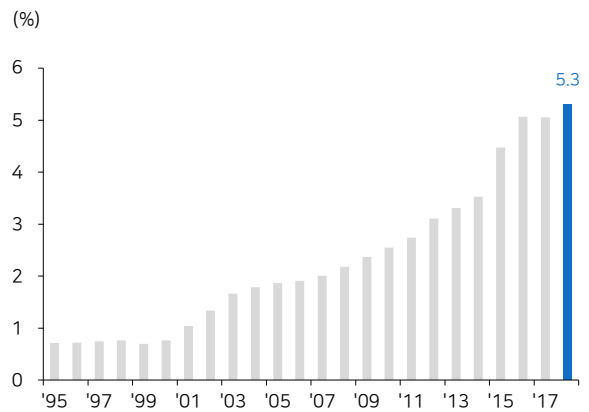
2019년 편의점 시장의 화두는 '내실화' 이다. 정부의 다양한 점주 지원정책 강화에도 최저임금이 11.6% 상승하면서 점포수 증가보다는 점당매출액과 점주 수익성 개선에 집중할 것으로 예상된다. 2019년 편의점 시장 규모는 전년대비 5.7% 증가한 25조원으로 전망하며 2017년 13.5%, 2018년 7% 대비 성장률은 둔화되었지만 전체 민간소비 증가율 2.3% (메리츠증권증권 추정) 대비 높은 수준을 지속하며 소매유통 시장 내 비중확대가 지속될 전망이다. BGF리테일은 오랜 편의점 입지 분석 경험을 바탕으로 상권별 특화매장 전략을 강화할 계획이다. GS리테일은 MD 개편을 통한 편의점과 슈퍼의 통합 구매 강화, 광고관측비 및 비효율적인 투자 축소, HMR 및 즉석식품 카테고리 확대 및 차별화된 상품 출시 등을 강화하고 있다.

그림47 국내 편의점 시장 규모 전망



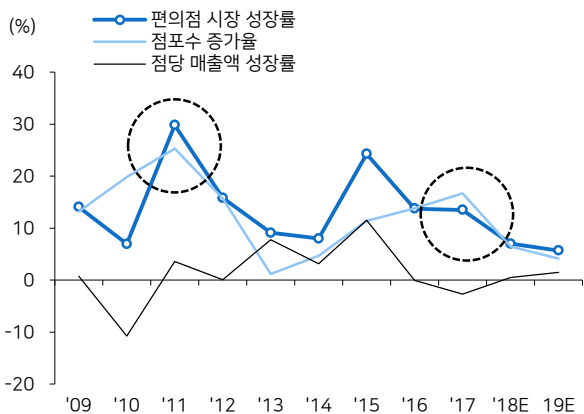
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림48 소매유통 시장 내 편의점 비중 추이



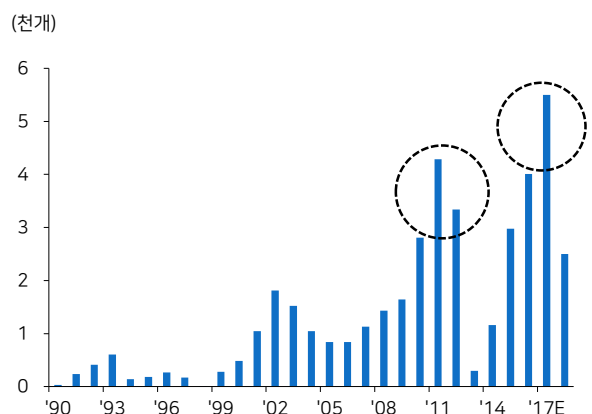
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림49 편의점 점포수 vs. 점당매출액 증가율 추이



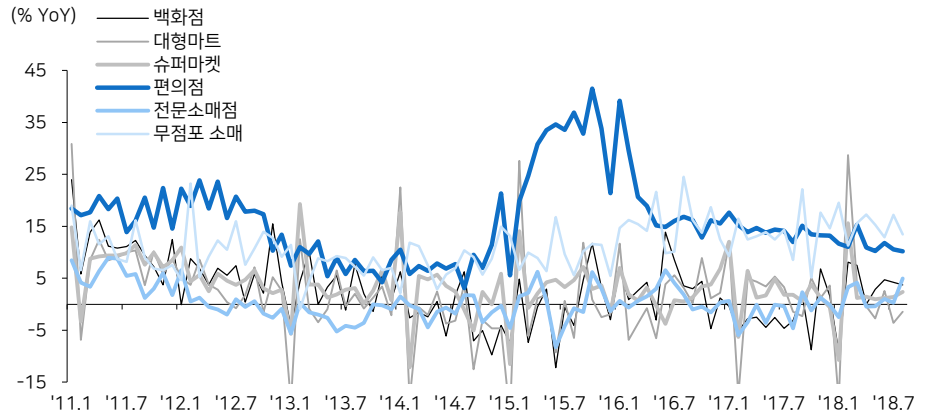
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림50 편의점 점포수 순증 추이



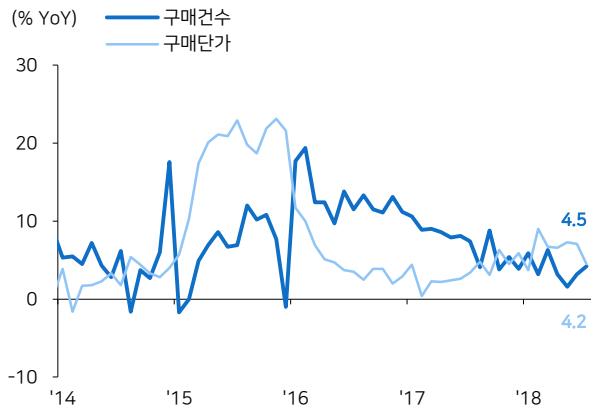
자료: 2016유통업체연감, 메리츠증권증권 리서치센터

그림51 국내 편의점, 백화점, 대형마트 시장 월별성장률 추이



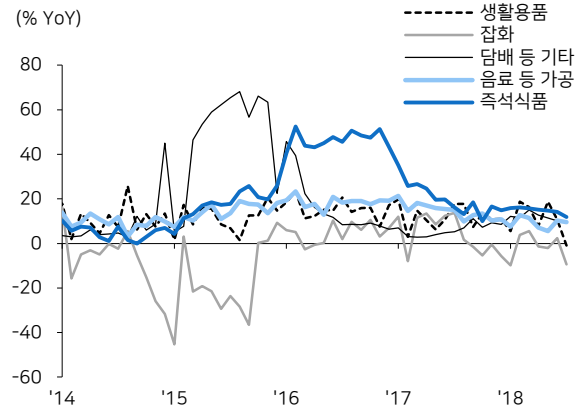
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림52 편의점 월별 구매건수 및 구매단가 증감률 추이



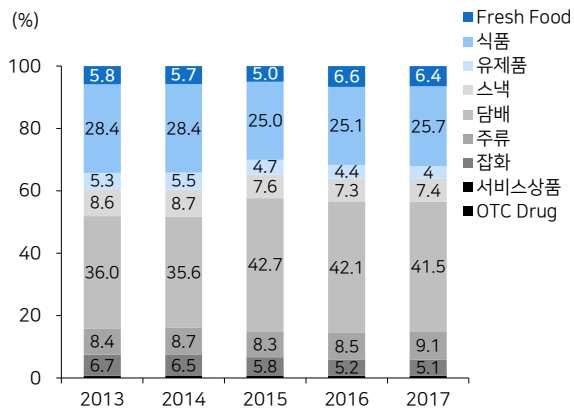
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림53 편의점 상품군별 성장률 추이



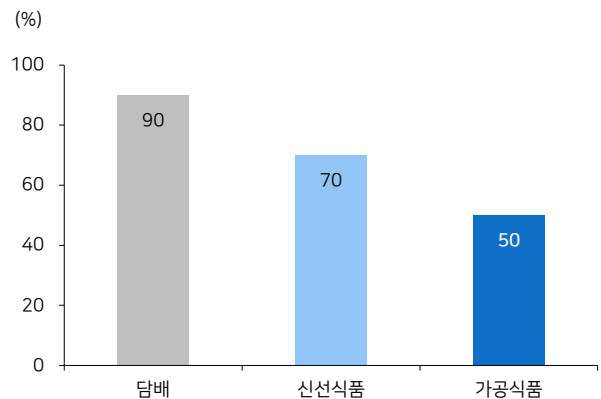
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림54 편의점 상품군별 비중 추이



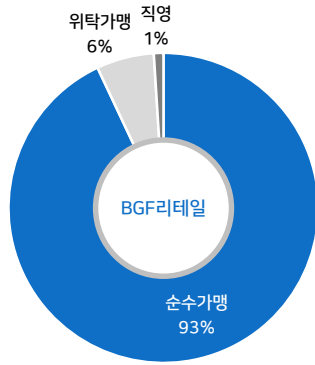
자료: BGF리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

그림55 편의점 상품군별 원가율



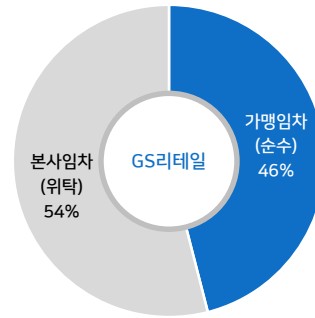
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림56 BGF리테일 순수가맹 vs. 위탁가맹 vs. 직영점 비중 비교



자료: BGF리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

그림57 GS리테일 순수가맹 vs. 위탁가맹 vs. 직영점 비중 비교

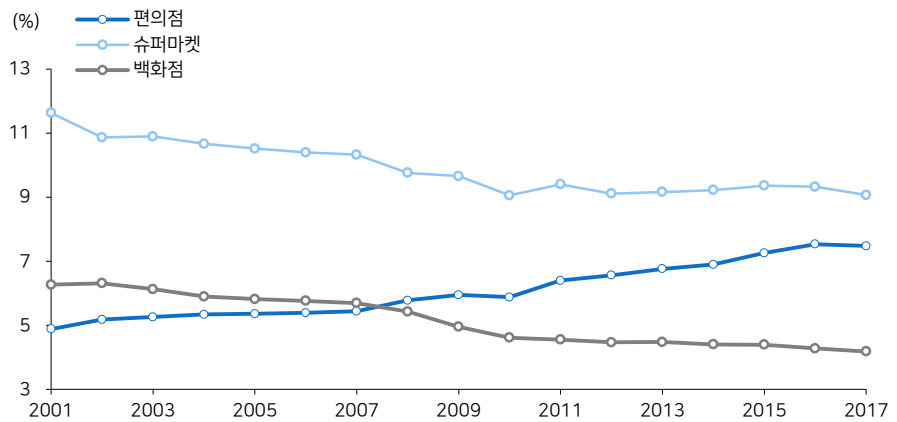


자료: GS리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 편의점 동향: 일본 소매유통 시장 내 꾸준한 비중 확대, 이종업태 간의 시너지 창출 여부에 따라 주가 모멘텀 강화

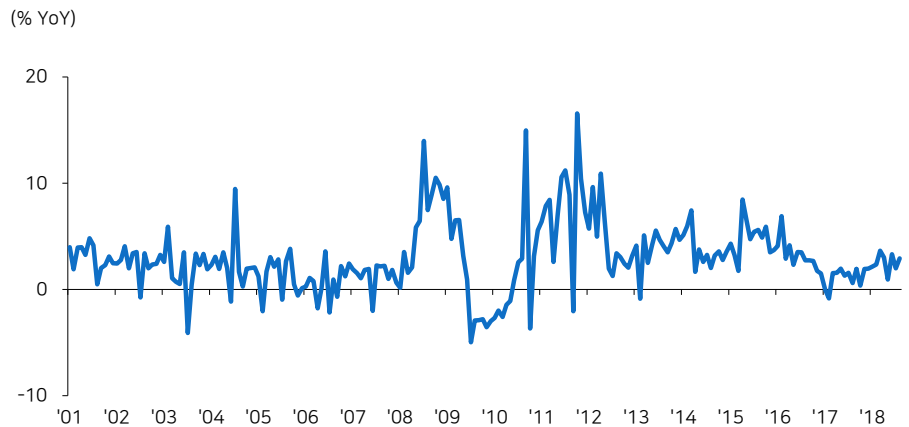
일본 소매유통 시장 내 편의점 비중은 꾸준히 확대되고 있다. 일본 편의점 1위 업체인 Seven Eleven은 프리미엄 PB상품 등 독보적인 상품력을 바탕으로 점당 매출액과 수익성에서 우위를 지속하고 있다. 특히 최근 Family Mart 주가 상승이 두드러졌는데 Family Mart는 일본 유니그룹홀딩스 Circle K Sunkus (편의점)를 인수한 후 구조조정이 마무리되면서 실적이 개선되기 시작했다. Family Mart는 2016년 Circle K Sunkus (편의점) 인수와 함께 유니그룹을 흡수 통합하는 형식으로 뉴패밀리마트홀딩스라는 지주회사가 설립됐다. 또한 2018년 10월에는 유니패밀리마트홀딩스가 슈퍼마켓 체인 유니를 돈키호테홀딩스에 매각하기로 발표했다. 한편으로는 Family Mart와 Don Quijote 공동운영매장을 통해 효율을 극대화하고 있다. 이처럼 편의점 채널과 이종업태 간의 시너지 창출 여부에 따라 주가 상승 모멘텀이 강화될 수 있겠다.

그림58 일본 소매유통 업태별 비중 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림59 일본 편의점 판매액증감률 추이

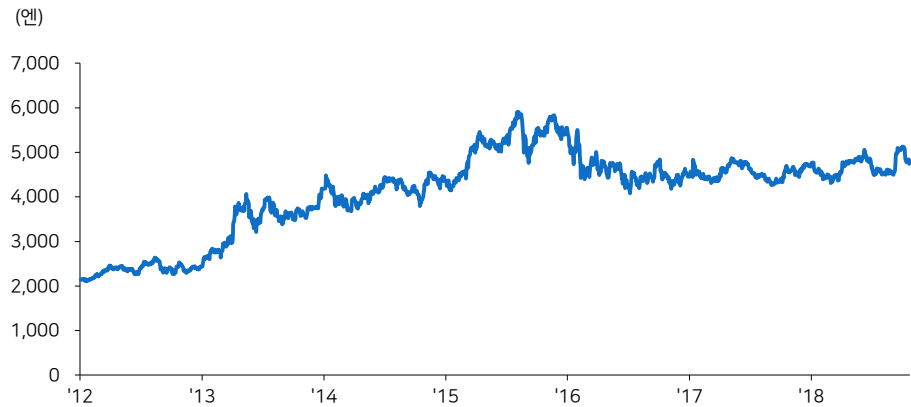


자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표16 한국 메이저 편의점과 일본 메이저 편의점 비교		
구분	한국 메이저편의점	일본 메이저편의점
편의점 연혁	▪ 1989년 (주)코리아 세븐 설립	▪ 1973년 세븐일레븐 도입
편의점 수	▪ 약 3만 8,000여개 (2017년 예상)	▪ 약 5만 7,000개 (2017년 현재)
대표 브랜드	▪ CU, GS 25시, 세븐일레븐, 미니스톱	▪ 세븐일레븐, 로손, 웨미리마트, 미니스톱, 서클케이산크스
<b>점포 매출</b>	<b>▪ 2010년 기준 하루 평균매출 155만 8천원</b>	<b>▪ 2011년 기준 하루 평균매출 45~60만엔</b>
매출분포	▪ 상대적으로 심야시간대 매출이 높음	▪ 상대적으로 주간시간대 매출이 높음
매장 면적	▪ 일반적으로 15평 전후	▪ 일반적으로 30평 전후
상품 아이템	▪ 전반적으로 아이템이 골고루 있으나 패스트푸드 등 즉석조리음식은 빈약한 편임	▪ 전반적으로 상품아이템도 풍부하지만 패스트푸드 등 즉석조리음식이 매우 다양함
상품가격	▪ 전반적으로 권장소비자가로 판매하나 행사 상품 등을 활용하여 탄력적으로 운용함	▪ 전반적으로 슈퍼보다 비쌌
<b>PB상품 비중</b>	<b>▪ 약 20%내</b>	<b>▪ 약 30% 이상, 고급 PB상품 강화</b>
<b>패스트푸드 및 즉석 조리식품 매출 비중</b>	<b>▪ 7~8%</b>	<b>▪ 약 20~40%</b>
매장 특징	▪ 매장여건이 허락하는 한 시식공간을 적극 활용함	▪ 매장내 시식공간 없음
대중성	▪ 접근성은 좋지만 시장규모에 비해 슈퍼의 비중도 높기 때문에 주 소비연령대가 좁은 편	▪ 접근성도 좋고 상대적으로 슈퍼가 많지 않기 때문에 소비연령대가 넓은 편
브랜드별 특징	▪ 4대 메이저 편의점의 브랜드별 특징이 크지 않음	▪ 브랜드별 특징이 강함
쇼핑유형	▪ 접근형이나 실속형 단품 쇼핑이 주류	▪ 마트형 쇼핑이 주류를 이루고 있으며 인터넷 판매도 확대하고 있음
소비자의 가격저항	▪ 높은 편	▪ 낮은 편
소비자 트렌드	▪ 저렴하고 맛있는 제품 선호	▪ 가격이 비싸더라도 질 좋고 맛있는 제품 선호
소비자 트렌드 반영	▪ 소득수준에 비해 소비자의 수준이 높아 변화에 민감하여 빠르게 대응	▪ 과감한 투자로 소비자의 욕구를 충족시킴
행사	▪ 한국프랜차이즈 창업박람회, 회사별 개별행사	▪ 슈퍼마켓 트레이드 쇼, 동경 점포개발 전시회, 동경 식품 박람회 등
중점 운영	▪ 한국시장과 매장여건에 맞게 한국형 단품 관리를 통해 상품회전율을 높이고 고객의 편의성을 강조	▪ 특화 상품과 콘셉트를 통한 경쟁력 확보
해외진출	▪ 한국형 편의점 강화	▪ 자체브랜드로 아시아 등 신흥시장에 적극적으로 진출

자료: 편의점 성공전략, 메리츠증권증권 리서치센터

그림60 Seven&I Holdings 주가 추이



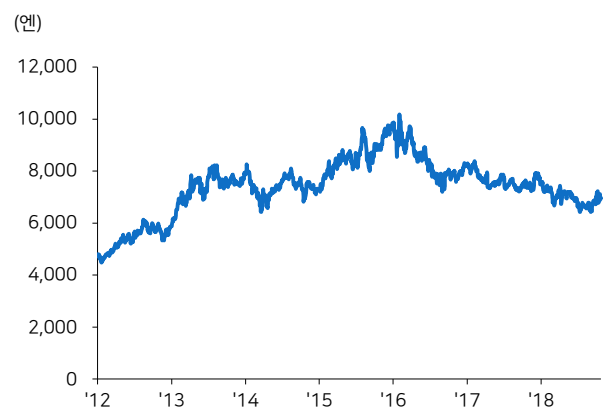
자료: Seven&I Holdings, 메리츠증권리서치센터

그림61 Family Mart 주가 추이



자료: Family Mart, 메리츠증권리서치센터

그림62 Lawson 주가 추이



자료: Lawson, 메리츠증권리서치센터

그림63 President 주가 추이



자료: President, 메리츠증권리서치센터

그림64 Casey's General Stores 주가 추이



자료: Casey's General Stores, 메리츠증권리서치센터

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	50,636.3	46,993.6	46,264.8	40,548.4	42,915.4	43,168.8	58,280.2	61,091.8
영업이익	3,609.7	3,409.3	3,172.2	2,920.4	3,377.5	3,516.7	3,688.2	3,959.9
세전이익	3,493.4	3,349.1	3,092.5	2,849.4	3,217.6	3,462.9	3,099.4	3,435.3
순이익	1,679.7	1,763.0	1,599.1	1,332.8	883.9	1,625.3	1,938.1	2,156.3
<b>성장률 (YoY %)</b>								
매출액	-0.6	-7.2	-1.6	-12.4	5.8	0.6	35.0	0.0
영업이익	-2.6	-5.6	-7.0	-7.9	15.7	4.1	4.9	0.1
세전이익	-6.8	-4.1	-7.7	-7.9	12.9	7.6	-10.5	0.1
순이익	1.3	5.0	-9.3	-16.6	-33.7	83.9	19.2	0.1
<b>수익성 (%)</b>								
영업이익률	6.8	6.2	6.3	5.3	6.7	8.1	6.3	6.5
세전이익률	6.6	6.1	6.1	5.2	6.4	8.0	5.3	5.6
순이익률	3.2	3.2	3.2	2.4	1.8	3.8	3.3	3.5
PER (X)	29.2	24.2	23.2	22.9	49.8	22.3	19.9	17.0
PBR (X)	2.2	2.1	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	8.2	8.1	9.1	7.7	7.5	6.7	6.8	6.3
ROE (%)	8.0	8.7	8.4	8.2	3.6	8.1	8.6	9.3
EPS	1.7	1.9	1.7	1.8	0.8	2.0	2.1	2.5
BPS	23.2	23.3	21.7	23.8	23.6	25.7	25.7	25.7

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	10,009.2	11,235.7	10,721.0	10,949.4	10,457.8	10,801.0	10,532.2	11,377.8	12,015.6	12,738.4	14,438.4	14,867.4
영업이익	737.3	966.1	884.1	790.0	752.6	994.0	903.4	866.7	801.3	1,021.3	1,000.9	962.1
세전이익	737.8	960.8	864.7	654.2	717.2	992.8	905.6	847.4	772.0	971.2	1,010.8	957.1
순이익	390.5	-93.4	401.8	185.0	300.8	502.7	533.5	288.3	397.9	527.4	605.0	424.1
<b>성장률 (YoY %)</b>												
매출액	3.2	10.4	5.9	3.8	4.5	-3.9	-1.8	3.9	14.9	17.9	37.1	30.7
영업이익	8.3	31.5	20.7	2.3	2.1	2.9	2.2	9.7	6.5	2.8	10.8	11.0
세전이익	10.7	36.2	21.5	-14.5	-2.8	3.3	4.7	29.5	7.6	-2.2	11.6	13.0
순이익	11.2	-127.3	18.7	-38.4	-23.0	-638.0	32.8	55.8	32.3	4.9	13.4	47.1
<b>수익성 (%)</b>												
영업이익률	7.4	8.6	8.2	7.2	7.2	9.2	8.6	7.6	6.7	8.0	6.9	6.5
세전이익률	7.4	8.6	8.1	6.0	6.9	9.2	8.6	7.4	6.4	7.6	7.0	6.4
순이익률	3.9	-0.8	3.7	1.7	2.9	4.7	5.1	2.5	3.3	4.1	4.2	2.9

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표19 Family Mart 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,290.3	964.1	974.0	1,134.7	7,757.6	11,450.3	11,263.4	10,921.9
영업이익	532.0	436.9	376.2	402.5	306.1	239.8	471.6	700.0
세전이익	556.8	472.9	384.9	420.0	516.1	592.6	414.4	667.0
순이익	310.4	228.6	246.2	173.5	204.6	292.9	135.0	415.8
<b>성장률 (YoY %)</b>								
매출액	-7.5	-25.3	1.0	16.5	583.7	47.6	-1.6	0.0
영업이익	-1.5	-17.9	-13.9	7.0	-24.0	-21.7	96.7	0.5
세전이익	-5.9	-15.1	-18.6	9.1	22.9	14.8	-30.1	0.6
순이익	45.5	-26.4	7.7	-29.5	18.0	43.2	-53.9	2.1
<b>수익성 (%)</b>								
영업이익률	15.0	13.1	12.1	10.9	3.7	2.1	4.2	6.4
세전이익률	15.7	14.2	12.4	11.4	6.3	5.2	3.7	6.1
순이익률	8.7	6.9	7.9	4.7	2.5	2.6	1.2	3.8
PER (X)	50.3	52.9	48.3	55.0	70.1	51.4	38.9	34.3
PBR (X)	5.2	4.8	4.5	4.3	3.5	3.0	2.8	2.7
EV/EBITDA	20.7	21.8	24.4	20.5	15.7	17.9	13.1	12.9
ROE (%)	10.1	9.3	9.6	8.4	5.8	5.8	7.4	8.2
EPS	2.7	2.3	2.2	2.1	1.7	2.3	2.9	3.3
BPS	27.3	26.3	24.0	25.4	36.5	40.2	40.2	40.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표20 Family Mart 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	929.5	1,051.5	3,005.2	2,771.4	2,775.6	2,913.0	2,828.1	2,933.6	2,937.0	2,933.7	2,693.1	2,909.3
영업이익	57.2	122.8	124.0	2.0	124.0	180.2	119.1	-183.5	191.3	239.4	141.2	87.6
세전이익	102.1	149.9	160.4	103.6	143.3	202.9	169.4	77.0	177.4	268.7	131.0	93.3
순이익	31.7	81.9	83.1	8.0	69.0	125.2	232.7	-133.9	127.1	150.4	51.6	17.9
<b>성장률 (YoY %)</b>												
매출액	277.8	281.8	855.0	828.1	198.6	177.0	-5.9	5.9	5.8	0.7	-4.8	-0.8
영업이익	-38.1	-12.1	32.9	-97.4	116.7	46.7	-3.9	-9,131.2	54.2	32.9	18.6	-147.7
세전이익	9.2	12.2	60.4	11.8	40.3	35.3	5.6	-25.7	23.8	32.4	-22.7	21.1
순이익	12.2	4.3	119.8	-72.5	117.4	52.9	180.2	-1,781.9	84.4	20.2	-77.8	-113.4
<b>수익성 (%)</b>												
영업이익률	6.2	11.7	4.1	0.1	4.5	6.2	4.2	-6.3	6.5	8.2	5.2	3.0
세전이익률	11.0	14.3	5.3	3.7	5.2	7.0	6.0	2.6	6.0	9.2	4.9	3.2
순이익률	3.4	7.8	2.8	0.3	2.5	4.3	8.2	-4.6	4.3	5.1	1.9	0.6

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	2,363.6	1,691.5	1,595.1	1,887.6	2,341.0	2,377.0	6,455.7	6,537.0
영업이익	815.6	685.9	660.9	599.1	685.1	590.9	526.6	538.9
세전이익	787.2	674.0	656.2	569.5	681.7	581.5	431.6	428.8
순이익	411.1	382.1	312.3	257.9	342.7	240.0	265.1	264.9
<b>성장률 (YoY %)</b>								
매출액	-10.5	-28.4	-5.7	18.3	24.0	1.5	171.6	0.0
영업이익	3.9	-15.9	-3.7	-9.3	14.3	-13.7	-10.9	0.0
세전이익	1.3	-14.4	-2.6	-13.2	19.7	-14.7	-25.8	0.0
순이익	28.1	-7.0	-18.3	-17.4	32.9	-30.0	10.5	0.0
<b>수익성 (%)</b>								
영업이익률	15.6	14.0	16.3	11.6	12.3	24.9	8.2	8.2
세전이익률	15.1	13.8	16.2	11.0	12.2	24.5	6.7	6.6
순이익률	7.9	7.8	7.7	5.0	6.2	10.1	4.1	4.1
PER (X)	20.4	19.1	18.9	18.7	19.6	20.2	24.1	22.9
PBR (X)	3.1	2.8	2.6	2.6	2.5	2.4	2.5	2.4
EV/EBITDA	5.0	5.2	6.7	5.4	5.4	5.8	6.4	6.3
ROE (%)	15.7	15.3	14.0	14.2	13.0	11.9	10.3	10.8
EPS	3.5	3.5	3.0	3.3	3.1	3.2	2.5	2.7
BPS	24.6	24.1	21.4	23.4	24.6	25.8	25.8	25.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	526.0	568.8	570.6	675.6	575.9	600.5	583.0	617.7	668.0	662.7	1,620.0	1,619.5
영업이익	157.9	217.2	169.7	140.3	145.4	204.4	136.6	104.5	117.6	196.7	127.3	97.3
세전이익	154.1	219.3	171.0	137.3	143.7	207.6	139.3	90.8	116.9	194.4	122.6	96.3
순이익	79.8	133.2	107.5	22.2	85.8	126.6	81.6	-54.0	57.2	106.2	70.2	34.9
<b>성장률 (YoY %)</b>												
매출액	15.9	26.7	21.7	30.9	9.5	5.6	2.2	-8.6	16.0	10.4	177.9	162.2
영업이익	-0.8	16.9	2.5	58.2	-7.9	-5.9	-19.5	-25.5	-19.1	-3.8	-6.8	-6.9
세전이익	-3.2	25.0	6.8	83.8	-6.7	-5.3	-18.5	-33.8	-18.7	-6.4	-12.0	6.0
순이익	24.4	35.9	11.4	-2,982.9	7.5	-5.0	-24.1	-343.0	-33.3	-16.1	-14.0	-164.6
<b>수익성 (%)</b>												
영업이익률	30.0	38.2	29.7	20.8	25.2	34.0	23.4	16.9	17.6	29.7	7.9	6.0
세전이익률	29.3	38.6	30.0	20.3	25.0	34.6	23.9	14.7	17.5	29.3	7.6	5.9
순이익률	15.2	23.4	18.8	3.3	14.9	21.1	14.0	-8.7	8.6	16.0	4.3	2.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

## 2) 브랜드샵: 구조조정의 시작, 해외 진출이 관건

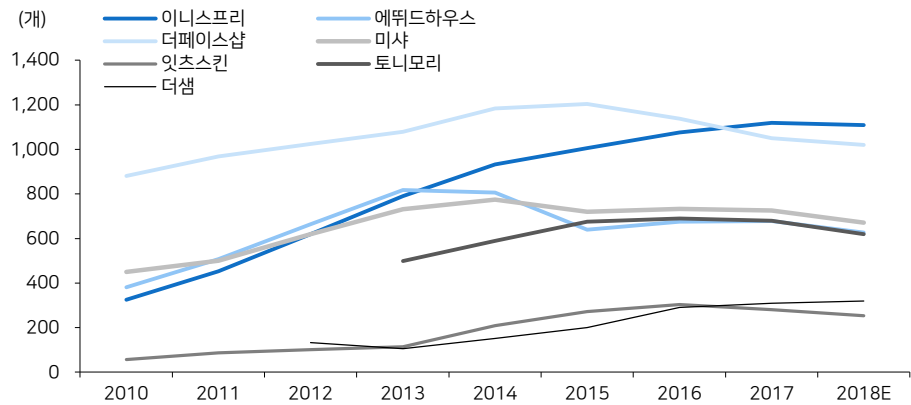
브랜드샵의 위기: 온라인과 모바일, 대로변 상권의 하락 vs. 뷰티 서비스 시장의 성장

최근 한국 브랜드샵의 위기를 중국인 관광객 감소와 H&B스토어와 멀티브랜드샵 성장의 타격만으로 간주하기에는 어렵다고 생각한다. 온라인과 모바일을 통한 화장품 구매 증가로 가맹점주의 상충이 이슈가 되고 있으며 주요 대로변 상권의 브랜드샵 매장의 효율이 하락하고 있다. 한편 피부관리업과 같은 뷰티 서비스 시장은 확대되고 있는 반면 화장품전문점은 감소세가 뚜렷하다.

차별화된 브랜드 경쟁력 회복과 중국 인바운드 소비 개선 및 해외 진출 성과 기대

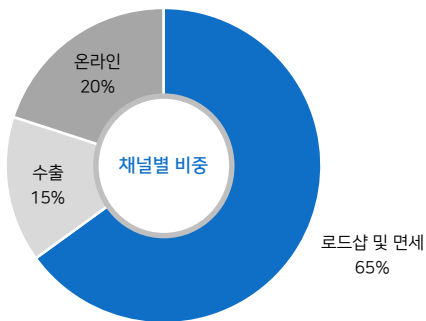
무엇보다 차별화된 브랜드력 회복이 절실하다. 브랜드 경쟁력은 높은 고객 충성도와 함께 양호한 매출 성장과 높은 영업이익률을 바탕으로 우수한 현금흐름 창출로 이어지게 할 수 있다. 2019년 점진적인 중국 인바운드 소비 회복과 함께 해외 진출 성과도 지켜볼 필요가 있겠다. 중국 수출 및 현지 생산 비중이 확대되고 있으며 일본 내에서는 한류가 부활하면서 독특한 제형과 컨셉의 중저가 색조 화장품 수출이 급증하고 있다. 중국 이외의 미국, 유럽 등으로의 수출 다변화도 기대한다.

그림65 주요 브랜드샵 국내 매장 수 추이: 가맹점 이탈로 점포 수 감소세



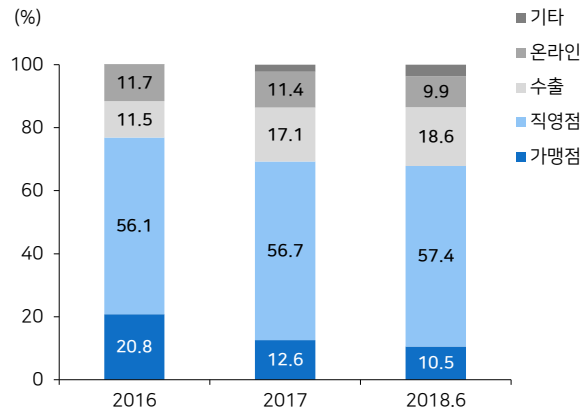
자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림66 이니스프리 채널별 비중



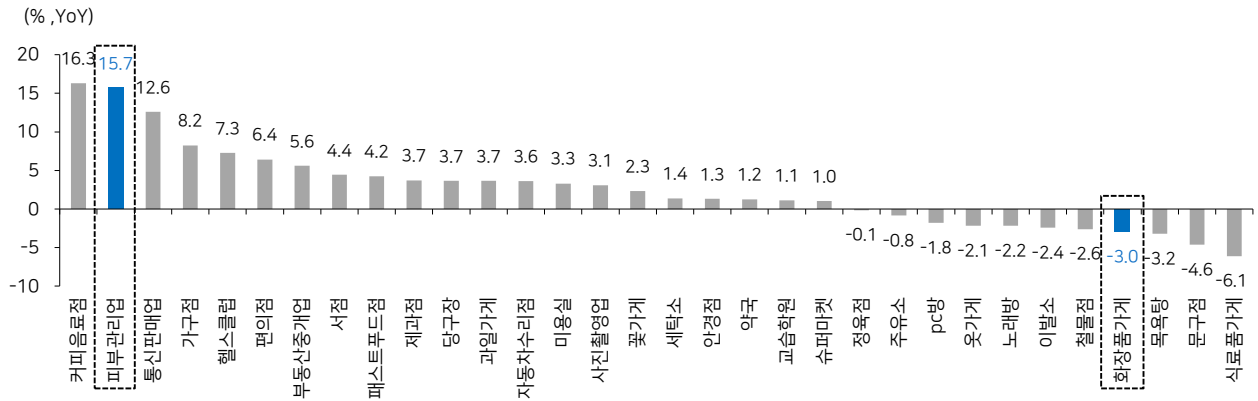
자료: 아모레G, 메리츠증권증권 리서치센터

그림67 미샤 채널별 비중 변화



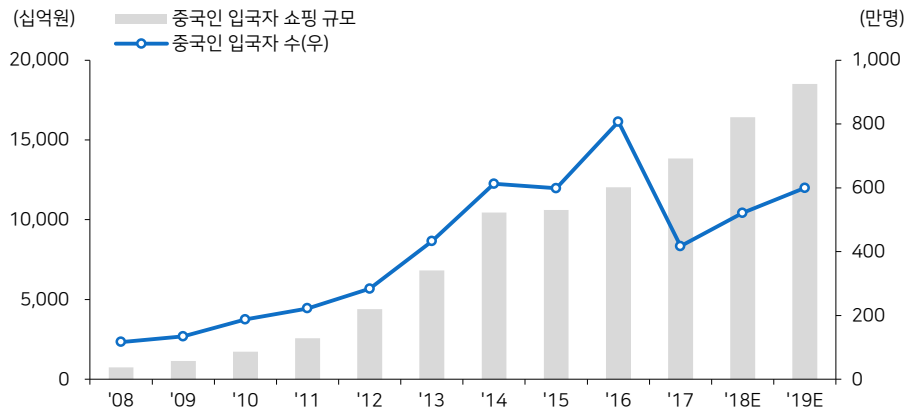
자료: 에이블씨엔씨, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림68 최근 일 년 국내 생활밀접업종 사업자 증감률 비교 (2018년 7월 기준): 피부관리업 급증, 화장품가게 감소**



자료: 국세통계, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림69 중국 인바운드 소비 시장 규모 추정**



자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

**그림70 화장품 연간 수출액 규모 및 성장률 추이**



자료: KITA, 메리츠증권증권 리서치센터

표23 이니스프리 재무제표

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>매출액</b>	<b>140.5</b>	<b>229.4</b>	<b>332.8</b>	<b>456.7</b>	<b>592.1</b>	<b>767.9</b>	<b>642.0</b>
증가율 (% YoY)	69.5	63.3	45.0	37.2	29.6	29.7	-16.4
매출원가	43.4	67.0	100.8	131.0	171.2	208.7	202.8
증가율 (% YoY)	54.9	54.5	50.5	29.9	30.7	21.9	-2.8
매출원가율 (%)	30.9	29.2	30.3	28.7	28.9	27.2	31.6
판관비	78.3	126.2	182.2	249.2	295.2	362.7	331.3
증가율 (% YoY)	62.0	61.1	44.4	36.8	18.5	22.9	-8.7
판관비율 (%)	55.7	55.0	54.7	54.6	49.9	47.2	51.6
광고선전비	25.2	34.4	40.4	53.0	58.5	69.4	62.2
지급수수료	20.6	31.2	45.8	58.1	69.2	78.2	77.5
유통수수료	10.3	25.7	50.5	80.7	92.7	0.1	0.1
<b>영업이익</b>	<b>18.8</b>	<b>36.3</b>	<b>49.8</b>	<b>76.5</b>	<b>125.6</b>	<b>196.5</b>	<b>107.9</b>
증가율 (% YoY)	188.4	92.7	37.3	53.6	64.3	56.4	-45.1
영업이익율 (%)	13.4	15.8	15.0	16.7	21.2	25.6	16.8
<b>자산총계</b>	<b>68.0</b>	<b>105.9</b>	<b>146.6</b>	<b>227.4</b>	<b>319.0</b>	<b>466.9</b>	<b>490.4</b>
재고자산	6.6	10.6	11.3	16.3	21.0	66.3	25.9
총자산회전율 (X)	2.5	2.6	2.6	2.4	2.2	2.0	1.3
재고자산회전율 (X)	19.0	26.8	30.5	33.2	31.8	17.6	13.9

자료: DART, 메리츠증권증권 리서치센터

표24 에뛰드하우스 재무제표

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>매출액</b>	<b>214.8</b>	<b>280.5</b>	<b>337.2</b>	<b>318.6</b>	<b>281.0</b>	<b>316.6</b>	<b>259.1</b>
증가율 (% YoY)	38.0	30.6	20.2	-5.5	-11.8	12.7	-18.2
매출원가	88.1	119.2	147.9	143.1	127.2	125.2	110.2
증가율 (% YoY)	32.0	35.3	24.2	-3.3	-11.1	-1.5	-12.0
매출원가율 (%)	41.0	42.5	43.9	44.9	45.2	39.6	42.5
판관비	107.2	137.9	163.2	145.7	143.0	161.9	144.7
증가율 (% YoY)	42.6	28.7	18.3	-10.7	-1.9	13.2	-10.6
판관비율 (%)	49.9	49.2	48.4	45.7	50.9	51.1	55.9
광고선전비	20.4	23.8	23.7	2.1	2.1	29.0	22.1
지급수수료	26.4	37.9	49.5	45.8	45.8	36.1	32.6
유통수수료	27.0	33.0	40.0	34.9	34.9	44.4	33.6
<b>영업이익</b>	<b>19.6</b>	<b>23.4</b>	<b>26.1</b>	<b>29.8</b>	<b>10.9</b>	<b>29.5</b>	<b>4.2</b>
증가율 (% YoY)	42.8	19.5	11.5	14.0	-63.4	170.8	-85.8
영업이익율 (%)	9.1	8.3	7.7	9.3	3.9	9.3	1.6
<b>자산총계</b>	<b>93.0</b>	<b>109.0</b>	<b>117.8</b>	<b>117.8</b>	<b>118.0</b>	<b>120.3</b>	<b>106.6</b>
재고자산	19.3	22.9	20.5	20.5	18.4	19.8	21.8
총자산회전율 (X)	2.6	2.8	3.0	2.7	2.4	2.7	2.3
재고자산회전율 (X)	13.1	13.3	15.5	15.5	14.4	16.5	12.4

자료: DART, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>매출액</b>	<b>317.6</b>	<b>426.8</b>	<b>491.1</b>	<b>533.0</b>	<b>629.1</b>	<b>649.8</b>	<b>567.4</b>
증가율 (% YoY)	9.9	34.4	15.1	8.5	18.0	3.3	-12.7
매출원가	102.2	148.3	166.1	184.2	203.3	207.1	187.8
증가율 (% YoY)	14.7	45.1	12.0	11.0	10.3	1.9	-9.3
매출원가율 (%)	32.2	34.7	33.8	34.6	32.3	31.9	33.1
판관비	164.5	201.1	240.5	268.0	366.0	397.6	363.7
증가율 (% YoY)	9.9	22.3	19.6	11.4	36.6	8.6	-8.5
판관비율 (%)	51.8	47.1	49.0	50.3	58.2	61.2	64.1
광고선전비	15.0	30.1	37.9	42.9	55.2	71.1	66.0
지급수수료	91.0	112.9	0.1	152.8	175.0	188.5	166.4
<b>영업이익</b>	<b>50.9</b>	<b>77.4</b>	<b>84.5</b>	<b>80.7</b>	<b>59.8</b>	<b>45.1</b>	<b>15.9</b>
증가율 (% YoY)	1.2	52.0	9.2	-4.5	-25.9	-24.5	-64.8
영업이익율 (%)	16.0	18.1	17.2	15.1	9.5	6.9	2.8
<b>자산총계</b>	<b>110.1</b>	<b>195.3</b>	<b>255.2</b>	<b>276.9</b>	<b>317.7</b>	<b>313.4</b>	<b>300.2</b>
재고자산	22.1	29.9	35.4	36.6	57.2	61.2	52.4
총자산회전율 (X)	3.1	2.8	2.2	2.0	2.1	2.1	1.8
재고자산회전율 (X)	13.9	16.4	15.0	14.8	13.4	11.0	10.0

자료: DART, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018.06
<b>매출액</b>	<b>330.3</b>	<b>452.3</b>	<b>442.4</b>	<b>438.3</b>	<b>407.9</b>	<b>434.6</b>	<b>373.3</b>	<b>90.6</b>
증가율 (% YoY)	27.3	36.9	-2.2	-0.9	-7.0	6.5	-14.1	
매출원가	93.3	130.7	141.4	141.3	149.8	166.1	151.4	36.6
증가율 (% YoY)	25.2	40.1	8.2	-0.1	6.0	10.9	-8.9	
매출원가율 (%)	28.2	28.9	32.0	32.2	36.7	38.2	40.6	40.4
판관비	203.4	268.0	287.8	290.4	240.4	244.2	210.7	59.3
증가율 (% YoY)	30.7	31.8	7.4	0.9	-17.2	1.6	-13.7	
판관비율 (%)	61.6	59.3	65.1	66.2	58.9	56.2	56.4	65.4
광고선전비	21.6	34.3	38.8	28.5	9.2	7.3	5.9	8.0
판매촉진비	36.2	47.6	57.2	51.8	47.1	45.5	23.1	10.0
지급수수료	81.6	107.4	112.2	122.0	103.9	108.4	99.0	47.5
<b>영업이익</b>	<b>33.6</b>	<b>53.6</b>	<b>13.2</b>	<b>6.7</b>	<b>17.7</b>	<b>24.3</b>	<b>11.2</b>	<b>-5.3</b>
증가율 (% YoY)	14.9	59.8	-75.4	-48.8	162.2	37.3	-53.8	
영업이익율 (%)	10.2	11.9	3.0	1.5	4.3	5.6	3.0	-5.8
<b>자산총계</b>	<b>188.0</b>	<b>235.2</b>	<b>238.8</b>	<b>228.3</b>	<b>248.6</b>	<b>277.9</b>	<b>372.2</b>	<b>368.7</b>
재고자산	30.4	43.7	28.0	39.2	42.2	51.2	44.7	
총자산회전율 (X)	2.1	2.1	1.9	1.9	1.7	1.7	1.1	
재고자산회전율 (X)	13.0	12.2	12.3	13.0	10.0	9.3	7.8	

자료: DART, 메리츠증권증권 리서치센터

표27 더샘인터내셔널 재무제표

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>매출액</b>	<b>20.7</b>	<b>34.7</b>	<b>33.2</b>	<b>44.0</b>	<b>71.6</b>	<b>140.0</b>	<b>132.0</b>
증가율 (% YoY)	n/a	67.2	-4.2	32.5	62.7	95.5	-5.7
매출원가	8.8	13.6	13.8	18.3	28.4	60.8	57.7
증가율 (% YoY)	n/a	53.3	1.4	33.0	55.5	113.6	-5.1
매출원가율 (%)	42.6	39.1	39.1	41.5	39.7	43.4	43.7
판관비	26.7	30.7	30.1	25.7	44.2	58.9	59.9
증가율 (% YoY)	n/a	15.0	-2.1	-14.4	71.9	33.0	1.9
판관비율 (%)	128.7	88.5	88.5	58.5	61.8	42.0	45.4
광고선전비	5.2	3.8	3.4	3.9	6.1	7.1	6.5
지급수수료	3.6	4.9	4.2	5.3	7.4	10.1	9.7
유통수수료	6.0	8.4	9.3	9.3	0.0	20.4	22.0
<b>영업이익</b>	<b>-14.8</b>	<b>-9.6</b>	<b>-10.6</b>	<b>-6.2</b>	<b>-1.1</b>	<b>20.4</b>	<b>14.4</b>
증가율 (% YoY)	n/a	적지	적지	적지	적지	흑전	-29.4
영업이익율 (%)	-71.3	-27.6	-31.9	-14.1	-1.5	14.6	10.9
<b>자산총계</b>	<b>24.6</b>	<b>28.1</b>	<b>26.7</b>	<b>30.4</b>	<b>35.3</b>	<b>64.3</b>	<b>64.1</b>
재고자산	5.3	5.9	6.9	6.9	7.8	11.6	11.3
총자산회전율 (X)	1.7	1.3	1.2	1.5	2.2	2.8	2.1
재고자산회전율 (X)	7.8	6.2	5.2	6.4	9.7	14.4	11.5

자료: DART, 메리츠증권증권 리서치센터

표28 잇츠한불 재무제표

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018.06
<b>매출액</b>	<b>22.5</b>	<b>31.8</b>	<b>53.0</b>	<b>241.1</b>	<b>123.2</b>	<b>101.8</b>	<b>156.5</b>	<b>36.9</b>
증가율 (% YoY)	n/a	41.3	66.8	354.6	n/a	-17.3	53.8	
매출원가	9.8	13.7	23.2	94.2	102.6	85.1	80.3	16.4
증가율 (% YoY)	n/a	39.5	69.2	305.9	n/a	-17.0	-5.7	
매출원가율 (%)	43.7	43.2	43.8	39.1	83.3	83.6	51.3	44.5
판관비	14.0	15.3	21.1	47.8	7.8	9.3	57.2	20.0
증가율 (% YoY)	n/a	9.2	38.2	126.2	n/a	19.9	512.5	
판관비율 (%)	62.2	48.1	39.8	19.8	6.3	9.2	36.5	54.2
광고선전비	4.4	3.2	4.1	9.7	14.9	0.6	6.0	3.7
판매촉진비	0.5	4.3	9.7	1.1	1.3	0.2	3.5	1.0
지급수수료	0.7	1.3	1.9	4.7	10.0	2.4	16.3	6.6
<b>영업이익</b>	<b>-1.3</b>	<b>2.8</b>	<b>8.7</b>	<b>99.1</b>	<b>12.7</b>	<b>7.3</b>	<b>19.0</b>	<b>0.5</b>
증가율 (% YoY)	n/a	흑전	212.5	1037.7	n/a	-42.5	160.1	
영업이익율 (%)	-5.9	8.8	16.4	41.1	10.3	7.2	12.2	1.3
<b>자산총계</b>	<b>9.2</b>	<b>10.3</b>	<b>26.2</b>	<b>154.5</b>	<b>285.5</b>	<b>318.4</b>	<b>523.1</b>	<b>484.9</b>
재고자산	3.1	3.8	6.6	10.3	6.0	7.1	27.1	27.1
총자산회전율 (X)	n/a	3.3	2.9	2.7	0.4	0.3	0.4	0.1
재고자산회전율 (X)	n/a	9.2	10.2	28.5	20.4	15.5	9.2	1.4

주: 재무제표 잇츠스킨(2011~2014), 잇츠한불(2015~2018.06)

자료: DART, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018.06
<b>매출액</b>	<b>42.5</b>	<b>106.9</b>	<b>196.4</b>	<b>190.6</b>	<b>45.6</b>
증가율 (% YoY)	n/a	151.6	83.7	-3.0	
매출원가	16.1	40.6	72.9	74.8	18.5
증가율 (% YoY)	n/a	152.3	79.5	2.6	
매출원가율 (%)	37.9	38.0	37.1	39.2	40.4
판관비	25.7	43.8	95.6	103.5	27.8
증가율 (% YoY)	n/a	70.4	118.2	8.3	
판관비율 (%)	60.5	41.0	48.7	54.3	61.0
광고선전비	0.0	5.0	9.2	11.2	4.3
판매촉진비	0.0	2.4	5.5	4.4	0.0
지급수수료	0.0	1.9	5.2	3.5	0.7
<b>영업이익</b>	<b>0.7</b>	<b>22.5</b>	<b>27.9</b>	<b>12.3</b>	<b>-0.7</b>
증가율 (% YoY)	n/a	3,184.3	24.2	-56.1	
영업이익율 (%)	1.6	21.0	14.2	6.4	-1.4
<b>자산총계</b>	<b>28.3</b>	<b>61.4</b>	<b>241.4</b>	<b>235.7</b>	<b>248.1</b>
재고자산	6.4	7.8	18.8	18.5	27.8
총자산회전율 (X)	1.5	2.4	1.3	0.8	
재고자산회전율 (X)	6.7	15.1	14.8	10.2	

자료: DART, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018.06
<b>매출액</b>	<b>101.4</b>	<b>150.6</b>	<b>170.0</b>	<b>205.1</b>	<b>219.9</b>	<b>233.1</b>	<b>205.7</b>	<b>45.9</b>
증가율 (% YoY)	78.7	48.5	12.9	20.7	7.2	6.0	-11.7	
매출원가	46.1	69.0	85.2	101.2	100.8	108.8	82.6	19.8
증가율 (% YoY)	84.3	49.6	23.5	18.8	-0.4	7.9	-24.1	
매출원가율 (%)	45.5	45.8	50.1	49.3	45.8	46.7	40.2	43.1
판관비	42.4	66.5	69.9	89.0	101.7	124.3	123.1	26.6
증가율 (% YoY)	44.9	56.9	5.1	27.4	14.2	22.3	-0.9	
판관비율 (%)	41.8	44.2	41.1	43.4	46.2	53.3	59.8	57.9
광고선전비	5.0	9.1	8.2	10.2	10.8	10.2	8.5	3.2
판매촉진비	5.3	10.0	12.5	13.1	16.8	19.1	11.8	4.4
지급수수료	0.7	1.1	2.3	2.4	2.4	40.2	61.0	25.6
<b>영업이익</b>	<b>9.5</b>	<b>13.6</b>	<b>16.2</b>	<b>21.3</b>	<b>26.4</b>			
증가율 (% YoY)	12.8	15.0	14.9	14.9	17.4	17.6	-1.9	-0.5
영업이익율 (%)	427.6	16.9	-0.9	0.0	17.3	1.2	-110.8	
<b>자산총계</b>	<b>12.7</b>	<b>10.0</b>	<b>8.7</b>	<b>7.2</b>	<b>7.9</b>	<b>7.6</b>	<b>-0.9</b>	<b>-1.0</b>
재고자산	47.4	61.0	80.0	97.3	155.6	181.9	199.7	212.7
총자산회전율 (X)	7.0	7.8	11.1	14.9	19.5	33.9	31.2	33.8
재고자산회전율 (X)	3.1	2.8	2.4	2.3	1.7	1.4	1.1	

자료: DART, 메리츠증권증권 리서치센터

표31 네이처리퍼블릭 재무제표

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018.06
<b>매출액</b>	<b>90.7</b>	<b>128.4</b>	<b>171.7</b>	<b>255.2</b>	<b>284.8</b>	<b>261.8</b>	<b>222.7</b>	<b>57.5</b>
증가율 (% YoY)	91.0	41.6	33.7	48.6	11.6	-8.1	-15.0	
매출원가	34.7	47.4	61.2	96.3	103.5	91.7	71.5	20.0
증가율 (% YoY)	45.4	36.6	29.2	57.2	7.6	-11.4	-22.1	
매출원가율 (%)	38.2	36.9	35.7	37.7	36.4	35.0	32.1	34.7
판관비	50.7	85.4	111.0	135.2	164.9	179.7	152.8	37.4
증가율 (% YoY)	76.1	68.5	68.5	21.8	22.0	8.9	-14.9	
판관비율 (%)	55.9	66.5	64.6	53.0	57.9	68.6	68.6	65.0
광고선전비	3.5	11.3	9.2	8.3	7.2	6.6	5.1	1.1
판매촉진비	10.0	13.7	16.7	22.0	24.2	23.1	13.5	3.1
지급수수료	16.1	29.5	45.4	62.2	75.0	87.2	76.4	19.3
<b>영업이익</b>	<b>5.4</b>	<b>-4.4</b>	<b>-0.5</b>	<b>23.8</b>	<b>16.3</b>	<b>-9.6</b>	<b>-1.7</b>	<b>0.1</b>
증가율 (% YoY)	흑전	적전	적지	흑전	-31.5	적전	적지	
영업이익율 (%)	5.9	-3.4	-0.3	9.3	5.7	-3.7	-0.8	0.2
<b>자산총계</b>	<b>43.3</b>	<b>95.0</b>	<b>91.2</b>	<b>138.2</b>	<b>179.5</b>	<b>149.7</b>	<b>135.0</b>	<b>127.5</b>
재고자산	9.7	20.4	11.6	25.7	22.8	16.1	23.6	24.7
총자산회전율 (X)	2.6	1.9	1.8	2.2	1.8	1.6	1.6	
재고자산회전율 (X)	11.3	8.5	10.7	13.7	11.7	13.4	11.2	

자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

표32 스킨푸드 재무제표

(십억원)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>매출액</b>	<b>179.0</b>	<b>185.0</b>	<b>174.6</b>	<b>151.9</b>	<b>169.2</b>	<b>169.0</b>	<b>126.9</b>
증가율 (% YoY)	8.4	3.4	-5.6	-13.0	11.3	-0.1	-24.9
매출원가	68.3	70.4	69.1	57.7	58.8	59.8	45.3
증가율 (% YoY)	9.3	3.0	-1.8	-16.5	1.8	1.7	-24.1
매출원가율 (%)	38.2	38.0	39.6	38.0	34.7	35.3	35.7
판관비	95.4	103.3	102.3	99.5	123.3	114.5	91.5
증가율 (% YoY)	11.1	8.2	-0.9	-2.8	23.9	-7.1	-20.1
판관비율 (%)	53.3	55.8	58.6	65.5	72.9	67.7	72.0
광고선전비	14.1	19.1	19.8	15.6	9.5	11.5	7.0
판매촉진비	0.4	0.4	1.9	3.9	10.1	11.5	7.0
지급수수료	7.2	8.9	11.1	12.6	15.5	14.1	11.2
판매수수료	33.2	34.0	29.6	27.2	36.8	42.5	31.8
<b>영업이익</b>	<b>15.3</b>	<b>11.4</b>	<b>3.2</b>	<b>-5.2</b>	<b>-12.9</b>	<b>-5.2</b>	<b>-9.8</b>
증가율 (% YoY)	-8.6	-25.4	-72.2	적전	적지	적지	적지
영업이익율 (%)	8.5	6.2	1.8	-3.4	-7.6	-3.1	-7.8
<b>자산총계</b>	<b>94.7</b>	<b>86.5</b>	<b>81.1</b>	<b>74.9</b>	<b>63.4</b>	<b>59.1</b>	<b>49.0</b>
재고자산	18.8	20.5	91.2	16.0	17.1	14.6	13.4
총자산회전율 (X)	2.1	2.0	2.1	1.9	2.4	2.8	2.4
재고자산회전율 (X)	9.8	9.4	3.1	2.8	10.2	10.7	9.1

자료: DART, 메리츠증권 리서치센터





## 기업분석

종목	투자판단	적정주가
GS리테일(007070)	Buy	48,000
해마로푸드서비스(220630)	Buy	3,100
아모레G(002790)	Trading Buy	75,000
BGF리테일(282330)	Trading Buy	200,000
카페24(042000)	Not Rated	-

Industry Indepth  
2018. 11. 5

# GS 리테일 007070

## 점포 효율성 개선과 내실화에 집중

▲ 유통/화장품

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

- ✓ 3Q 매출액 2,33조원 (+2.9% YoY), 영업이익 776억원 (+39.7% YoY) 기록
- ✓ 편의점 및 슈퍼마켓 개선과 호텔 호조로 시장 컨센서스 상회
- ✓ 2019년에도 점포 효율성 개선과 내실화에 집중할 계획
- ✓ Fresh Food 매출 비중은 업종 내 높은 편, 높은 점당 매출액으로 이어질 전망
- ✓ 투자 의견 Buy와 적정주가 48,000원 유지

### Buy

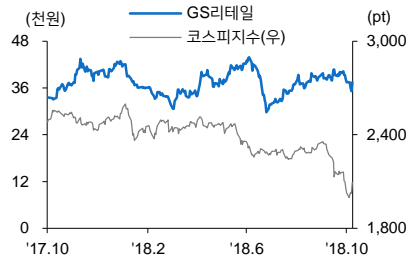
적정주가 (12개월) **48,000 원**  
현재주가 (11.2) **37,500 원**  
상승여력 **28.0%**

KOSPI	2,096.00pt
시가총액	28,875억원
발행주식수	7,700만주
유통주식비율	34.11%
외국인비중	22.12%
52주 최고/최저가	43,950원/29,750원
평균거래대금	97.0억원

<b>주요주주(%)</b>	
GS 외 1인	65.77
Genesis Asset Managers,LLP	5.04

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-1.7	-6.6	13.5
상대주가	8.3	11.7	37.8

주가그래프



### 3Q 편의점 및 슈퍼마켓 개선과 호텔 호조로 시장 컨센서스 상회

GS 리테일의 3분기 실적은 매출액 2,33조원 (+2.9% YoY), 영업이익 776억원 (+39.7% YoY)을 기록하였다. 1) 편의점은 매출액은 1,76조원 (+1.6% YoY, 회계 변경 이전기준 +7.9% YoY), 영업이익 764억원 (+0.7% YoY)로 점포 수는 +6.4% YoY. 기존점성장률은 3% (담배제외 2%)를 나타냈다. 최저임금 인상에 따른 점주 지원금 (전기료 등)은 150억원 정도 추산되며, 즉석식품은 차별화된 상품 경쟁력으로 20%대 이상 성장했다. 특히 자체적인 원가를 개선과 광고판 축소 등 비용 절감 (110억원)효과가 뚜렷하게 나타났다. 2) 슈퍼마켓은 매출액은 4,090억원 (+3.4% YoY), 영업이익 57억원 (+137.5% YoY)을 기록했다. GS 슈퍼마켓은 반찬 등 조리식품과 HMR 카테고리를 강화하면서 평균 기존점성장률은 양호한 6%를 달성했다. 3) 호텔은 매출액은 699조원 (+3.4% YoY), 영업이익 140억원 (+66.7% YoY)의 호실적을 나타냈으며 라라블라와 기타 사업부가 신규 투자 확대에 각각 -70억원, -115억원을 기록하여 부진했지만 우려 대비 선방했다.

### 2019년에도 점포 효율성 개선과 내실화에 집중할 계획

GS 리테일은 MD 개편을 통한 편의점과 슈퍼의 통합 구매 강화, 광고판 축소 및 비효율적인 투자 축소, HMR 및 즉석식품 카테고리 확대 및 차별화된 상품 출시 등을 강화하고 있다. GS 리테일의 Fresh Food 매출 비중은 경쟁사들 대비 높은 편이며, 이는 상대적으로 높은 점당 매출액으로 이어질 전망이다. 나아가 파르나스호텔 관련하여 유통사의 디테일한 관리 노하우를 바탕으로 안정적인 수익 창출이 지속될 것으로 판단한다. 따라서 GS 리테일에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 48,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	7,402.0	218.1	274.3	3,562	64.6	25,842	13.4	1.8	10.1	14.5	100.3
2017	8,266.6	165.7	118.2	1,535	-57.9	26,369	26.3	1.5	9.8	5.9	112.8
2018E	8,647.6	188.4	139.8	1,816	27.1	27,435	19.4	1.3	7.8	6.8	104.7
2019E	8,948.5	209.1	157.0	2,039	12.2	28,623	17.3	1.2	7.4	7.3	96.3
2020E	9,217.0	230.4	170.4	2,212	8.4	29,886	15.9	1.2	6.9	7.6	88.0

표33 GS리테일 SOTP Valuation					
(십억원)		2019년	multiple	지분율	가치
영업가치	편의점	164.7	20	100.0	3,294
	슈퍼	5.5	15	100.0	82
	호텔	50.1	15	67.6	508
	H&B스토어	(20.3)	20	100.0	0
	<b>합</b>				<b>3,884</b>
				<b>순자산</b>	<b>가치</b>
자산가치	투자부동산				659
	<b>합</b>				<b>659</b>
순차입금 (연결)					<b>796</b>
적정가치 (NAV)					3,747
주식수 (천주)					77,000
<b>주당적정가치 (원)</b>					<b>48,664</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표34 GS리테일 분기별 실적 추이 및 전망											
(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액</b>	<b>8,266.6</b>	<b>1,994.8</b>	<b>2,198.9</b>	<b>2,325.4</b>	<b>2,128.5</b>	<b>8,647.6</b>	<b>2,058.9</b>	<b>2,266.1</b>	<b>2,415.9</b>	<b>2,207.7</b>	<b>8,948.5</b>
증가율 (% YoY)	11.7	8.1	5.3	2.9	2.7	4.6	3.2	3.1	3.9	3.7	3.5
편의점	6,278.0	1,479.2	1,669.7	1,756.5	1,597.7	6,503.1	1,526.4	1,721.3	1,836.0	1,665.7	6,749.4
증가율 (% YoY)	12.1	7.0	4.3	1.6	2.1	3.6	3.2	3.1	4.5	4.3	3.8
점포수 (개)	11,907	12,635	12,772	12,977	13,079	12,866	13,170	13,300	13,430	13,500	13,350
증가율 (% YoY)	16.9	12.6	8.5	6.4	5.2	8.1	4.2	4.1	3.5	3.2	3.8
점당매출액 (억원)	5.3	1.2	1.3	1.4	1.2	5.1	1.2	1.3	1.4	1.2	5.1
증가율 (% YoY)	-4.2	-4.9	-3.9	-4.5	-3.0	-4.1	-1.0	-1.0	1.0	1.0	0.0
기준점성장률 일반	2.4	1.0	1.0	2.0	1.0		1.0	2.0	2.0	1.0	
기준점성장률 전체	-1.9	0.0	2.0	3.0	2.5		2.0	3.0	3.0	2.0	
슈퍼마켓	1,459.9	364.8	373.2	409.0	352.5	1,499.5	376.0	384.7	415.8	358.4	1,534.9
증가율 (% YoY)	2.5	2.9	2.0	3.4	2.4	2.7	3.1	3.1	1.7	1.7	2.4
점포수 (개)	282	291	291	302	302	297	303	303	304	304	304
증가율 (% YoY)	-1.0	5.4	4.3	6.3	4.5	5.1	4.1	4.1	0.7	0.7	2.4
호텔사업부	245.2	66.7	73.0	69.9	88.2	297.8	70.7	77.4	74.1	93.5	315.7
증가율 (% YoY)	17.3	26.3	29.2	15.5	17.0	21.5	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
랄라블라 (H&B)	150.0	32.5	45.0	45.0	56.0	178.5	31.5	42.8	42.8	54.3	171.3
증가율 (% YoY)		30.0	50.0	12.5	1.8	19.0	-3.0	-5.0	-5.0	-3.0	-4.0
기타사업부	133.5	51.6	38.0	45.0	34.1	168.7	54.2	39.9	47.3	35.8	177.1
증가율 (% YoY)	-19.4	63.3	9.2	32.4	3.0	26.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출원가	6,707.3	1,581.4	1,727.4	1,813.8	1,670.9	6,793.5	1,626.5	1,772.1	1,874.7	1,722.0	6,995.3
증가율 (% YoY)	11.5	5.0	1.8	-0.8	-0.3	1.3	2.9	2.6	3.4	3.1	3.0
매출원가율 (%)	81.1	79.3	78.6	78.0	78.5	78.6	79.0	78.2	77.6	78.0	78.2
매출총이익	1,559.3	413.4	471.5	511.6	457.6	1,854.1	432.4	494.0	541.2	485.7	1,953.2
증가율 (% YoY)	12.4	21.9	20.3	18.9	15.0	18.9	4.6	4.8	5.8	6.1	5.3
매출총이익률 (%)	18.9	20.7	21.4	22.0	21.5	21.4	21.0	21.8	22.4	22.0	21.8
판관비	1,393.6	391.6	415.8	434.0	424.3	1,665.7	408.9	434.8	456.4	444.0	1,744.1
증가율 (% YoY)	19.2	25.1	22.7	15.8	15.6	19.5	4.4	4.6	5.2	4.6	4.7
판관비율 (%)	16.9	19.6	18.9	18.7	19.9	19.3	19.9	19.2	18.9	20.1	19.5
<b>영업이익</b>	<b>165.8</b>	<b>21.6</b>	<b>55.7</b>	<b>77.6</b>	<b>33.3</b>	<b>188.4</b>	<b>23.5</b>	<b>59.2</b>	<b>84.8</b>	<b>41.6</b>	<b>209.1</b>
증가율 (% YoY)	-24.0	-17.2	5.0	39.6	7.4	13.6	8.8	6.2	9.2	25.1	11.1
영업이익률 (%)	2.0	1.1	2.5	3.3	1.6	2.2	1.1	2.6	3.5	1.9	2.3
편의점	208.9	19.9	65.3	76.4	35.2	196.8	21.4	68.9	82.6	38.3	211.2
증가율 (% YoY)	-2.0	-37.2	1.7	0.7	-5.3	-5.8	7.4	5.4	8.1	9.0	7.3
이익률 (%)	3.3	1.3	3.9	4.3	2.2	3.0	1.4	4.0	4.5	2.3	3.1
슈퍼마켓	-13.2	1.0	1.1	5.7	-6.0	1.8	1.5	1.5	6.0	-2.0	7.0
증가율 (% YoY)	적지	흑전	흑전	137.5	적지	흑전	50.0	36.4	5.3	적지	288.9
이익률 (%)	-0.9	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	0.1	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	0.5
호텔사업부	29.1	14.6	10.9	14.0	20.0	59.5	15.8	11.8	15.1	21.6	64.3
증가율 (% YoY)	144.5	231.8	흑전	66.7	17.0	104.5	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
이익률 (%)	11.9	21.9	14.9	20.0	22.7	20.0	22.3	15.2	20.4	23.1	20.4
랄라블라 (H&B)	-18.5	-6.0	-7.0	-7.0	-9.0	-29.0	-6.0	-6.0	-6.0	-8.0	-26.0
증가율 (% YoY)		적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
이익률 (%)	-12.3	-18.5	-15.6	-15.6	-16.1	-16.2	-19.0	-14.0	-14.0	-14.7	-15.2
기타사업부	-47.8	-7.9	-14.5	-11.5	-6.9	-40.8	-9.1	-16.9	-13.0	-8.3	-47.3
증가율 (% YoY)	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
이익률 (%)	-35.8	-15.3	-38.2	-25.6	-20.1	-24.2	-16.9	-42.4	-27.4	-23.1	-26.7

자료: GS리테일, 메리츠증권 리서치센터

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	1Q18
<b>매출액</b>	<b>180.8</b>	<b>198.9</b>	<b>199.3</b>	<b>209.1</b>	<b>245.2</b>	<b>66.7</b>
객실	73.9	78.9	69.5	74.0	79.6	19.1
식음	38.9	40.1	37.0	38.3	42.9	11.3
연회	31.5	39.8	44.3	42.7	41.5	9.1
기타 (봉사료 포함)	36.5	40.1	48.5	54.0	81.2	27.2
<b>영업이익</b>	<b>18.9</b>	<b>16.6</b>	<b>14.5</b>	<b>11.9</b>	<b>29.1</b>	<b>14.6</b>
비유동자산	1,154.5	1,225.6	1,299.2	1,404.4	1,397.3	1,389.6
감가상각비	21.4	26.6	28.7	30.4	35.1	8.6
EBITDA	40.3	43.2	43.2	42.4	64.2	23.1
<b>성장률 (YoY %)</b>						
<b>매출액</b>	<b>-16.6</b>	<b>10.0</b>	<b>0.2</b>	<b>4.9</b>	<b>17.3</b>	<b>26.4</b>
객실	-7.4	6.8	-11.9	6.5	7.5	12.6
식음	-18.6	3.1	-7.7	3.6	12.0	14.5
연회	-30.8	26.3	11.3	-3.6	-2.7	3.7
기타 (봉사료 포함)	-16.3	9.9	20.9	11.4	50.2	58.5
<b>영업이익</b>	<b>-56.7</b>	<b>-12.3</b>	<b>-12.5</b>	<b>-17.6</b>	<b>143.5</b>	<b>231.6</b>
EBITDA	-38.0	7.1	0.0	-1.9	51.6	81.5
<b>매출액대비 (%)</b>						
객실	40.9	39.7	34.9	35.4	32.5	28.7
식음	21.5	20.2	18.6	18.3	17.5	17.0
연회	17.4	20.0	22.2	20.4	16.9	13.6
기타 (봉사료 포함)	20.2	20.2	24.3	25.8	33.1	40.8
<b>영업이익</b>	<b>10.5</b>	<b>8.3</b>	<b>7.3</b>	<b>5.7</b>	<b>11.9</b>	<b>21.8</b>
EBITDA	22.3	21.7	21.7	20.3	26.2	34.7

자료: DART, 메리츠증권리서치센터

(단위: 십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	1Q18
<b>유동자산</b>	<b>56.1</b>	<b>24.8</b>	<b>19.8</b>	<b>16.5</b>	<b>20.8</b>	<b>17.9</b>
당좌자산	48.4	23.4	18.6	14.1	19.1	16.2
재고자산	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9
기타자산	6.8	0.5	0.1	1.3	0.8	0.8
<b>비유동자산</b>	<b>1,154.5</b>	<b>1,225.6</b>	<b>1,299.2</b>	<b>1,404.4</b>	<b>1,397.3</b>	<b>1,389.6</b>
유형자산	1,139.1	1,208.3	883.3	943.5	892.4	886.1
무형자산	5.9	6.0	5.9	5.6	6.3	6.2
투자자산	9.5	11.1	410.0	455.3	488.8	487.1
<b>자산총계</b>	<b>1,210.6</b>	<b>1,250.3</b>	<b>1,319.0</b>	<b>1,420.8</b>	<b>1,418.1</b>	<b>1,407.5</b>
<b>유동부채</b>	<b>40.3</b>	<b>41.2</b>	<b>68.6</b>	<b>245.4</b>	<b>331.8</b>	<b>284.8</b>
<b>비유동부채</b>	<b>469.9</b>	<b>501.7</b>	<b>540.3</b>	<b>469.9</b>	<b>383.1</b>	<b>414.3</b>
<b>부채총계</b>	<b>510.2</b>	<b>542.9</b>	<b>608.9</b>	<b>715.4</b>	<b>714.9</b>	<b>699.2</b>
<b>자본금</b>	<b>98.5</b>	<b>98.5</b>	<b>98.5</b>	<b>98.5</b>	<b>98.5</b>	<b>98.5</b>
기타포괄손익누계액	-0.4	-0.6	-0.3	-0.3	-0.7	-0.7
이익잉여금	602.3	609.5	611.9	607.3	605.4	610.5
<b>자본총계</b>	<b>700.4</b>	<b>707.4</b>	<b>710.1</b>	<b>705.5</b>	<b>703.2</b>	<b>708.3</b>

자료: DART, 메리츠증권리서치센터

그림71 GS리테일 밀키트 HMR '심플리쿡'



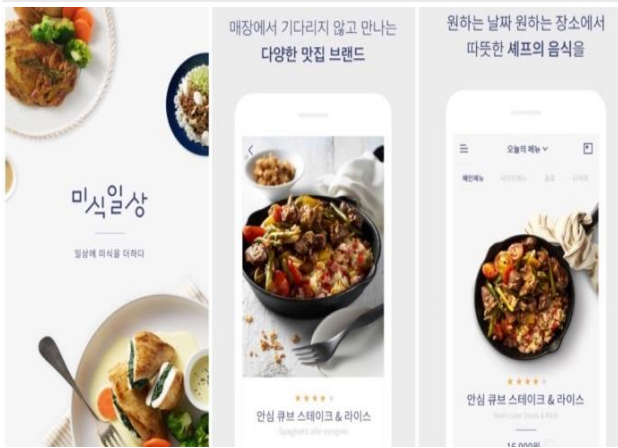
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림72 GS리테일 밀키트 HMR '심플리쿡'



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림73 GS리테일 요리배달 O2O '미식일상'



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림74 GS리테일 요리배달 O2O '미식일상'



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림75 GS리테일 편의점 PB상품 한기스테이크



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림76 GS리테일 편의점 소포장과일채소



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## GS 리테일 (007070)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>7,402.0</b>	<b>8,266.6</b>	<b>8,647.6</b>	<b>8,948.5</b>	<b>9,217.0</b>
매출액증가율 (%)	18.0	11.7	4.6	3.5	3.0
매출원가	6,015.1	6,707.3	6,793.5	6,995.3	7,189.2
매출총이익	1,386.9	1,559.3	1,854.1	1,953.2	2,027.7
판매관리비	1,168.8	1,393.6	1,665.7	1,744.1	1,797.3
<b>영업이익</b>	<b>218.1</b>	<b>165.7</b>	<b>188.4</b>	<b>209.1</b>	<b>230.4</b>
영업이익률	2.9	2.0	2.2	2.3	2.5
금융손익	-26.5	-1.2	-4.4	5.5	12.4
중속/관계기업손익	-2.4	0.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	175.5	24.0	24.0	24.0	24.0
세전계속사업이익	364.6	189.2	208.0	238.7	266.8
법인세비용	91.0	74.1	61.7	74.6	89.0
<b>당기순이익</b>	<b>273.5</b>	<b>115.1</b>	<b>146.3</b>	<b>164.0</b>	<b>177.8</b>
지배주주지분 순이익	274.3	118.2	139.8	157.0	170.4

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>748.3</b>	<b>743.0</b>	<b>797.0</b>	<b>829.4</b>	<b>860.3</b>
현금및현금성자산	44.0	90.7	171.9	182.5	194.0
매출채권	153.9	187.1	178.3	184.5	190.1
재고자산	154.5	230.6	201.4	208.4	214.7
<b>비유동자산</b>	<b>3,973.1</b>	<b>4,349.3</b>	<b>4,283.3</b>	<b>4,234.9</b>	<b>4,187.6</b>
유형자산	2,282.4	2,392.6	2,370.5	2,352.4	2,325.3
무형자산	155.3	170.8	120.9	85.9	61.4
투자자산	56.3	130.3	136.3	141.0	145.3
<b>자산총계</b>	<b>4,721.4</b>	<b>5,092.3</b>	<b>5,080.3</b>	<b>5,064.3</b>	<b>5,047.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,218.6</b>	<b>1,795.6</b>	<b>1,675.7</b>	<b>1,547.8</b>	<b>1,416.0</b>
매입채무	376.5	480.5	448.3	463.8	477.8
단기차입금	0.0	235.0	215.0	195.0	175.0
유동성장기부채	213.0	311.5	216.5	121.5	26.5
<b>비유동부채</b>	<b>1,145.3</b>	<b>903.3</b>	<b>922.8</b>	<b>936.0</b>	<b>946.8</b>
사채	389.3	109.8	104.8	99.8	94.8
장기차입금	186.4	154.7	149.7	144.7	139.7
<b>부채총계</b>	<b>2,363.8</b>	<b>2,698.9</b>	<b>2,598.4</b>	<b>2,483.9</b>	<b>2,362.8</b>
자본금	77.0	77.0	77.0	77.0	77.0
자본잉여금	155.5	155.5	155.5	155.5	155.5
기타포괄이익누계액	-0.1	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5
이익잉여금	1,757.5	1,801.7	1,883.8	1,975.3	2,072.5
비지배주주지분	367.7	363.0	369.4	376.4	383.9
<b>자본총계</b>	<b>2,357.5</b>	<b>2,393.3</b>	<b>2,481.9</b>	<b>2,580.4</b>	<b>2,685.1</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>434.5</b>	<b>442.2</b>	<b>475.8</b>	<b>464.8</b>	<b>457.6</b>
당기순이익(손실)	273.5	115.1	146.3	164.0	177.8
유형자산상각비	190.9	224.6	237.1	233.1	227.1
무형자산상각비	43.1	46.5	49.9	35.0	24.5
운전자본의 증감	26.0	59.5	43.7	33.9	29.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>7.8</b>	<b>-423.3</b>	<b>-223.5</b>	<b>-221.4</b>	<b>-205.6</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-311.0	-380.9	-215.0	-215.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-21.7	-73.4	-6.0	-4.7	-4.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-463.6</b>	<b>28.2</b>	<b>-171.2</b>	<b>-232.8</b>	<b>-240.5</b>
차입금의 증감	-377.9	167.7	-125.0	-175.0	-175.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-21.3	46.7	81.2	10.6	11.5
기초현금	65.3	44.0	90.7	171.9	182.5
기말현금	44.0	90.7	171.9	182.5	194.0

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	96,130	107,358	112,307	116,214	119,701
EPS(지배주주)	3,562	1,535	1,816	2,039	2,212
CFPS	6,630	6,708	6,487	6,509	6,572
EBITDAPS	5,871	5,673	6,175	6,198	6,260
BPS	25,842	26,369	27,435	28,623	29,886
DPS	1,100	600	750	850	950
배당수익률(%)	2.3	1.5	2.1	2.4	2.7
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	13.4	26.3	19.4	17.3	15.9
PCR	7.2	6.0	5.4	5.4	5.4
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
PBR	1.8	1.5	1.3	1.2	1.2
EBITDA	452.1	436.8	475.5	477.2	482.0
EV/EBITDA	10.1	9.8	7.8	7.4	6.9
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	14.5	5.9	6.8	7.3	7.6
EBITDA 이익률	6.1	5.3	5.5	5.3	5.2
부채비율	100.3	112.8	104.7	96.3	88.0
금융비용부담률	0.7	0.3	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	4.5	5.9	6.6	8.7	12.4
매출채권회전율(x)	56.2	48.5	47.3	49.3	49.2
재고자산회전율(x)	54.7	42.9	40.0	43.7	43.6

Industry Indepth  
2018. 11. 5

▲ 스몰캡

Analyst **윤주호**  
02. 6098-6666  
juho.yoon@meritz.co.kr

# 해마로푸드서비스 220630

## 압도적인 경쟁력의 프랜차이즈

- ✓ '맘스터치' 브랜드를 보유한 햄버거 및 치킨 프랜차이즈 업체
- ✓ 소규모 매장, 외곽 및 골목상권 등 매장 확장전략을 통한 매장 수 확대 중
- ✓ '맘스터치' 매장수 '18년 9월말 1,145 개, '18년 연말 1,160 개 목표
- ✓ 싱가포르 노사인보드와 마스터프랜차이즈(MF) 계약, 브랜드 로열티 기대
- ✓ '18E EPS 205 원, 적정 PER 15 배 적용하여 적정주가 3,100 원 유지

### Buy

적정주가 (12개월) **3,100 원**  
현재주가 (11.2) **2,310 원**  
상승여력 **34.2%**

KOSDAQ	690.65pt
시가총액	2,169억원
발행주식수	9,390만주
유동주식비율	37.39%
외국인비중	9.97%
52주 최고/최저가	3,320원/1,965원
평균거래대금	49.5억원
<b>주요주주(%)</b>	
정현식 외 5 인	62.61

<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월</b>	<b>6개월</b>	<b>12개월</b>
절대주가	-17.5	-9.8	15.2
상대주가	-5.0	13.8	15.9

주가그래프



### 경쟁사 대비 낮은 판관비율, 효율성이 압도적인 프랜차이즈

'맘스터치'를 운영하는 프랜차이즈 가맹본부(Franchisor)의 매출액 대비 판관 비율은 20%로, 경쟁사인 L 사의 50%, D 사 53%보다 낮다. 이는 경쟁사 대비 낮은 광고선전비 등에 기인하며 저비용으로 브랜드 가치와 인지도를 관리하고 있음을 의미한다. 판관비 내 임차료 비중도 3% 수준으로 경쟁사들(L 사 40%, D 사 11%) 보다 낮다. 최소한의 비용 투입으로 실적을 내는 프랜차이즈다.

### 마스터 프랜차이즈 통한 '맘스터치' 브랜드 해외진출

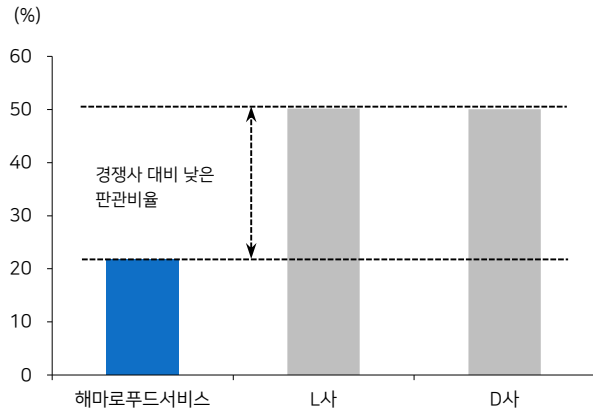
'맘스터치'의 해외진출은 직접운영보다 로컬 기업과 마스터프랜차이즈(MF) 나 조인트벤처(JV) 맺는 전략으로 수정하였다. 이는 동사가 비용과 리스크를 최소화하여 국내시장에 성공한 방식으로, 해외진출 시에도 적용할 예정이다. 싱가포르와 말레이시아에서 칠리크랩 프랜차이즈를 운영하는 '노사인보드홀딩스' 와 마스터프랜차이즈(MF) 제휴를 고려하고 있다. 마스터프랜차이즈는 가맹점 운영 권을 판매하는 권리를 부여하는 계약이며 다국적 프랜차이즈 기업 확장의 방법 중 하나이다. 이니셜 프랜차이즈 Fee 와 매출액 대비 일정부분의 로열티 수취가 기대된다. '맘스터치'는 대만, 베트남 등에 진출 중이다.

### '맘스터치' 보유한 프랜차이즈 지속적인 성장 기대

'04년 설립, '16년 상장, '93년 대한제당 그룹 TS푸드앤시스템에서 TS 맘스터치 사업부로 이름 변경 후 법인을 분리하였다. 現 정현식 대표취임 후 독자 경영, 햄버거 및 치킨 전문 브랜드인 '맘스터치' 프랜차이즈 사업 영위하고 있다.

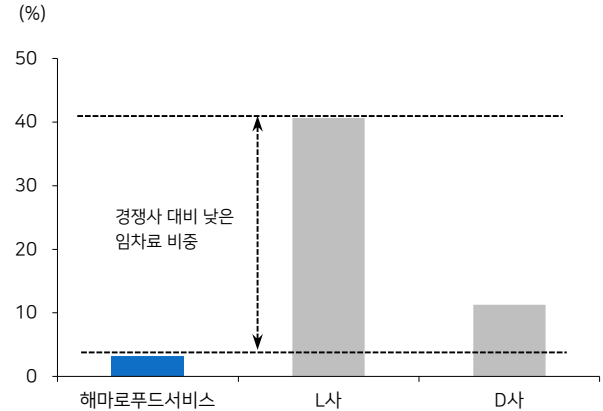
(억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	2,019.3	169.0	89.5	101	44.7	473	19.0	4.1	9.0	30.5	73.5
2017	2,395.7	154.6	112.6	121	19.6	606	18.1	3.6	10.8	22.5	84.0
2018E	2,844.4	252.7	192.1	205	69.1	783	12.5	3.3	7.2	29.4	70.3
2019E	3,072.0	291.8	224.9	240	17.1	994	10.7	2.6	6.0	27.0	54.2
2020E	3,317.7	315.2	245.2	261	9.0	1,228	9.8	2.1	5.1	23.5	43.3

그림77 매출액 대비 판관비율('17년 기준)



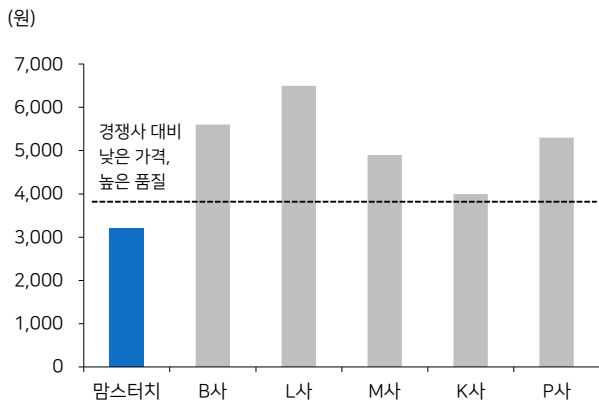
자료: 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

그림78 판매관리비 내 임차료 비중('17년 기준)



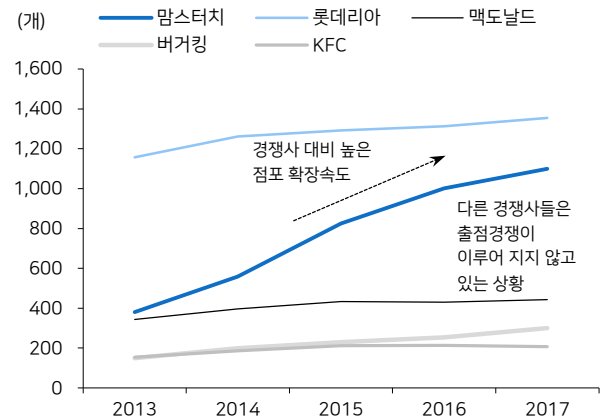
자료: 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

그림79 경쟁사 가격 비교 (시그니처 버거 기준)



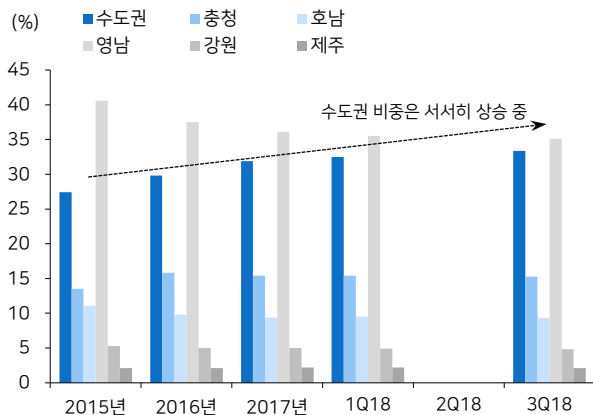
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림80 경쟁사 매장수 트렌드



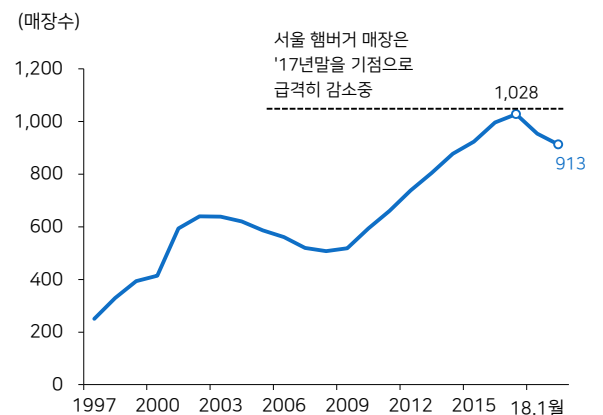
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림81 맘스터치 매장수 현황



자료: 해마로푸드서비스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림82 서울 햄버거 매장 수



자료: 서울버거맵, 메리츠증권증권 리서치센터

표37 Global Peer 현황										
(백만달러)	RRGB US Equity 레드로빈 고메버거	DRI US Equity 다른 레스토랑	Jack US Equity 잭인더박스	MCD US Equity 맥도날드	HABT US Equity 해빗레스토랑	WEN US Equity 웬디스	YUMC US Equity 암브랜드	JFC PM Equity 졸리비푸드	220630 KQ Equity 해마로 푸드서비스	
시가총액	435.1	13,209.1	2,063.8	136,005.6	371.7	4,036.0	12,003.3	284,796.5	216.0	
매출액	2015	1,257.6	6,933.5	1,540.3	25,413.0	230.6	1,870.3	6,909.0	2,215.0	N/A
	2016	1,296.4	7,170.2	1,599.3	24,621.9	283.8	1,435.4	6,752.0	2,397.6	174.1
	2017	1,380.9	8,080.1	1,553.9	22,820.4	331.7	1,223.4	7,144.0	2,611.0	212.0
매출원가	2015	962.5	5,392.4	937.0	15,623.8	180.1	1,184.1	6,001.0	1,821.9	N/A
	2016	1,018.9	5,600.8	977.6	14,417.2	223.5	744.7	5,681.0	1,955.3	128.9
	2017	1,086.8	6,334.7	963.3	12,199.6	269.3	512.9	5,898.0	2,136.3	152.1
매출총이익	2015	295.1	1,541.1	603.3	9,789.2	50.5	686.2	908.0	393.2	N/A
	2016	277.6	1,569.4	621.7	10,204.7	60.3	690.7	1,071.0	442.3	45.2
	2017	294.1	1,745.4	590.6	10,620.8	62.4	710.5	1,246.0	474.6	59.9
영업이익	2015	67.0	622.2	197.2	7,145.5	11.8	274.5	452.0	117.7	N/A
	2016	11.6	677.5	229.9	7,744.5	13.6	314.8	589.0	136.2	14.6
	2017	39.0	766.8	266.1	9,552.7	8.0	214.8	785.0	132.3	13.7
EBITDA	2015	144.4	912.4	286.6	8,701.2	23.1	428.2	877.0	193.0	N/A
	2016	98.3	950.4	322.8	9,261.0	28.5	439.1	991.0	220.4	15.8
	2017	131.6	1,079.9	355.1	10,916.1	26.7	340.4	1,194.0	226.5	16.0
순이익	2015	47.1	456.7	122.3	4,699.3	8.9	109.8	N/A	105.7	N/A
	2016	37.4	506.3	131.8	4,908.5	8.0	106.1	472.5	129.9	N/A
	2017	32.3	606.2	119.9	5,400.0	4.2	108.8	564.0	140.7	10.6
PER	2015	18.6	19.0	25.4	23.8	75.3	24.5	N/A	47.3	N/A
	2016	21.6	22.1	24.4	21.4	59.4	34.2	19.8	33.8	17.9
	2017	22.7	18.2	25.5	25.8	N/A	38.8	26.7	38.4	18.1
EV/EBITDA	2015	7.1	9.7	12.4	14.2	27.3	11.8	N/A	26.6	N/A
	2016	10.8	12.5	12.7	13.4	15.9	12.9	9.2	19.5	8.9
	2017	7.5	10.9	11.7	15.0	9.7	19.2	11.9	23.7	10.5
PBR	2015	2.3	4.4	178.8	15.1	8.2	3.9	N/A	7.7	1.0
	2016	2.1	5.2	N/A	N/A	3.9	6.3	4.2	6.2	4.1
	2017	1.9	4.9	N/A	N/A	2.1	6.9	5.5	6.7	3.6
ROE	2015	13.0	17.5	79.5	45.4	4.7	13.0	17.0	17.0	N/A
	2016	3.2	23.6	N/A	N/A	4.8	20.2	23.4	19.2	31.9
	2017	8.2	27.7	N/A	N/A	-2.4	35.2	15.6	19.1	22.5
PSR	2015	0.7	1.2	1.9	4.4	1.3	1.9	N/A	2.3	N/A
	2016	0.6	1.5	2.0	4.2	1.1	2.5	1.4	1.8	0.8
	2017	0.5	1.3	2.0	6.1	0.6	3.3	2.2	2.1	0.9
Performance(%)	1M	-14.6	-5.4	-11.4	5.8	-10.3	-3.0	-10.7	-0.5	-28.0
	3M	-31.5	-0.5	-9.7	12.3	30.3	0.6	-12.5	3.4	-29.9
	YTD	-40.6	10.8	-22.8	1.9	49.4	3.7	-21.7	4.7	-2.7

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

## 해마로푸드서비스 (220630)

### Income Statement

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>2,019.3</b>	<b>2,395.7</b>	<b>2,844.4</b>	<b>3,072.0</b>	<b>3,317.7</b>
매출액증가율 (%)	35.9	18.6	18.7	8.0	8.0
매출원가	1,494.7	1,718.9	1,994.1	2,165.7	2,339.0
매출총이익	524.6	676.7	850.3	906.2	978.7
판매관리비	355.6	522.1	597.6	614.4	663.5
<b>영업이익</b>	<b>169.0</b>	<b>154.6</b>	<b>252.7</b>	<b>291.8</b>	<b>315.2</b>
영업이익률	8.4	6.5	8.9	9.5	9.5
금융손익	-2.0	-10.8	-3.5	-2.3	0.4
중속/관계기업손익	0.2	0.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-48.2	0.7	-2.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	118.9	144.9	247.3	289.5	315.6
법인세비용	29.5	32.3	55.2	64.6	70.4
<b>당기순이익</b>	<b>89.5</b>	<b>112.6</b>	<b>192.1</b>	<b>224.9</b>	<b>245.2</b>
지배주주지분 순이익	89.5	112.6	192.1	224.9	245.2

### Statement of Cash Flow

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>193.4</b>	<b>-63.8</b>	<b>241.8</b>	<b>265.0</b>	<b>278.4</b>
당기순이익(손실)	89.5	112.6	192.1	224.9	245.2
유형자산상각비	14.2	22.0	28.9	29.0	28.2
무형자산상각비	0.3	4.6	13.9	7.0	3.6
운전자본의 증감	42.1	-267.9	3.5	1.8	1.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-140.1</b>	<b>-151.1</b>	<b>-65.3</b>	<b>-99.4</b>	<b>-43.1</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-143.9	-53.8	-20.0	-80.0	-20.0
투자자산의 감소(증가)	-10.0	-51.6	-16.0	-8.1	-8.7
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>146.6</b>	<b>127.1</b>	<b>-40.5</b>	<b>-66.8</b>	<b>-64.6</b>
차입금의 증감	6.7	126.2	-5.0	-32.0	-31.0
자본의 증가	189.9	46.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	199.9	-88.8	136.1	98.8	170.7
기초현금	19.2	219.2	130.3	266.4	365.2
기말현금	219.2	130.3	266.4	365.2	535.9

### Balance Sheet

(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>405.0</b>	<b>556.9</b>	<b>772.9</b>	<b>912.2</b>	<b>1,126.7</b>
현금및현금성자산	219.2	130.3	266.4	365.2	535.9
매출채권	37.9	74.4	88.3	95.4	103.0
재고자산	120.3	129.7	153.9	166.3	179.6
<b>비유동자산</b>	<b>343.7</b>	<b>490.9</b>	<b>478.7</b>	<b>527.8</b>	<b>524.8</b>
유형자산	291.7	352.5	343.7	394.7	386.5
무형자산	9.3	50.6	31.3	21.3	17.7
투자자산	33.2	85.2	101.1	109.2	117.9
<b>자산총계</b>	<b>748.7</b>	<b>1,047.8</b>	<b>1,251.6</b>	<b>1,440.0</b>	<b>1,651.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>240.7</b>	<b>211.0</b>	<b>275.5</b>	<b>303.5</b>	<b>319.2</b>
매입채무	94.5	107.9	128.1	138.3	149.4
단기차입금	0.0	0.0	5.0	3.0	2.0
유동성장기부채	53.2	0.0	20.0	30.0	25.0
<b>비유동부채</b>	<b>76.5</b>	<b>267.5</b>	<b>241.0</b>	<b>202.7</b>	<b>179.6</b>
사채	18.2	142.6	132.6	122.6	122.6
장기차입금	42.3	94.8	74.8	44.8	19.8
<b>부채총계</b>	<b>317.2</b>	<b>478.5</b>	<b>516.5</b>	<b>506.3</b>	<b>498.8</b>
<b>자본금</b>	<b>91.2</b>	<b>93.9</b>	<b>93.9</b>	<b>93.9</b>	<b>93.9</b>
자본잉여금	124.1	167.6	167.6	167.6	167.6
기타포괄이익누계액	0.1	-1.3	-1.3	-1.3	-1.3
이익잉여금	216.0	303.0	468.8	667.5	886.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>431.5</b>	<b>569.4</b>	<b>735.1</b>	<b>933.8</b>	<b>1,152.7</b>

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	2,284	2,575	3,029	3,272	3,533
EPS(지배주주)	101	121	205	240	261
CFPS	172	203	313	349	370
EBITDAPS	207	195	315	349	370
BPS	473	606	783	994	1,228
DPS	25	28	28	28	28
배당수익률(%)	1.3	1.3	1.1	1.1	1.1
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	19.0	18.1	12.5	10.7	9.8
PCR	11.2	10.8	8.2	7.3	6.9
PSR	0.8	0.9	0.8	0.8	0.7
PBR	4.1	3.6	3.3	2.6	2.1
EBITDA	183.4	181.2	295.5	327.9	346.9
EV/EBITDA	9.0	10.8	7.2	6.0	5.1
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	30.5	22.5	29.4	27.0	23.5
EBITDA 이익률	9.1	7.6	10.4	10.7	10.5
부채비율	73.5	84.0	70.3	54.2	43.3
금융비용부담률	0.1	0.3	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	72.1	22.3	27.5	34.4	43.1
매출채권회전율(x)	49.1	42.7	35.0	33.5	33.5
재고자산회전율(x)	14.4	19.2	20.1	19.2	19.2

Industry Indepth  
2018. 11. 5

▲ 유통/화장품

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

# 아모레 G 002790

## 채널 환경 변화에 대응 모색

- ✓ 3Q 매출액 1,46 조원 (+3.1% YoY), 영업이익 847억원 (-36.0% YoY) 기록
- ✓ 아모레퍼시픽 뿐만 아니라 이니스프리, 에뛰드하우스 등 모두 부진
- ✓ 브랜드샵 채널의 위기 1) 일부 중심상권 가맹점 이탈 2) 온라인과의 상충
- ✓ 당분간 실적 부진 지속될 전망, 중장기 M&A 및 신사업 확대 가능성 잠재
- ✓ 투자의견 Trading Buy와 적정주가 75,000 원 유지

### Trading Buy

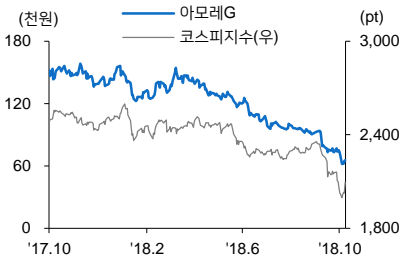
적정주가 (12개월) **75,000 원**  
현재주가 (11.2) **65,600 원**  
상승여력 **14.3%**

KOSPI	2,096.00pt
시가총액	54,093억원
발행주식수	8,246만주
유통주식비율	31.31%
외국인비중	21.82%
52주 최고/최저가	158,500원/61,900원
평균거래대금	126.7억원

주요주주(%)  
서경배 외 7 인 61.96

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-29.1	-53.8	-54.8
상대주가	-21.9	-44.8	-45.0

주가그래프



### 3Q 실적 시장 컨센서스 대비 큰 폭으로 하회

아모레 G의 연결기준 3분기 실적은 매출액 1조 4,626억원 (+3.1% YoY), 영업이익 847억원 (-36.0% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스(매출액 1조 5,625억원, 영업이익 1,669억원) 대비 대폭 하회했다. 상장 자회사인 아모레퍼시픽의 부진도 컸지만 이니스프리와 에뛰드하우스, 아모스프로페셔널, 에스트라 등 비상장 자회사도 모두 외형 성장과 수익성이 큰 폭으로 하락했다.

### 브랜드샵, 채널 환경 변화에 무너지다

이니스프리와 에뛰드하우스 등 브랜드샵의 부진은 빠르게 달라진 화장품 유통 환경 때문이다. 높은 임차료 부담으로 중심상권의 가맹점주들의 이탈이 시작되었으며 온라인 채널과 오프라인 매장의 상충 또한 이슈가 되고 있다. 수출 또한 해외 현지 생산 비중이 높아지면서 기여도가 낮아질 것으로 판단한다.

### 투자의견 Trading Buy와 적정주가 75,000 원 유지

아모레 G에 대해 투자의견 Trading Buy와 적정주가 75,000 원을 유지한다. 적정주가는 상장 자회사 및 비상장 자회사의 영업가치에 자산가치의 합으로 산출하였다. 당분간 실적 부진이 불가피할 전망이며 중장기 연결기준 순현금 1조 4천억원(개별기준 3,126억원)을 활용한 M&A 및 신사업 확대 가능성이 잠재한다고 판단하여 투자의견 Trading Buy를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	6,697.6	1,082.8	342.4	4,248	20.4	31,869	31.3	4.2	9.6	12.8	27.3
2017	6,029.1	731.5	202.6	2,429	-41.6	33,714	58.1	4.2	13.8	7.0	23.7
2018E	6,038.5	585.7	168.6	2,014	-11.6	35,240	30.7	1.8	7.8	5.5	22.0
2019E	6,462.4	612.4	191.6	2,290	5.2	36,987	27.0	1.7	7.4	6.0	21.4
2020E	6,850.1	671.3	214.7	2,566	9.4	38,953	24.1	1.6	6.8	6.4	20.6

**표38 아모레G SOTP Valuation**

(십억원)	(A)	(B)	(C)	비고
아모레퍼시픽	180,000	20,695,860	3,725.3	적정주가 180,000원 * 주식수
<b>상장사가치</b>			<b>2,607.7</b>	<b>30% 할인</b>
이니스프리	60.4	27	1,630.8	2019년 예상 순이익 * 목표 PER 27배
에뛰드하우스	-12.8	27	0.0	2019년 예상 순이익 * 목표 PER 27배
아모스프로페셔널	12.4	27	334.8	2019년 예상 순이익 * 목표 PER 27배
에스트라 (태평양제약)	3.6	27	97.2	2019년 예상 순이익 * 목표 PER 27배
퍼시픽글라스			42.6	
퍼시픽패키지			35.9	
장원 (오설록농장)			42.2	
코스비전			53.6	
기타			21.8	
<b>비상장사가치</b>			<b>2,258.9</b>	
자회사가치 합			4,866.6	
유형자산가치			416.0	투자부동산
순현금			312.6	2018년 2분기 개별기준
<b>NAV (십억원)</b>			<b>5,595.2</b>	
주식수 (백만주)			7.4	자사주 제외
적정주가 (원)			75,611	
<b>메리츠증권 적정주가</b>			<b>75,000</b>	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표39 아모레G 분기별 실적 추이 및 전망											
(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액</b>	<b>6,029.2</b>	<b>1,664.3</b>	<b>1,553.7</b>	<b>1,462.6</b>	<b>1,358.0</b>	<b>6,038.5</b>	<b>1,772.7</b>	<b>1,638.8</b>	<b>1,566.2</b>	<b>1,484.9</b>	<b>6,462.4</b>
증가율 (% YoY)	-10.0	-10.3	10.0	3.1	1.2	0.2	6.5	5.5	7.1	9.3	7.0
<b>매출원가</b>	<b>1,614.2</b>	<b>430.4</b>	<b>406.1</b>	<b>391.1</b>	<b>346.3</b>	<b>1,573.9</b>	<b>443.2</b>	<b>416.2</b>	<b>407.2</b>	<b>378.7</b>	<b>1,645.3</b>
증가율 (% YoY)	-1.6	-3.7	2.2	-2.9	-5.7	-2.5	3.0	2.5	4.1	9.3	4.5
매출원가율 (%)	26.8	25.9	26.1	26.7	25.5	26.1	25.0	25.4	26.0	25.5	25.5
<b>매출총이익</b>	<b>4,414.9</b>	<b>1,233.9</b>	<b>1,147.6</b>	<b>1,071.6</b>	<b>1,011.7</b>	<b>4,464.8</b>	<b>1,329.5</b>	<b>1,222.5</b>	<b>1,159.0</b>	<b>1,106.3</b>	<b>4,817.3</b>
증가율 (% YoY)	-12.7	-12.4	13.0	5.5	3.8	1.1	7.7	6.5	8.2	9.3	7.9
매출총이익률 (%)	73.2	74.1	73.9	73.3	74.5	73.9	75.0	74.6	74.0	74.5	74.5
<b>판매비</b>	<b>3,683.4</b>	<b>955.8</b>	<b>977.3</b>	<b>986.9</b>	<b>959.0</b>	<b>3,879.0</b>	<b>1,043.3</b>	<b>1,056.2</b>	<b>1,067.5</b>	<b>1,037.8</b>	<b>4,204.9</b>
증가율 (% YoY)	-7.3	-7.2	10.4	11.7	8.4	5.3	9.2	8.1	8.2	8.2	8.4
판매비중 (%)	61.1	57.4	62.9	67.5	70.6	64.2	58.9	64.5	68.2	69.9	65.1
Personnel (인건비)	539.9	136.5	154.6	169.2	119.1	579.4	147.4	167.0	182.7	128.7	625.8
증가율 (% YoY)	3.9	-10.0	16.7	14.8	10.0	7.3	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
매출대비 (%)	9.0	8.2	10.0	11.6	8.8	9.6	8.3	10.2	11.7	8.7	9.7
A&P (광고판촉비)	633.8	152.6	162.7	171.7	191.2	678.2	175.5	187.1	197.5	219.8	779.9
증가율 (% YoY)	-5.0	-2.2	-4.4	20.3	16.0	7.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
매출대비 (%)	10.5	9.2	10.5	11.7	14.1	11.2	9.9	11.4	12.6	14.8	12.1
Commission (수수료)	1,486.3	407.8	394.8	387.7	379.0	1,569.3	448.6	434.3	426.5	416.8	1,726.2
증가율 (% YoY)	-14.8	-12.8	20.0	12.3	10.0	5.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
매출대비 (%)	24.7	24.5	25.4	26.5	27.9	26.0	25.3	26.5	27.2	28.1	26.7
기타	1,023.4	258.9	265.2	258.3	269.8	1,052.2	271.8	267.9	260.9	272.5	1,073.0
증가율 (% YoY)	-1.9	1.7	4.7	4.0	1.0	2.8	5.0	1.0	1.0	1.0	2.0
<b>영업이익</b>	<b>731.5</b>	<b>278.1</b>	<b>170.3</b>	<b>84.7</b>	<b>52.7</b>	<b>585.7</b>	<b>286.2</b>	<b>166.3</b>	<b>91.4</b>	<b>68.4</b>	<b>612.4</b>
증가율 (% YoY)	-32.4	-26.5	30.6	-36.0	-41.6	-19.9	2.9	-2.3	8.0	29.9	4.5
영업이익률 (%)	12.1	16.7	11.0	5.8	3.9	9.7	16.1	10.1	5.8	4.6	9.5

자료: 아모레G, 메리츠증권 리서치센터

표40 아모레G 분기별 실적 추이 및 전망

	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액</b>	<b>6,029.2</b>	<b>1,664.3</b>	<b>1,553.7</b>	<b>1,462.6</b>	<b>1,358.0</b>	<b>6,038.5</b>	<b>1,772.7</b>	<b>1,638.8</b>	<b>1,566.2</b>	<b>1,484.9</b>	<b>6,462.4</b>
증가율(% YoY)	-10.0	-10.3	10.0	3.1	1.2	0.2	6.5	5.5	7.1	9.3	7.0
Amorepacific											
매출액	5,123.9	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,216.6	5,270.3	1,562.2	1,471.8	1,397.6	1,335.9	5,767.5
증가율(% YoY)	-9.2	-8.8	11.5	5.7	6.7	2.9	9.1	9.5	9.3	9.8	9.4
영업이익	596.4	235.9	145.8	76.5	51.5	509.8	249.1	158.6	83.9	55.9	547.5
증가율(% YoY)	-29.7	-25.5	43.5	-24.3	-33.0	-14.5	5.6	8.8	9.6	8.5	7.4
영업이익률(%)	11.6	16.5	10.9	6.0	4.2	9.7	15.9	10.8	6.0	4.2	9.5
Etude											
매출액	259.0	64.8	57.2	47.5	46.2	215.7	58.3	51.5	42.8	41.5	194.1
증가율(% YoY)	-18.2	-20.3	-2.4	-22.6	-20.0	-16.7	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
영업이익	4.2	-1.5	-6.1	-9.2	-9.0	-25.8	-2.0	-5.0	-5.0	-5.0	-17.0
증가율(% YoY)	-85.8	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률(%)	1.6	-2.3	-10.7	-19.4	-19.5	-12.0	-3.4	-9.7	-11.7	-12.0	-8.8
Espoir											
매출액	43.2	12.4	10.7	10.3	10.9	44.3	12.6	10.9	10.5	11.1	45.2
증가율(% YoY)	14.0	-0.8	9.2	1.0	2.0	2.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
영업이익	-1.8	0.0	-0.5	-0.4	-0.3	-1.2	0.1	0.2	-0.2	-0.2	-0.1
증가율(% YoY)	적지	N/A	적지	적지	적지	적지	N/A	흑전	적지	적지	적지
영업이익률(%)	-4.2	0.0	-4.7	-3.9	-2.7	-2.7	0.8	1.8	-1.9	-1.8	-0.2
Innisfree											
매출액	642.1	162.7	159.6	145.3	153.5	621.1	167.6	167.6	149.7	161.1	646.0
증가율(% YoY)	-16.4	-18.0	4.0	2.9	3.0	-3.3	3.0	5.0	3.0	5.0	4.0
영업이익	107.9	32.9	26.9	14.6	15.1	89.5	29.6	24.2	13.1	13.6	80.6
증가율(% YoY)	-45.1	-28.9	21.2	-28.8	-20.0	-17.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
영업이익률(%)	16.8	20.2	16.9	10.0	9.9	14.4	17.7	14.4	8.8	8.4	12.5
AMOS Professional											
매출액	83.3	25.9	21.6	20.0	16.7	84.2	27.2	22.7	21.0	17.5	88.4
증가율(% YoY)	5.2	0.8	4.3	-2.0	1.0	1.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	17.6	7.6	4.3	3.2	1.2	16.3	7.8	4.4	3.3	1.2	16.6
증가율(% YoY)	9.3	4.1	-2.3	-30.4	-10.0	-7.6	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
영업이익률(%)	21.1	29.3	19.9	16.0	7.0	19.3	28.5	19.3	15.5	6.8	18.8
Aestura											
매출액	114.1	28.2	29.5	22.9	25.3	105.9	29.6	31.0	24.0	26.6	111.2
증가율(% YoY)	10.3	1.8	-15.2	-14.6	2.0	-7.2	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	3.3	1.1	2.4	-0.7	-1.0	1.8	1.5	3.1	0.7	-0.5	4.8
증가율(% YoY)	57.1	-8.3	-14.3	적전	적지	-45.5	6.0	6.0	6.0	적지	166.7
영업이익률(%)	2.9	3.9	8.1	-3.1	-4.0	1.7	5.1	10.0	2.9	-1.9	4.3

자료: 아모레G, 메리츠증권리서치센터

## 아모레 G (002790)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>6,697.6</b>	<b>6,029.1</b>	<b>6,038.5</b>	<b>6,462.4</b>	<b>6,850.1</b>
매출액증가율 (%)	18.3	-10.0	0.2	7.0	6.0
매출원가	1,640.9	1,614.1	1,573.9	1,645.2	1,712.5
매출총이익	5,056.7	4,414.9	4,464.6	4,817.2	5,137.6
판매관리비	3,973.9	3,683.4	3,878.9	4,204.8	4,466.3
<b>영업이익</b>	<b>1,082.8</b>	<b>731.5</b>	<b>585.7</b>	<b>612.4</b>	<b>671.3</b>
영업이익률	16.2	12.1	9.7	9.5	9.8
금융손익	22.4	21.0	20.3	26.5	33.9
중속/관계기업손익	1.6	1.1	1.0	1.0	1.0
기타영업외손익	-18.5	-55.2	-10.0	-10.0	-10.0
세전계속사업이익	1,088.3	698.3	597.0	629.9	696.2
법인세비용	276.7	208.8	163.6	173.7	197.0
<b>당기순이익</b>	<b>811.5</b>	<b>489.6</b>	<b>433.4</b>	<b>456.2</b>	<b>499.3</b>
지배주주지분 순이익	342.4	202.6	168.6	191.6	214.7

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>2,942.6</b>	<b>2,526.0</b>	<b>2,826.0</b>	<b>3,302.6</b>	<b>3,810.6</b>
현금및현금성자산	969.0	1,207.7	1,505.3	1,889.2	2,312.4
매출채권	344.6	364.6	355.2	380.1	402.9
재고자산	478.2	457.6	468.6	501.5	531.6
<b>비유동자산</b>	<b>4,145.8</b>	<b>4,809.2</b>	<b>4,899.0</b>	<b>4,893.7</b>	<b>4,889.2</b>
유형자산	2,773.9	3,247.0	3,336.7	3,327.6	3,319.7
무형자산	749.1	760.5	760.5	760.5	760.5
투자자산	46.7	53.0	53.1	56.8	60.2
<b>자산총계</b>	<b>7,088.4</b>	<b>7,335.2</b>	<b>7,725.0</b>	<b>8,196.3</b>	<b>8,699.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>1,321.1</b>	<b>1,170.8</b>	<b>1,162.9</b>	<b>1,203.9</b>	<b>1,238.9</b>
매입채무	135.5	100.6	118.2	126.5	134.1
단기차입금	205.7	178.1	148.1	118.1	88.1
유동성장기부채	0.0	0.0	3.0	3.0	3.0
<b>비유동부채</b>	<b>200.4</b>	<b>232.4</b>	<b>229.7</b>	<b>240.0</b>	<b>249.2</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	42.9	39.9	36.9	33.9
<b>부채총계</b>	<b>1,521.5</b>	<b>1,403.3</b>	<b>1,392.6</b>	<b>1,444.0</b>	<b>1,488.1</b>
자본금	44.5	44.5	44.5	44.5	44.5
자본잉여금	695.6	695.6	695.6	695.6	695.6
기타포괄이익누계액	-11.9	-19.4	-19.4	-19.4	-19.4
이익잉여금	2,251.0	2,422.6	2,558.2	2,713.5	2,888.3
비지배주주지분	2,733.6	2,934.7	3,199.5	3,464.1	3,748.7
<b>자본총계</b>	<b>5,566.9</b>	<b>5,932.0</b>	<b>6,332.4</b>	<b>6,752.3</b>	<b>7,211.6</b>

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>876.7</b>	<b>589.8</b>	<b>758.1</b>	<b>767.4</b>	<b>808.5</b>
당기순이익(손실)	811.5	489.6	433.4	456.2	499.3
유형자산상각비	221.0	268.3	310.3	309.1	307.9
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-212.6	-145.0	14.3	2.2	1.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-814.1</b>	<b>-243.5</b>	<b>-400.4</b>	<b>-317.7</b>	<b>-316.1</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-602.4	-846.6	-400.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	32.0	-6.3	-0.1	-3.7	-3.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-98.9</b>	<b>-87.3</b>	<b>-60.0</b>	<b>-65.9</b>	<b>-69.2</b>
차입금의 증감	17.9	13.8	-30.0	-32.9	-32.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-34.1	238.6	297.7	383.9	423.2
기초현금	1,003.2	969.0	1,207.7	1,505.3	1,889.2
기말현금	969.0	1,207.7	1,505.3	1,889.2	2,312.4

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	83,816	73,117	73,231	78,372	83,074
EPS(지배주주)	4,248	2,429	2,014	2,290	2,566
CFPS	16,743	12,534	10,757	11,065	11,766
EBITDAPS	16,317	12,125	10,866	11,174	11,876
BPS	31,869	33,714	35,240	36,987	38,953
DPS	460	360	396	436	479
배당수익률(%)	0.3	0.3	0.6	0.7	0.8
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	31.3	58.1	30.7	27.0	24.1
PCR	7.9	11.2	5.8	5.6	5.3
PSR	1.6	1.9	0.8	0.8	0.7
PBR	4.2	4.2	1.8	1.7	1.6
EBITDA	1,303.9	999.8	896.0	921.4	979.2
EV/EBITDA	9.6	13.8	7.8	7.4	6.8
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	12.8	7.0	5.5	6.0	6.4
EBITDA 이익률	19.5	16.6	14.8	14.3	14.3
부채비율	27.3	23.7	22.0	21.4	20.6
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
이자보상배율(x)	240.7	155.3	129.2	159.2	214.7
매출채권회전율(x)	20.3	17.0	16.8	17.6	17.5
재고자산회전율(x)	15.4	12.9	13.0	13.3	13.3

Industry Indepth  
2018. 11. 5

# BGF 리테일 282330

## 상권별 특화매장 및 상품 경쟁력 강화

▲ 유통/화장품

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

- ✓ 3Q 매출액 1.64 조원 (+5.0% YoY), 영업이익 687 억원 (-15.7% YoY) 전망
- ✓ 점주 지원을 위한 장려금, 지주사로의 로열티 및 임대료 지급 등으로 부진 예상
- ✓ 오랜 편의점 입지 분석 경험을 바탕으로 상권별 특화매장 전략 강화
- ✓ 특화매장은 상권 세분화를 통해 상품력을 강화하여 판매 확대 효과 추구
- ✓ 신선식품 온라인 플랫폼 '헬로네이처'와의 시너지 효과 기대

### Trading Buy

적정주가 (12개월) **200,000 원**  
현재주가 (11.2) **175,500 원**  
상승여력 **14.0%**

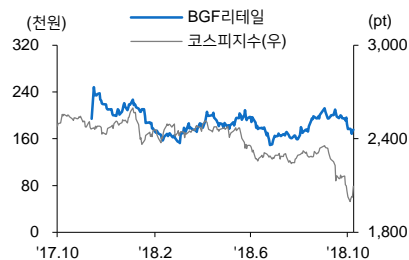
KOSPI	2,096.00pt
시가총액	30,333억원
발행주식수	1,728만주
유통주식비율	44.53%
외국인비중	34.46%
52주 최고/최저가	248,500원/149,500원
평균거래대금	50.4억원

주요주주(%)

비지엠프 외 24 인	55.42
Matthews International Capital	6.74
GIC Private Limited	5.56

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.0	-15.0	0.0
상대주가	-0.8	1.6	0.0

주가그래프



### 3Q 매출액 1.64 조원, 영업이익 687 억원 전망

BGF 리테일의 연결기준 3 분기 실적은 매출액 1.64 조원 (+5.0% YoY), 영업이익 687 억원 (-15.7% YoY)를 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1.66 조원, 영업이익 697 억원)를 소폭 하회할 전망이다. 편의점 점포수는 +6.6% YoY, 151 개 QoQ 순증, 기존점성장률은 +1.0% (담배기준 1.0%, 일반상품 1.0%)로 추정된다. 영업이익이 전년동기 대비 감소할 것으로 예상하는 이유는 1) 최저임금 상승에 따른 점주 지원을 위한 장려금 (120 억원 추정)과 2) 폭염에 따른 전기료 증가, 3) 지주사로의 로열티 및 임대료 지급 때문이다. 2019년에는 추가적인 장려금 확대가 제한적인 가운데 상품 경쟁력 강화와 점당 효율성 개선에 따른 안정적인 실적 회복이 기대된다.

### 상권별 특화매장 전략 강화, 헬로네이처와의 긍정적 시너지 효과 기대

BGF 리테일은 오랜 편의점 입지 분석 경험을 바탕으로 상권별 특화매장 전략을 강화하고 있다. 2017 년 100 여개 점포가 특화매장으로 전환되었으며 2018년에는 700 개 정도까지 확대될 전망이다. 특화매장은 상권 세분화를 통해 상품력을 강화하여 판매 확대 효과를 추구하고 있다. 현재까지 식당형, 카페형, 슈퍼형 등으로 분류하여 운영하고 있고 각 특화매장별 핵심 카테고리를 강화했다. 실제 특화매장으로 전환된 점포의 경우 튀김류 등 즉석조리식품 (식당형) 판매가 32%, 식자재 및 반찬류 (슈퍼형) 판매가 42% 대폭 증가했다. 상반기 BGF 가 인수한 신선식품 온라인 직거래 플랫폼 '헬로네이처' 또한 BGF 리테일의 상품 경쟁력 강화에 크게 기여할 전망이다. BGF 리테일은 오프라인 기반의 매장과 잘 구축된 물류 시스템을 바탕으로 헬로네이처와 함께 질적인 성장을 추구하고 계획이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016											
2017	938.7	26.5	28.0	9,688		22,486	21.7	9.3	77.3	7.2	228.7
2018E	5,952.1	201.4	166.2	9,613	-0.8	28,901	20.6	6.9	10.2	37.4	180.4
2019E	6,275.8	225.7	186.7	10,800	12.3	36,203	18.4	5.5	9.2	33.2	150.2
2020E	6,464.1	250.6	207.9	12,026	11.3	44,530	16.5	4.5	8.2	29.8	125.0

표41 BGF리테일 SOTP Valuation

(십억원)		비고
연결 NOPLAT	167.5	12 개월 Forward 예상
멀티플 (X)	18	글로벌 프랜차이즈 업종 평균 PER 대비 25% 할인
영업가치	3,014	
순현금	299.2	12개월 Forward 예상
(주)비지에프로지스	66.8	종속회사 장부가
(주)비지에프푸드	2.2	종속회사 장부가
(주)씨펙스로지스틱	1.3	종속회사 장부가
자산가치	370	
<b>기업가치</b>	<b>3,384</b>	
주식수 (천주)	17,284	
<b>적정주가 (원)</b>	<b>195,784</b>	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표42 BGF리테일 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액 (연결기준)</b>	<b>5,584.9</b>	<b>1,316.6</b>	<b>1,478.5</b>	<b>1,636.8</b>	<b>1,520.2</b>	<b>5,952.1</b>	<b>1,379.3</b>	<b>1,567.2</b>	<b>1,731.9</b>	<b>1,597.4</b>	<b>6,275.8</b>
증가율 (% YoY)	12.8	11.1	6.4	5.0	4.7	6.6	4.8	6.0	5.8	5.1	5.4
매출액 (별도기준)	5,582.7	1,316.1	1,478.1	1,635.8	1,519.2	5,949.2	1,378.3	1,566.2	1,730.9	1,596.4	6,271.8
증가율 (% YoY)	13.0	11.1	6.4	5.0	4.6	6.6	4.7	6.0	5.8	5.1	5.4
매장수 (개)	11,953	12,735	12,897	13,048	13,150	12,958	13,270	13,530	13,670	13,750	13,555
증가율 (% YoY)	16.2	13.0	9.3	6.6	5.2	8.4	4.2	4.9	4.8	4.6	4.6
점당매출액 (백만원)	467.0	103.3	114.6	125.4	115.5	459.1	103.9	115.8	126.6	116.1	462.7
증가율 (% YoY)	-2.7	-1.6	-2.6	-1.5	-0.5	-1.7	0.5	1.0	1.0	0.5	0.8
담배제외 기존점성장률	1.8	0.0	0.0	1.0	1.0	0.5	1.5	2.0	2.0	2.0	1.9
기존점성장률 (담배포함)	1.0	3.0	2.2	1.0	0.5	1.7	1.0	1.0	2.0	2.0	1.5
기타 자회사 (연결상계)	2.2	0.5	0.4	1.0	1.0	2.9	1.0	1.0	1.0	1.0	4.0
<b>매출원가</b>	<b>4,527.5</b>	<b>1,093.3</b>	<b>1,215.3</b>	<b>1,342.2</b>	<b>1,246.6</b>	<b>4,897.4</b>	<b>1,144.8</b>	<b>1,285.1</b>	<b>1,411.5</b>	<b>1,303.5</b>	<b>5,144.9</b>
증가율 (% YoY)	13.0	14.3	8.8	6.2	4.8	8.2	4.7	5.7	5.2	4.6	5.1
매출원가율 (%)	81.1	83.0	82.2	82.0	82.0	82.3	83.0	82.0	81.5	81.6	82.0
매출총이익	1,057.4	223.3	263.2	294.6	273.6	1,054.7	234.5	282.1	320.4	293.9	1,130.9
증가율 (% YoY)	11.9	-2.2	-3.3	0.1	4.2	-0.3	5.0	7.2	8.8	7.4	7.2
매출총이익률 (%)	18.9	17.0	17.8	18.0	18.0	17.7	17.0	18.0	18.5	18.4	18.0
판관비	817.9	197.2	206.8	225.9	223.5	853.4	206.9	219.4	242.5	236.4	905.2
증가율 (% YoY)	10.0	3.8	2.4	6.1	4.9	4.3	4.9	6.1	7.3	5.8	6.1
판관비율 (%)	14.6	15.0	14.0	13.8	14.7	14.3	15.0	14.0	14.0	14.8	14.4
영업이익	239.5	26.1	56.4	68.7	50.2	201.4	27.6	62.7	77.9	57.5	225.7
증가율 (% YoY)	19.0	-32.1	-19.7	-15.7	1.6	-15.9	5.8	11.1	13.4	14.6	12.1
영업이익률 (%)	4.3	2.0	3.8	4.2	3.3	3.4	2.0	4.0	4.5	3.6	3.6

자료: BGF리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

표43 BGF 헬로네이처 현황	
업 소개	현지 직송을 통해 농가와 가정을 연결해주는 유기농 신선식품 온라인 마트 유기농 농산물 직거래 플랫폼
업 기능	1. 전국 최고의 친환경 농산물 식품: 상품명에 생산자의 이름을 붙이면서 전국최고라는 자신감을 보여주면서 소비자의 신뢰도 상승 2. 생산자와 소비자를 바로 연결시켜 유통구조 및 비용 축소 3. 장보기 서비스: 물류 최적화에 따른 각기 다른제품에 대한 각개 포장이 가능해지면서 수도권 지역에 한해 소량주문 장보기 서비스 출시
회사소개	패스트트랙아시아 - vc출신인 박지웅 대표가 컴퍼니빌더를 표방하여 2011년에 설립한 회사. 헬로네이처는 패스트트랙아시아의 5개 파트너사 중 하나로 생산자와 소비자를 직접 연결하는 유기농 신선식품 전자상거래 플랫폼
특징	새벽배송 모든 제품에 생산 농부의 이름을 붙이고 자체 안정성 검사 공식 모바일 앱을 출시하면서 깔끔한 UI로 '타임세일', '반짝특가', '신상품', '추천상품' 등 웹페이지에서 인기 있었던 테마들을 한 눈에 확인할 수 있음 주문을 받으면 수확한 뒤 직접배송. 직접 배송은 '프레시 메신저'로 불리는 배송기사가 냉장차량을 통해 강남, 송파, 서초 일대에 배송을 다님
가격대	신선식품 채소 : 100g당 1000~3000원 과일 : 10000원~20000원 양곡 : 유기농 위주로 5000원~20000원 대 수산/건어물 : 10000원~50000원 대까지 다양 가공식품 디저트카페 : 쿠키 5000~7000원 / 케이크 10000원 대 / 타르트, 파이 1조각 당 4000원대 / 커피, 티 7000원~10000원 물/음료/커피/차 : 건강주스, 티백, 차류 개당 5000원~10000원 / 콜드브루 1L 36000원 / 디톡스팩 개당 1800원 빵/떡/면 : 채식라면, 유기농 파스타면 등 유기농 면 1봉지 2000원~6000원 / 무지개떡, 떡국떡, 찹쌀떡 등 200g 3000~9000원 치즈/버터 :수제치즈류, 무염버터류 7000원~10000원
배송조건	전날 밤 12시까지 주문하면 다음날 오전 8시까지 배송 24시간 내 배달 지역을 서울 전지역에서 경기도로 점점 넓혀가고 있음
기타	2015년 기준 700여개 농가와 계약을 맺고 있으며 월기준 30%씩 거래액 증가추세 2015년 말 GS홈쇼핑에서 20억, 패스트트랙아시아로부터 5억원의 투자 유치 2016년 9월 20일 프리미엄 오프라인 브랜드 '헬로네이처 h&'을 정식 오픈. 인기브랜드인 '쌀모네키친', '프릴츠키퍼', '감성고기'브랜드 입점 2016년 말 SK플래닛의 지분 100% 인수 계약 2018년 6월 BGF에서 헬로네이처의 경영권 인수 (BGF 지분 50.1%, SK플래닛 49.9%, 헬로네이처 JV로 전환)

자료: 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## BGF 리테일 (282330)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>		<b>938.7</b>	<b>5,952.1</b>	<b>6,275.8</b>	<b>6,464.1</b>
매출액증가율 (%)			N/A	5.4	3.0
매출원가	769.5	4,897.4	5,144.9	5,281.2	
매출총이익	169.2	1,054.7	1,130.9	1,182.9	
판매관리비	142.7	853.4	905.2	932.3	
<b>영업이익</b>		<b>26.5</b>	<b>201.4</b>	<b>225.7</b>	<b>250.6</b>
영업이익률		2.8	3.4	3.6	3.9
금융손익		0.9	2.3	3.6	5.3
중속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		7.6	4.0	4.0	4.0
세전계속사업이익		35.0	207.7	233.3	259.9
법인세비용		7.0	41.5	46.7	52.1
<b>당기순이익</b>		<b>28.0</b>	<b>166.2</b>	<b>186.7</b>	<b>207.9</b>
지배주주지분 순이익		28.0	166.2	186.7	207.9

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>-25.0</b>	<b>221.1</b>	<b>312.0</b>	<b>318.8</b>
당기순이익(손실)		28.0	166.2	186.7	207.9
유형자산상각비		16.2	108.6	104.0	98.0
무형자산상각비		2.5	2.7	2.6	2.4
운전자본의 증감		-73.4	-56.3	18.9	10.5
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>32.1</b>	<b>-132.8</b>	<b>-126.8</b>	<b>-103.5</b>
유형자산의 증가(CAPEX)		-23.8	-105.0	-95.0	-85.0
투자자산의 감소(증가)		-206.2	-10.3	-11.8	-6.9
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>-1.7</b>	<b>-14.8</b>	<b>-52.5</b>	<b>-58.8</b>
차입금의 증감		240.7	2.5	2.8	1.6
자본의 증가		338.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)		5.4	73.5	132.8	156.4
기초현금		23.3	28.8	102.2	235.0
기말현금		28.8	102.2	235.0	391.5

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>		<b>566.6</b>	<b>686.0</b>	<b>850.5</b>	<b>1,025.4</b>
현금및현금성자산		28.8	102.2	235.0	391.5
매출채권		63.0	85.0	89.7	92.3
재고자산		94.4	99.2	104.6	107.7
<b>비유동자산</b>		<b>710.7</b>	<b>714.7</b>	<b>715.0</b>	<b>706.5</b>
유형자산		402.2	398.6	389.6	376.6
무형자산		54.4	51.7	49.1	46.7
투자자산		206.2	216.5	228.2	235.1
<b>자산총계</b>		<b>1,277.4</b>	<b>1,400.7</b>	<b>1,565.5</b>	<b>1,731.8</b>
<b>유동부채</b>		<b>681.4</b>	<b>692.9</b>	<b>730.4</b>	<b>752.3</b>
매입채무		493.7	496.0	523.0	538.7
단기차입금		2.8	2.8	2.8	2.8
유동성장기부채		0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>		<b>207.3</b>	<b>208.3</b>	<b>209.3</b>	<b>209.9</b>
사채		0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금		0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>		<b>888.7</b>	<b>901.2</b>	<b>939.7</b>	<b>962.2</b>
자본금		17.3	17.3	17.3	17.3
자본잉여금		321.7	321.7	321.7	321.7
기타포괄이익누계액		-1.4	-1.4	-1.4	-1.4
이익잉여금		28.7	139.6	265.8	409.7
비지배주주지분					
<b>자본총계</b>		<b>388.6</b>	<b>499.5</b>	<b>625.7</b>	<b>769.7</b>

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS		324,986	344,372	363,101	373,994
EPS(지배주주)		9,688	9,613	10,800	12,026
CFPS		16,568	18,321	19,453	20,538
EBITDAPS		15,629	18,090	19,221	20,306
BPS		22,486	28,901	36,203	44,530
DPS		1,000	3,200	3,500	3,700
배당수익률(%)		0.5	1.6	1.8	1.9
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER		21.7	20.6	18.4	16.5
PCR		12.7	10.8	10.2	9.7
PSR		0.6	0.6	0.5	0.5
PBR		9.3	6.9	5.5	4.5
EBITDA		45.1	312.7	332.2	351.0
EV/EBITDA		77.3	10.2	9.2	8.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)		7.2	37.4	33.2	29.8
EBITDA 이익률		4.8	5.3	5.3	5.4
부채비율		228.7	180.4	150.2	125.0
금융비용부담률		0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)		23.3	88.0	97.6	107.4
매출채권회전율(x)		14.9	80.4	71.9	71.0
재고자산회전율(x)		9.9	61.5	61.6	60.9

Industry Indepth  
2018. 11. 5

# 카페 24 042000

## 온라인 스몰 비즈니스의 시대

▲ 유통/화장품

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

- ✓ 3Q 비수기, 4Q 성수기 효과 기대
- ✓ 월평균 GMV 20% 성장 중 10%는 신규 고객수 증가, 10%는 계정당 매출 증가
- ✓ 온라인 채널 중심으로 스몰 브랜드 성장과 함께 높은 외형 성장 지속될 전망
- ✓ 의류, 패션 중심에서 리빙, 푸드, 헬스 등으로 카테고리 다변화되고 있음
- ✓ 하반기 일본 진출 시작, 중장기 물류/3PL 등 신규 서비스 영역 확대

### Not Rated

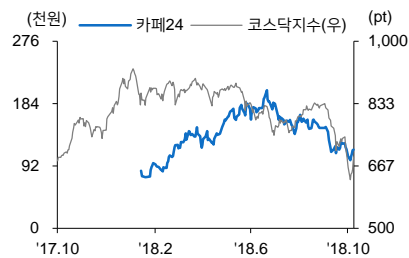
적정주가 (12개월) -  
현재주가 (11.2) 116,100 원  
상승여력 -

KOSDAQ	690.65pt
시가총액	10,949억원
발행주식수	943만주
유통주식비율	66.15%
외국인비중	30.24%
52주 최고/최저가	204,000원/75,500원
평균거래대금	199.8억원

주요주주(%)	
우창균 외 13 인	33.85
FIDELITY MANAGEMENT & RESEARCH COMPANY 외 25 인	7.21

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.8	-19.2	-
상대주가	2.6	2.0	-

주가그래프



### 3Q 비수기, 4Q 성수기 효과 기대

3 분기는 의류, 화장품 비수기에 9 월 추석 영향으로 시장 기대치 (매출액 419 억원, 영업이익 46 억원) 대비 소폭 낮은 수준의 실적이 예상된다. 반면 겨울 아우터 가격대가 높은 4 분기에 성수기 효과가 기대된다. 월평균 GMV 20% 성장 중 10%는 신규 고객수 증가에 의한 것이며 10%는 계정당 매출 증가에 의한 것으로 추산된다.

### 온라인 스몰 비즈니스 사업자들의 소비 트렌드 변화

카페 24 는 소상공인들에게 쇼핑몰 구축부터 해외 마케팅까지 온라인 비즈니스 를 위한 다양한 서비스들을 원스톱으로 제공하는 기업이다. 카페 24 는 사업 초기 무료 서비스를 제공했던 쇼핑몰 사업자들의 성공 사례가 많아지면서 거래액이 크게 증가하고 있다. 2017 년 카페 24 의 거래액은 6 조 7 천억원 수준으로 주요 품목인 화장품, 의류, 신발 등 총 소매판매액의 6.8%에 불과하여 온라인 채널 중심으로 스몰 브랜드 성장과 함께 높은 외형 성장이 지속될 전망이다. 나아가 의류, 패션 중심에서 리빙, 푸드, 헬스 등으로 카테고리가 다변화되고 있다.

### 일본 진출 시작, 중장기 물류/3PL 등 신규 서비스 영역 확대

카페 24 는 하반기 일본 현지 고객들도 운영 가능한 일본 전자상거래 플랫폼 시장 진출했다. 내년까지 일본의 온라인 자영업자들이 한국, 중국 등 해외까지 오픈 가능한 솔루션 인프라를 구축하고 카페 24 의 쇼핑몰 솔루션을 알리는 데에 집중하고 있다. 중장기 글로벌 전자상거래 기업들과의 협업으로 핀테크 및 물류/3PL 등 신규 서비스 영역을 확대할 계획이다.

(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			-0.7	37.1	424.0
2018E	169.3	20.0	-41.2	-4,572	-813.0	2,894	-27.2	43.0	46.1	-200.8	420.0
2019E	195.3	33.9	27.4	2,900	-163.4	5,795	42.9	21.5	28.4	66.8	207.5
2020E	224.6	44.4	42.2	4,470	54.1	10,264	27.9	12.1	21.3	55.7	116.1

표44 카페24 연간 실적 현황				
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>118.1</b>	<b>142.6</b>	<b>169.3</b>	<b>195.3</b>
<b>증가율 (% YoY)</b>		<b>20.7</b>	<b>18.7</b>	<b>15.4</b>
쇼핑몰거래액	5,241.1	6,722.4	8,108.4	9,662.4
<b>증가율 (% YoY)</b>		<b>28.3</b>	<b>20.6</b>	<b>19.2</b>
쇼핑몰솔루션		90.3	110.2	130.3
결제솔루션		34.8	42.1	48.4
부가서비스		29.9	38.7	48.4
상품공급		16.1	17.0	18.7
직접판매 등		9.5	12.3	14.8
광고솔루션		25.1	29.9	34.4
호스팅		27.2	29.1	30.6
<b>증가율 (% YoY)</b>				
쇼핑몰솔루션			22.0	18.3
결제솔루션			21.0	15.0
부가서비스			29.6	25.0
상품공급			5.4	10.0
직접판매 등			29.8	20.0
광고솔루션			19.1	15.0
호스팅			7.1	5.0
<b>매출비중 (%)</b>				
쇼핑몰솔루션		63.3	65.1	66.7
결제솔루션		24.4	24.9	24.8
부가서비스		21.0	22.9	24.8
상품공급		11.3	10.0	9.6
직접판매 등		6.7	7.3	7.6
광고솔루션		17.6	17.7	17.6
호스팅		19.1	17.2	15.7
<b>영업이익</b>	<b>-0.8</b>	<b>7.4</b>	<b>20.2</b>	<b>32.1</b>
<b>증가율 (% YoY)</b>		<b>흑전</b>	<b>172.4</b>	<b>59.5</b>
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>-0.7</b>	<b>5.2</b>	<b>11.9</b>	<b>16.5</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
<b>매출액</b>	<b>31.6</b>	<b>33.0</b>	<b>33.1</b>	<b>44.8</b>	<b>36.6</b>	<b>40.5</b>	<b>39.5</b>	<b>52.7</b>
<b>증가율 (% YoY)</b>	<b>16.2</b>	<b>14.8</b>	<b>19.0</b>	<b>30.8</b>	<b>15.7</b>	<b>22.7</b>	<b>19.3</b>	<b>17.5</b>
쇼핑몰거래액	1,490.1	1,650.0	1,671.2	1,911.1	1,830.1	1,884.0	2,005.4	2,388.9
<b>증가율 (% YoY)</b>	<b>22.7</b>	<b>28.6</b>	<b>29.9</b>	<b>31.1</b>	<b>22.8</b>	<b>14.2</b>	<b>20.0</b>	<b>25.0</b>
쇼핑몰솔루션	19.0	19.9	20.4	30.9	22.5	25.7	25.0	37.0
결제솔루션	7.9	8.4	8.7	9.8	9.6	10.3	10.4	11.8
부가서비스	6.7	7.1	7.2	8.8	8.6	9.3	9.4	11.4
상품공급	2.1	2.4	2.3	9.4	1.5	2.6	2.5	10.3
직접판매 등	2.3	2.0	2.2	2.9	2.8	3.4	2.6	3.5
광고솔루션	5.7	6.4	5.9	7.0	6.9	7.5	7.1	8.4
호스팅	6.8	6.7	6.8	6.9	7.1	7.3	7.5	7.2
<b>증가율 (% YoY)</b>								
쇼핑몰솔루션					18.4	29.1	22.4	19.8
결제솔루션					21.5	22.9	20.0	20.0
부가서비스					28.4	31.7	30.0	30.0
상품공급					-28.6	8.5	10.0	10.0
직접판매 등					21.7	70.6	20.0	20.0
광고솔루션					21.1	17.3	20.0	20.0
호스팅					4.4	9.0	10.0	5.0
<b>매출비중 (%)</b>								
쇼핑몰솔루션	60.1	60.3	61.6	68.9	61.5	63.4	63.2	70.3
결제솔루션	25.0	25.4	26.3	21.9	26.3	25.5	26.4	22.3
부가서비스	21.2	21.5	21.7	19.6	23.5	23.1	23.7	21.7
상품공급	6.6	7.3	6.9	21.0	4.1	6.4	6.4	19.6
직접판매 등	7.3	6.1	6.6	6.5	7.7	8.4	6.7	6.6
광고솔루션	18.0	19.4	17.8	15.6	18.9	18.5	17.9	15.9
호스팅	21.5	20.3	20.5	15.4	19.4	18.0	18.9	13.8
<b>영업이익</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>3.4</b>	<b>3.1</b>	<b>4.1</b>	<b>4.0</b>	<b>9.0</b>
<b>증가율 (% YoY)</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>136.5</b>	<b>231.2</b>	<b>166.3</b>	<b>167.2</b>
<b>영업이익률 (%)</b>	<b>4.2</b>	<b>3.8</b>	<b>4.5</b>	<b>7.5</b>	<b>8.5</b>	<b>10.2</b>	<b>10.0</b>	<b>17.0</b>

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

## 카페 24 (042000)

### Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>		<b>142.6</b>	<b>169.3</b>	<b>195.3</b>	<b>224.6</b>
매출액증가율 (%)			18.7	15.4	15.0
매출원가		19.0	21.4	24.2	27.5
매출총이익		123.6	147.9	171.1	197.1
판매관리비		116.2	127.9	137.2	152.7
<b>영업이익</b>		<b>7.4</b>	<b>20.0</b>	<b>33.9</b>	<b>44.4</b>
영업이익률		5.2	11.8	17.4	19.8
금융손익		-0.4	-54.3	0.3	0.7
종속/관계기업손익					
기타영업외손익		-0.7	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익		6.3	-34.3	34.2	45.1
법인세비용		1.3	6.9	6.8	3.0
<b>당기순이익</b>		<b>5.1</b>	<b>-41.2</b>	<b>27.4</b>	<b>42.2</b>
지배주주지분 손이익		5.1	-41.2	27.4	42.2

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>		<b>12.3</b>	<b>72.3</b>	<b>33.0</b>	<b>47.6</b>
당기순이익(손실)		5.1	-41.2	27.4	42.2
유형자산상각비		4.4	3.8	3.6	3.5
무형자산상각비		0.8	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감		-0.5	55.7	2.1	2.0
<b>투자활동 현금흐름</b>		<b>-3.5</b>	<b>-57.0</b>	<b>-3.0</b>	<b>-3.0</b>
유형자산의 증가(CAPEX)		-4.8	-3.0	-3.0	-3.0
투자자산의 감소(증가)					
<b>재무활동 현금흐름</b>		<b>16.8</b>	<b>53.8</b>	<b>-6.0</b>	<b>-6.0</b>
차입금의 증감		29.5	-1.0	-6.0	-6.0
자본의 증가		16.3	54.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)		25.1	69.1	24.0	38.6
기초현금		12.6	37.7	106.7	130.7
기말현금		37.7	106.7	130.7	169.3

### Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>		<b>53.4</b>	<b>124.3</b>	<b>151.0</b>	<b>192.6</b>
현금및현금성자산		37.7	106.7	130.7	169.3
매출채권		14.0	15.4	17.8	20.4
재고자산		0.5	0.6	0.7	0.8
비유동자산		<b>18.5</b>	<b>17.7</b>	<b>17.1</b>	<b>16.6</b>
유형자산		12.2	11.4	10.8	10.3
무형자산		1.0	1.0	1.0	1.0
투자자산					
<b>자산총계</b>		<b>71.9</b>	<b>141.9</b>	<b>168.0</b>	<b>209.2</b>
유동부채		29.5	87.0	90.4	94.1
매입채무		2.0	2.4	2.8	3.2
단기차입금		0.3	0.3	0.3	0.3
유동성장기부채		2.4	2.4	1.4	0.4
비유동부채		<b>28.7</b>	<b>27.7</b>	<b>23.0</b>	<b>18.3</b>
사채		26.8	25.8	20.8	15.8
장기차입금		0.1	0.1	0.1	0.1
<b>부채총계</b>		<b>58.2</b>	<b>114.7</b>	<b>113.4</b>	<b>112.4</b>
자본금		4.0	4.0	4.0	4.0
자본잉여금		12.4	67.1	67.1	67.1
기타포괄이익누계액		-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금		-2.4	-43.6	-16.3	25.9
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>		<b>13.7</b>	<b>27.3</b>	<b>54.7</b>	<b>96.8</b>

### Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS		17,956	18,790	20,709	23,815
EPS(지배주주)		641	-4,572	2,900	4,470
CFPS		1,638	2,637	3,980	5,072
EBITDAPS		1,584	2,637	3,980	5,072
BPS		1,728	2,894	5,795	10,264
DPS					
배당수익률(%)					
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER			N/A	42.9	27.9
PCR			47.2	31.3	24.5
PSR			6.6	6.0	5.2
PBR			43.0	21.5	12.1
EBITDA		12.6	23.8	37.5	47.8
EV/EBITDA		-0.7	46.1	28.4	21.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)		37.1	N/A	66.8	55.7
EBITDA 이익률		8.8	14.0	19.2	21.3
부채비율		424.0	420.0	207.5	116.1
금융비용부담률		0.3	0.6	0.4	0.3
이자보상배율(x)		15.6	21.4	41.4	70.8
매출채권회전율(x)		10.2	11.5	11.8	11.8
재고자산회전율(x)		284.2	308.5	304.5	304.0

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 05일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 05일 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, 윤주호)

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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4 등급	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 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**GS 리테일 (007070) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.03	기업브리프	Buy	64,000	양지혜	-21.6	-9.5	
2017.05.12	기업브리프	Buy	70,000	양지혜	-23.6	-18.7	
2017.07.17	산업브리프	Buy	64,000	양지혜	-24.6	-22.6	
2017.08.03	기업브리프	Trading Buy	54,000	양지혜	-29.0	-20.9	
2017.10.16	기업브리프	Trading Buy	40,000	양지혜	-5.0	8.8	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	46,000	양지혜	-14.4	-6.6	
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	43,000	양지혜	-20.1	-15.6	
2018.04.13	기업브리프	Trading Buy	43,000	양지혜	-15.3	2.2	
2018.08.10	기업브리프	Buy	43,000	양지혜	-14.2	2.2	
2018.11.02	기업브리프	Buy	48,000	양지혜	-21.9	-21.9	
2018.11.05	산업분석	Buy	48,000	양지혜	-	-	

**해마로푸드서비스 (220630) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.21	산업분석	Buy	3,100	윤주호	-26.6	-10.0	
2018.05.03	기업브리프	Buy	3,100	윤주호	-18.4	7.1	
2018.11.05	산업분석	Buy	3,100	윤주호	-	-	

**아모레 G (002790) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.24	산업분석	Buy	200,000	양지혜	-33.4	-21.8	
2017.01.06	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	-17.9	-12.5	
2017.02.03	기업브리프	Buy	150,000	양지혜	-19.9	-13.3	
2017.03.23	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-3.9	11.8	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	170,000	양지혜	-20.2	-11.2	
2017.07.27	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-2.6	13.2	
2018.01.08	산업브리프	Trading Buy	150,000	양지혜	-10.1	4.3	
2018.07.06	산업브리프	Trading Buy	130,000	양지혜	-28.1	-14.6	
2018.10.30	기업브리프	Trading Buy	75,000	양지혜	-15.2	-12.5	
2018.11.05	산업분석	Trading Buy	75,000	양지혜	-	-	

**BGF 리테일 (282330) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	250,000	양지혜	-15.2	-9.2	
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	220,000	양지혜	-22.9	-14.5	
2018.04.13	기업브리프	Trading Buy	220,000	양지혜	-19.1	-5.0	
2018.08.10	기업브리프	Trading Buy	200,000	양지혜	-7.6	6.3	
2018.11.05	산업분석	Trading Buy	200,000	양지혜	-	-	