

유통/화장품

Value Consumption



Top Picks

종목	투자판단	적정주가
LG생활건강(051900)	Buy	1,600,000원
코스메카코리아(241710)	Buy	40,000원
현대백화점(069960)	Buy	120,000원
GS리테일(007070)	Buy	48,000원

관심 종목

종목	투자판단	적정주가
호텔신라(008770)	Buy	120,000원
코스맥스(192820)	Buy	184,000원
신세계인터내셔널(031430)	Buy(신규)	240,000원
롯데쇼핑(023530)	Trading Buy	250,000원
카페24(042000)	Not Rated	-

유통/화장품

Value Consumption

Neutral / Overweight



유통/화장품

Analyst 양지혜

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

유통/화장품

Contents

Part I	유통업종 2018년 Review & 2019년 전망	7	Part III	화장품업종 2018년 Review & 2019년 전망	73
Part II	골목 상권에서 소비의 변화를 짚어보다	27	Part IV	중국 밀레니얼과 프리미엄 소비	89
기업분석	현대백화점(069960) 핵심 경쟁력에 주목할 시점	44	기업분석	LG생활건강(051900) 화장품 우등생의 비결	112
	GS리테일(007070) 점포 효율성 개선과 내실화에 집중	49		코스메카코리아(241710) 안정적인 글로벌 생산기지 구축 완료	117
	호텔신라(008770) 중국 밀레니얼과 구조적인 럭셔리 소비 성장	53		코스맥스(192820) 차별화된 중국법인 호실적 전망	121
	롯데쇼핑(023530) 미워도 이제는 정말 다시 한번	57		신세계인터내셔널(031430) 밀레니얼은 신상을 원한다	125
	이마트(139480) 할인점 부진, 사업 다변화로 극복 모색	61		아모레퍼시픽(090430) 브랜드와 채널 경쟁력 회복 절실	129
	BGF리테일(282330) 상권별 특화매장 및 상품 경쟁력 강화	65			
	카페24(042000) 스몰 비즈니스, 온라인과 글로벌로 날개를 달다	69			

I 유통 (Neutral), '기존점성장률' 만 본다

- 주요 경제지표가 부진한 가운데 국내 소비경기 둔화가 예상됨. 백화점>편의점>대형마트 순으로 선호함. 백화점, 대형마트 편의점 등 주요 오프라인 유통업체들의 주가 모멘텀은 '기존점성장률' (점당매출액증감률)이 중요할 것으로 판단함. 경기 둔화로 구매건수 (Q)가 하향하고 있는 가운데 구매단가 (P) 상승이 전사 실적 개선의 Key Factor로 작용할 전망
- 소비 양극화로 소득증가율이 뚜렷한 상용취업자 및 상위 계층의 백화점 소비가 상대적으로 안정적일 전망, 편의점은 프랜차이즈 점주의 제도적 환경 개선 기대, 편의점 점포수 증가 둔화에도 점당매출액과 점포 효율성 개선 전망, 대형마트는 기존점성장률 부진이 지속되는 가운데 온라인, 전문점 등 사업다변화에 따른 극복 예상
- 면세점은 중국 중산층 럭셔리 소비 확장에 따른 구조적인 고성장이 이어지겠지만 2018년 대비 2019년 성장률은 둔화될 전망. 실질적인 중국인 관광객 소비 회복 여부가 웨이상 및 타이공에 대한 집중도를 완화하는 동시에 해외법인 실적 개선 효과 기대
- **Top picks:** 현대백화점 (투자의견 Buy, 적정주가 120,000원), GS리테일 (투자의견 Buy, 적정주가 48,000원)
- **관심종목:** 호텔신라 (투자의견 Buy, 적정주가 120,000원), 롯데쇼핑 (투자의견 Trading Buy, 적정주가 250,000원), 카페24 (Not Rated)

II 화장품 (Overweight), 중국 밀레니얼과 프리미엄 소비

- 2019년에도 중국 화장품의 프리미엄 소비 성향 강화로 럭셔리 소비 모멘텀 지속될 전망. 전세계 럭셔리 구매 핵심층인 중국 중산층의 소비력 확대는 구조적인 변화로 고성장이 지속되고 있음
- 중국 매크로 환경 개선이 확인되기 전까지 부진한 주가 흐름은 지속될 가능성이 높음. 그럼에도 독창적이고 창의적인 아이템 중심의 K뷰티 경쟁력은 여전히 유효하며 중국 경기 둔화 우려에도 차별적인 성장이 확인되면서 주가 반등이 예상됨
- 2019년 전세계적으로 마이크로 소비 트렌드가 강화될 전망. 온라인 채널과 신규 브랜드 중심의 소비 트렌드 변화로 차별화된 호실적을 이어가는 기업들 중심으로 선별적인 투자 제안
- **Top picks:** LG생활건강 (투자의견 Buy, 적정주가 1,600,000원), 코스메카코리아 (투자의견 Buy, 적정주가 40,000원)
- **관심종목:** 코스맥스 (투자의견 Buy, 적정주가 184,000원), 신세계인터내셔널 (투자의견 Buy, 적정주가 240,000원)

Part I

유통업종 2018년 Review & 2019년 전망

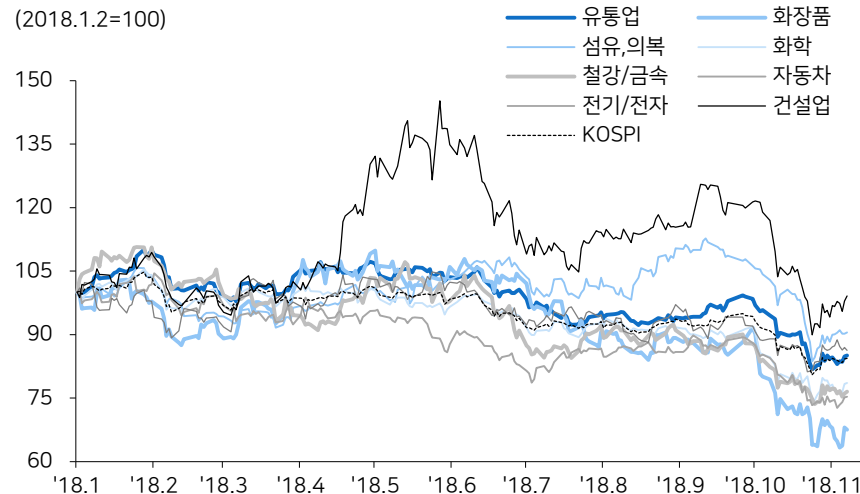
2018년 유통업종 Review

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

중국 소비주와 국내 소비주의
뚜렷한 주가 차별화, 하반기
경기 둔화 우려로 주가 하락

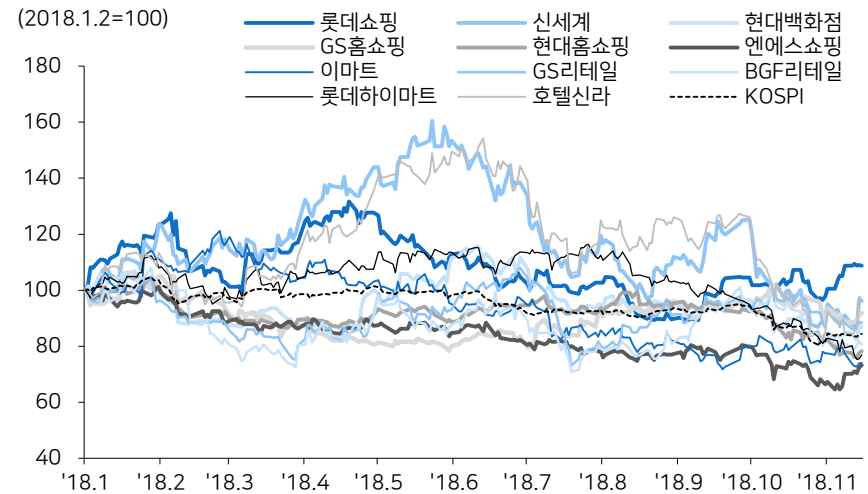
- 상반기 유통업종 지수는 면세점, 백화점 등 중국 소비주 중심으로 꾸준히 상승하였으나 하반기 중국 경기 둔화와 위안화 약세, 그리고 2019년 1월 중국 전자상거래법 개정에 따른 웨이상 위축 우려감 등으로 주가가 크게 하락하였음
- 한편 대형마트, 홈쇼핑 등 국내 내수 중심의 유통기업들은 기존점성장률 부진 등 소비 침체와 인건비 부담 등으로 부진한 실적을 기록하였고 주가 또한 전체 시장 대비 하회하는 성과를 나타냄
- 편의점의 경우 상반기 최저임금 인상에 따른 점주 지원으로 실적 부진과 함께 주가 부진하였으나 점진적인 기존점성장률 회복과 함께 하반기 GS리테일의 자체적인 비용 절감에 따른 실적 개선 등이 부각되면서 주가 반등하였음

2018년 업종별 지수 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 유통 종목별 주가 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

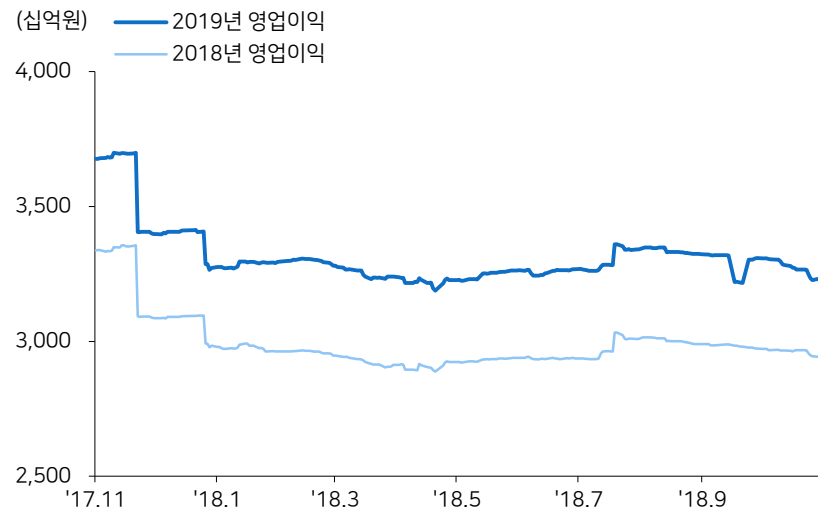
실적 추정치 하향 추세로 전환

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

2019년 국내 소비 둔화로 실적 추정치 하향 전망

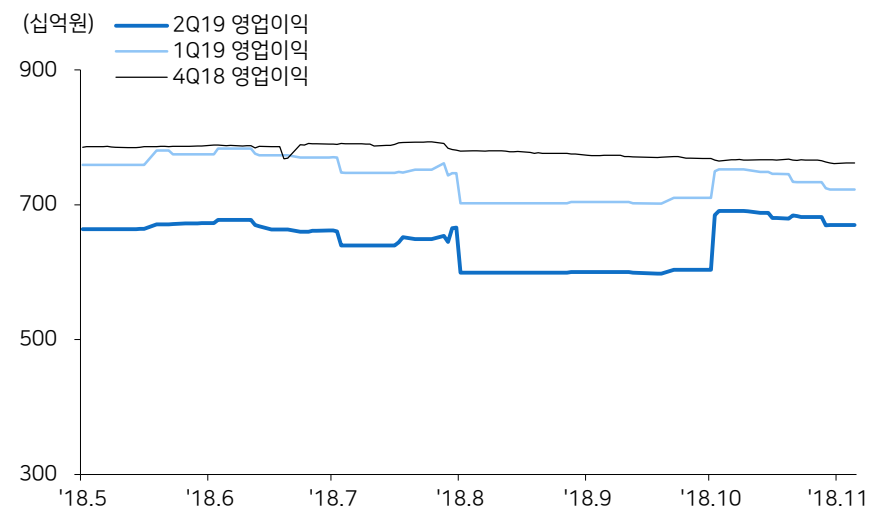
- 유통업종의 시장 컨센서스는 2017년 하반기 지속적인 하향세를 보이다가 2018년 상반기 추가적인 하향이 멈추면서 주가 상승폭이 강화되었음. 특히 면세점 업체들의 높은 영업이익 성장이 주가 상승 모멘텀으로 작용함
- 하반기부터 2019년 글로벌 경기 둔화에 따른 국내 소비 위축 우려감이 제기되면서 실적 추정치가 다시 하향세로 전환되고 있음. 당분간 하향 조정 추세가 지속될 전망

유통업종 연간 영업이익 컨센서스



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

유통업종 분기별 영업이익 컨센서스



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

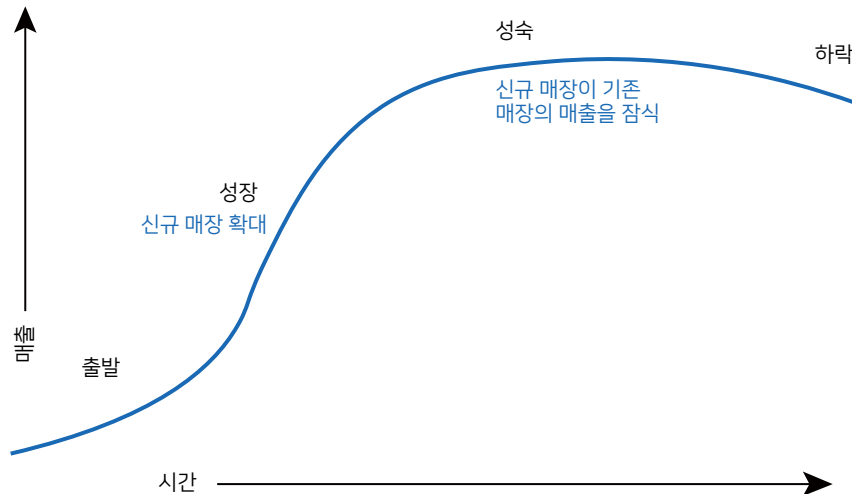
성숙기 유통기업, 매장 효율화 통해 영업이익 개선 가능

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

성숙기 유통 기업들은 기존
매장 효율성에 집중할 때
이익개선 나타나

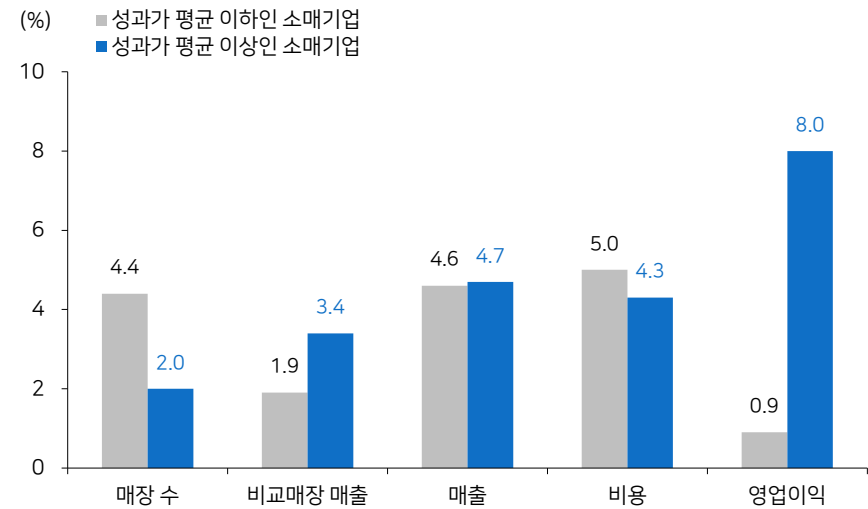
- 성장하는 유통기업은 매장을 열고 새로운 시장에 진입함으로써 빠르게 성장. 일단 가장 매력적인 입지를 선점한 후 점차 매력에 덜한 지역에 매장을 추가함. 따라서 매장 네트워크가 점점 더 조밀해짐에 따라 신규 매장이 기존 매출의 매출을 잠식하는 순간이 오게 되면서 성숙기에 진입함
- Harvard Business Review 에 따르면 2011 년부터 2015 년까지의 기간에 매출성장률이 한 자릿수로 떨어진 37 개 미국 소매기업을 대상으로 이들의 재무데이터를 검토한 결과, 평균 이상의 성과를 거둔 소매기업들은 매장 여는 속도를 늦추고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

소매업 Life Cycle



자료: Harvard Business Review, 메리츠증권증권 리서치센터

레버리지 전략 (2011~2015 연평균 성장률)



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

자료: Harvard Business Review, 메리츠증권증권 리서치센터

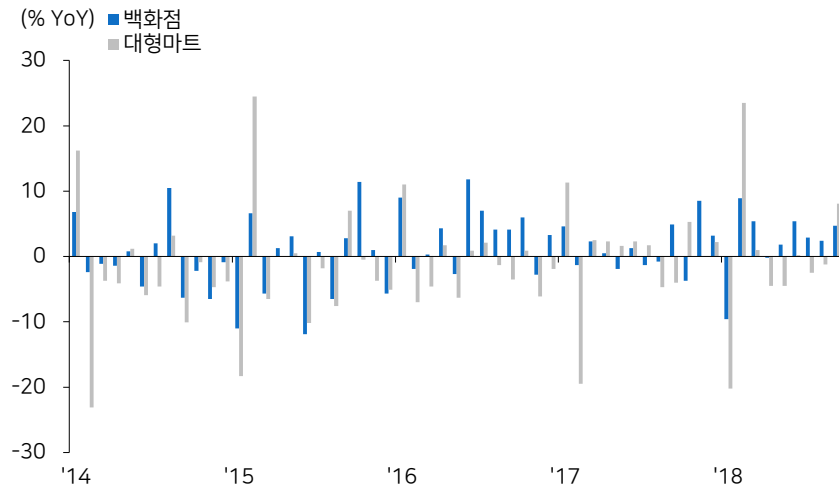
2019년도 '기존점성장률' 이 핵심

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

오프라인 유통의 반격, '기존점성장률'만 본다

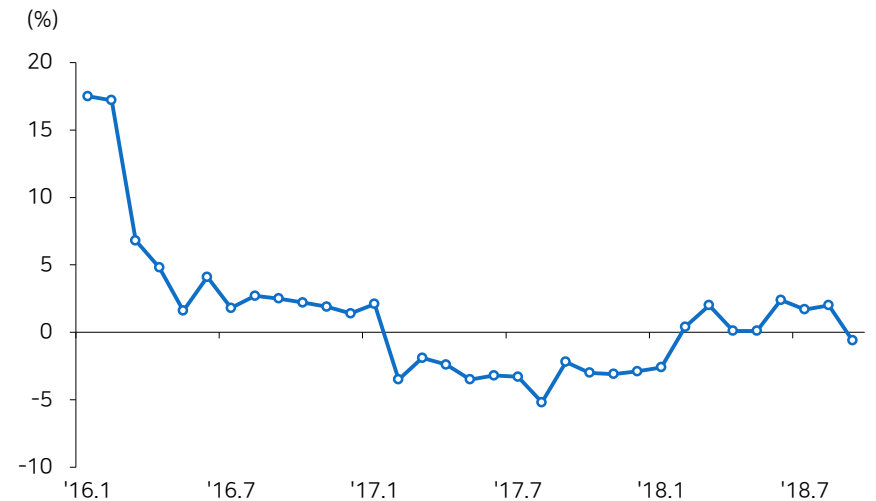
- 백화점, 대형마트, 편의점 등 오프라인 유통업체들의 주가 모멘텀은 '기존점성장률' (점당매출액증감률)이 중요하게 작용할 것으로 판단됨
- 성숙기 유통기업들은 기존 매장의 효율성이 개선될 때 이익 증가가 가능하기 때문. 백화점의 기존점성장률이 중국 인바운드 소비 회복과 함께 고가 명품 소비 확대로 가장 뚜렷하게 나타나고 있으며 점포수 증가율 둔화와 음식료업체들의 가격 인상 등으로 편의점 점당매출액의 증가 여부를 주시할 필요가 있겠음

백화점 및 대형마트 기존점성장률 추이



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권증권 리서치센터

편의점 점당매출액 증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권증권 리서치센터

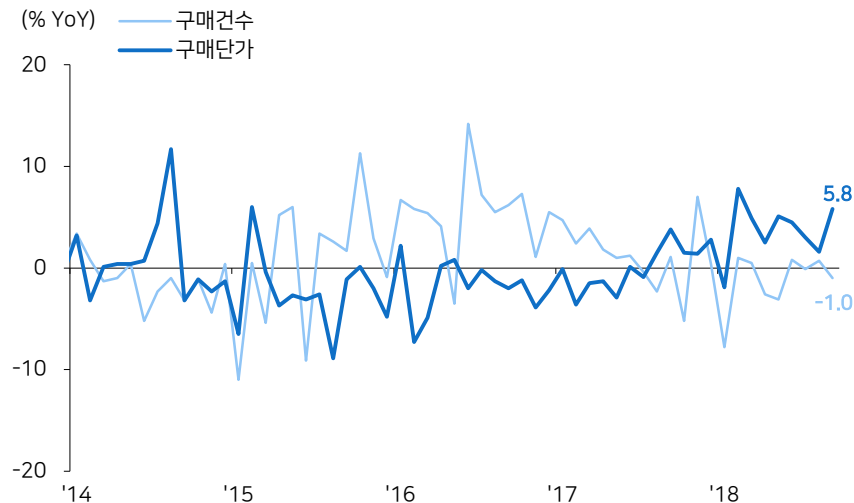
Q보다는 P의 성장이 관건

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

Q보다는 P의 상승을 통한 기존점성장률 회복

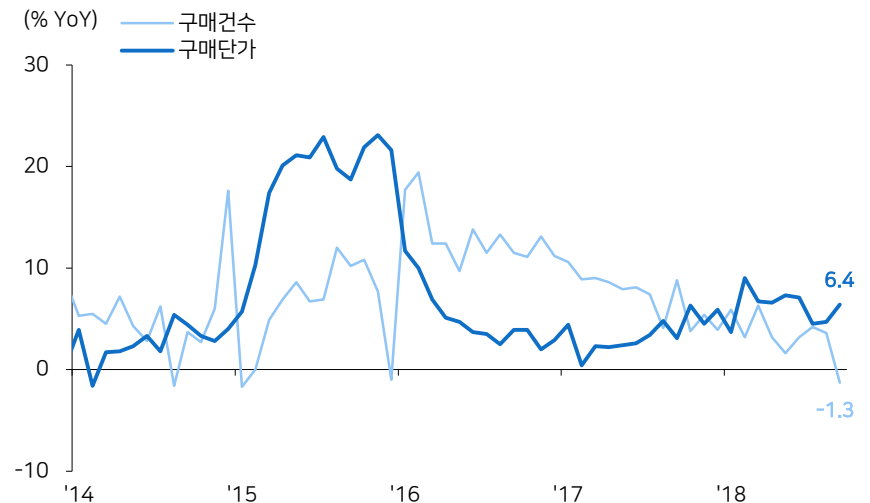
- 일본의 경우 장기 불황과 전반적인 물가 하락 속에서 소비자들은 저가격 제품을 선호하고 가계소비 지출을 합리화하고 절약하였음. 이는 일본의 유통기업들에게 가격 경쟁의 만성화를 유발하는 어려움으로 작용했으나 무조건적인 가격 할인보다는 가격 대비 품질을 향상시킨 기업에게는 시장 입지를 강화할 수 있는 기회를 제공함
- 따라서 Q에 의한 기존점성장률 회복 보다는 P의 상승을 통한 기존점성장률 회복이 관건이 될 전망

백화점 구매단가 및 구매건수



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권리서치센터

편의점 구매단가 및 구매건수



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권리서치센터

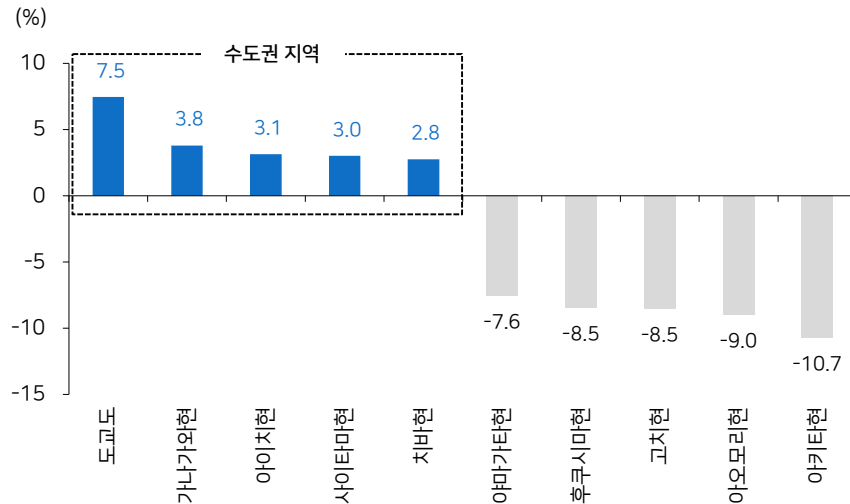
오프라인 유통의 핵심은 입지와 상권, 중국 인바운드 소비 흡수에도 유리

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

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

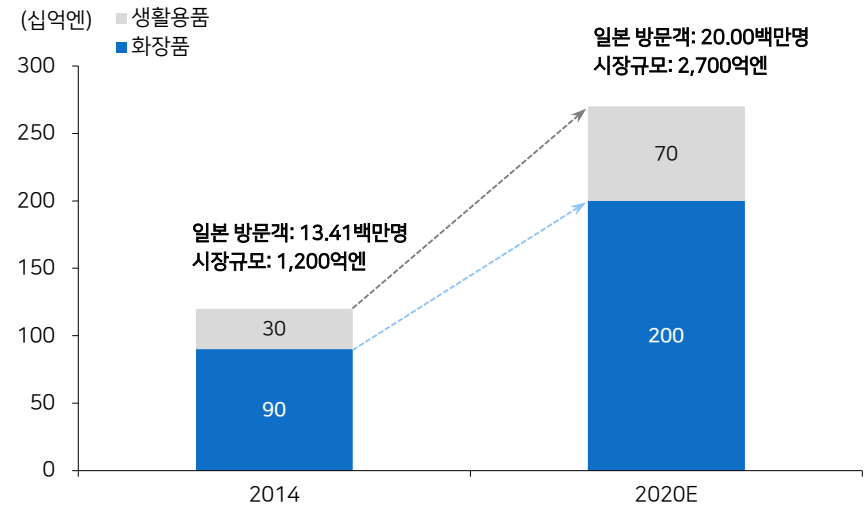
- 유통 '중심상권'이 중요함. 일본에서 인구가 늘어나는 곳은 도시권, 특히 도호권 (도쿄 수도권)에 집중되어 있음
- 유통업체들의 실적에서 핵심상권 점포에서의 매출이 70% 이상을 차지함. 위성도시들은 본전 유지 정도임. 외각 지역의 대형 쇼핑몰의 경우 화려해 보이지만 고전하고 있으며, 2019년 복합쇼핑몰 등의 의무휴업 가능성 잠재. 정부 정책 향방 지켜볼 필요가 있겠음
- 편리한 입지조건은 외국인 관광객들의 '인바운드 수요'에도 긍정적임. 2019년 중국인 단체관광 재개 등에 따른 중국 인바운드 소비 회복 관건

일본 주요 도시와 지방 인구증감률 (2005→2015)



자료: 일본 경제산업성, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 인바운드 소비 모멘텀 확장



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

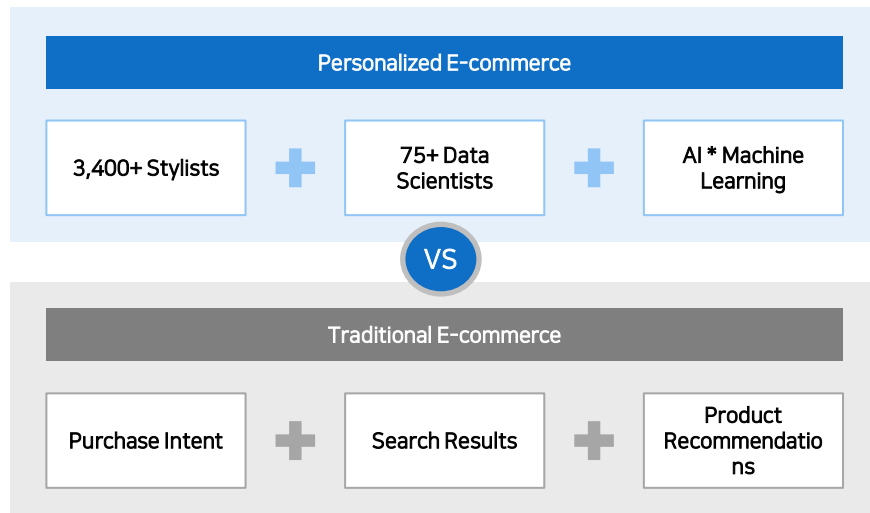
온라인 채널, 양적인 성장에서 질적인 성장으로 전환

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

개인 맞춤형 큐레이션형 E-Commerce 성장 강화로 Data 분석과 insight가 중요해짐

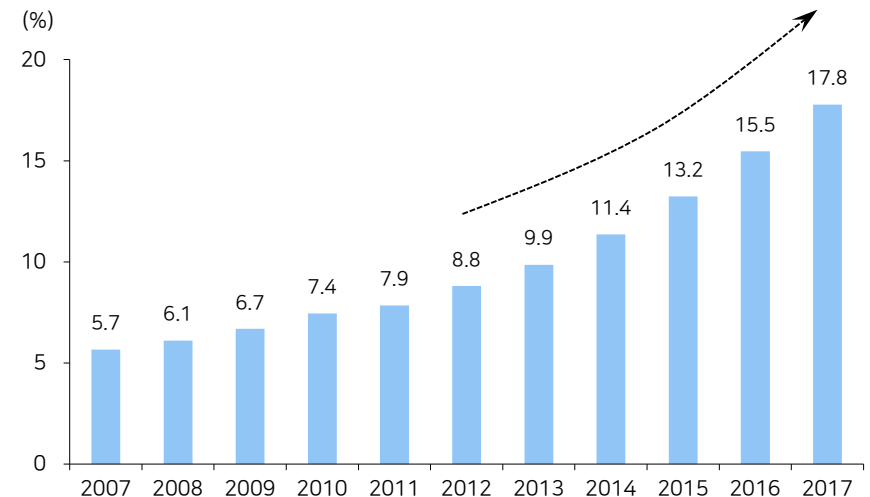
- 인공지능과 빅데이터를 활용해 고객에게 어울리는 상품을 제공해 주는 큐레이션형 E-commerce의 성장이 부각되고 있음
- 이들의 큐레이션 서비스는 사용자의 취향, 체형, 라이프스타일을 조사한 결과와 SNS 활동 기록 등을 참고하여 부합한 상품을 정기적으로 배송해 줌. 이를 위한 Data 분석과 insight 역량이 중요해짐

개인화된 E-commerce vs. 전통적인 E-commerce



자료: Stitch Fix, 메리츠증권증권 리서치센터

전체 소매판매액 내 온라인 쇼핑 비중



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

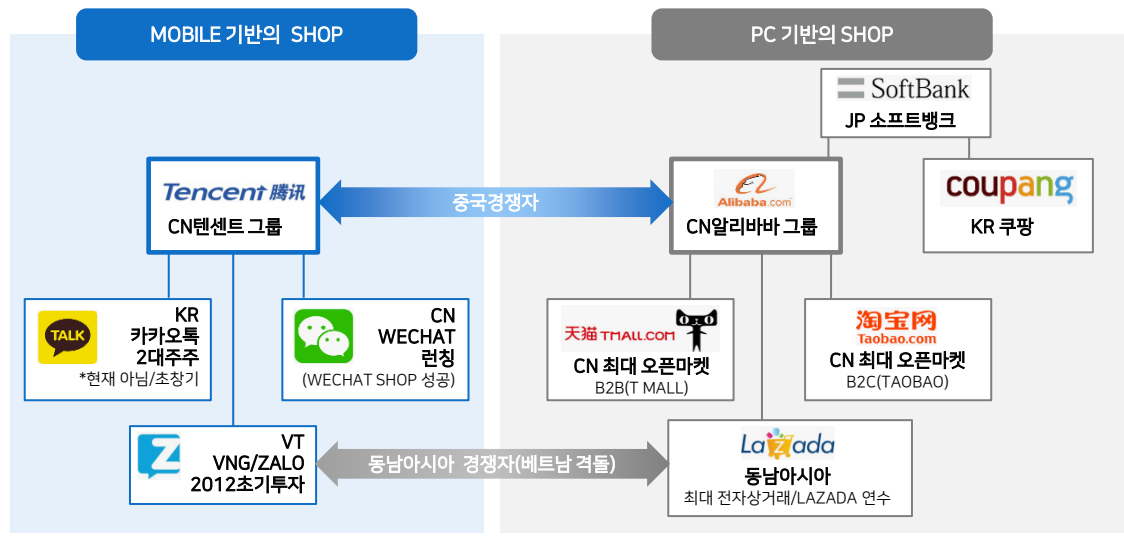
중국 온라인 유통의 변화, 알리바바와 텐센트 양강구도 강화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

알리바바와 텐센트 계열의 양강구도 강화

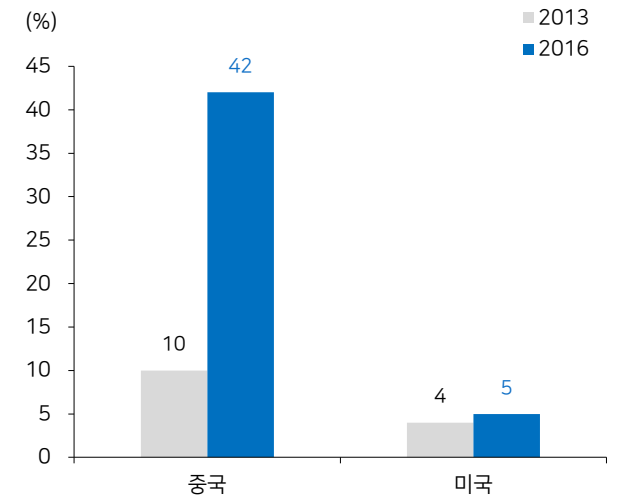
- 중국의 3대 IT기업, 바이두 (Baidu), 알리바바 (Alibaba) 및 텐센트 (Tencent)는 적극적인 M&A로 중국의 창업 생태계 발전에 크게 기여하고 있음. BAT는 동종 분야의 다수 기업에 동시 투자한 후 경쟁력이 낮은 기업의 투자를 철회하거나 일부 기업을 자회사에 편입하는 방법으로 시장 지배력을 강화함
- 중국인 라이프스타일을 담은 모바일 빅데이터를 선점하려는 중국 양대 인터넷 업체인 텐센트와 알리바바간 경쟁도 심화되고 있음

아시아 전자상거래 시장 현황: 중국 유통그룹 자금 흐름도



자료: COSIN, 한국강소기업협회, 메리츠증권 리서치센터

전체 벤처투자 중 BAT와 FANG 비중

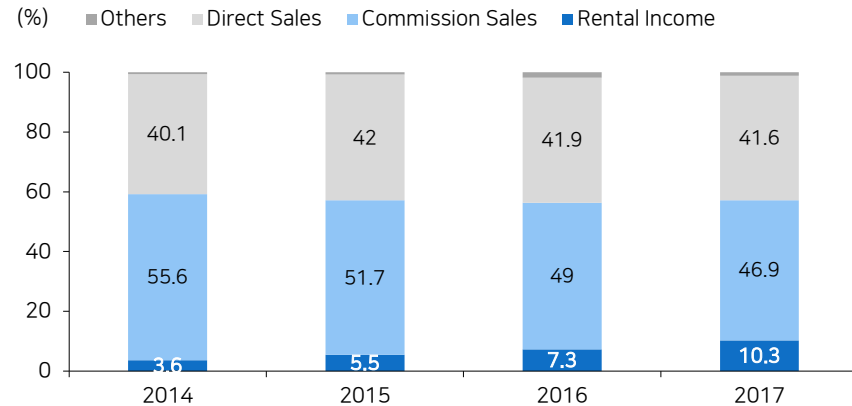


자료: 한국은행, McKinsey, Crunchbase, PitchBook, 메리츠증권 리서치센터

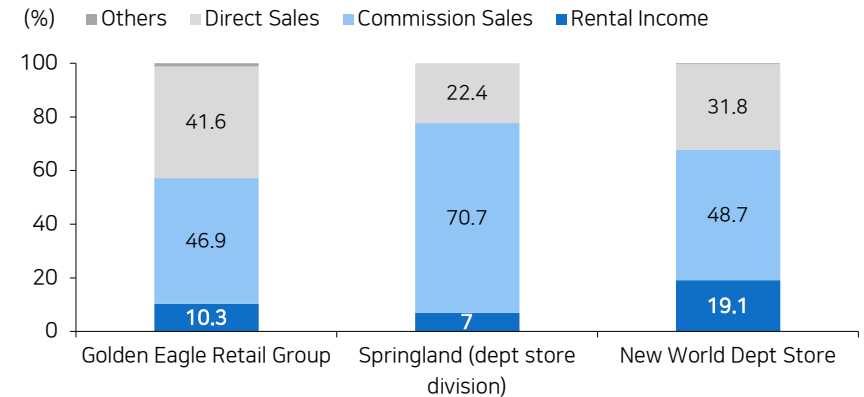
중국 백화점, 오프라인 장악력 부족으로 임대 중심의 수익구조 변화 추구

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

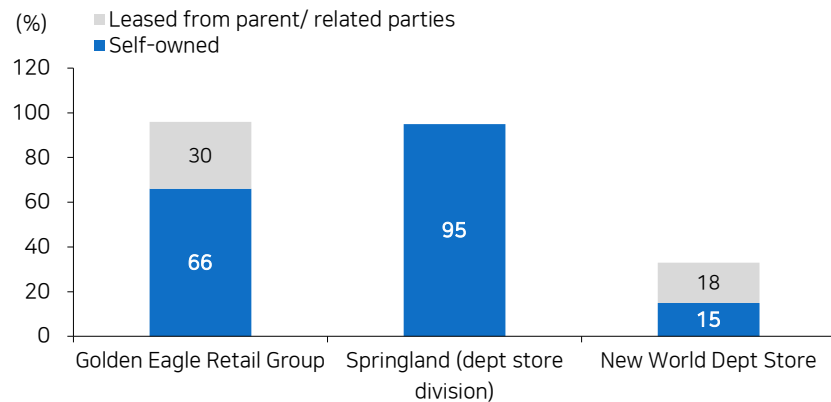
중국 백화점 Golden Eagle Retail Group 수익구조의 변화



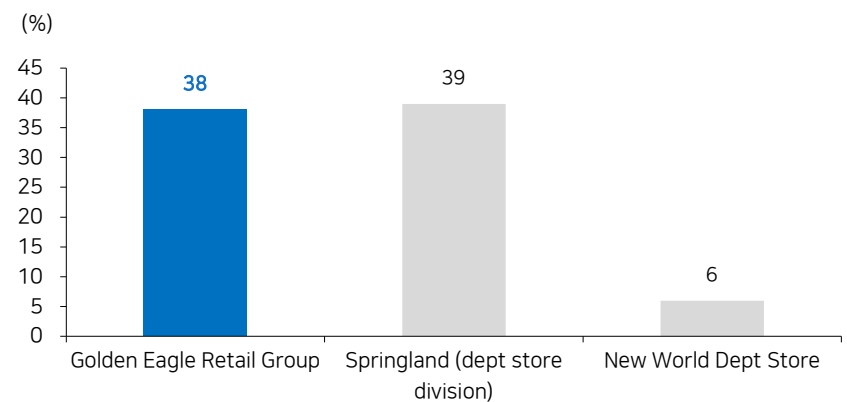
주요 중국 백화점 수익구조 비교



자가소유 비중 비교



쇼핑몰 비중 비교



자료: Golden Eagle Retail Group, 메리츠증권증권 리서치센터

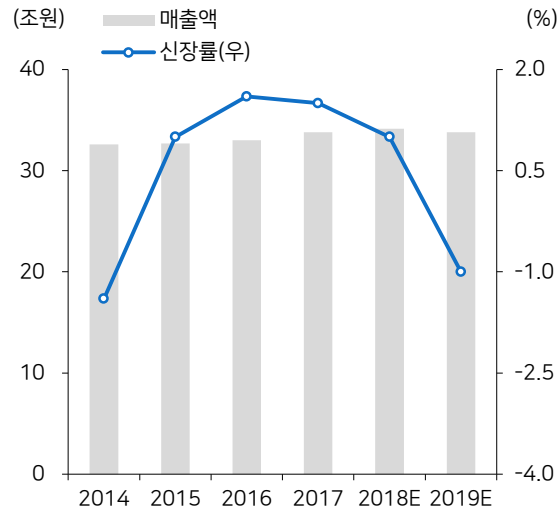
2019년 유통산업 채널별 전망 (1)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

대형마트 부진, 백화점 유지, 온라인몰 고성장 둔화 전망

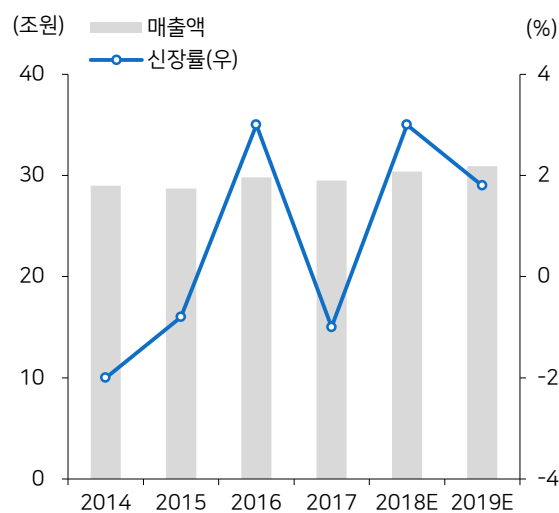
- 대형마트: 온라인 식품 경쟁 심화, 지속적인 객수 감소 등으로 부진 지속될 전망
- 백화점: 중국인 관광객 유입 정상화로 기존점성장률 회복에 기여할 전망. 소비심리 둔화와 복합쇼핑몰 등의 규제 리스크는 염두해 둘 필요가 있겠음
- 온라인몰: 수요 기반의 지속적인 시장 확대와 유통업체들의 신기술 도입에 따른 쇼핑 경험 향상 (AI 활용한 상담 및 구매, 음성인식 Voice 쇼핑 등)으로 고성장 유지 전망

대형마트 판매액 및 신장률 추이와 전망



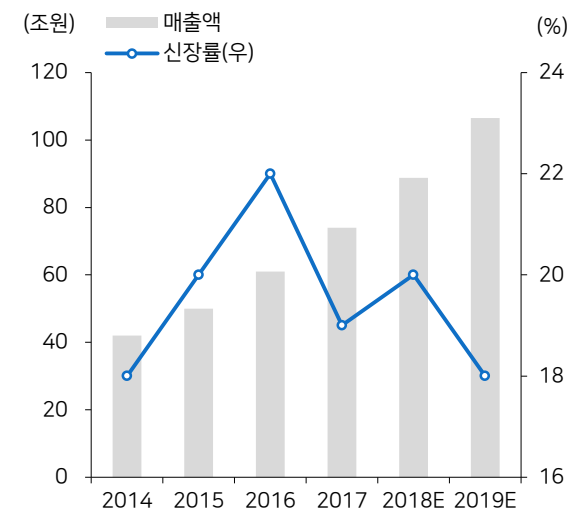
주: 18년, 19년은 메리츠증권증권 추정치
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠증권증권 리서치센터

백화점 판매액 및 신장률 추이와 전망



주: 18년, 19년은 메리츠증권증권 추정치
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠증권증권 리서치센터

온라인몰 판매액 및 신장률 추이와 전망



주: 18년, 19년은 메리츠증권증권 추정치
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠증권증권 리서치센터

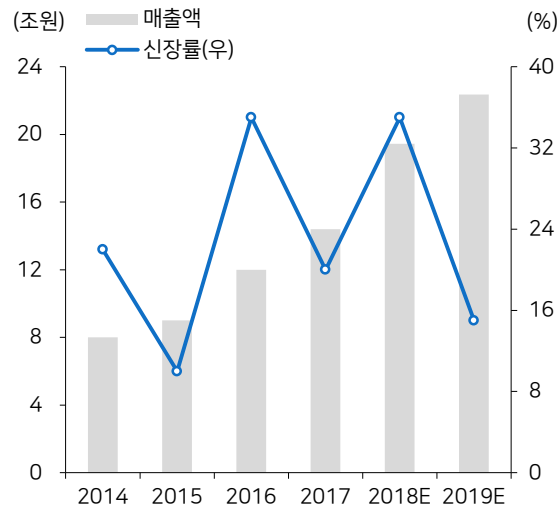
2019년 유통산업 채널별 전망 (2)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

중국 밀레니얼 럭셔리 소비 확장으로 면세점 성장 지속, 편의점 점당효율성 개선 관건

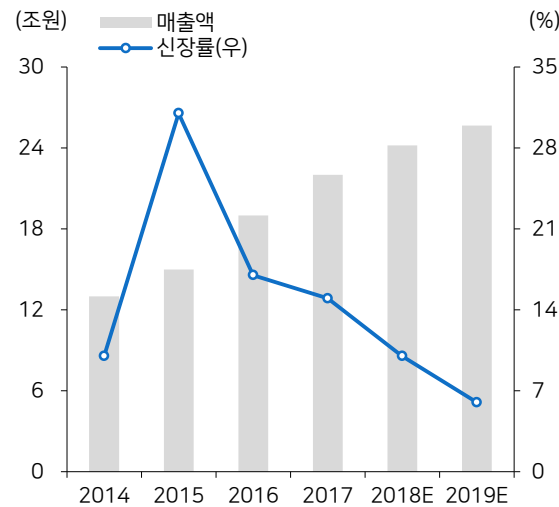
- 면세점: 중국 중산층 밀레니얼의 럭셔리 소비 확장에 따른 구조적인 고성장이 이어지겠지만 2018년 대비 2019년 성장률은 소폭 둔화될 전망, 홍콩, 동남아 등 해외 사업 강화로 신규 수익원 확보 기대
- 편의점: 1~2인 가구 확대에 따른 수요 기반의 고성장 지속될 전망, 다만 신규 출점 속도는 둔화될 것으로 예상됨. 상품력 강화를 통한 기존점성장률 (점당매출액증감률) 회복 관건
- 슈퍼마켓: 식품 부문의 근거리 소량 구매 트렌드 확산으로 성장률 유지 전망

면세점 판매액 및 신장률 추이와 전망



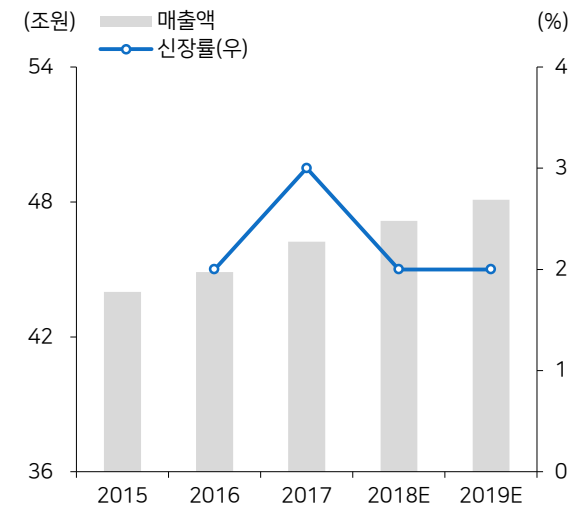
주: 18년, 19년은 메리츠총금증권 추정치
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠총금증권 리서치센터

편의점 판매액 및 신장률 추이와 전망



주: 18년, 19년은 메리츠총금증권 추정치
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠총금증권 리서치센터

슈퍼마켓 판매액 및 신장률 추이와 전망



주: 18년, 19년은 메리츠총금증권 추정치
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠총금증권 리서치센터

국내 유통기업 Peer

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15

유통/화장품 Value Consumption

		롯데쇼핑	이마트	현대백화점	신세계	BGF리테일	GS리테일	롯데하이마트	호텔신라
Ticker		023530 KS	139480 KS	069960 KS	004170 KS	282330 KS	007070 KS	071840 KS	008770 KS
현재주가 (11/16)		218,000	194,000	89,800	279,000	169,500	36,000	53,300	82,600
시가총액		6,167	5,408	2,102	2,747	2,930	2,772	1,258	3,242
절대수익률 (%)	(원)								
	1M	6.6	-8.3	-1.2	-3.5	-14.6	-9.2	-12.5	-1.9
	3M	19.8	-4.9	-6.5	-4.1	5.3	4.0	-27.0	-16.6
	6M	-9.2	-25.1	-16.5	-37.7	-8.9	-1.1	-32.0	-32.0
	1Y	1.5	-19.6	3.8	11.9	n/a	3.5	-22.5	3.7
	YTD	9.5	-28.4	-14.1	-7.0	-19.3	-10.7	-22.6	-2.7
초과수익률 (%p)	1M	9.0	-5.8	1.2	-1.0	-12.2	-6.8	-10.1	0.5
	3M	23.0	-1.7	-3.3	-0.9	8.5	7.3	-23.8	-13.4
	6M	-10.7	-26.6	-18.0	-39.2	-10.4	-2.6	-33.5	-33.5
	1Y	-6.4	-27.5	-4.1	4.0	N/A	-4.3	-30.4	-4.2
	YTD	5.4	-32.5	-18.2	-11.1	-23.4	-14.8	-26.7	-6.8
PER (X)	2017	-44.9	12.3	9.6	16.2	21.7	26.3	11.0	133.3
	2018E	52.1	11.7	8.9	13.1	18.3	19.8	8.7	21.8
	2019E	13.2	12.5	9.1	12.9	16.9	17.7	8.3	18.7
PBR (X)	2017	0.4	0.9	0.6	0.9	9.3	1.5	0.8	5.1
	2018E	0.5	0.6	0.5	0.8	5.9	1.3	0.6	4.1
	2019E	0.5	0.6	0.5	0.7	4.8	1.3	0.6	3.4
ROE (%)	2017	-0.9	7.7	6.6	5.5	7.2	5.9	7.6	3.8
	2018E	0.9	5.5	5.8	6.0	36.2	6.8	7.0	20.3
	2019E	3.6	4.9	5.4	5.7	31.3	7.3	7.0	19.7
매출액성장률 (%)	2017	-24.6	8.6	0.9	31.3	N/A	11.7	4.1	8.0
	2018E	0.1	8.0	0.4	32.4	514.7	4.6	0.5	15.4
	2019E	1.4	9.1	13.9	13.4	4.1	3.5	2.5	11.4
영업이익성장률 (%)	2017	-30.6	-0.3	2.7	37.5	N/A	-24.0	18.9	-7.4
	2018E	29.1	-6.3	-5.2	20.8	620.9	13.7	-3.4	213.7
	2019E	21.7	10.3	-2.0	-5.7	9.7	11.0	3.2	13.5
순이익성장률 (%)	2017	적전	64.5	-5.9	-33.9	N/A	-57.9	22.2	-9.1
	2018E	흑전	-25.3	-5.8	31.1	472.9	27.1	-2.6	490.5
	2019E	728.8	-6.6	-0.6	-4.7	8.3	12.2	4.9	16.4
영업이익률 (%)	2017	2.9	3.6	21.3	8.9	2.8	2.0	5.1	1.8
	2018E	3.8	3.1	20.1	8.1	3.3	2.2	4.9	5.0
	2019E	4.5	3.1	17.3	6.8	3.5	2.3	4.9	5.0
순이익률 (%)	2017	-0.1	4.0	16.4	5.5	3.0	1.4	3.6	0.6
	2018E	0.7	2.7	15.3	5.5	2.8	1.7	3.5	3.2
	2019E	2.8	2.3	13.4	4.6	2.9	1.8	3.6	3.4

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 유통기업 Peer

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15

유통/화장품 Value Consumption

		WAL-MART	COSTCO	MACY'S	SEVEN & I HOLDINGS	LAWSON	FAMILYMART	BEST BUY	YAMADA DENKI
Ticker		WMT US	COST US	M US	3382 JP	2651 JP	8028 JP	BBY US	9831 JP
국가		미국	미국	미국	일본	일본	일본	미국	일본
현재주가 (11/16)	(달러)	98	231	33	44	63	135	66	5
시가총액	(백만달러)	286,108	101,235	10,230	39,283	6,346	17,146	18,239	4,599
절대수익률 (%)	1M	2.0	1.7	-0.6	4.7	4.8	20.6	-11.2	-4.1
	3M	-1.0	4.0	-6.0	11.1	10.4	40.5	-13.1	0.4
	6M	14.1	16.8	2.5	4.2	1.1	35.5	-14.4	-5.0
	1Y	0.4	36.5	72.6	12.0	0.4	133.1	23.2	-5.5
	YTD	0.7	25.4	36.7	9.0	-1.1	95.9	-1.2	-11.8
초과수익률 (%p)	1M	4.4	4.1	1.8	7.1	7.3	23.0	-8.8	-1.7
	3M	2.2	7.2	-2.8	14.3	13.6	43.7	-9.9	3.6
	6M	12.6	15.3	1.0	2.7	-0.4	34.0	-15.9	-6.5
	1Y	-7.5	28.7	64.7	4.1	-7.5	125.2	15.3	-13.4
	YTD	-3.4	21.3	32.6	4.9	-5.2	91.8	-5.3	-15.9
PER (X)	2017	15.4	27.2	10.5	40.2	21.3	35.2	12.4	12.9
	2018E	20.2	29.9	8.0	20.9	24.5	45.9	13.1	19.6
	2019E	20.7	27.4	9.2	17.9	23.3	40.0	12.2	14.3
PBR (X)	2017	2.6	6.4	2.0	1.7	2.8	1.7	2.9	0.8
	2018E	3.7	6.8	1.6	1.7	2.6	3.5	6.1	0.7
	2019E	3.7	5.8	1.5	1.6	2.5	3.3	5.9	0.7
ROE (%)	2017	17.2	23.4	14.6	4.1	13.5	5.5	27.0	6.3
	2018E	15.1	24.2	21.2	8.6	10.3	7.5	44.7	3.7
	2019E	17.8	22.9	13.1	9.3	10.8	8.3	53.6	5.1
매출액성장률 (%)	2017	0.8	8.7	-1.9	6.0	24.6	121.9	-0.3	7.5
	2018E	5.8	18.2	-5.4	36.0	163.6	41.9	8.5	-2.3
	2019E	2.8	6.6	0.3	3.4	5.0	-11.8	1.4	2.1
영업이익성장률 (%)	2017	-5.6	12.0	-32.7	15.5	13.5	0.3	34.8	10.5
	2018E	-3.7	17.8	39.0	8.8	-22.9	115.4	4.2	-45.1
	2019E	-1.1	7.7	-16.2	7.4	3.5	5.3	2.3	33.3
순이익성장률 (%)	2017	-7.2	14.0	-41.4	-32.9	29.4	35.6	36.9	26.0
	2018E	-24.8	27.5	107.6	108.2	-24.9	85.0	13.9	-38.1
	2019E	32.7	8.5	-14.4	16.6	6.6	15.3	3.3	37.7
영업이익률 (%)	2017	4.7	3.2	5.2	7.8	29.0	3.8	4.7	3.7
	2018E	4.3	3.2	7.6	6.3	8.5	5.8	4.5	2.1
	2019E	4.1	3.2	6.3	6.5	8.4	6.9	4.6	2.7
순이익률 (%)	2017	2.8	2.1	2.4	2.1	14.3	2.6	3.1	2.2
	2018E	2.0	2.2	5.2	3.2	4.1	3.3	3.3	1.4
	2019E	2.6	2.3	4.4	3.6	4.1	4.4	3.3	1.9

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주요 글로벌 유통기업, 최근 주가 동향

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

Walmart



Best Buy



Seven&I Holdings



Macy's



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

Walmart 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	468,651.0	476,294.0	485,651.0	482,130.0	485,873.0	500,343.0	515,299.7	530,068.4
영업이익	27,725.0	26,872.0	27,147.0	24,105.0	22,764.0	20,437.0	21,846.3	21,585.9
세전이익	25,662.0	24,656.0	24,799.0	21,638.0	20,497.0	15,123.0	19,496.2	18,735.8
순이익 (조정)	16,999.0	16,022.0	16,363.0	14,694.0	13,643.0	9,862.0	14,110.1	13,345.7
성장률 (%YoY)								
매출액	5.0	1.6	2.0	-0.7	0.8	3.0	3.0	2.9
영업이익	4.7	-3.1	1.0	-11.2	-5.6	-10.2	6.9	-1.2
세전이익	5.5	-3.9	0.6	-12.7	-5.3	-26.2	28.9	-3.9
순이익 (조정)	3.3	-5.7	2.1	-10.2	-7.2	-27.7	43.1	-5.4
수익성 (%)								
영업이익률	5.9	5.6	5.6	5.0	4.7	4.1	4.2	4.1
세전이익률	5.5	5.2	5.1	4.5	4.2	3.0	3.8	3.5
순이익률 (조정)	3.4	3.4	3.4	3.0	2.8	2.0	2.7	2.5
PER (배)	14.0	14.8	17.0	15.1	15.4	24.1	21.8	22.1
PBR (배)	3.0	3.2	3.4	2.6	2.6	4.0	4.0	4.0
EV/EBITDA (배)	7.6	8.1	8.7	7.5	7.4	11.4	10.4	10.5
ROE (%)	23.0	21.0	20.8	18.1	17.2	12.7	15.5	17.7
EPS (달러)	5.0	4.9	5.1	4.6	4.4	3.3	4.8	4.7
BPS (달러)	23.0	23.6	25.2	25.5	25.5	26.4	25.7	26.0

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Walmart 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	115,904.0	120,854.0	118,179.0	130,936.0	117,542.0	123,355.0	123,179.0	136,267.0	122,690.0	128,028.0	125,470.4	139,735.5
영업이익	5,275.0	6,165.0	5,119.0	6,205.0	5,237.0	5,969.0	4,764.0	4,467.0	5,154.0	5,750.0	4,803.1	6,171.8
세전이익	4,714.0	5,599.0	4,534.0	5,650.0	4,674.0	4,606.0	2,879.0	2,964.0	2,822.0	398.0	4,161.0	5,530.9
순이익	3,079.0	3,773.0	3,034.0	3,757.0	3,039.0	2,899.0	1,749.0	2,175.0	2,134.0	-861.0	2,996.3	3,930.8
성장률 (%YoY)												
매출액	0.9	0.5	0.7	1.0	1.4	2.1	4.2	4.1	4.4	3.8	1.9	2.5
영업이익	-7.1	1.6	-10.4	-6.6	-0.7	-3.2	-6.9	-28.0	-1.6	-3.7	0.8	38.2
세전이익	-2.9	1.3	-12.2	-7.3	-0.8	-17.7	-36.5	-47.5	-39.6	-91.4	44.5	86.6
순이익	-7.8	8.6	-8.2	-17.9	-1.3	-23.2	-42.4	-42.1	-29.8	적전	71.3	80.7
수익성 (%)												
영업이익률	4.6	5.1	4.3	4.7	4.5	4.8	3.9	3.3	4.2	4.5	3.8	4.4
세전이익률	4.1	4.6	3.8	4.3	4.0	3.7	2.3	2.2	2.3	0.3	3.3	4.0
순이익률	2.7	3.1	2.6	2.9	2.6	2.4	1.4	1.6	1.7	-0.7	2.4	2.8

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

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

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

Best Buy 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	39,827.0	40,611.0	40,339.0	39,528.0	39,403.0	42,151.0	42,736.1	43,346.8
영업이익	-119.0	1,144.0	1,450.0	1,375.0	1,854.0	1,843.0	1,929.6	1,977.1
세전이익	-198.0	1,083.0	1,387.0	1,310.0	1,816.0	1,817.0	1,907.4	1,960.2
순이익 (조정)	-441.0	532.0	1,233.0	897.0	1,228.0	1,000.0	1,439.2	1,466.9
성장률 (%YoY)								
매출액	-21.5	2.0	-0.7	-2.0	-0.3	7.0	1.4	1.4
영업이익	적전	흑전	26.7	-5.2	34.8	-0.6	4.7	2.5
세전이익	적전	흑전	28.1	-5.6	38.6	0.1	5.0	2.8
순이익 (조정)	적지	흑전	131.8	-27.3	36.9	-18.6	43.9	1.9
수익성 (%)								
영업이익률	-0.3	2.8	3.6	3.5	4.7	4.4	4.5	4.6
세전이익률	-0.5	2.7	3.4	3.3	4.6	4.3	4.5	4.5
순이익률 (조정)	-1.1	1.3	3.1	2.3	3.1	2.4	3.4	3.4
PER (배)	8.1	11.3	13.5	10.5	12.4	16.1	13.3	12.3
PBR (배)	1.8	2.0	2.5	2.1	2.9	5.6	6.1	5.9
EV/EBITDA (배)	9.2	3.7	4.8	3.7	4.4	7.3	6.4	6.2
ROE (%)	-13.0	15.1	27.5	19.1	27.0	24.0	44.7	53.6
EPS (달러)	-1.3	1.6	3.5	2.6	3.9	3.3	5.1	5.5
BPS (달러)	9.0	11.5	14.2	13.5	15.1	12.8	10.9	11.4

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Best Buy 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	8,443.0	8,533.0	8,945.0	13,482.0	8,528.0	8,940.0	9,320.0	15,363.0	9,109.0	9,379.0	9,570.7	14,670.4
영업이익	372.0	289.0	312.0	881.0	300.0	321.0	350.0	872.0	265.0	335.0	321.3	955.6
세전이익	360.0	279.0	304.0	873.0	292.0	310.0	342.0	873.0	257.0	329.0	313.7	951.5
순이익	229.0	198.0	194.0	607.0	188.0	209.0	239.0	364.0	208.0	244.0	238.3	702.6
성장률 (%YoY)												
매출액	-1.3	0.1	1.4	-1.0	1.0	4.8	4.2	14.0	6.8	4.9	2.7	-4.5
영업이익	332.6	0.3	35.7	14.3	-19.4	11.1	12.2	-1.0	-11.7	4.4	-8.2	9.6
세전이익	380.0	2.6	42.7	16.4	-18.9	11.1	12.5	0.0	-12.0	6.1	-8.3	9.0
순이익	77.5	20.7	55.2	26.7	-17.9	5.6	23.2	-40.0	10.6	16.7	-0.3	93.0
수익성 (%)												
영업이익률	4.4	3.4	3.5	6.5	3.5	3.6	3.8	5.7	2.9	3.6	3.4	6.5
세전이익률	4.3	3.3	3.4	6.5	3.4	3.5	3.7	5.7	2.8	3.5	3.3	6.5
순이익률	2.7	2.3	2.2	4.5	2.2	2.3	2.6	2.4	2.3	2.6	2.5	4.8

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

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

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

Seven&I Holdings 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	50,740.4	47,012.9	46,289.6	40,548.5	42,978.3	43,161.7	58,463.6	60,436.4
영업이익	3,616.1	3,412.7	3,180.7	2,920.2	3,372.3	3,516.1	3,669.0	3,941.7
세전이익	3,212.9	3,127.1	2,873.7	2,517.8	2,012.5	2,480.7	3,051.0	3,441.4
순이익 (조정)	1,688.5	1,765.2	1,602.5	1,333.9	894.9	1,626.3	1,886.3	2,192.4
성장률 (%YoY)								
매출액	-0.3	-7.3	-1.5	-12.4	6.0	0.4	35.5	3.4
영업이익	-2.4	-5.6	-6.8	-8.2	15.5	4.3	4.3	7.4
세전이익	9.8	-2.7	-8.1	-12.4	-20.1	23.3	23.0	12.8
순이익 (조정)	2.5	4.5	-9.2	-16.8	-32.9	81.7	16.0	16.2
수익성 (%)								
영업이익률	7.1	7.3	6.9	7.2	7.8	8.1	6.3	6.5
세전이익률	6.3	6.7	6.2	6.2	4.7	5.7	5.2	5.7
순이익률 (조정)	3.3	3.8	3.5	3.3	2.1	3.8	3.2	3.6
PER (배)	17.3	19.2	23.4	24.7	40.2	21.8	20.6	17.7
PBR (배)	1.3	1.6	1.8	1.7	1.7	1.6	1.7	1.6
EV/EBITDA (배)	5.5	7.0	7.7	7.0	6.6	6.1	6.8	6.5
ROE (%)	7.5	8.8	7.9	6.9	4.1	7.6	8.6	9.3
EPS (달러)	1.9	2.0	1.8	1.5	1.0	1.8	2.1	2.5
BPS (달러)	23.2	23.3	21.7	23.8	23.6	25.7	25.4	26.9

주: 2월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Seven&I Holdings 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	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	14,195.2	14,780.1
영업이익	737.3	966.1	884.1	790.0	752.6	994.0	903.4	866.7	801.3	1,021.3	979.7	943.9
세전이익	677.3	207.1	724.5	396.5	507.0	822.5	846.5	301.9	655.1	772.7	983.9	951.1
순이익	390.5	-93.4	401.8	185.0	300.8	502.7	533.5	288.3	397.9	527.4	590.9	430.4
성장률 (%YoY)												
매출액	-5.1	10.4	5.9	3.8	4.5	-3.9	-1.8	3.9	14.9	17.9	34.8	29.9
영업이익	-4.5	31.5	20.7	2.3	2.1	2.9	2.2	9.7	6.5	2.8	8.4	8.9
세전이익	13.0	-66.4	9.4	-33.9	-25.1	297.2	16.8	-23.8	29.2	-6.1	16.2	215.0
순이익	30.0	적전	18.7	-38.4	-23.0	흑전	32.8	55.8	32.3	4.9	10.7	49.3
수익성 (%)												
영업이익률	7.4	8.6	8.2	7.2	7.2	9.2	8.6	7.6	5.4	6.7	6.9	6.4
세전이익률	6.8	1.8	6.8	3.6	4.8	7.6	8.0	2.7	N/A	N/A	6.9	6.4
순이익률	3.9	-0.8	3.7	1.7	2.9	4.7	5.1	2.5	2.7	3.7	4.2	2.9

주: 2월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

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

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

Macy's 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	27,686.0	27,931.0	28,105.0	27,079.0	26,566.0	25,643.0	25,098.2	25,146.2
영업이익	2,661.0	2,678.0	2,800.0	2,039.0	1,372.0	1,817.0	1,849.8	1,569.2
세전이익	2,102.0	2,290.0	2,390.0	1,678.0	966.0	1,517.0	1,617.4	1,444.5
순이익 (조정)	1,335.0	1,486.0	1,526.0	1,072.0	628.0	1,555.0	1,255.8	1,111.8
성장률 (%YoY)								
매출액	4.9	0.9	0.6	-3.7	-1.9	-3.5	-2.1	0.2
영업이익	10.4	0.6	4.6	-27.2	-32.7	32.4	1.8	-15.2
세전이익	6.8	8.9	4.4	-29.8	-42.4	57.0	6.6	-10.7
순이익 (조정)	6.3	11.3	2.7	-29.8	-41.4	147.6	-19.2	-11.5
수익성 (%)								
영업이익률	9.6	9.6	10.0	7.5	5.2	7.1	7.4	6.2
세전이익률	7.6	8.2	8.5	6.2	3.6	5.9	6.4	5.7
순이익률 (조정)	4.8	5.3	5.4	4.0	2.4	6.1	5.0	4.4
PER (배)	11.4	13.4	14.5	12.0	10.5	9.1	9.2	10.5
PBR (배)	2.5	3.1	4.0	3.0	2.0	1.3	1.8	1.6
EV/EBITDA (배)	5.5	6.6	7.0	6.2	5.9	4.3	5.7	6.1
ROE (%)	22.3	24.2	26.2	22.3	14.6	30.7	20.4	15.2
EPS (달러)	3.3	3.9	4.3	3.3	2.0	5.1	4.0	3.5
BPS (달러)	15.6	17.1	15.8	13.7	14.4	18.9	20.8	22.5

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Macy's 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
매출액	5,936.0	6,126.0	5,782.0	8,723.0	5,511.0	5,803.0	5,432.0	8,896.0	5,698.0	5,758.0	5,410.4	8,494.0
영업이익	290.0	98.0	151.0	833.0	219.0	282.0	123.0	1,266.0	238.0	303.0	85.8	1,154.2
세전이익	190.0	10.0	22.0	744.0	145.0	168.0	43.0	1,169.0	183.0	197.0	48.9	1,132.9
순이익	124.0	5.0	14.0	486.0	78.0	111.0	34.0	1,331.0	139.0	166.0	40.6	873.0
성장률 (%YoY)												
매출액	-4.7	0.4	-1.6	-1.6	-7.2	-5.3	-6.1	2.0	3.4	-0.8	-0.4	-4.5
영업이익	-29.1	-77.5	-41.5	-11.0	-24.5	187.8	-18.5	52.0	8.7	7.4	-30.2	-8.8
세전이익	-39.5	-97.1	-87.6	-11.7	-23.7	1,580.0	95.5	57.1	26.2	17.3	13.8	-3.1
순이익	-35.8	-97.7	-88.1	-10.7	-37.1	2,120.0	142.9	173.9	78.2	49.5	19.5	-34.4
수익성 (%)												
영업이익률	4.9	1.6	2.6	9.5	4.0	4.9	2.3	14.2	4.2	4.7	1.6	13.6
세전이익률	3.2	0.2	0.4	8.5	2.6	2.9	0.8	13.1	3.2	3.5	0.9	13.3
순이익률	2.1	0.1	0.2	5.6	1.4	1.9	0.6	15.0	2.4	2.7	0.8	10.3

주: 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Part II

골목 상권에서 소비의 변화를 짚어보다

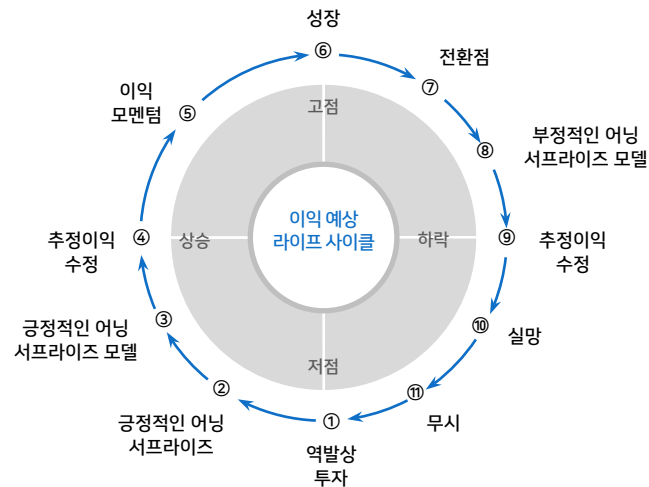
소비 시장의 유행 라이프사이클 분석

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

브랜드 및 소비 라이프 사이클에 따른 수익 기간 설정

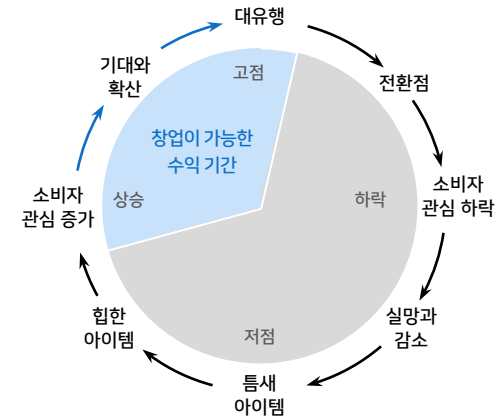
- 자영업의 유행 사이클은 흥미롭게도 주식시장의 사이클과 유사함. (출처: 김영준 '골목의 전쟁')
주식시장에는 어떤 주식이 관심을 받다가 열광적인 주식이 된 후 하락하면서 무관심한 주식으로 변하게 됨. 소비 시장도 마찬가지로 수많은 가게들이 유행을 따라 크게 증가하고 또 순식간에 사라짐
- 결론적으로 소비자 관심 라이프사이클을 통해 산출한 창업이 가능한 수익기간은 소비자 관심 증가 단계부터 대유행 단계까지이며 사실상 유행의 흐름을 타고 제대로 수익을 낼 수 있는 최대의 구간임

주식시장 기업 이익 예상 라이프사이클



자료:리처드 번스타인 '스타일 투자전략', 메리츠증권증권 리서치센터

소비자 관심 라이프사이클을 통한 창업이 가능한 수익기간 산출



자료: 골목의 전쟁 (2018), 메리츠증권증권 리서치센터

대량 생산품 (프랜차이즈)과 수제 제품 (독립형)의 차별적 가치

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

자영업의 핵심은 가격과 회전율

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

GS25 편의점에서 즉석 조리해 먹는 봉지라면



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

고급 디저트 카페



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

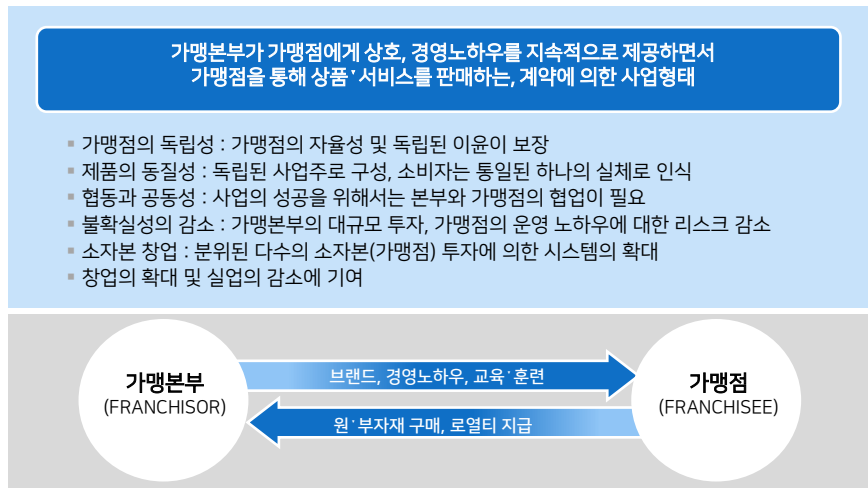
프랜차이즈 산업의 정의와 자영업 생존의 핵심요인

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

프랜차이즈, 영세상인들을 도와주기 위한 비즈니스 모델

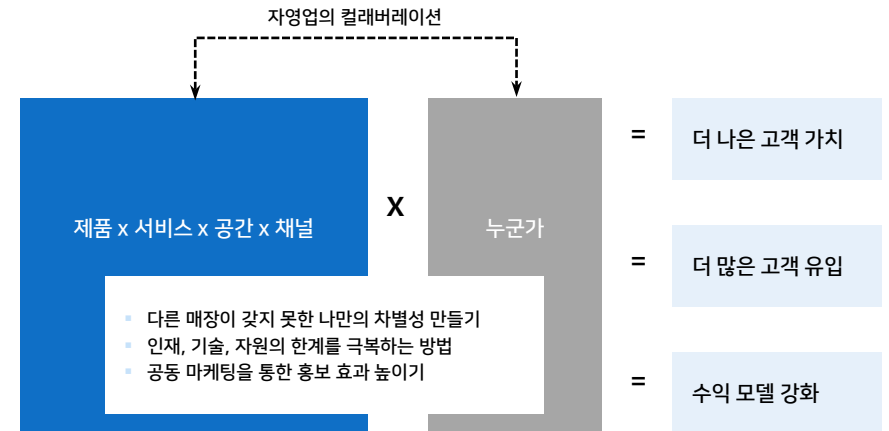
- 2017년부터 갑을 이슈로 프랜차이즈 산업에 대한 사회적 관심이 커졌지만 근본적으로 프랜차이즈 산업은 혁신적 아이디어 (가맹본부)와 소자본 (가맹점)이 결합하여 누구나 쉽게 창업이 가능한 시스템으로 자영업자의 경쟁력을 제고할 수 있는 서민 밀착형 산업임
- 프랜차이즈는 경험과 자본이 부족한 영세 자영업자의 제약을 극복할 수 있게 도와주고 소자본으로도 조직화, 공동 마케팅, 브랜드 구축 등 자영업자의 역량 강화가 가능함. 나아가 프랜차이즈는 인력, 서비스, 시설 장비, 원부자재 등을 통합하여 수출도 가능하며 글로벌 시장 진출은 새로운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

프랜차이즈 사업 정의



자료: 한국프랜차이즈 협회, 메리츠증권증권 리서치센터

자영업 생존의 핵심 요인: 다양한 업종과 분야의 사업자간 콜라베이션



자료: 자영업트렌드2018, 메리츠증권증권 리서치센터

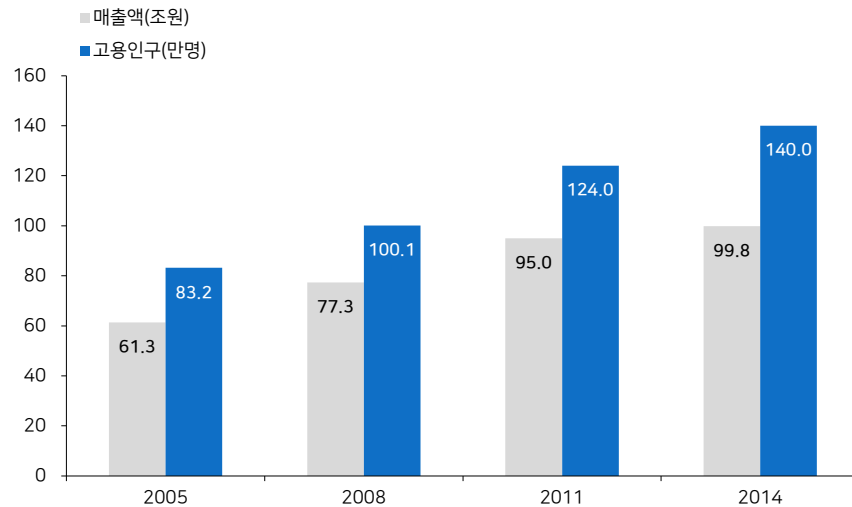
자영업자들의 수요로 프랜차이즈 가맹사업 확대

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

한국 경제가 저성장 기조에 들어서면서 자영업자들의 수요로 프랜차이즈 가맹사업 확대

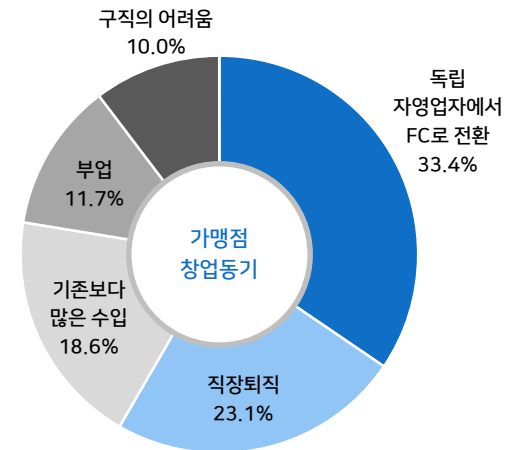
- 한국의 프랜차이즈 산업은 1970년대 도입되어 양적으로 급속히 성장하여 명목 GDP 대비 2.8%, 총 고용 대비 7.4%를 차지하는 것으로 추산됨
- 특히 고용 창출 효과가 크기 때문에 국가 경제의 큰 축을 담당하고 있으며 한국 경제가 저성장 기조에 들어서면서 그 비중이 증가 추세에 있음
- 또한 2000년대 중반 이후 국내 취업자 수는 감소 추세에 있기 때문에 자영업 등 창업은 지속적으로 증가할 전망

국내 프랜차이즈 산업 규모 및 고용인구 현황



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

가맹점 창업동기: 독립자영업자에서 전환이 가장 높음



자료: 대한상공회의소(2012), 메리츠증권증권 리서치센터

한국 영세 프랜차이즈의 불투명한 수익구조 개선 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

경쟁력 있고 체계화된 프랜차이즈 중심으로 변화

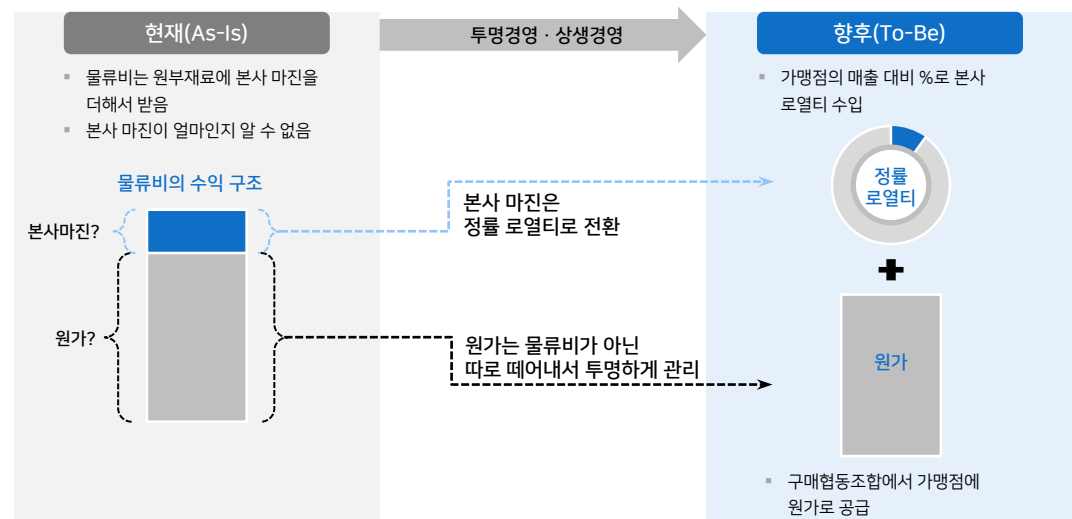
- 특히 한국의 자영업자 수가 많고 생존율이 낮기 때문에 상대적으로 생존율이 높은 프랜차이즈를 통해 창업 성공률을 제고할 가능성이 높음
- 다만 한국 프랜차이즈의 경우 외식업의 비중이 지나치게 높고 가맹본부가 영세한 편이어서 향후 경쟁력 있고 체계화된 프랜차이즈 중심으로 변화 예상

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

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



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

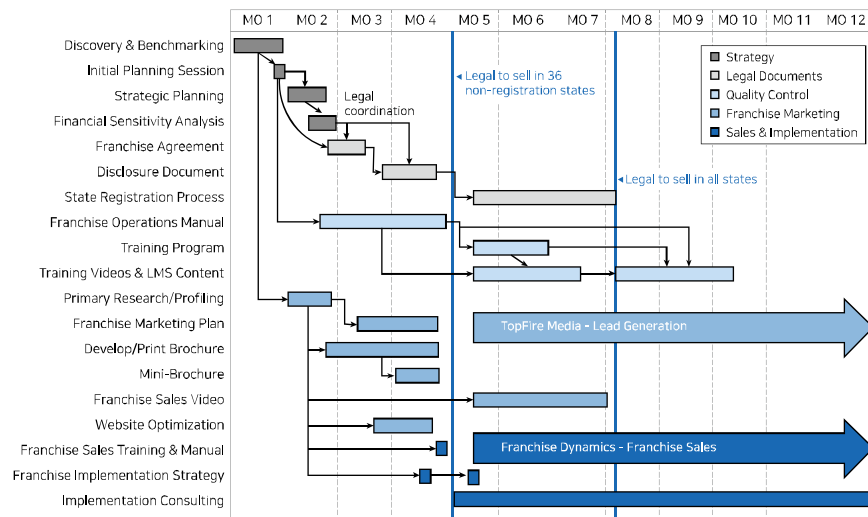
미국 프랜차이즈 체계화된 시스템 구축

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

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

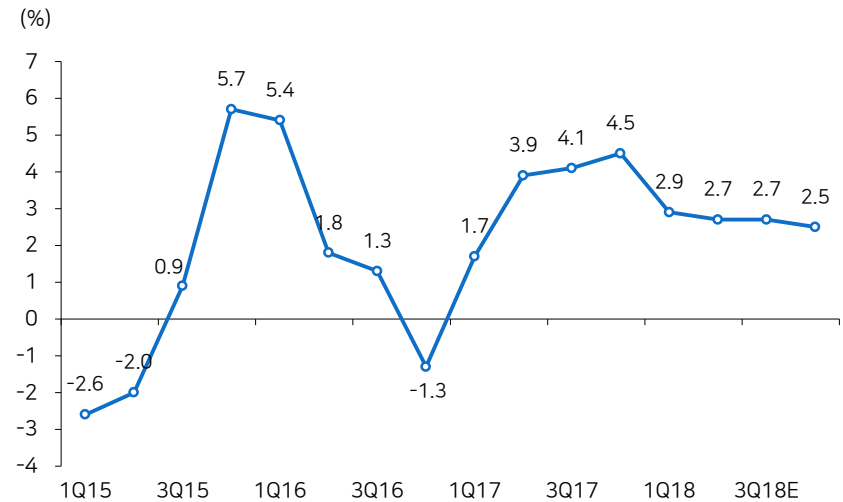
- 미국의 프랜차이즈는 기본적으로 정률 로열티 기반의 수익모델을 추구함. 본사의 원부재료 구매 또한 가맹점주로 구성된 협동조합을 통해 이루어지는 경우가 많음
- 점포 입지 분석, 상권별 인구 특성에 기반한 예상 매출 시나리오 분석, ERP, 발주 시스템, 가맹점 POS 시스템 등 정보 관리 인프라 또한 체계적으로 구축되어 있음
- 맥도널드 등 미국의 대표 프랜차이즈 업체들은 안정적 성장을 바탕으로 양호한 주가 흐름을 이어가고 있음. 최근에는 배달 서비스와 모바일 주문 등의 Digital 경쟁력 강화에 집중함

미국의 프랜차이즈, 체계화된 시스템이 강점



자료: 미국프랜차이즈협회, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 맥도널드 기존점성장을 추이

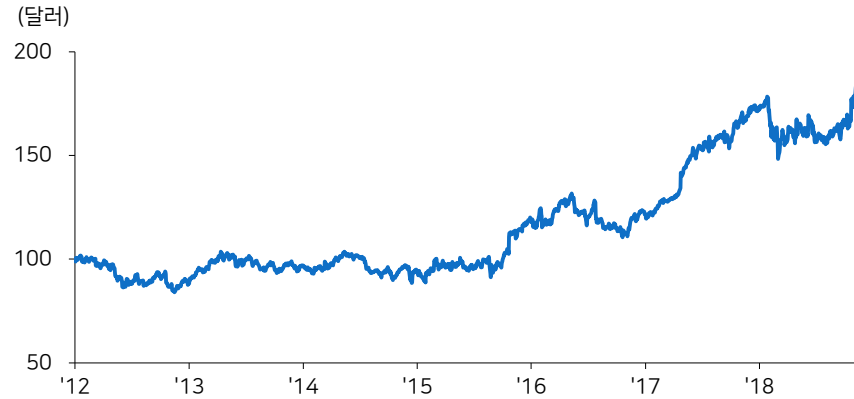


자료: McDonald, 메리츠증권증권 리서치센터

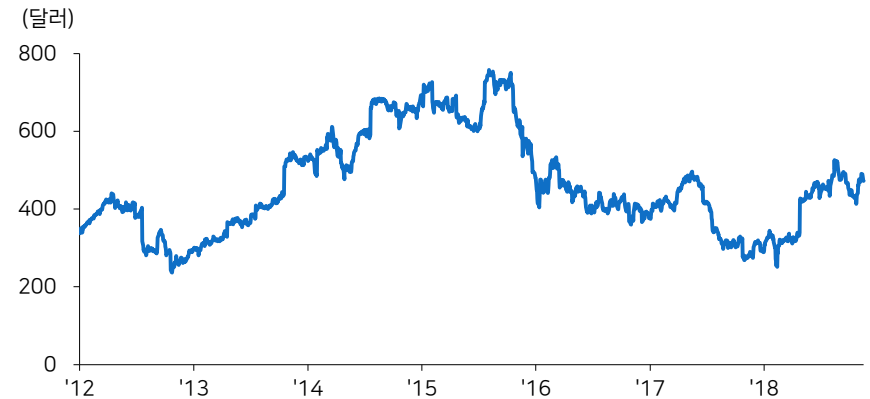
미국 프랜차이즈 기업, 안정적인 비즈니스 모델 기반으로 주가 양호

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

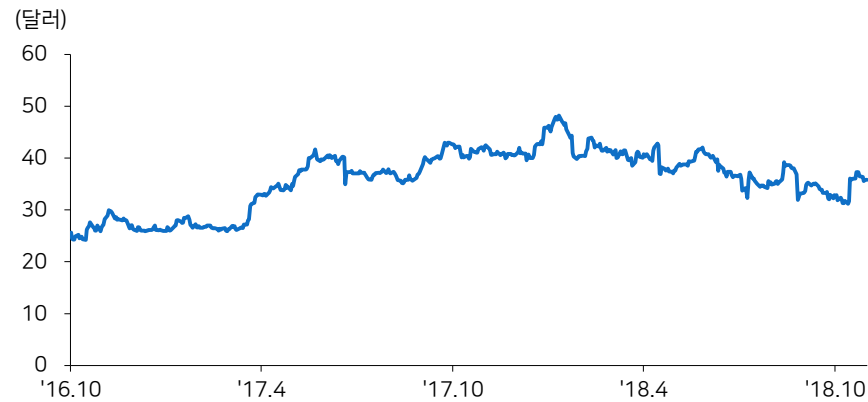
McDonald 주가 추이



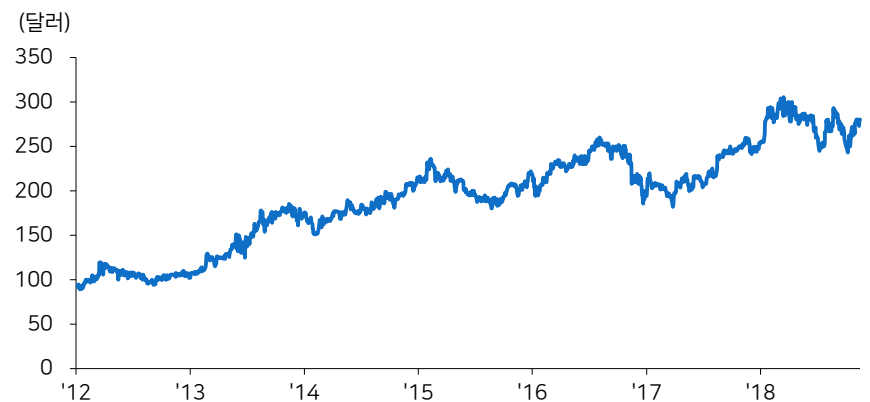
Chipotle Mexican Grill 주가 추이



YumChina 주가 추이



Jollibee Foods 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

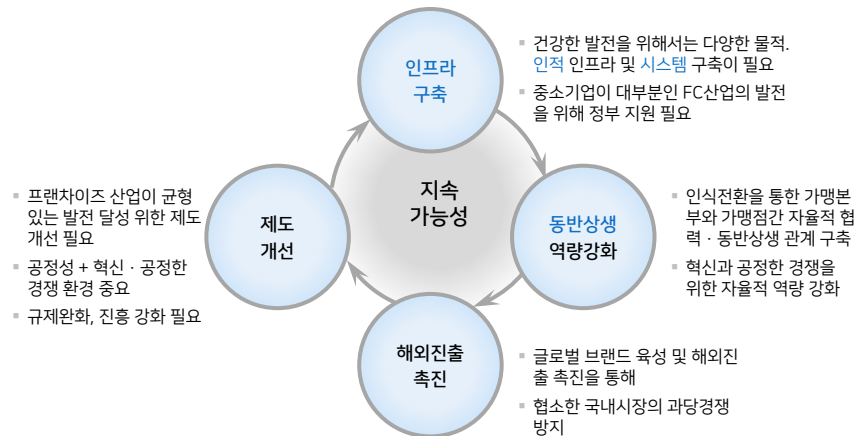
2019년 프랜차이즈 점주의 제도적 환경 개선 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

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

- 2019년 프랜차이즈 점주의 제도적 환경은 크게 개선될 전망. 상가 임대차 보호법이 개정되고 영세사업자들의 카드수수료도 인하되는 추세. 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 있음
- 우리나라는 그동안 건물주의 재산권에 좀 더 초점을 맞추었기 때문에 상가 임차인들은 영업수익보다 권리금으로 이를 보장받으려고 했음. 그러나 선진국들은 상권에 대한 임차인들의 기여분을 안정적인 임대료와 영업기간으로 보장함. 결론적으로 최근 3년간 상가임대차보호법은 많은 변화가 있었고 당분간은 임차인에게 유리한 방향으로 지속적인 변화가 예상됨

한국 프랜차이즈 산업 발전 방향



자료: KFA (한국프랜차이즈협회), 메리츠증권증권 리서치센터

상가 임대차 보호법 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

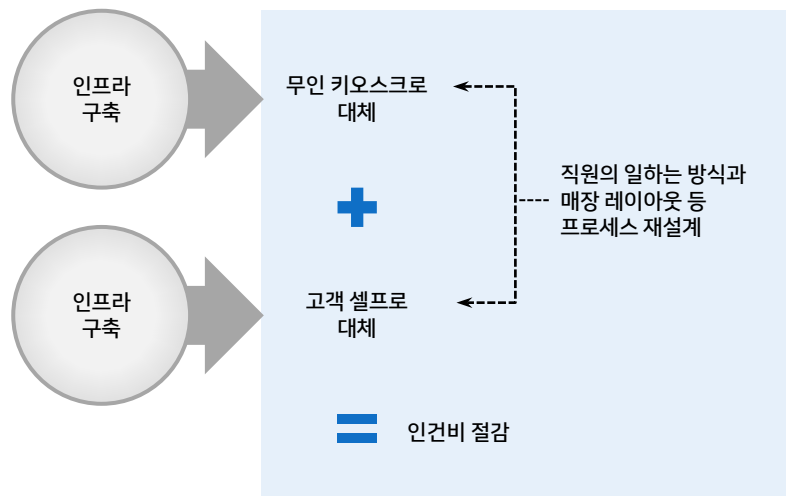
자영업의 프로세스 혁신, IT 기술 발달로 생산성 향상

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

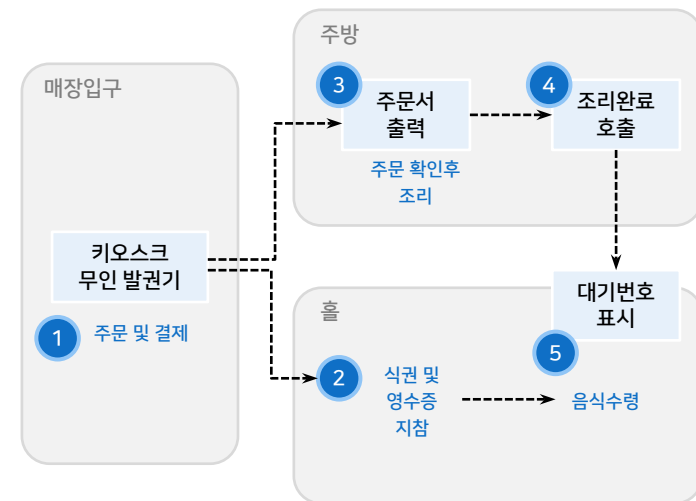
유통 산업의 무인화와 생산성 이슈는 전세계적인 화두

- 2018년은 최저임금 인상이 전년대비 16.4% 증가하면서 인건비를 필두로 각종 비용 상승으로 인한 프랜차이즈 업계와 자영업자들의 어려움이 컸음. 이에 따라 생산성 제고를 위해 프로세스를 혁신하는 방안으로 변모하고 있음
- 중국의 경우 이미 모바일 기술과 각종 IT 장치를 활용한 무인 편의점이 등장했으며 유통 산업의 무인화와 생산성 이슈는 전세계적인 화두. 무인 결제시스템의 도입 또한 IT 기술을 활용한 대표적인 생산성 증대 방법. 무인 결제시스템은 400~500만원 수준이며 렌탈 또는 리스 방식으로도 이용할 수 있음. 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 있음

음식점 인건비 절감 방식의 예시



무인발권기 등으로 자영업의 프로세스 혁신



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

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

뜨는 상권과 젠트리피케이션

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

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

- 상권은 지속적으로 변함. 소비문화는 상권의 확장과 이동을 이끌어냄. 상권의 핵심이론은 '소비문화'
- 활성화되지 않은 상권이라도 잠재가치가 내재되어있는 곳이 있음. 최근의 소비 트렌드는 세련되고 고급스런 이미지와 의미를 지닌 상품을 선호함. 상점은 단순히 상품을 전시하고 판매하는 공간이 아니라 특별한 분위기를 제공함으로써 공간 그 자체를 즐기고 소비하는 대상으로 변하고 있음
- 무엇보다 이처럼 급격한 변화가 있었던 지역들은 모두 문화기반의 상권으로 이 상권의 활성화에 기여한 것은 바로 예술인들의 문화공간이라는 데에 공통점이 있음

상권의 확장 사례: 이태원



자료: 꼭 알고싶은 꼬마빌딩의 모든 것 (2017), 메리츠충금증권 리서치센터

상권의 이동 사례: 목동



자료: 꼭 알고싶은 꼬마빌딩의 모든 것 (2017), 메리츠충금증권 리서치센터

대로변에서 골목 상권으로 이동하는 이유

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

B급 상권이 뜬다. 대로변에서 골목 상권으로 이동하는 이유

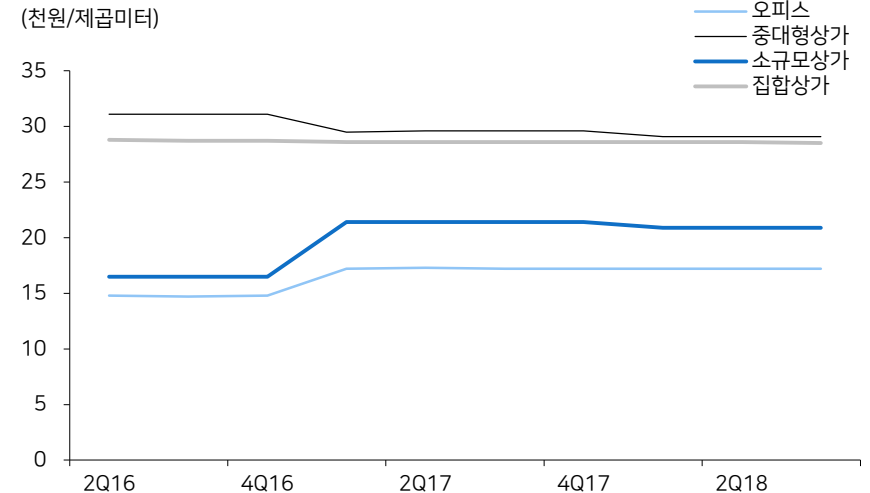
- 과거 대로변 상권은 유통업체들에게 가장 중요한 입지였음. 많은 유통인구가 일으키는 매출 효과 및 많은 유통인구에게 브랜드가 노출되는 광고 효과를 누릴 수 있기 때문. 그러나 지금은 과거만큼 대로가 높게 평가받지 못하고 있음. 가장 큰 이유는 온라인과 모바일 상거래의 발달로 구매빈도가 높은 제품은 당일 배송까지 가능하며, 소셜미디어와 각종 지도앱을 통해 골목 구석구석까지도 소비자들은 찾아갈 수 있기 때문. 또한 복합쇼핑몰의 등장으로 소비자들이 대형쇼핑센터 안에서 더 오랜 시간을 보내게 되면서 그만큼 대로변 상권으로 소비는 줄어들고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

상권 분류

A급	- 상권의 범위가 업종의 특성상 비교적 넓은 편으로 반경 1~2km까지도 영향권이다 - 커피전문점, 제과, 제빵전문점, 은행, 액세서리, 이동통신대리점, 안경점, 유명 의류판매점, 화장품전문점, 패스트푸드점, 대형미용실, 전문학원 등이 형성되어 있다 - 임대료 및 권리가 가장 높다
B급	- 상권의 범위가 생활 편의품은 500m 이내이지만 전문 음식점은 1~2km 까지도 영향권에 속한다. 업종별 영향권의 범위가 다양하게 혼재되어 있다 - 대형음식점, 전문 의류점 (아웃도어, 신발가게), 중형마트, 2군 프랜차이즈점 등 주로 생활용품을 취급하는 업종이 주류를 이루고 있다 - 임대료 및 권리가 증가하거나 권리가 없는 경우도 있다
C급	- 상권의 범위가 기술서비스 (카센터)는 500m 이내이고 배달전문점은 1~2km 까지도 영향권으로 보며, 업종별 영향권의 범위가 다양하다 - 소형 미용실, 카센터, 세탁소, 보습학원, 분식점, 각종 부품판매점, 수리점 등 소형서비스 업종과 각종 배달 전문점 등 매출이 높지 않은 업종이 대부분이다 - 임대료 및 권리가 가장 낮게 형성되어 있고 권리가 없는 곳이 많다

자료: 상가투자자비밀노트, 메리츠증권리서치센터

상업용 부동산 임대료 추이: 중대형상가, 집합상가 하락세



자료: 한국감정평가원, 메리츠증권리서치센터

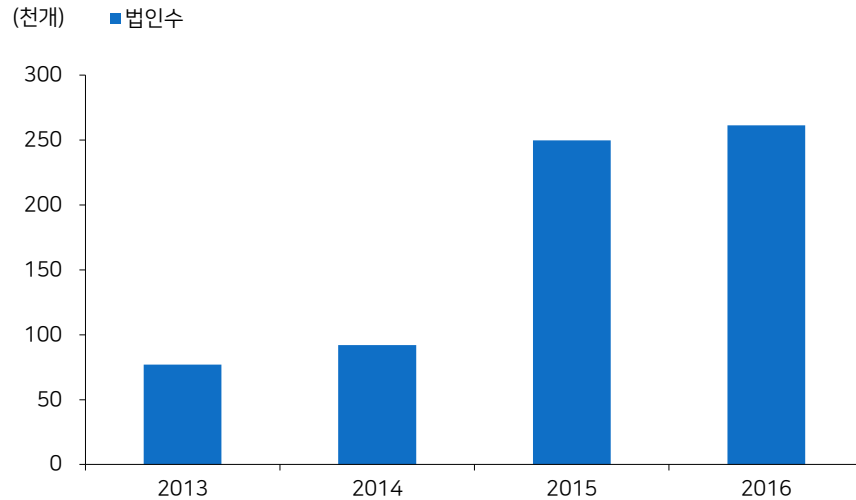
공간의 가치, 수익창출 방식의 변화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

1) 서비스드 오피스 (공유오피스) 2) 서비스드 호텔 (세어하우스, 레지던스 호텔 등)

- 김난도 교수의 '트렌드코리아 2018'에서는 '만물의 서비스화'를, '트렌드코리아 2019'에서는 '공간의 재탄생, 카멜레온'을 키워드로 제시. 이제 제품보다 서비스가 상품의 본질로 변화하고 있으며 거의 모든 서비스화가 진행 중인 산업 중 가장 넓은 범위의 변화가 일어나는 영역이 바로 '공간의 서비스화'임
- 최근 급성장하고 있는 공유 공간의 변화는 단순히 공간을 공유하는 것이 아니라 청소와 식사 등 보다 구체적인 서비스의 영역에서 소비자들의 공유 활동이 이루어짐. 공간의 서비스화는 임대수익 창출 방식의 변화를 가져온다. 공간의 서비스화는 임대료를 서비스 단위로 쪼개거나, 월단위에서 일단위로 세분화하여 궁극적으로 수익률을 보다 극대화할 수 있음

연도별 1인 창업 증가 추이



자료: 중소벤처기업부, 메리츠증권증권 리서치센터

공유오피스, '위워크'



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

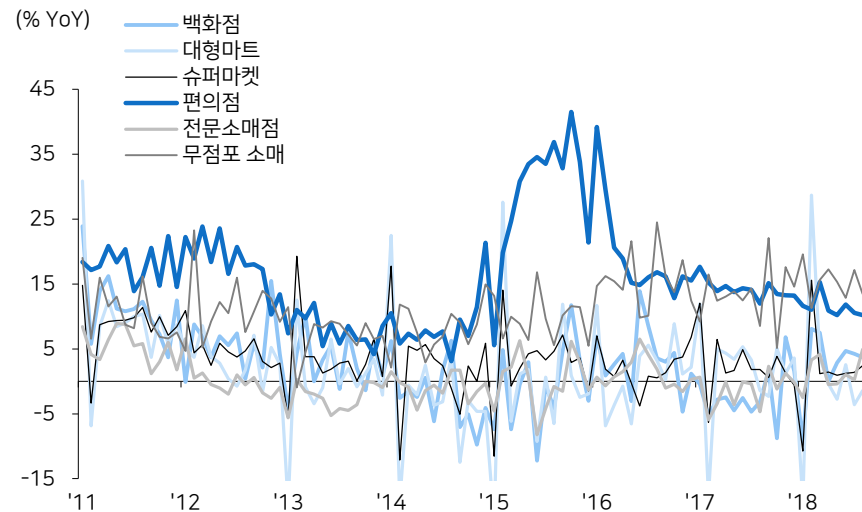
편의점, 2019년 점포수 성장 둔화에도 점당매출액과 수익성 개선 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

편의점, 대량생산 시스템 기반으로 가성비와 저가형 상품의 핵심 채널로 부상

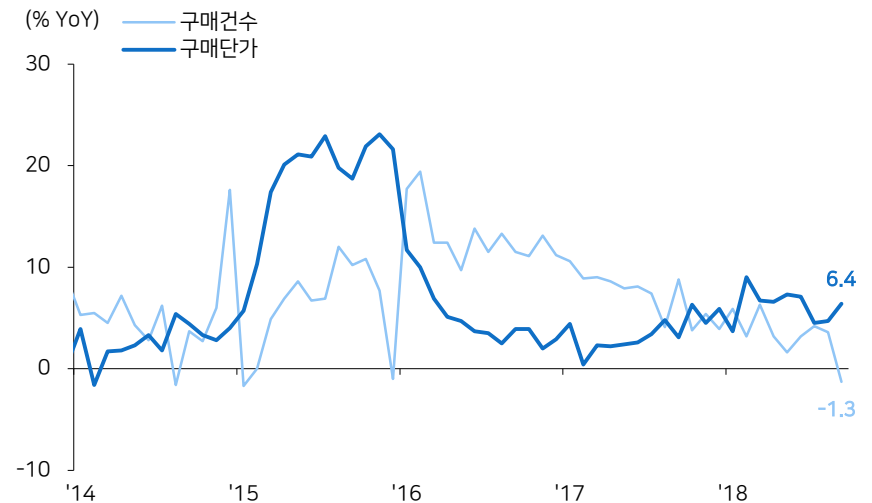
- 편의점은 대량생산 시스템을 기반으로 가성비와 저가형 상품의 핵심 채널로 부상하고 있음. 과거에는 할인점과 비교해 편의점은 비싼 채널이었지만 1~2인가구 증가와 함께 소량 구매패턴 강화로 인당 구매가격으로는 합리적인 채널임. 편의점은 간식을 위한 채널에서 식사를 위한 채널로 변화하였으며 유명 맛집 제품들을 PB상품으로 만들어 소비 트렌드 변화에 적극적으로 대응하고 있음
- 2019년 편의점 시장의 화두는 '내실화'. 정부의 다양한 점주 지원정책 강화에도 최저임금이 10.9% 상승하면서 점포수 증가보다는 점당매출액과 점주 수익성 개선에 집중할 전망. 2019년 편의점 시장 규모는 전년대비 5.7% 증가한 25조원으로 전망하며 2017년 13.5%, 2018년 7% (추정) 대비 성장률은 둔화되겠지만 전체 민간소비 증가율 2.3% 대비 높은 수준이 지속될 전망

국내 편의점, 백화점, 대형마트 시장 월별성장률 추이



자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

편의점 월별 구매건수 및 구매단가 증감률 추이

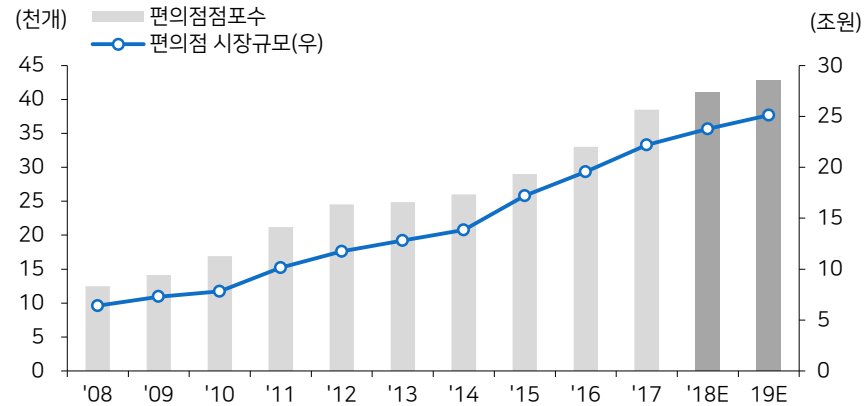


자료: 산업통상자원부, 메리츠증권증권 리서치센터

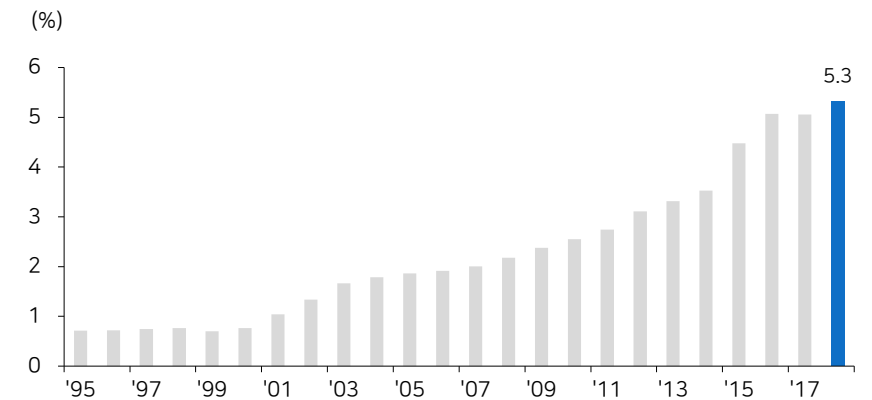
편의점 주요 지표 점검

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

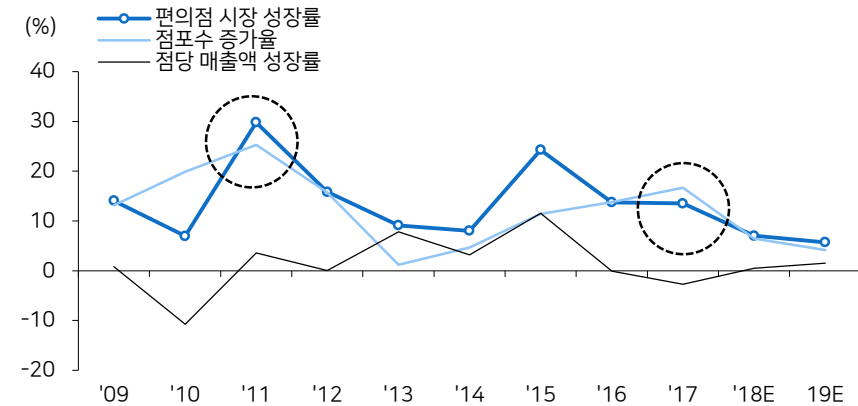
국내 편의점 시장 규모 전망



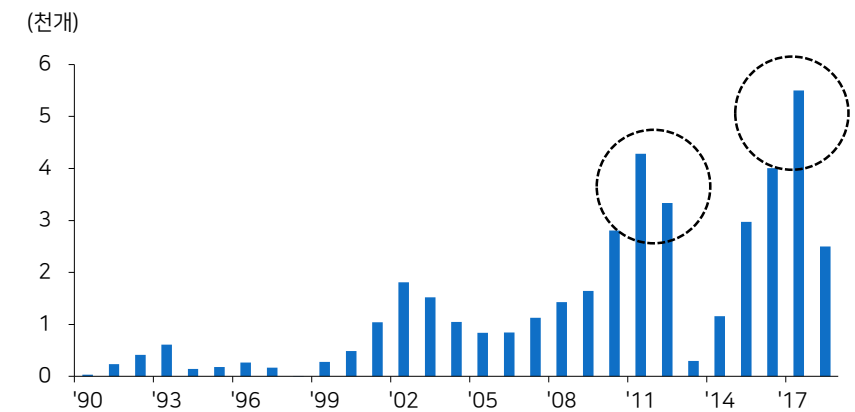
소매유통 시장 내 편의점 비중 추이



편의점 점포수 vs. 점당매출액 증가율 추이



편의점 점포수 순증 추이



자료: 통계청, 메리츠증권리서치센터

유통/화장품

기업분석

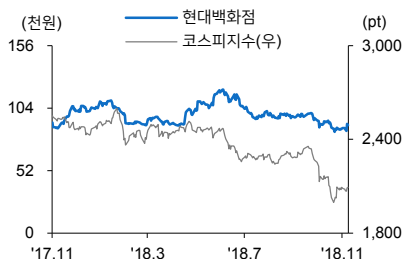
종목	투자판단	적정주가
현대백화점(069960)	Buy	120,000원
GS리테일(007070)	Buy	48,000원
호텔신라(008770)	Buy	120,000원
롯데쇼핑(023530)	Trading Buy	250,000원
이마트(139480)	Trading Buy	240,000원
BGF리테일(282330)	Trading Buy	200,000원
카페24(042000)	Not Rated	-

현대백화점 (069960) 핵심 경쟁력에 주목할 시점

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

Buy

적정주가 (12개월)	120,000원
현재주가 (11.16)	89,800원
상승여력	33.6%
KOSPI	2,092.40pt
시가총액	21,015억원
발행주식수	2,340만주
유동주식비율	60.30%
외국인비중	29.17%
52주 최고/최저가	119,500원 / 84,200원
평균거래대금	82.2억원
주요주주(%)	
정몽근 외 3 인	36.08
국민연금	10.89
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-1.2 1.3
6개월	-16.5 -1.8
12개월	3.0 24.8
주가그래프	



3Q 럭셔리 고성장과 영업면적 확대 효과로 시장 컨센서스 상회

- 현대백화점의 3분기 실적은 총매출액 1.37조원 (+2.0% YoY), 영업이익 799억원 (+14.9% YoY)를 기록하여 시장 컨센서스 영업이익 768억원 대비 소폭 상회함. 신규 면세점의 실질적인 백화점 본업의 영업이익은 전년동기대비 +25% YoY 증가한 것으로 추산됨. 신규 면세점을 위한 무역센터점의 영업면적 20%가 감소하였음에도 불구하고 3분기 기존점성장률은 +4.3%의 높은 수준을 기록함. VIP 고객들의 소비 확대로 명품 및 리빙가전을 비롯한 대부분의 카테고리에서 양호한 실적을 나타냄

명품 백화점으로 핵심 경쟁력 확보, 신규 면세점으로 성장동력 강화

- 현대백화점은 고급 소비를 주도하는 핵심 상권(압구정, 삼성동 등)에 점포를 확보하고 있어 명품 백화점으로서 탄탄한 입지와 브랜드 라인업을 구축함. 향후 면세점과 아울렛 출점으로 성장성이 강화될 전망
- 4분기 면세점은 매출액 600억원, 영업손실 -170억원이 예상되며 백화점 호실적으로 충분히 보완 가능함

성장성을 겸비한 가치주로서 투자매력 부각될 전망

- 현 주가는 2019년 기준 PER 8.8배 수준으로 업종 내 가장 저평가되어 있으며 면세점 불확실성이 해소된 이후 성장성을 겸비한 가치주로서 투자매력이 점차 부각될 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,831.8	383.2	275.8	11,784	14.6	157,840	9.2	0.7	6.8	7.7	52.8
2017	1,848.1	393.7	253.7	10,841	-5.9	169,016	9.6	0.6	6.4	6.6	46.8
2018E	1,855.8	373.4	235.7	10,073	-5.8	178,318	8.7	0.5	6.1	5.8	48.2
2019E	2,114.6	365.8	232.2	9,920	-0.6	187,371	8.8	0.5	6.2	5.4	47.8
2020E	2,241.5	405.7	252.3	10,782	8.7	197,286	8.1	0.4	5.4	5.6	44.2

현대백화점 세부 실적 추이 (1)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
총매출액	5,752.0	1,432.4	1,391.6	1,374.2	1,683.5	5,881.7	1,525.5	1,500.1	1,491.0	1,831.7	6,348.3
증가율 (% YoY)	3.2	-1.5	2.3	2.0	5.8	2.3	6.5	7.8	8.5	8.8	7.9
매출액	1,848.1	451.9	442.3	437.0	524.5	1,855.8	521.9	514.4	511.7	566.5	2,114.6
증가율 (% YoY)	0.9	-8.7	1.5	3.5	6.0	0.4	15.5	16.3	17.1	8.0	13.9
매출원가	311.9	86.1	79.4	81.8	83.9	331.3	104.9	98.8	93.6	93.5	390.8
증가율 (% YoY)	-1.1	-4.5	13.5	11.4	7.2	6.2	21.8	24.4	14.5	11.4	18.0
매출원가율 (%)	16.9	19.1	18.0	18.7	16.0	17.9	20.1	19.2	18.3	16.5	18.5
매출총이익	1,536.2	365.8	362.9	355.2	440.6	1,524.5	417.0	415.6	418.1	473.0	1,723.8
증가율 (% YoY)	1.3	-9.7	-0.8	1.8	5.8	-0.8	14.0	14.5	17.7	7.4	13.1
매출총이익률 (%)	83.1	80.9	82.0	81.3	84.0	82.1	79.9	80.8	81.7	83.5	81.5
판관비	1,142.6	263.0	287.6	275.3	325.2	1,151.1	321.0	348.2	340.3	348.4	1,357.9
증가율 (% YoY)	0.8	-1.3	-3.1	-1.4	8.4	0.7	20.5	21.1	23.6	7.1	18.0
판관비중 (%)	61.8	58.2	65.0	63.0	62.0	62.0	61.5	67.7	66.5	61.5	64.2
인건비	244.6	61.6	59.0	65.4	81.8	267.8	69.0	66.1	73.2	91.6	299.9
증가율 (% YoY)	7.3	9.0	7.2	9.0	12.0	9.5	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
매출대비 (%)	13.2	13.6	13.3	15.0	15.6	14.4	13.2	12.8	14.3	16.2	14.2
판매비	190.3	35.3	32.0	44.0	44.1	155.3	38.8	35.2	48.4	48.5	170.9
증가율 (% YoY)	1.8	-20.7	-33.3	-10.0	-10.0	-18.4	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
매출대비 (%)	10.3	7.8	7.2	10.1	8.4	8.4	7.4	6.8	9.5	8.6	8.1
감가상각비	141.0	37.3	38.0	38.0	39.0	152.3	40.0	41.0	41.0	42.0	164.0
증가율 (% YoY)	-0.7	8.5	8.6	6.7	8.3	8.0	7.2	7.9	7.9	7.7	7.7
매출대비 (%)	7.6	8.3	8.6	8.7	7.4	8.2	7.7	8.0	8.0	7.4	7.8
기타 관리비	566.7	128.8	158.6	128.0	160.4	575.7	173.2	206.0	177.7	166.3	723.2
증가율 (% YoY)	-1.8	-1.8	-0.1	-5.1	13.0	1.6	31.4	29.9	38.9	3.7	25.6
영업이익	393.7	102.8	75.3	79.9	115.4	373.4	96.0	67.4	77.8	124.6	365.8
증가율 (% YoY)	2.7	-25.7	9.0	14.9	-1.1	-5.2	-3.9	-10.5	-2.6	8.0	-2.0
영업이익률 (%)	6.8	7.2	5.4	5.8	6.9	6.3	6.5	4.5	5.2	6.8	5.8

자료: 현대백화점, 메리츠증권 리서치센터

현대백화점 세부 실적 추이 (2)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

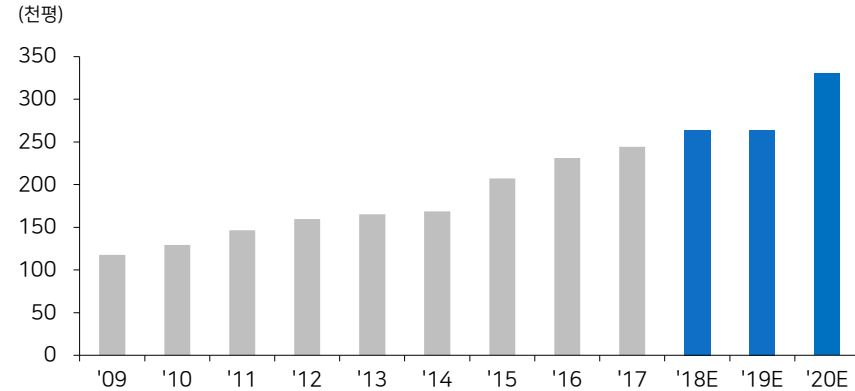
(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	1,848.1	451.9	442.3	437.0	524.5	1,855.8	521.9	514.4	511.7	566.5	2,114.6
증가율 (% YoY)	0.9	-8.7	1.5	3.5	6.0	0.4	15.5	16.3	17.1	8.0	13.9
백화점		451.9	442.3	437.0	464.5	1,795.7	451.9	439.4	431.7	476.5	1,799.6
증가율 (% YoY)							0.0	-0.7	-1.2	2.6	0.2
동일점포성장률 (% YoY)	-1.0%	1.0%	3.0%	4.3	3.0	2.8	2.0	2.0	1.0	1.0	1.5
총영업면적 (평)	240,968	247,793	247,793	260,196	263,696	254,870	263,696	263,696	263,696	263,696	263,696
증가율 (% YoY)	7.1	7.3	1.4	6.5	7.9	5.8	6.4	6.4	1.3	0.0	3.5
총지점수 (개)	19	19	19	20	20	20	20	20	20	20	20
증가율 (% YoY)	5.6	5.6	0.0	5.3	5.3	5.3	5.3	5.3	0.0	0.0	0.0
면세점 (회계기준)					60.0	60.0	70.0	75.0	80.0	90.0	315.0
증가율 (% YoY)										50.0	425.0
영업이익	393.7	102.8	75.3	79.9	115.4	373.4	96.0	67.4	77.8	124.6	365.8
증가율 (% YoY)	2.7	-25.7	9.0	14.9	-1.1	-5.2	-3.9	-10.5	-2.6	8.0	-2.0
영업이익률 (%)	6.8	7.2	5.4	5.8	6.9	6.3	6.5	4.5	5.2	6.8	5.8
백화점				86.9	132.4	397.4	112.0	82.4	91.8	136.6	422.8
증가율(% YoY)				25.0	13.4	N/A	9.0	9.4	5.6	3.2	6.4
면세점				-7.0	-17.0	-24.0	-16.0	-15.0	-14.0	-12.0	-57.0
증가율(% YoY)				N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 현대백화점, 메리츠증권증권 리서치센터

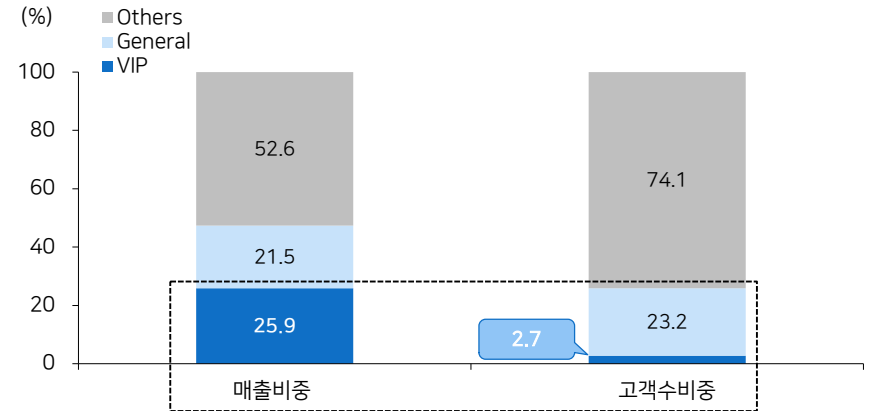
현대백화점 주요 지표 점검

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

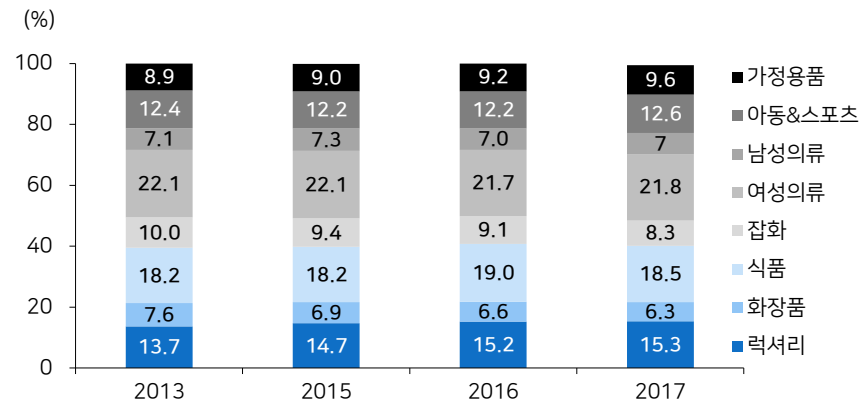
현대백화점 총영업면적 추이: 2020년 여의도 파크원 등 신규 출점 집중



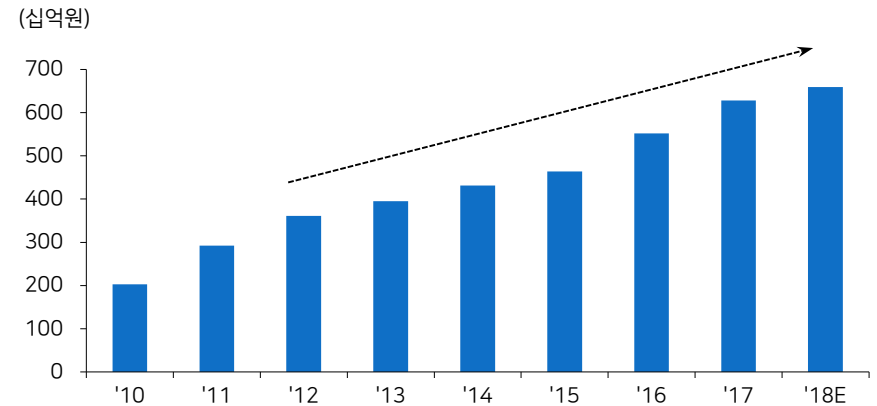
고객등급별 현황: VIP 고객들의 안정적인 매출 성장



오프라인 카테고리별 매출 비중: '럭셔리' 비중 확대



현대백화점 온라인몰(Hmall)의 연간 매출액 추이 (2017년 온라인 매출 비중 84%)



자료: 현대백화점, 메리츠증권증권 리서치센터

현대백화점 (069960)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,831.8	1,848.1	1,855.8	2,114.6	2,241.5
매출액증가율 (%)	10.6	0.9	0.4	13.9	6.0
매출원가	315.2	311.9	331.3	390.8	405.7
매출총이익	1,516.6	1,536.2	1,524.5	1,723.8	1,835.8
판매관리비	1,133.4	1,142.6	1,151.1	1,358.0	1,430.1
영업이익	383.2	393.7	373.4	365.8	405.7
영업이익률	20.9	21.3	20.1	17.3	18.1
금융손익	-5.7	-2.7	-3.5	-4.6	-2.3
종속/관계기업손익	38.7	47.4	20.0	22.0	24.0
기타영업외손익	19.7	7.2	10.0	10.0	10.0
세전계속사업이익	435.9	445.6	399.9	393.2	437.5
법인세비용	114.8	143.4	115.2	110.1	129.7
당기순이익	321.1	302.3	284.7	283.1	307.7
지배주주지분 순이익	275.8	253.7	235.7	232.2	252.3
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,150.0	1,002.8	1,019.4	1,044.1	1,191.6
현금및현금성자산	70.0	86.4	107.2	4.7	89.9
매출채권	596.6	611.6	606.5	691.1	732.6
재고자산	59.6	60.5	60.3	68.7	72.8
비유동자산	5,437.2	5,774.5	6,218.0	6,561.4	6,646.7
유형자산	4,576.8	4,810.6	5,252.6	5,487.2	5,519.9
무형자산	45.5	43.9	42.1	40.5	38.9
투자자산	701.8	789.4	792.6	903.2	957.4
자산총계	6,587.3	6,777.3	7,237.4	7,605.4	7,838.4
유동부채	1,325.6	1,745.1	1,536.8	1,634.0	1,601.0
매입채무	450.3	456.1	455.1	518.5	549.7
단기차입금	180.0	40.0	30.0	20.0	10.0
유동성장기부채	99.9	579.7	379.7	329.7	229.7
비유동부채	951.1	414.5	816.2	824.3	802.7
사채	399.4	0.0	400.0	350.0	300.0
장기차입금	179.8	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	2,276.7	2,159.6	2,353.0	2,458.2	2,403.7
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
기타포괄이익누계액	40.4	65.6	65.6	65.6	65.6
이익잉여금	3,035.0	3,287.1	3,504.8	3,716.7	3,948.7
비지배주주지분	616.8	662.3	711.3	762.3	817.7
자본총계	4,310.6	4,617.7	4,884.4	5,147.2	5,434.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	442.0	437.2	452.9	563.3	533.1
당기순이익(손실)	321.1	302.3	284.7	283.1	307.7
유형자산상각비	141.9	141.2	158.0	165.5	167.3
무형자산상각비	1.6	1.6	1.8	1.7	1.6
운전자본의 증감	-42.4	-41.8	8.5	113.1	56.5
투자활동 현금흐름	-524.4	-145.8	-604.1	-537.9	-267.6
유형자산의증가(CAPEX)	-333.5	-314.4	-600.0	-400.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-10.0	-87.4	-3.3	-110.6	-54.2
재무활동 현금흐름	108.4	-275.1	172.0	-128.1	-180.3
차입금의 증감	139.6	-239.4	190.0	-110.0	-160.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	26.0	16.4	20.8	-102.6	85.2
기초현금	43.9	70.0	86.4	107.2	4.7
기말현금	70.0	86.4	107.2	4.7	89.9
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	78,274	78,972	79,297	90,357	95,779
EPS(지배주주)	11,784	10,841	10,073	9,920	10,782
CFPS	24,923	24,864	24,064	24,142	26,003
EBITDAPS	22,504	22,923	22,782	22,774	24,551
BPS	157,840	169,016	178,318	187,371	197,286
DPS	700	800	800	900	900
배당수익률(%)	0.6	0.8	0.9	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	9.2	9.6	8.7	8.8	8.1
PCR	4.4	4.2	3.6	3.6	3.4
PSR	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EBITDA	526.7	536.5	533.1	533.0	574.5
EV/EBITDA	6.8	6.4	6.1	6.2	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.7	6.6	5.8	5.4	5.6
EBITDA 이익률	28.8	29.0	28.7	25.2	25.6
부채비율	52.8	46.8	48.2	47.8	44.2
금융비용부담률	0.9	0.6	0.6	0.6	0.4
이자보상배율(x)	24.5	33.5	32.9	30.5	41.2
매출채권회전율(x)	3.2	3.1	3.0	3.3	3.1
재고자산회전율(x)	30.7	30.8	30.7	32.8	31.7

GS리테일(007070) 점포 효율성 개선과 내실화에 집중

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

Buy

적정주가 (12개월)	48,000원	
현재주가 (11. 16)	36,000원	
상승여력	33.3%	
KOSPI	2,092.40pt	
시가총액	27,720억원	
발행주식수	7,700만주	
유동주식비율	34.11%	
외국인비중	22.37%	
52주 최고/최저가	43,950원/29,750원	
평균거래대금	87.5억원	
주요주주(%)		
GS 외 1 인	65.77	
Genesis Asset Managers,LLP	5.04	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-9.2	-6.9
6개월	-1.1	16.3
12개월	2.0	23.5
주가그래프		



3Q 편의점 및 슈퍼마켓 개선과 호텔 호조로 시장 컨센서스 상회

- GS리테일의 3분기 실적은 매출액 2.33조원 (+2.9% YoY), 영업이익 776억원 (+39.7% YoY)을 기록함
 - 1) 편의점: 매출액 1.76조원 (+1.6% YoY, 회계변경 이전기준 +7.9% YoY), 영업이익 764억원 (+0.7% YoY)로 점포 수는 +6.4% YoY. 기존점성장률은 3% (담배제외 2%) 달성, 최저임금 인상에 따른 점주 지원금 (전기료 등)은 150억원 정도 추산되며, 즉석식품은 차별화된 상품 경쟁력으로 20%대 이상 성장함. 특히 자체적인 원가율 개선과 광고판축비 등 비용 절감 (110억원)효과가 뚜렷하게 나타남
 - 2) 슈퍼마켓: 매출액 4,090억원 (+3.4% YoY), 영업이익 57억원 (+137.5% YoY)을 기록함. GS슈퍼마켓은 반찬 등 조리식품과 HMR 카테고리를 강화하면서 평균 기존점성장률은 양호한 6%를 달성함
 - 3) 호텔: 매출액 699조원 (+3.4% YoY), 영업이익 140억원 (+66.7% YoY)의 호실적을 나타냈으며 할라블라와 기타 사업부가 신규 투자 확대에 각각 -70억원, -115억원을 기록하여 부진했지만 우려 대비 선방함

2019년에도 점포 효율성 개선과 내실화에 집중할 계획

- GS리테일은 편의점과 슈퍼의 통합 구매 강화, HMR 및 즉석식품 카테고리 확대, 차별화된 상품 출시 등을 강화하고 있으며, Fresh Food의 경쟁력을 통해 높은 점당 매출액 성장이 가능할 것으로 보임
- 2019년 파르나스호텔의 안정적인 수익 창출이 지속되는 가운데 할라블라와 기타사업부 영업손실 축소 예상. 따라서 GS리테일에 대한 투자 의견 Buy와 적정주가 48,000원을 유지

(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

GS리테일 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	8,266.6	1,994.8	2,198.9	2,325.4	2,128.5	8,647.6	2,058.9	2,266.1	2,415.9	2,207.7	8,948.5
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
기존점성장률 일반	2.4	1.0	1.0	2.0	1.0	1.0	1.0	2.0	2.0	1.0	1.0
기존점성장률 전체	-1.9	0.0	2.0	3.0	2.5	2.0	2.0	3.0	3.0	2.0	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
탈라블라 (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
판매비	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
판매비율 (%)	16.9	19.6	18.9	18.7	19.9	19.3	19.9	19.2	18.9	20.1	19.5
영업이익	165.8	21.6	55.7	77.6	33.3	188.4	23.5	59.2	84.8	41.6	209.1
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
탈라블라 (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, 메리츠증권증권 리서치센터

GS리테일 상품력의 강점

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

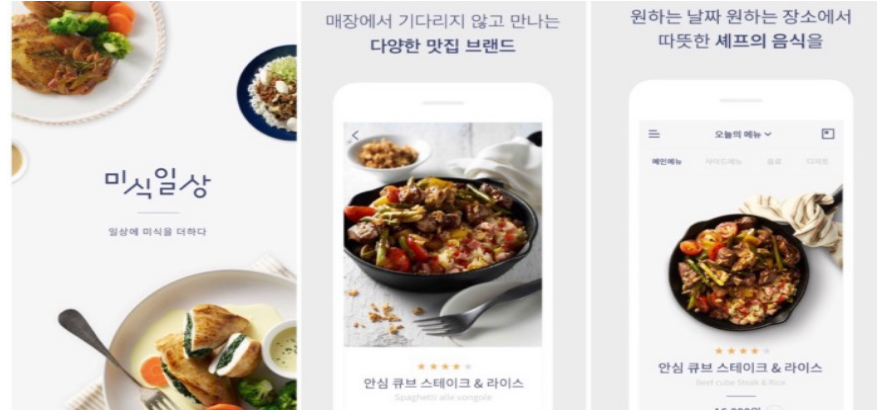
GS리테일 밀키트 HMR '심플리쿡'



GS리테일 편의점 PB상품 한끼스테이크



GS리테일 요리배달 020 '미식일상'



GS리테일 편의점 소포장과일채소



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

GS리테일 (007070)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	7,402.0	8,266.6	8,647.6	8,948.5	9,217.0
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
영업이익	218.1	165.7	188.4	209.1	230.4
영업이익률	2.9	2.0	2.2	2.3	2.5
금융손익	-26.5	-1.2	-4.4	5.5	12.4
종속/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
당기순이익	273.5	115.1	146.3	164.0	177.8
지배주주지분 순이익	274.3	118.2	139.8	157.0	170.4
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	748.3	743.0	797.0	829.4	860.3
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
비유동자산	3,973.1	4,349.3	4,283.3	4,234.9	4,187.6
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
자산총계	4,721.4	5,092.3	5,080.3	5,064.3	5,047.9
유동부채	1,218.6	1,795.6	1,675.7	1,547.8	1,416.0
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
비유동부채	1,145.3	903.3	922.8	936.0	946.8
사채	389.3	109.8	104.8	99.8	94.8
장기차입금	186.4	154.7	149.7	144.7	139.7
부채총계	2,363.8	2,698.9	2,598.4	2,483.9	2,362.8
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
자본총계	2,357.5	2,393.3	2,481.9	2,580.4	2,685.1

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	434.5	442.2	475.8	464.8	457.6
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
투자활동 현금흐름	7.8	-423.3	-223.5	-221.4	-205.6
유형자산의증가(CAPEX)	-311.0	-380.9	-215.0	-215.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-21.7	-73.4	-6.0	-4.7	-4.2
재무활동 현금흐름	-463.6	28.2	-171.2	-232.8	-240.5
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
주당데이터(원)					
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
Valuation(Multiple)					
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
Key Financial Ratio(%)					
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

호텔신라(008770) 중국 밀레니얼과 구조적인 럭셔리 소비 성장

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

Buy

적정주가 (12개월)	120,000원	
현재주가 (11. 16)	82,600원	
상승여력	45.3%	
KOSPI	2,092.40pt	
시가총액	32,419억원	
발행주식수	3,925만주	
유동주식비율	77.20%	
외국인비중	30.15%	
52주 최고/최저가	132,000원/71,300원	
평균거래대금	561.7억원	
주요주주(%)		
삼성생명보험 외 5 인	17.36	
국민연금	12.07	
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.04	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-1.9	0.6
6개월	-32.0	-20.1
12개월	3.3	25.1
주가그래프		



면세사업에 대한 우려감, 2019년 상반기 이후 해소 기대

- 최근 면세점업체들의 주가 하락 이유는 1) 중국 매크로 환경 악화에 따른 럭셔리 수요 둔화 가능성 2) 중국 정부의 2019년 신규 전자상거래법 영향 3) 면세점 사업자간의 경쟁 심화에 대한 우려감 때문으로 풀이됨
- 주요 글로벌 럭셔리 업체들의 실적은 여전히 견조하며 국내 상위 면세사업자들은 이미 과점화된 시장 구도를 형성하고 있어 알선수수료율도 안정적인 수준을 유지할 것으로 예상함. 다만 2019년 중국 전자상거래법 영향 여부가 확인될 때까지 주가 상승폭이 제한될 가능성이 있음

해외 의미있는 손익 개선 주목

- 호텔신라는 2018년부터 홍콩공항 면세점의 화장품 및 명품 부문을 운영중임. 중국 정부의 적극적인 인프라 구축 프로젝트에 따른 홍콩 현지 중국인 공항 이용객 증가와 싱가포르 공항 효율성 향상으로 해외법인의 실적 개선이 더욱 뚜렷할 전망

투자 의견 Buy, 적정주가 120,000원으로 소폭 하향

- 호텔신라에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고 중국 경기 우려감을 반영하여 적정주가를 130,000원에서 120,000원으로 하향함. 2019년 EPS 추정치를 -2.0%, 목표 PER을 30배에서 27배 (중국 소비재 평균 수준)로 하향 조정함. 중국 전자상거래법 변화에 따른 웨이상 매출 둔화 가능성을 감안하더라도 2019년 안정적 고성장 (중국 화장품 시장 성장률 +10~15% YoY 수준)이 지속될 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	3,715.3	79.0	27.8	702	51.4	16,539	68.6	2.9	15.1	4.0	208.5
2017	4,011.5	73.1	25.3	637	-9.2	16,687	133.3	5.1	26.0	3.8	236.7
2018E	4,627.4	229.3	149.3	3,796	496.3	20,088	21.8	4.1	12.2	20.3	187.8
2019E	5,155.5	260.1	173.9	4,422	16.5	24,102	18.7	3.4	10.8	19.7	152.0
2020E	5,671.1	283.6	193.8	4,929	11.5	28,613	16.8	2.9	9.8	18.4	124.3

호텔신라 세부 실적 추이

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15

유통/화장품 Value Consumption

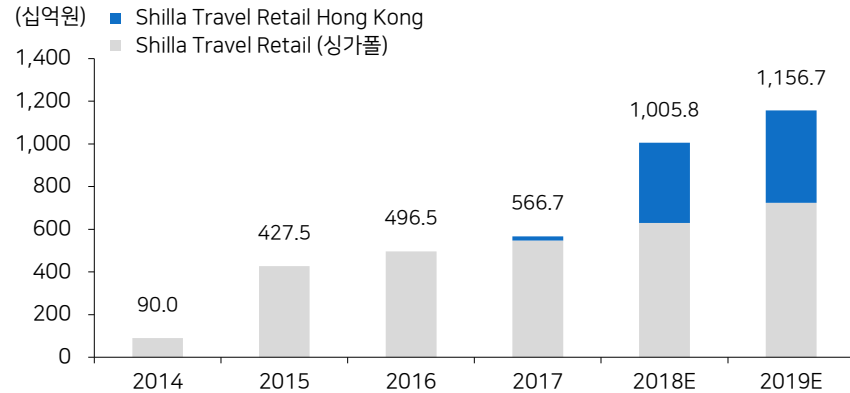
(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	4,011.5	4,913.6	5,572.0	1,292.2	1,139.1	1,275.0	1,207.3	1,461.2	1,292.1	1,447.2	1,371.5
증가율 (% YoY)	8.0	22.5	13.4	26.5	26.6	19.5	18.0	13.1	13.4	13.5	13.6
TR	3,571.9	4,422.0	5,043.6	1,180.4	1,018.3	1,143.5	1,079.7	1,343.9	1,161.7	1,304.3	1,233.7
시내점	2,292.6	2,627.3	2,890.0	725.4	602.4	679.6	619.9	797.9	662.6	747.5	681.9
공항점	1,279.3	1,794.7	2,153.6	455.0	415.9	464.0	459.8	546.0	499.1	556.8	551.8
호텔&레저	439.5	488.4	528.3	108.5	120.8	131.5	127.6	117.2	130.3	142.9	137.9
서울	145.2	150.6	152.8	34.0	37.7	37.6	41.3	34.7	38.0	38.4	41.7
제주	76.4	81.3	86.1	16.4	21.3	25.9	17.7	17.2	22.6	27.7	18.6
기타	122.7	146.7	168.7	28.7	34.6	41.4	42.0	33.0	39.7	47.6	48.3
레저	95.2	109.8	120.8	29.4	27.3	26.6	26.6	32.3	30.0	29.2	29.2
증가율 (% YoY)											
TR	7.4	23.8	14.1	27.6	28.9	20.5	19.0	13.9	14.1	14.1	14.3
시내점	10.8	14.6	10.0	20.4	25.0	10.0	5.0	10.0	10.0	10.0	10.0
공항점	1.7	40.3	20.0	41.0	35.0	40.0	45.0	20.0	20.0	20.0	20.0
호텔&레저	12.8	11.1	8.2	13.1	10.1	11.4	10.1	8.1	7.9	8.7	8.0
서울	1.1	3.7	1.5	13.0	1.0	2.0	1.0	2.0	1.0	2.0	1.0
제주	-0.3	6.4	5.9	1.9	7.0	10.0	5.0	5.0	6.0	7.0	5.0
기타	27.5	19.5	15.0	17.6	20.0	20.0	20.0	15.0	15.0	15.0	15.0
레저	30.1	15.3	10.0	16.2	15.0	15.0	15.0	10.0	10.0	10.0	10.0
비중 (%)											
TR	89.0	90.0	90.5	91.3	89.4	89.7	89.4	92.0	89.9	90.1	89.9
시내점	57.2	53.5	51.9	56.1	52.9	53.3	51.3	54.6	51.3	51.7	49.7
공항점	31.9	36.5	38.7	35.2	36.5	36.4	38.1	37.4	38.6	38.5	40.2
호텔&레저	11.0	9.9	9.5	8.4	10.6	10.3	10.6	8.0	10.1	9.9	10.1
서울	3.6	3.1	2.7	2.6	3.3	3.0	3.4	2.4	2.9	2.7	3.0
제주	1.9	1.7	1.5	1.3	1.9	2.0	1.5	1.2	1.7	1.9	1.4
기타	3.1	3.0	3.0	2.2	3.0	3.2	3.5	2.3	3.1	3.3	3.5
레저	2.4	2.2	2.2	2.3	2.4	2.1	2.2	2.2	2.3	2.0	2.1
매출원가	2,362.9	2,906.5	3,292.0	760.8	669.8	739.5	736.5	862.1	762.3	835.0	832.5
증가율 (% YoY)	15.9	23.0	13.3	28.9	30.4	19.2	15.4	13.3	13.8	12.9	13.0
매출원가율 (%)	58.9	59.2	59.1	58.9	58.8	58.0	61.0	59.0	59.0	57.7	60.7
매출총이익	1,648.7	2,007.1	2,280.0	531.4	469.3	535.5	470.9	599.1	529.8	612.2	539.0
증가율 (% YoY)	-7.6	21.8	13.6	23.4	21.5	19.9	22.3	12.7	12.9	14.3	14.5
매출총이익률 (%)	41.1	40.8	40.9	41.1	41.2	42.0	39.0	41.0	41.0	42.3	39.3
판매비	1,575.6	1,790.1	2,005.2	487.2	418.1	471.0	413.8	541.4	465.9	529.6	468.3
증가율 (% YoY)	-1.3	13.6	12.0	15.8	13.4	13.1	12.0	11.1	11.4	12.4	13.2
판매비율 (%)	39.3	36.4	36.0	37.7	36.7	36.9	34.3	37.1	36.1	36.6	34.1
영업이익	73.1	217.0	274.8	44.2	51.2	64.5	57.1	57.6	63.8	82.6	70.7
증가율 (% YoY)	-7.5	197.1	26.7	342.0	196.4	113.0	268.0	30.4	24.8	28.0	23.9
영업이익률 (%)	1.8	4.4	4.9	3.4	4.5	5.1	4.7	3.9	4.9	5.7	5.2
TR	58.5	196.3	247.3	47.6	40.7	57.2	50.7	60.5	53.4	71.7	61.7
증가율 (% YoY)	-25.9	235.5	26.0	181.7	396.7	143.3	412.6	27.1	31.2	25.5	21.6
영업이익률 (%)	1.6	4.4	4.9	4.0	4.0	5.0	4.7	4.5	4.6	5.5	5.0
호텔&레저	14.6	20.7	27.5	-3.4	10.4	7.3	6.4	-2.8	10.4	10.9	9.0
증가율 (% YoY)	후진	41.9	32.5	적지	14.7	8.1	13.2	적지	-0.3	47.9	42.2
영업이익률 (%)	3.3	4.2	5.2	-3.1	8.6	5.6	5.0	-2.4	8.0	7.6	6.6

자료: 호텔신라, 메리츠증권 리서치센터

호텔신라 해외사업 주요 지표 점검

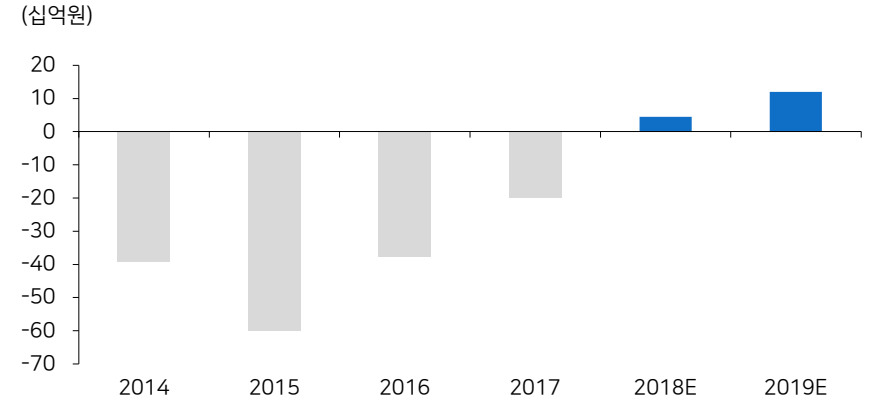
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

호텔신라 연결 해외사업 매출 추이



자료: 호텔신라, 메리츠증권리서치센터

호텔신라 연결 해외사업 손익 추이



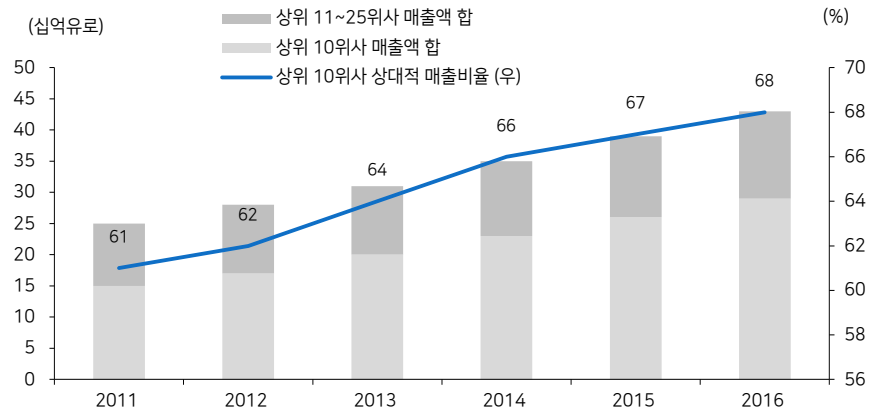
자료: 호텔신라, 메리츠증권리서치센터

글로벌 대도시 지역과 비교: 광둥지역 2030년 GDP 4,620억달러까지 성장 전망

	광둥-홍콩-마카오 Bay Area	샌프란시스코 Bay Area	뉴욕 메트로폴리탄 Area	도쿄 Bay Area
면적 (sq km)	55,904.5	17,886.4	21,478.5	36,898.3
인구 (백만명)	69.6	7.6	20.2	44
GDP (십억달러)	1,513.4	470.5	1,657.5	1,774.2
인당GDP (달러)	21,750	102,230	82,050	40,360

자료: HKTDC, 샤샤인터내셔널, 메리츠증권리서치센터

글로벌 상위 면세점업체 매출액 추이



자료: MoodieReport, 메리츠증권리서치센터

호텔신라 (008770)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	3,715.3	4,011.5	4,627.4	5,155.5	5,671.1
매출액증가율 (%)	14.3	8.0	15.4	11.4	10.0
매출원가	2,039.5	2,362.9	2,433.9	2,710.8	2,994.3
매출총이익	1,675.8	1,648.7	2,193.5	2,444.7	2,676.8
판매관리비	1,596.8	1,575.6	1,964.2	2,184.6	2,393.2
영업이익	79.0	73.1	229.3	260.1	283.6
영업이익률	2.1	1.8	5.0	5.0	5.0
금융손익	-10.7	-14.8	-14.8	-13.0	-10.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-15.8	-13.5	-10.0	-9.0	-8.0
세전계속사업이익	52.4	44.8	204.5	238.2	265.4
법인세비용	24.6	19.5	55.2	64.3	71.7
당기순이익	27.8	25.3	149.3	173.9	193.8
지배주주지분 순이익	27.8	25.3	149.3	173.9	193.8
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,079.1	1,198.4	1,221.3	1,306.5	1,416.6
현금및현금성자산	346.7	474.4	379.0	368.1	384.3
매출채권	117.9	77.1	112.5	125.3	137.9
재고자산	471.3	499.8	560.1	624.0	686.4
비유동자산	961.8	1,051.5	1,092.8	1,125.1	1,152.6
유형자산	706.9	693.1	702.6	705.9	702.9
무형자산	48.2	43.8	31.7	22.9	16.6
투자자산	203.5	286.4	330.4	368.1	404.9
자산총계	2,041.0	2,249.9	2,314.1	2,431.6	2,569.2
유동부채	739.9	910.1	884.7	888.6	892.7
매입채무	205.7	272.9	276.0	307.5	338.3
단기차입금	52.7	21.6	21.6	21.6	21.6
유동성장기부채	100.0	200.0	150.0	100.0	50.0
비유동부채	639.5	671.7	625.2	578.3	531.3
사채	598.9	648.6	598.6	548.6	498.6
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,379.4	1,581.8	1,509.9	1,466.9	1,424.0
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타포괄이익누계액	-1.8	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2
이익잉여금	371.3	381.6	517.6	678.2	858.6
비지배주주지분	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
자본총계	661.5	668.1	804.2	964.7	1,145.2

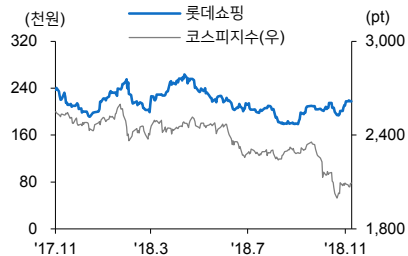
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	120.8	207.2	155.2	225.6	244.0
당기순이익(손실)	27.8	25.3	149.3	173.9	193.8
유형자산상각비	60.5	58.1	60.5	61.7	62.9
무형자산상각비	14.0	13.3	12.1	8.8	6.3
운전자본의 증감	-22.7	66.4	-89.5	-38.7	-36.2
투자활동 현금흐름	148.1	-162.1	-114.6	-103.2	-97.3
유형자산의증가(CAPEX)	-66.8	-64.9	-70.0	-65.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	179.5	-82.9	-44.0	-37.7	-36.8
재무활동 현금흐름	-245.1	85.3	-136.0	-133.2	-130.5
차입금의 증감	-106.7	118.6	-100.0	-100.0	-100.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	20.8	127.8	-95.4	-10.9	16.2
기초현금	325.8	346.7	474.4	379.0	368.1
기말현금	346.7	474.4	379.0	368.1	384.3
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	94,662	102,209	117,901	131,357	144,493
EPS(지배주주)	702	637	3,796	4,422	4,929
CFPS	4,246	3,964	7,438	8,194	8,785
EBITDAPS	3,910	3,682	7,693	8,423	8,989
BPS	16,539	16,687	20,088	24,102	28,613
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	68.6	133.3	21.8	18.7	16.8
PCR	11.3	21.4	11.1	10.1	9.4
PSR	0.5	0.8	0.7	0.6	0.6
PBR	2.9	5.1	4.1	3.4	2.9
EBITDA	153.5	144.5	301.9	330.6	352.8
EV/EBITDA	15.1	26.0	12.2	10.8	9.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	3.8	20.3	19.7	18.4
EBITDA 이익률	4.1	3.6	6.5	6.4	6.2
부채비율	208.5	236.7	187.8	152.0	124.3
금융비용부담률	0.9	0.6	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	2.4	3.3	10.1	13.0	16.5
매출채권회전율(x)	40.7	41.1	48.8	43.4	43.1
재고자산회전율(x)	7.9	8.3	8.7	8.7	8.7

롯데쇼핑 (023530) 미워도 이제는 정말 다시 한번

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

Trading Buy

적정주가 (12개월)	250,000원
현재주가 (11. 16)	218,000원
상승여력	14.7%
KOSPI	2,092.40pt
시가총액	61,669억원
발행주식수	2,829만주
유동주식비율	39.16%
외국인비중	20.46%
52주 최고/최저가	264,000원/179,000원
평균거래대금	164.5억원
주요주주(%)	
신동빈 외 14 인	60.67
Orbis Investment Management Li	5.00
imited 외 19 인	
국민연금	5.00
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	6.6 9.3
6개월	-9.2 6.8
12개월	-1.1 19.8
주가그래프	



3Q 매출액 4.67조원 (+2.5% YoY), 영업이익 1,991억원 (+15.3% YoY)

- 롯데쇼핑의 3분기 연결기준 실적은 매출액 4.67조원 (+2.5% YoY), 영업이익 1,991억원 (+15.3% YoY)를 기록
- 중국 할인점 철수로 중단사업손익 1,061억원이 반영되어 지배주주순이익은 1,819억원 (흑자전환)을 기록함. 국내 백화점 영업이익은 기존점 호조 (+3.8% YoY)와 판촉비 절감 (광고판촉비 -92억원 감소, 감가상각비 -39억원 감소 등)으로 +36.1% YoY 대폭 증가했고 국내 할인점 또한 기존점 회복 (+1.6% YoY)과 효율적인 판관비 관리 (-41억원 감소)로 영업이익이 +54.5% YoY 증가
- 한편 슈퍼마켓은 점포 리뉴얼 및 부진재고 감축으로, 홈쇼핑은 추석 시점차이로 부진하였음 시네마 (롯데컬처웍스)는 영화사업 흥행 성공 (신과 함께 등)과 무더위 및 추석연휴 효과 등으로 매출액과 영업이익이 각각 +30.5% YoY, +102.0% YoY 크게 개선된 실적을 나타냄. 국내 및 베트남, 중국에 영화관을 운영 중인 롯데컬처웍스는 향후 성장 가능성이 높음

투자의견 Trading Buy, 적정주가 250,000원 유지

- 롯데쇼핑은 중국 할인점 철수에 따른 기저효과와 함께 핵심 사업부인 국내 백화점과 할인점의 실적 개선이 예상됨. 특히 국내 백화점은 소비 양극화 및 중국인 관광객 회복의 수혜 뿐만 아니라 2019년 인천점 추가 효과도 기대됨

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	24,114.3	763.3	168.2	5,341	-171.5	517,754	39.2	0.4	5.9	1.0	142.8
2017	18,179.9	529.9	-136.4	-4,437	-108.6	450,130	-44.9	0.4	7.1	-0.9	109.3
2018E	18,189.7	684.3	118.0	4,187	-813.2	446,453	50.3	0.5	6.6	0.9	114.5
2019E	18,447.2	833.0	466.4	16,487	286.9	457,744	12.8	0.5	5.9	3.6	110.7
2020E	18,668.5	870.7	495.4	17,511	6.2	470,058	12.0	0.4	5.6	3.8	106.7

롯데쇼핑 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
순매출액 (재무제표)	4,347.0	4,413.3	4,674.9	4,754.5	4,403.4	4,525.6	4,646.3	4,871.9
% YoY	-2.2	0.3	2.5	N/A	1.3	2.5	-0.6	2.5
매출원가	2,491.0	2,579.3	2,757.9	2,329.7	2,509.9	2,624.9	2,741.3	2,387.2
% of Sales	57.3	58.4	59.0	49.0	57.0	58.0	59.0	49.0
% YoY	-3.2	1.7	2.3	N/A	0.8	1.8	-0.6	2.5
매출총이익	1,856.0	1,834.0	1,917.0	2,424.8	1,893.5	1,900.8	1,905.0	2,484.7
판관비	1,691.0	1,799.0	1,718.0	2,139.5	1,699.7	1,801.2	1,682.0	2,168.0
% of Sales	38.9	40.8	36.7	45.0	38.6	39.8	36.2	44.5
% YoY	-1.5	-1.3	1.4	N/A	0.5	0.1	-2.1	1.3
영업이익	165.0	86.6	199.1	285.3	193.7	99.6	223.0	316.7
% of Sales	3.8	2.0	4.3	6.0	4.4	2.2	4.8	6.5
% YoY	6.5	105.8	15.3	6.0	17.4	15.0	12.1	11.0

주 : 중국 할인점 폐점 및 철수에 따른 중단사업손익 분류

자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

롯데쇼핑 점포수 현황

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(개)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
국내							
백화점	40	43	49	53	55	56	58
% YoY	5.3	7.5	14.0	8.2	3.8	1.8	3.6
Full-line store	28	29	31	31	30	30	31
Franchise store	3	2	2	3	3	3	2
Young Plaza	2	2	2	2	2	2	2
Outlet mall	7	10	14	17	20	21	23
할인점	103	109	114	117	120	123	124
% YoY	8.4	5.8	4.6	2.6	2.6	2.5	0.3
해외							
백화점	4	6	8	9	9	9	9
% YoY	33.3	50.0	33.3	12.5	0.0	0.0	0.0
러시아	1	1	1	1	1	1	1
중국	3	4	5	5	5	5	5
인도네시아		1	1	1	1	1	1
베트남			1	2	2	2	2
할인점	137	149	151	152	174	171	73
% YoY	10.5	8.8	1.3	0.7	14.5	-1.7	-57.3
중국	102	107	103	100	115	112	0
베트남	4	6	10	11	13	13	14
인도네시아	31	36	38	41	46	46	47

자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

롯데쇼핑 (023530)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	24,114.3	18,179.9	18,189.7	18,447.2	18,668.5
매출액증가율 (%)	-17.2	-24.6	0.1	1.4	1.2
매출원가	16,242.7	10,543.7	10,157.9	10,263.3	10,386.5
매출총이익	7,871.6	7,636.2	8,031.8	8,183.9	8,282.1
판매관리비	7,108.3	7,106.4	7,347.5	7,350.9	7,411.4
영업이익	763.3	529.9	684.3	833.0	870.7
영업이익률	3.2	2.9	3.8	4.5	4.7
금융손익	-175.0	-143.9	-119.3	-115.2	-107.6
종속/관계기업손익	60.9	68.4	60.0	50.0	50.0
기타영업외손익	-329.7	-624.4	-400.0	-40.0	-40.0
세전계속사업이익	319.5	-170.1	225.0	727.8	773.0
법인세비용	195.0	273.5	90.0	203.8	216.5
당기순이익	246.9	-20.6	135.0	524.0	556.6
지배주주지분 순이익	168.2	-136.4	118.0	466.4	495.4
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	16,932.3	6,295.3	7,084.8	7,432.1	7,777.7
현금및현금성자산	2,269.2	2,626.2	2,453.9	2,735.6	3,024.9
매출채권	663.9	715.5	690.1	699.9	708.3
재고자산	3,324.4	1,354.0	2,340.5	2,373.6	2,402.1
비유동자산	24,983.6	21,653.2	21,530.4	21,468.1	21,424.8
유형자산	15,932.2	14,918.3	14,919.9	14,921.4	14,922.7
무형자산	3,356.7	2,426.2	2,300.6	2,206.4	2,135.8
투자자산	3,656.0	2,145.7	2,146.9	2,177.2	2,203.4
자산총계	41,915.9	27,948.5	28,615.2	28,900.2	29,202.6
유동부채	13,386.0	8,544.5	9,292.6	9,331.2	9,357.4
매입채무	3,764.7	2,175.5	2,971.7	3,013.8	3,049.9
단기차입금	1,537.3	923.4	903.4	853.4	803.4
유동성장기부채	3,521.4	2,155.4	2,125.4	2,125.4	2,125.4
비유동부채	11,265.9	6,052.6	5,983.3	5,852.6	5,719.2
사채	7,718.3	3,489.7	3,439.7	3,339.7	3,239.7
장기차입금	1,706.1	1,099.2	1,079.2	1,029.2	979.2
부채총계	24,651.9	14,597.1	15,275.9	15,183.8	15,076.6
자본금	157.5	140.6	140.6	140.6	140.6
자본잉여금	3,910.8	3,505.7	3,505.7	3,505.7	3,505.7
기타포괄이익누계액	88.0	-82.7	-82.7	-82.7	-82.7
이익잉여금	11,995.6	11,730.3	11,701.3	12,020.7	12,369.1
비지배주주지분	959.5	692.8	709.7	767.4	828.6
자본총계	17,264.0	13,351.4	13,339.3	13,716.4	14,125.9

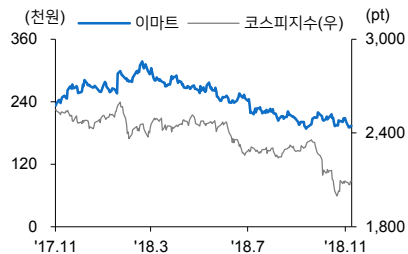
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	1,506.9	1,569.3	996.6	1,574.6	1,572.3
당기순이익(손실)	246.9	-20.6	135.0	524.0	556.6
유형자산상각비	836.0	779.2	798.4	798.6	798.7
무형자산상각비	137.2	125.6	125.6	94.2	70.6
운전자본의 증감	-619.3	-77.9	-163.3	59.1	50.8
투자활동 현금흐름	-968.4	-1,263.2	-789.9	-835.9	-828.9
유형자산의증가(CAPEX)	-1,207.0	-883.9	-800.0	-800.0	-800.0
투자자산의감소(증가)	-231.1	1,578.7	-1.2	-30.4	-26.1
재무활동 현금흐름	-21.2	74.9	-379.1	-456.9	-454.1
차입금의 증감	413.1	-6,764.8	-120.0	-199.3	-199.4
자본의 증가	0.0	-421.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	517.9	357.1	-172.4	281.8	289.3
기초현금	1,751.3	2,269.2	2,626.2	2,453.9	2,735.6
기말현금	2,269.2	2,626.2	2,453.9	2,735.6	3,024.9
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	765,756	591,345	645,211	652,103	659,928
EPS(지배주주)	5,341	-4,437	4,187	16,487	17,511
CFPS	58,282	49,050	44,985	61,358	61,862
EBITDAPS	55,143	46,665	57,045	61,004	61,508
BPS	517,754	450,130	446,453	457,744	470,058
DPS	2,000	5,200	5,200	5,200	5,200
배당수익률(%)	1.0	2.6	2.5	2.5	2.5
Valuation(Multiple)					
PER	39.2	-44.9	50.3	12.8	12.0
PCR	3.6	4.1	4.7	3.4	3.4
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
EBITDA	1,736.5	1,434.6	1,608.2	1,725.7	1,740.0
EV/EBITDA	5.9	7.1	6.6	5.9	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	1.0	-0.9	0.9	3.6	3.8
EBITDA 이익률	7.2	7.9	8.8	9.4	9.3
부채비율	142.8	109.3	114.5	110.7	106.7
금융비용부담률	0.9	1.3	0.9	0.9	0.9
이자보상배율(x)	3.4	2.2	4.1	5.0	5.4
매출채권회전율(x)	39.1	26.4	25.9	26.5	26.5
재고자산회전율(x)	7.3	7.8	9.8	7.8	7.8

이마트(139480) 할인점 부진, 사업 다변화로 극복 모색

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

Trading Buy

적정주가 (12개월)	240,000원	
현재주가 (11. 16)	194,000원	
상승여력	23.7%	
KOSPI	2,092.40pt	
시가총액	54,079억원	
발행주식수	2,788만주	
유통주식비율	71.90%	
외국인비중	48.76%	
52주 최고/최저가	317,500원/188,000원	
평균거래대금	211.3억원	
주요주주(%)		
이명희 외 3 인	28.06	
국민연금	10.00	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-8.3	-6.0
6개월	-25.1	-11.9
12개월	-20.2	-3.3
주가그래프		



3Q 영업이익 1,946억원 (-4.1% YoY) 기록

- 이마트의 연결기준 3분기 실적은 매출액 4.73조원 (+13.9% YoY), 영업이익 1,946억원 (-4.1% YoY)을 기록
- 할인점 기준점성장률은 +1.3% YoY 증가하였으나 최저임금 인상에 따른 인건비 부담과 노브랜드 등 전문점 채널 투자 확대로 별도기준 영업이익은 1,984억원 (-4.2% YoY)을 기록하여 다소 부진. 이마트몰은 거래금액 3,229억원 (+16.2% YoY)을 기록했으며 2018년 5월부터 특약매입, 위수탁판매로 회계기준 변경. 연결자회사 중에서는 중국사업과 조선포털 면세사업부가 중단영업 손익으로 분류되었으며 신세계건설이 지분을 확대하여 연결 자회사로 편입. 신세계푸드와 조선포털을 제외하고 대부분의 연결 자회사 손익 개선

온라인 통합법인을 위한 물적분할 공시 (2018.10.31)

- 이마트와 신세계는 온라인 통합법인(쓱닷컴)을 위한 사전작업으로 각각의 온라인 별도법인을 물적분할하기로 발표함. 단기적으로 온라인 사업 확대 기대감이 주가에 긍정적으로 작용할 전망이며 향후 실질적인 온라인 성장률 회복과 가시화된 성과에 따라 추가적인 가치 확장이 기대됨

투자의견 Trading Buy, 적정주가 240,000원 유지

- 당분간 할인점 부진이 지속될 가능성이 높지만 온라인, 전문몰 등 사업 포트폴리오 다변화 효과로 2019년 이후 점진적인 실적 개선이 기대됨

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	14,615.1	568.6	376.2	13,497	-16.3	276,088	13.6	0.7	8.9	5.1	89.9
2017	15,876.7	566.9	616.1	22,101	64.5	295,657	12.3	0.9	10.9	7.7	83.2
2018E	17,148.7	531.2	462.1	16,578	-25.3	310,485	12.2	0.7	9.1	5.5	80.5
2019E	18,703.8	585.8	431.6	15,484	-6.6	324,220	13.1	0.6	8.4	4.9	79.0
2020E	19,545.5	631.2	478.2	17,155	10.8	339,625	11.8	0.6	7.8	5.2	75.9

이마트 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	15,876.7	4,106.5	3,989.4	4,727.2	4,325.6	17,148.6	4,572.6	4,383.9	5,120.5	4,626.8	18,703.8
증가율 (% YoY)	7.4	9.7	8.5	13.9	0.5	8.0	11.4	9.9	8.3	7.0	9.1
이마트	12,450.7	3,287.7	3,108.0	3,616.9	3,316.4	13,329.0	3,517.8	3,263.4	3,870.1	3,482.2	14,133.6
에브리데이	1,133.1	279.3	293.8	314.3	278.2	1,165.6	287.7	302.6	323.7	286.5	1,200.5
신세계 푸드	1,169.4	317.9	310.3	337.0	331.1	1,278.8	348.3	331.1	348.3	331.1	1,278.8
조선호텔	321.6	42.8	46.1	48.2	44.6	181.7	44.9	48.4	50.6	46.8	190.7
이마트24	684.1	207.6	255.7	287.5	249.3	1,000.1	269.9	332.4	373.8	324.1	1,300.2
신세계 프라퍼티	111.0	40.7	40.4	40.0	40.0	161.1	40.0	40.0	40.0	40.0	160.0
베트남 법인	52.0	15.6	13.9	15.4	16.0	60.9	14.0	16.0	14.0	16.0	60.0
신세계건설				287.1	250.0	537.1	250.0	250.0	300.0	300.0	1,100.0
비중(%)											
이마트	78.4	80.1	77.9	76.5	76.7	77.7	76.9	74.4	75.6	75.3	75.6
에브리데이	7.1	6.8	7.4	6.6	6.4	6.8	6.3	6.9	6.3	6.2	6.4
신세계 푸드	7.4	7.7	7.8	7.1	7.7	7.5	7.6	7.6	6.8	7.2	6.8
조선호텔	2.0	1.0	1.2	1.0	1.0	1.1	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
이마트24	4.3	5.1	6.4	6.1	5.8	5.8	5.9	7.6	7.3	7.0	7.0
신세계 프라퍼티	0.7	1.0	1.0	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
베트남 법인	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
신세계건설				6.1	5.8	3.1	5.5	5.7	5.9	6.5	5.9
증가율(% YoY)											
이마트	7.0	7.6	6.7	8.9	5.0	7.1	7.0	5.0	7.0	5.0	6.0
에브리데이	7.9	1.9	1.7	5.6	2.0	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
신세계 푸드	9.4	11.6	2.4	5.0	10.8	9.4	9.6	6.7	3.4	0.0	0.0
조선호텔	-54.8	6.2	-68.6	6.4	-50.0	-43.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
이마트24	80.8	59.4	49.9	40.1	40.0	46.2	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
신세계 프라퍼티	N/A	152.8	134.9	21.6	-10.7	45.1	-1.7	-1.0	0.0	0.0	-0.7
베트남 법인	24.1	13.0	15.8	21.3	18.5	17.1	-10.3	15.1	-9.1	0.0	-1.5
신세계건설									4.5	20.0	104.8
매출총이익	4,521.3	1,127.7	1,097.1	1,259.1	1,167.9	4,651.8	1,262.0	1,205.6	1,433.7	1,290.9	5,192.2
증가율(% YoY)	10.0	7.3	6.3	7.9	0.5	2.9	11.9	9.9	13.9	10.5	11.6
매출총이익률(%)	28.5	27.5	27.5	26.6	27.0	27.1	27.6	27.5	28.0	27.9	27.8
판매비	3,954.4	974.2	1,043.8	1,064.5	1,038.1	4,120.6	1,095.1	1,144.2	1,228.9	1,138.2	4,606.4
증가율(% YoY)	11.7	10.3	7.9	10.4	1.7	4.2	12.4	9.6	15.4	9.6	11.8
판매비율(%)	24.9	23.7	26.2	22.5	24.0	24.0	24.0	26.1	24.0	24.6	24.6
영업이익	566.9	153.5	53.3	194.6	129.8	531.2	166.9	61.4	204.8	152.7	585.8
증가율(% YoY)	-0.3	-8.4	-18.0	-4.1	-8.4	-6.3	8.7	15.2	5.3	17.7	10.3
영업이익률(%)	3.6	3.7	1.3	4.1	3.0	3.1	3.7	1.4	4.0	3.3	3.1
이마트	638.4	161.6	54.6	198.4	137.5	552.1	166.6	59.2	203.8	154.7	584.3
에브리데이	2.2	0.2	1.6	4.9	0.0	6.7	2.0	0.0	2.0	0.0	4.0
신세계 푸드	29.8	10.0	6.9	5.6	8.7	37.4	9.9	8.7	9.9	8.7	37.4
조선호텔	-11.5	-0.9	-1.2	-3.9	-3.0	-9.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-12.0
이마트24	-51.7	-12.4	-9.6	-7.4	-7.0	-36.4	-9.0	-7.0	-7.0	-6.0	-29.0
신세계 프라퍼티	-21.1	2.6	5.7	2.8	3.0	14.1	3.0	5.0	4.0	4.0	16.0
베트남 법인	-3.7	-0.8	-0.5	-0.3	-0.5	-2.1	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-2.0
신세계건설				6.8	5.0	11.8	5.0	5.0	5.0	5.0	20.0

자료: 이마트, 메리츠증권 리서치센터

이마트 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
총매출액	14,470.6	3,724.2	3,504.9	4,029.2	3,717.1	14,975.4	3,875.0	3,699.4	4,245.5	3,917.4	15,737.3
기존사업	11,682.8	2,905.4	2,755.6	3,157.1	2,861.4	11,679.5	2,949.0	2,783.2	3,204.5	2,890.0	11,826.6
신사업	2,787.8	818.8	749.3	872.1	855.7	3,295.9	926.0	916.3	1,041.0	1,027.4	3,910.7
이마트 물	1,050.4	303.7	296.7	273.4	272.0	1,145.8	297.6	290.8	314.4	312.9	1,215.7
트레이더스	1,521.3	458.7	452.4	537.3	523.6	1,972.0	573.4	565.5	671.6	654.6	2,465.1
기타	216.1	56.4	0.2	61.4	60.0	178.0	55.0	60.0	55.0	60.0	230.0
순매출액	12,450.7	3,287.7	3,108.0	3,616.9	3,316.4	13,329.0	3,517.8	3,263.4	3,870.1	3,482.2	14,133.6
매출충이익	3,740.8	955.4	905.9	1,044.2	955.3	3,860.8	992.0	950.8	1,095.3	1,006.8	4,044.9
판관비	3,102.4	793.8	851.3	845.8	817.8	3,308.7	825.4	891.6	891.6	852.0	3,460.5
영업이익	638.4	161.6	54.6	198.4	137.5	552.1	166.6	59.2	203.8	154.7	584.3
기존사업	596.8	147.4	40.7	178.0	128.8	494.9	150.4	47.3	179.4	138.7	515.9
신사업	41.6	14.2	13.9	20.4	8.8	57.3	16.2	11.9	24.3	16.0	68.5
이마트 물	-12.5	2.0	-2.8	-4.9	-5.4	-11.1	-3.0	-5.0	-5.0	-7.0	-20.0
트레이더스	51.2	13.0	16.1	24.4	16.8	70.3	20.1	20.9	30.9	26.2	98.1
기타	2.9	-0.8	0.6	0.9	-2.5	-1.8	-0.9	-4.0	-1.6	-3.2	-9.6
수익성 (%)											
매출충이익	25.9	25.7	25.8	25.9	25.7	25.8	25.6	25.7	25.8	25.7	25.7
판관비	21.4	21.3	24.3	21.0	22.0	22.1	21.3	24.1	21.0	21.8	22.0
영업이익	4.4	4.3	1.6	4.9	3.7	3.7	4.3	1.6	4.8	4.0	3.7
기존사업	5.1	5.1	1.5	5.6	4.5	4.2	5.1	1.7	5.6	4.8	4.4
신사업	1.5	1.7	1.9	2.3	1.0	1.7	1.8	1.3	2.3	1.6	1.8
이마트 물	-1.2	0.7	-0.9	-1.8	-2.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.6
트레이더스	3.4	2.8	3.6	4.5	3.2	3.6	3.5	3.7	4.6	4.0	4.0
기타	1.3	-1.4	300.0	1.5	-4.2	-1.0	-1.6	-6.7	-2.8	-5.3	-4.2
성장률 (% YoY)											
총매출액	6.7	5.0	2.7	4.6	1.6	3.5	4.0	5.6	5.4	5.4	5.1
기존사업	3.1	0.3	0.0	1.5	-2.0	0.0	1.5	1.0	1.5	1.0	1.3
신사업	25.0	26.2	14.1	17.4	15.8	18.2	13.1	22.3	19.4	20.1	18.7
이마트 물	25.3	24.6	18.1	-1.6	-2.0	9.1	-2.0	-2.0	15.0	15.0	6.1
트레이더스	27.2	30.3	27.0	30.9	30.0	29.6	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
기타	10.0	6.2	-99.6	12.0	2.2	-17.6	-2.5	29,900.0	-10.4	0.0	29.2
순매출액	7.0	7.6	6.7	8.9	5.0	7.1	7.0	5.0	7.0	5.0	6.0
매출충이익	6.8	4.0	2.1	5.5	1.1	3.2	3.8	5.0	4.9	5.4	4.8
판관비	8.1	8.0	5.9	8.0	4.8	6.6	4.0	4.7	5.4	4.2	4.6
영업이익	0.8	-12.3	-34.1	-4.2	-16.4	-13.5	3.1	8.4	2.7	12.5	5.8
기존사업	-5.5	-15.7	-43.9	-7.8	-17.6	-17.1	2.0	16.2	0.8	7.7	4.2
신사업	2,211.1	54.3	36.3	45.7	6.9	37.7	14.3	-14.6	19.3	82.7	19.5

주 : 2018년 5월부터 이마트물 매출인식 관련 회계기준 변경
자료: 이마트, 메리츠증권리서치센터

이마트 (139480)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	14,615.1	15,876.7	17,148.7	18,703.8	19,545.5
매출액증가율 (%)	7.1	8.6	8.0	9.1	4.5
매출원가	10,506.1	11,355.4	12,496.8	13,511.6	14,106.1
매출총이익	4,109.0	4,521.3	4,651.8	5,192.2	5,439.4
판매관리비	3,540.4	3,954.4	4,120.6	4,606.5	4,808.2
영업이익	568.6	566.9	531.2	585.8	631.2
영업이익률	3.9	3.6	3.1	3.1	3.2
금융손익	-67.8	-30.8	-56.0	-51.5	-42.3
종속/관계기업손익	18.5	54.7	60.0	65.0	70.0
기타영업외손익	-12.6	160.5	90.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	506.8	751.4	625.2	599.2	658.9
법인세비용	137.5	191.8	156.3	161.0	173.4
당기순이익	381.6	627.9	468.9	438.2	485.5
지배주주지분 순이익	376.2	616.1	462.1	431.6	478.2
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,740.9	1,895.2	1,997.9	2,106.7	2,347.9
현금및현금성자산	65.8	223.2	252.1	202.6	358.1
매출채권	300.2	379.8	367.2	400.5	418.5
재고자산	979.5	1,011.4	1,075.2	1,172.7	1,225.5
비유동자산	13,689.2	14,171.3	14,591.6	15,043.3	15,268.8
유형자산	9,709.2	9,799.9	10,029.2	10,237.8	10,336.4
무형자산	400.5	376.7	353.9	335.6	320.9
투자자산	2,516.3	2,668.9	2,882.7	3,144.1	3,285.6
자산총계	15,430.1	16,066.5	16,589.5	17,149.9	17,616.6
유동부채	4,001.4	4,214.0	4,351.1	4,541.6	4,628.1
매입채무	892.6	941.1	990.3	1,080.1	1,128.7
단기차입금	451.4	401.9	391.9	361.9	351.9
유동성장기부채	938.2	1,025.6	975.6	925.6	875.6
비유동부채	3,304.5	3,081.1	3,046.9	3,027.3	2,970.9
사채	2,163.2	1,818.9	1,768.9	1,718.9	1,668.9
장기차입금	288.4	378.0	328.0	278.0	228.0
부채총계	7,305.9	7,295.1	7,397.9	7,569.0	7,598.9
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0
기타포괄이익누계액	1,022.9	1,079.3	1,079.3	1,079.3	1,079.3
이익잉여금	1,957.9	2,464.9	2,878.2	3,261.1	3,690.5
비지배주주지분	428.0	529.7	536.5	543.1	550.4
자본총계	8,124.2	8,771.4	9,191.6	9,581.0	10,017.7

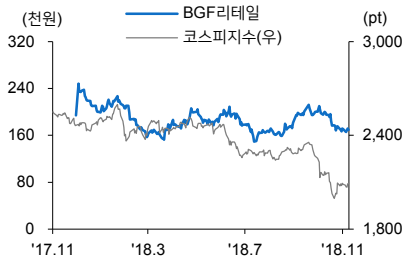
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	735.7	898.2	1,159.0	1,149.8	1,110.7
당기순이익(손실)	381.6	627.9	468.9	438.2	485.5
유형자산상각비	431.9	455.3	470.6	491.5	501.4
무형자산상각비	24.6	26.5	22.9	18.3	14.6
운전자본의 증감	-213.2	-89.0	196.6	201.8	109.2
투자활동 현금흐름	-916.1	-621.8	-922.3	-971.8	-747.1
유형자산의증가(CAPEX)	-600.2	-722.8	-700.0	-700.0	-600.0
투자자산의감소(증가)	-106.1	-97.8	-213.8	-261.4	-141.5
재무활동 현금흐름	184.6	-121.4	-207.8	-227.5	-208.1
차입금의 증감	-237.1	-177.7	-159.0	-178.8	-159.3
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2.4	157.4	28.9	-49.5	155.5
기초현금	63.4	65.8	223.2	252.1	202.6
기말현금	65.8	223.2	252.1	202.6	358.1
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	524,292	569,551	615,180	670,969	701,162
EPS(지배주주)	13,497	22,101	16,578	15,484	17,155
CFPS	38,824	39,672	42,140	41,632	43,664
EBITDAPS	36,773	37,621	36,759	39,301	41,153
BPS	276,088	295,657	310,485	324,220	339,625
DPS	1,500	1,750	1,750	1,750	1,750
배당수익률(%)	0.8	0.6	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	13.6	12.3	12.2	13.1	11.8
PCR	4.7	6.8	4.8	4.9	4.6
PSR	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3
PBR	0.7	0.9	0.7	0.6	0.6
EBITDA	1,025.1	1,048.7	1,024.7	1,095.5	1,147.2
EV/EBITDA	8.9	10.9	9.1	8.4	7.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.1	7.7	5.5	4.9	5.2
EBITDA 이익률	7.0	6.6	6.0	5.9	5.9
부채비율	89.9	83.2	80.5	79.0	75.9
금융비용부담률	0.8	0.6	0.6	0.5	0.4
이자보상배율(x)	5.0	5.6	5.5	6.3	7.2
매출채권회전율(x)	56.6	46.7	45.9	48.7	47.7
재고자산회전율(x)	15.7	15.9	16.4	16.6	16.3

BGF리테일(282330) 상권별 특화매장 및 상품 경쟁력 강화

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

Trading Buy

적정주가 (12개월)	200,000원	
현재주가 (11. 16)	169,500원	
상승여력	18.0%	
KOSPI	2,092.40pt	
시가총액	29,296억원	
발행주식수	1,728만주	
유동주식비율	44.53%	
외국인비중	34.18%	
52주 최고/최저가	248,500원/149,500원	
평균거래대금	50.3억원	
주요주주(%)		
비지엠펜 외 24 인	55.42	
Matthews International Capital M anagement LLC	6.74	
GIC Private Limited	5.56	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-14.6	-12.5
6개월	-8.9	7.1
12개월	0.0	0.0
주가그래프		



2019년 상품 경쟁력 강화와 점당 효율성 개선에 따른 실적 회복 예상

- BGF리테일의 연결기준 3분기 실적은 매출액 1.54조원 (-1.1% YoY, 회계변경 전 기준 +2.0% YoY), 영업이익 656억원 (-19.5% YoY)을 기록. 지난해 담배 높은 기저 영향으로 기존점성장률 (전체 기존점성장률 -1%, 일반상품 1%, 담배기준 -4%)이 부진했고, 일회성비용으로 이란 라이선스계약 해지에 따른 대손상각비 46억원이 반영되었음
- 2019년에는 추가적인 장려금 확대가 제한적인 가운데 상품 경쟁력 강화와 점당 효율성 개선에 따른 안정적인 실적 회복이 기대됨

상권별 특화매장 전략 강화, 헬로네이처와의 긍정적인 시너지 효과 기대

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

(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	5,770.7	191.2	160.3	9,276	-4.3	28,763	18.3	5.9	9.0	36.2	178.2
2019E	6,006.1	209.7	173.7	10,049	8.3	35,514	16.9	4.8	8.2	31.3	149.0
2020E	6,186.3	227.5	189.1	10,940	8.9	42,856	15.5	4.0	7.4	27.9	126.4

BGF리테일 분기별 실적 추이

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액 (연결기준)	5,584.9	1,316.6	1,478.5	1,539.4	1,436.2	5,770.7	1,331.3	1,536.1	1,629.5	1,509.2	6,006.1
증가율 (% YoY)	12.8	11.1	6.4	-1.2	-1.1	3.3	1.1	3.9	5.9	5.1	4.1
매출액 (별도기준)	5,582.7	1,316.1	1,478.1	1,539.0	1,435.2	5,768.5	1,330.3	1,535.1	1,628.5	1,508.2	6,002.1
증가율 (% YoY)	13.0	11.1	6.4	-1.2	-1.1	3.3	1.1	3.9	5.8	5.1	4.1
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	117.9	109.1	445.2	100.2	113.5	119.1	109.7	442.8
증가율 (% YoY)	-2.7	-1.6	-2.6	-7.3	-6.0	-4.7	-3.0	-1.0	1.0	0.5	-0.5
담배제외 기존점성장률	1.8	0.0	0.0	1.0	1.0	0.5	1.5	1.5	2.0	2.0	1.8
기존점성장률 (담배포함)	1.0	3.0	2.2	-1.0	-0.5	0.9	0.5	1.0	2.0	2.0	1.4
기타 자회사 (연결상계)	2.2	0.5	0.4	0.4	1.0	2.3	1.0	1.0	1.0	1.0	4.0
매출원가	4,527.5	1,093.3	1,215.3	1,258.8	1,182.0	4,749.5	1,105.0	1,259.6	1,328.0	1,237.5	4,930.2
증가율 (% YoY)	13.0	14.3	8.8	-0.4	-0.7	4.9	1.1	3.6	5.5	4.7	3.8
매출원가율 (%)	81.1	83.0	82.2	81.8	82.3	82.3	83.0	82.0	81.5	82.0	82.1
매출총이익	1,057.4	223.3	263.2	280.6	254.2	1,021.3	226.3	276.5	301.5	271.7	1,075.9
증가율 (% YoY)	11.9	-2.2	-3.3	-4.7	-3.2	-3.4	1.4	5.1	7.4	6.9	5.4
매출총이익률 (%)	18.9	17.0	17.8	18.2	17.7	17.7	17.0	18.0	18.5	18.0	17.9
판관비	817.9	197.2	206.8	215.0	211.1	830.1	199.7	215.1	228.1	223.4	866.2
증가율 (% YoY)	10.0	3.8	2.4	1.0	-0.9	1.5	1.3	4.0	6.1	5.8	4.3
판관비율 (%)	14.6	15.0	14.0	14.0	14.7	14.4	15.0	14.0	14.0	14.8	14.4
영업이익	239.5	26.1	56.4	65.6	43.1	191.2	26.6	61.4	73.3	48.3	209.7
증가율 (% YoY)	19.0	-32.1	-19.7	-19.5	-12.8	-20.2	2.2	8.9	11.8	12.1	9.7
영업이익률 (%)	4.3	2.0	3.8	4.3	3.0	3.3	2.0	4.0	4.5	3.2	3.5

주: 기업회계기준서 제1109호 및 제1115호를 2018년부터 적용하여 매출액 산출 기준 변화
자료: BGF리테일, 메리츠증권 리서치센터

BGF 헬로네이처와의 시너지 창출 기대

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

앱 소개	현지 직송을 통해 농가와 가정을 연결해주는 유기농 신선식품 온라인 마트 유기농 농산물 직거래 플랫폼	
앱 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 수산물/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 / 골드브루 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 '썬모네키친', '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

BGF리테일 (282330)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액		938.7	5,770.7	6,006.1	6,186.3
매출액증가율 (%)			514.7	4.1	3.0
매출원가		769.5	4,749.5	4,930.2	5,066.6
매출총이익		169.2	1,021.3	1,075.9	1,119.7
판매관리비		142.7	830.1	866.2	892.2
영업이익		26.5	191.2	209.7	227.5
영업이익률		2.8	3.3	3.5	3.7
금융손익		0.9	5.3	3.4	5.0
종속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		7.6	4.0	4.0	4.0
세전계속사업이익		35.0	200.4	217.1	236.5
법인세비용		7.0	40.1	43.4	47.4
당기순이익		28.0	160.3	173.7	189.1
지배주주지분 순이익		28.0	160.3	173.7	189.1
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산		566.6	668.5	816.1	973.3
현금및현금성자산		28.8	90.4	214.5	353.6
매출채권		63.0	82.4	85.8	88.4
재고자산		94.4	96.2	100.1	103.1
비유동자산		710.7	714.7	712.1	703.4
유형자산		402.2	398.6	389.6	376.6
무형자산		54.4	51.7	49.1	46.7
투자자산		206.2	216.5	225.3	232.1
자산총계		1,277.4	1,383.2	1,528.2	1,676.8
유동부채		681.4	677.8	705.3	726.4
매입채무		493.7	480.9	500.5	515.5
단기차입금		2.8	2.8	2.8	2.8
유동성장기부채					
비유동부채		207.3	208.3	209.1	209.7
사채					
장기차입금					
부채총계		888.7	886.0	914.4	936.0
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	137.2	253.9	380.8
비지배주주지분					
자본총계		388.6	497.1	613.8	740.7

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름		-25.0	209.3	292.7	297.8
당기순이익(손실)		28.0	160.3	173.7	189.1
유형자산상각비		16.2	108.6	104.0	98.0
무형자산상각비		2.5	2.7	2.6	2.4
운전자본의 증감		-73.4	-62.4	12.5	8.3
투자활동 현금흐름		32.1	-132.8	-118.8	-103.2
유형자산의증가(CAPEX)		-23.8	-105.0	-95.0	-85.0
투자자산의감소(증가)		-206.2	-10.3	-8.8	-6.8
재무활동 현금흐름		-1.7	-14.8	-49.7	-55.4
차입금의 증감		240.7	2.5	2.1	1.6
자본의 증가		338.9	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)		5.4	61.6	124.1	139.2
기초현금		23.3	28.8	90.4	214.5
기말현금		28.8	90.4	214.5	353.6
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS		324,986	333,879	347,498	357,923
EPS(지배주주)		9,688	9,276	10,049	10,940
CFPS		16,568	17,903	18,526	19,202
EBITDAPS		15,629	17,498	18,294	18,970
BPS		22,486	28,763	35,514	42,856
DPS		1,000	3,000	3,300	3,600
배당수익률(%)		0.5	1.8	1.9	2.1
Valuation(Multiple)					
PER		21.7	18.3	16.9	15.5
PCR		12.7	9.5	9.1	8.8
PSR		0.6	0.5	0.5	0.5
PBR		9.3	5.9	4.8	4.0
EBITDA		45.1	302.4	316.2	327.9
EV/EBITDA		77.3	9.0	8.2	7.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		7.2	36.2	31.3	27.9
EBITDA 이익률		4.8	5.2	5.3	5.3
부채비율		228.7	178.2	149.0	126.4
금융비용부담률		0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)		23.3	83.5	90.8	97.8
매출채권회전율(x)		14.9	79.4	71.4	71.0
재고자산회전율(x)		9.9	60.5	61.2	60.9

카페24(042000) 스몰 비즈니스, 온라인과 글로벌로 날개를 달다

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

Not Rated

적정주가 (12개월)	-
현재주가 (11. 16)	91,400원
상승여력	-
KOSDAQ	690.18pt
시가총액	8,620억원
발행주식수	943만주
유동주식비율	66.15%
외국인비중	30.04%
52주 최고/최저가	204,000원/75,500원
평균거래대금	187.3억원
주요주주(%)	
우창균 외 13 인	33.85
FIDELITY MANAGEMENT & RESE	
ARCH COMPANY 외 24 인	6.94
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-23.1 -18.5
6개월	-34.1 -18.9
12개월	0.0 0.0
주가그래프	



온라인 창업 활성화에 기여하는 전자상거래 생태계 환경 구축

- 소상공인들에게 쇼핑몰 구축부터 해외 마케팅까지 온라인 비즈니스를 위한 다양한 서비스를 원스톱으로 제공하는 기업. 2017년 카페24의 거래액은 6조 7천억원 수준으로 주요 품목인 화장품, 의류, 신발 등 총 소매판매액의 6.8%에 불과하여 온라인 채널 중심으로 스몰 브랜드 성장과 함께 높은 외형 성장이 지속될 전망. 나아가 의류, 패션 중심에서 리빙, 푸드, 헬스 등으로 카테고리가 다변화되고 있음

글로벌 인프라 구축 완료에 따른 이익 레버리지 효과 강화 예상

- 솔루션 개발 등 인건비를 제외한 추가적 비용이 크지 않아 향후 매출 고성장에 따른 영업 레버리지 기대
- 3분기는 의류, 화장품 비수기에 9월 추석 영향으로 부진했지만 겨울 아우터 가격대가 높은 4분기에 성수기 효과 강화될 전망

일본 진출 시작, 중장기 물류/3PL 등 신규 서비스 영역 확대

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

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016											
2017	142.6	7.4	5.1	641		1,728	0.0	0.0	-0.7	37.1	424.0
2018E	167.0	18.1	-28.9	-3,205	-599.8	5,261	-28.5	17.4	34.7	-91.2	231.0
2019E	190.1	32.4	26.3	2,790	-187.1	8,051	32.8	11.4	20.3	41.9	149.2
2020E	212.9	43.3	41.3	4,382	57.0	12,433	20.9	7.4	14.7	42.8	95.7

카페24 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

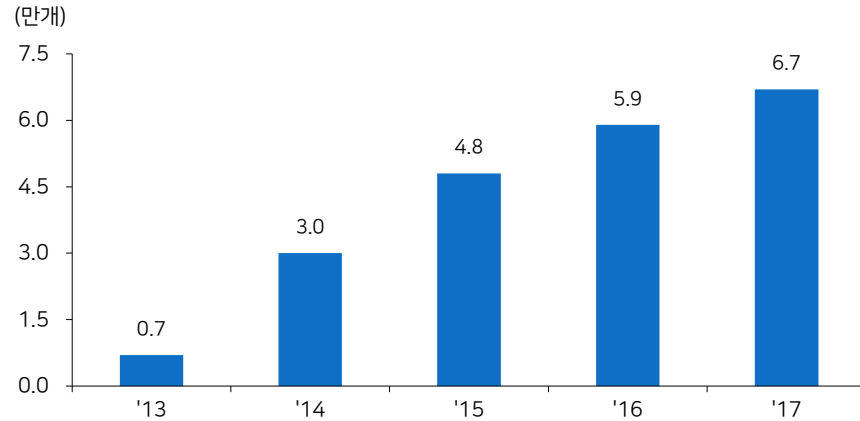
(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	142.6	36.6	40.5	39.5	52.7	107.6	26.3	29.9	27.7	40.9	124.9
증가율 (% YoY)	20.7	15.7	22.7	19.3	17.5	42.0	11.0	11.9	11.8	13.5	48.2
쇼핑몰거래액	6,722.4	1,830.1	1,884.0	2,005.4	2,388.9	37.1	10.3	11.2	10.3	12.7	44.5
증가율 (% YoY)	28.3	22.8	14.2	20.0	25.0	16.2	1.6	2.7	2.3	10.6	17.2
쇼핑몰솔루션	90.3	22.5	25.7	25.0	37.0	12.4	3.4	4.1	3.3	4.2	14.9
결제솔루션	34.8	9.6	10.3	10.4	11.8	30.0	7.9	8.6	8.3	9.7	34.5
부가서비스	29.9	8.6	9.3	9.4	11.4	29.2	7.5	7.7	7.8	7.8	30.7
상품공급	16.1	1.5	2.6	2.5	10.3	107.6	26.3	29.9	27.7	40.9	124.9
직접판매 등	9.5	2.8	3.4	2.6	3.5	42.0	11.0	11.9	11.8	13.5	48.2
광고솔루션	25.1	6.9	7.5	7.1	8.4	37.1	10.3	11.2	10.3	12.7	44.5
호스팅	27.2	7.1	7.3	7.5	7.2	16.2	1.6	2.7	2.3	10.6	17.2
증가율 (% YoY)											
쇼핑몰솔루션		18.4	29.1	22.4	19.8	19.2	16.9	16.5	16.5	14.8	16.0
결제솔루션		21.5	22.9	20.0	20.0	20.5	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
부가서비스		28.4	31.7	30.0	30.0	24.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
상품공급		-28.6	8.5	10.0	10.0	0.4	5.0	5.0	5.0	7.0	6.2
직접판매 등		21.7	70.6	20.0	20.0	31.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
광고솔루션		21.1	17.3	20.0	20.0	19.6	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
호스팅		4.4	9.0	10.0	5.0	7.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출비중 (%)											
쇼핑몰솔루션	63.3	61.5	63.4	63.2	70.3	64.5	63.1	64.7	63.2	70.2	65.7
결제솔루션	24.4	26.3	25.5	26.4	22.3	25.1	26.5	25.7	27.0	23.2	25.4
부가서비스	21.0	23.5	23.1	23.7	21.7	22.2	24.8	24.3	23.5	21.7	23.4
상품공급	11.3	4.1	6.4	6.4	19.6	9.7	3.8	5.9	5.3	18.1	9.0
직접판매 등	6.7	7.7	8.4	6.7	6.6	7.5	8.1	8.9	7.6	7.2	7.9
광고솔루션	17.6	18.9	18.5	17.9	15.9	18.0	19.0	18.7	18.9	16.6	18.2
호스팅	19.1	19.4	18.0	18.9	13.8	17.5	17.9	16.6	17.8	13.3	16.1
영업이익	7.4	3.1	4.1	4.0	9.0	18.1	5.8	9.2	3.9	13.4	32.4
증가율 (% YoY)	흑전	136.5	231.2	166.3	167.2	145.3	87.6	123.6	23.7	73.9	78.8
영업이익률 (%)	5.2	8.5	10.2	10.0	17.0	10.9	14.0	20.0	9.0	23.0	17.1

자료: 카페24, 메리츠증권증권 리서치센터

카페24 일본 등 해외사업 성장 잠재력 높아

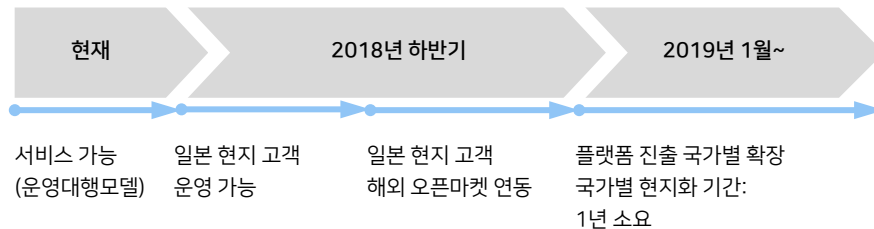
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

카페24 해외 쇼핑몰 계정 수



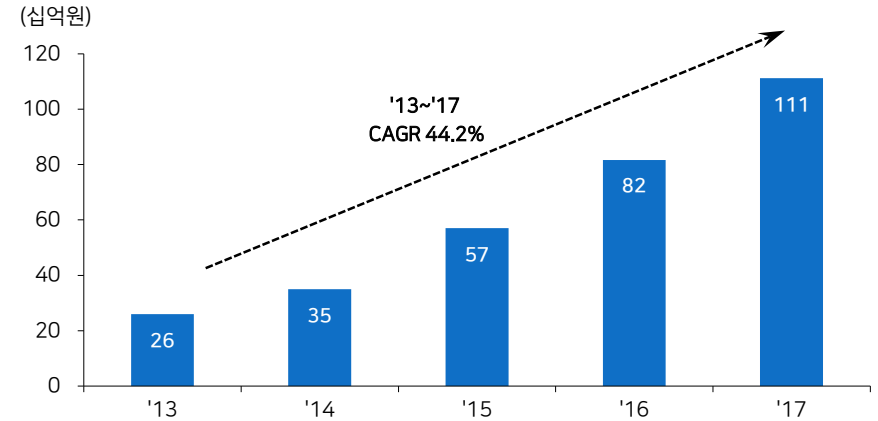
자료: 카페24, 메리츠증권리서치센터

일본 전자상거래 플랫폼 시장 진출 사업 진행 프로세스



자료: 카페24, 메리츠증권리서치센터

카페24 해외 거래액



자료: 카페24, 메리츠증권리서치센터

일본 Top Player와의 제휴 진행

오픈마켓	결제	물류
라쿠텐	소프트뱅크	야마토 운수
야후 재팬	EXIMBAY	SAGAWA
	AXES	

자료: 카페24, 메리츠증권리서치센터

카페24 (042000)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액		142.6	167.0	190.1	212.9
매출액증가율 (%)			17.1	13.8	12.0
매출원가		19.0	20.1	21.9	24.8
매출총이익		123.6	146.9	168.2	188.1
판매관리비		116.2	128.8	135.8	144.8
영업이익		7.4	18.1	32.4	43.3
영업이익률		5.2	10.9	17.1	20.3
금융손익		-0.4	-54.2	0.5	0.9
종속/관계기업손익		0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		-0.7	12.0	0.0	0.0
세전계속사업이익		6.3	-24.1	32.9	44.2
법인세비용		1.3	4.8	6.6	2.9
당기순이익		5.1	-28.9	26.3	41.3
지배주주지분 순이익		5.1	-28.9	26.3	41.3
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산		53.4	146.5	172.1	212.8
현금및현금성자산		37.7	129.3	152.4	190.7
매출채권		14.0	15.2	17.3	19.4
재고자산		0.5	0.6	0.7	0.8
비유동자산		18.5	17.7	17.1	16.6
유형자산		12.2	11.4	10.8	10.3
무형자산		1.0	1.0	1.0	1.0
투자자산					
자산총계		71.9	164.2	189.2	229.4
유동부채		29.5	86.9	90.3	94.0
매입채무		2.0	2.4	2.7	3.0
단기차입금		0.3	0.3	0.3	0.3
유동성장기부채		2.4	2.4	1.4	0.4
비유동부채		28.7	27.7	23.0	18.2
사채		26.8	25.8	20.8	15.8
장기차입금		0.1	0.1	0.1	0.1
부채총계		58.2	114.6	113.3	112.2
자본금		4.0	4.0	4.0	4.0
자본잉여금		12.4	77.1	77.1	77.1
기타포괄이익누계액		-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금		-2.4	-31.3	-5.0	36.4
비지배주주지분					
자본총계		13.7	49.6	75.9	117.3

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름		12.3	84.9	32.2	47.3
당기순이익(손실)		5.1	-28.9	26.3	41.3
유형자산상각비		4.4	3.8	3.6	3.5
무형자산상각비		0.8	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감		-0.5	55.9	2.3	2.5
투자활동 현금흐름		-3.5	-57.0	-3.0	-3.0
유형자산의증가(CAPEX)		-4.8	-3.0	-3.0	-3.0
투자자산의감소(증가)		0.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름		16.8	63.8	-6.0	-6.0
차입금의 증감		29.5	-1.0	-6.0	-6.0
자본의 증가		16.3	64.8	0.0	0.0
현금의 증가(감소)		25.1	91.6	23.2	38.3
기초현금		12.6	37.7	129.3	152.4
기말현금		37.7	129.3	152.4	190.7
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS		17,956	18,535	20,153	22,572
EPS(지배주주)		641	-3,205	2,790	4,382
CFPS		1,638	3,765	3,821	4,957
EBITDAPS		1,584	2,433	3,821	4,957
BPS		1,728	5,261	8,051	12,433
DPS					
배당수익률(%)					
Valuation(Multiple)					
PER			-28.5	32.8	20.9
PCR			24.3	23.9	18.4
PSR			4.9	4.5	4.0
PBR			17.4	11.4	7.4
EBITDA		12.6	21.9	36.0	46.8
EV/EBITDA		-0.7	34.7	20.3	14.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		37.1	-91.2	41.9	42.8
EBITDA 이익률		8.8	13.1	19.0	22.0
부채비율		424.0	231.0	149.2	95.7
금융비용부담률		0.3	0.6	0.4	0.3
이자보상배율(x)		15.6	19.4	39.6	69.0
매출채권회전율(x)		10.2	11.5	11.7	11.6
재고자산회전율(x)		284.2	306.5	302.5	300.2

Part III

화장품업종 2018년 Review & 2019년 전망

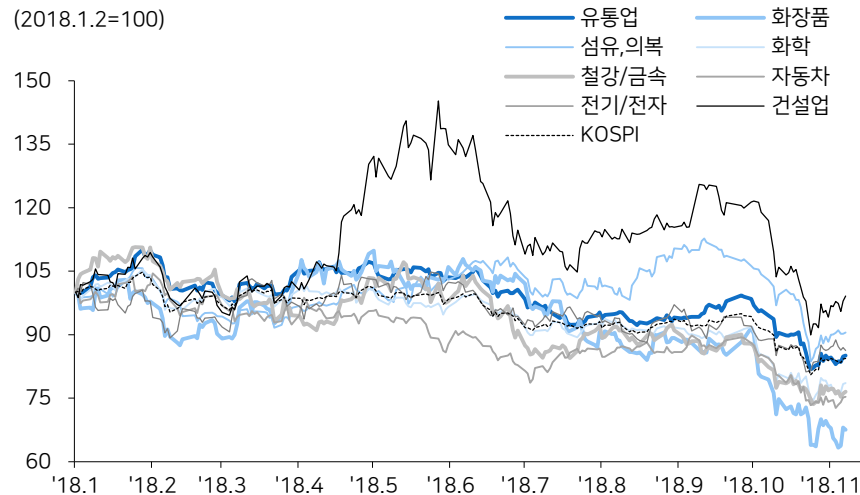
2018년 화장품업종 Review: 중국으로 웃고 울었던 한 해

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

상반기 중국 관련 정치적
불확실성 완화되면서 주가
상승, 하반기 중국 경기
우려감으로 주가 급락

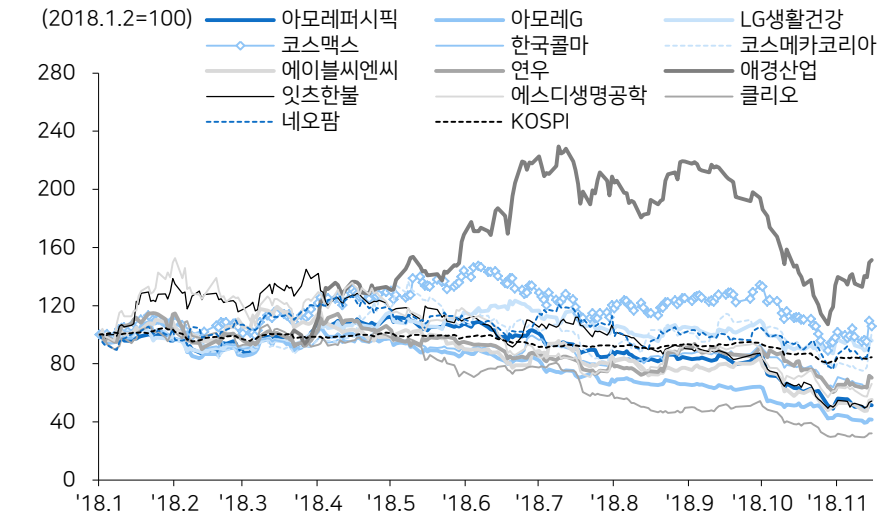
- 2018년 상반기 주요 화장품 업체들의 실적은 전반적으로 부진했지만 중국과의 관계 회복 기대감이 선반영되면서 주가는 반등. 밸류에이션이 정상화되고 중국 소비 관련 정치적 불확실성 해소되면서 무너졌던 글로벌 성장성 회복. 특히 럭셔리 브랜드 중심의 LG생활건강 등 대형 화장품 기업들의 주가가 반등하였으며 개별종목 중에서는 양호한 실적 개선을 보여준 코스맥스 등의 주가 상승
- 그러나 하반기에 들어서 글로벌 경기 둔화와 함께 미중 무역분쟁에 따른 중국 소비 우려감이 확대되면서 화장품업종 주가는 크게 조정을 받았음. 중국 위안화 약세 및 중국 증시 하락으로 중국 소비주인 화장품업종 주가 프리미엄이 약화되면서 주가 하락이 지속되고 있는 가운데 중국 매크로 환경 개선이 확인되기 전까지 부진한 주가 흐름은 지속될 가능성이 높음

2018년 업종별 지수 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 화장품 종목별 주가 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

2019년 구조적인 소비 트렌드 변화에 따라 주가 모멘텀 차별화 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

중국 소비 관련 매크로 불확실성 해소 및 대표주 아모레퍼시픽 실적 회복 관련

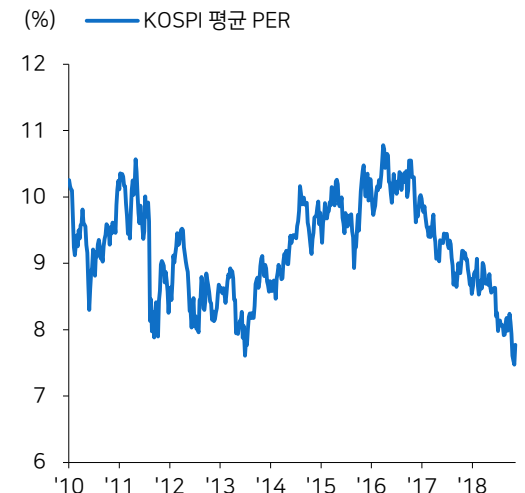
- 2018년 1분기까지 주요 화장품 업체들의 실적이 크게 부진했던 가운데 중국과의 관계 회복 기대감이 선반영되면서 밸류에이션 정상화
- 하반기 주요 화장품 ODM 업체들 중심으로 실적 크게 회복되었으나 중국 매크로 부진과 대표주 아모레퍼시픽, 아모레G의 어닝 쇼크로 주가 하락. 2019년 구조적인 소비 트렌드 변화에 따른 개별기업의 실적 차별화가 뚜렷하게 나타나면서 종목 선별이 매우 중요할 것으로 판단됨
- 전체적인 주식시장 주가 하락으로 화장품업종의 시장 대비 상대적인 밸류에이션 매력도는 약한 상황

화장품업종, 시장 평균 PER 대비 프리미엄 추이



자료: Datastream, 메리츠증권증권 리서치센터

전체 시장 평균 PER 추이



자료: Datastream, 메리츠증권증권 리서치센터

2019년 실적 펀더멘탈 탄탄한 종목 선별이 중요해짐

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

실적 대비 주가 하락폭이 컸던
대형화장품 선호, 중소형
화장품은 실적 펀더멘탈이
탄탄한 종목 선별 중요해짐

- 2014년부터 2015년까지 중국 로컬 고객사들의 높은 성장과 국내 신채널 성장에 대한 수혜로 화장품 OEM/ODM을 비롯한 중소형 화장품 회사들 주가에 높은 프리미엄이 적용되었음. 2016년부터 수익성 하락 및 현금 흐름에 대한 우려감이 확대되면서 2017년 대형 화장품 대비 주가 프리미엄이 약화되었음
- 2018년에는 중소형 화장품 브랜드샵 등의 실적 부진으로 중소형화장품의 PER은 대형화장품 대비 높은 수준임. 단기적으로 실적 대비 주가 하락폭이 컸던 LG생활건강 등 대형화장품주를 선호함. 중소형 화장품의 경우 실적 펀더멘탈이 탄탄한 종목 선별이 중요해지고 있음

대형화장품 vs. 중소형화장품, 시장 평균 PER 대비 프리미엄 추이



자료: Datastream, 메리츠증권리서치센터

아모레퍼시픽 vs. LG생활건강 시장 평균 PER 대비 프리미엄 추이



자료: Datastream, 메리츠증권리서치센터

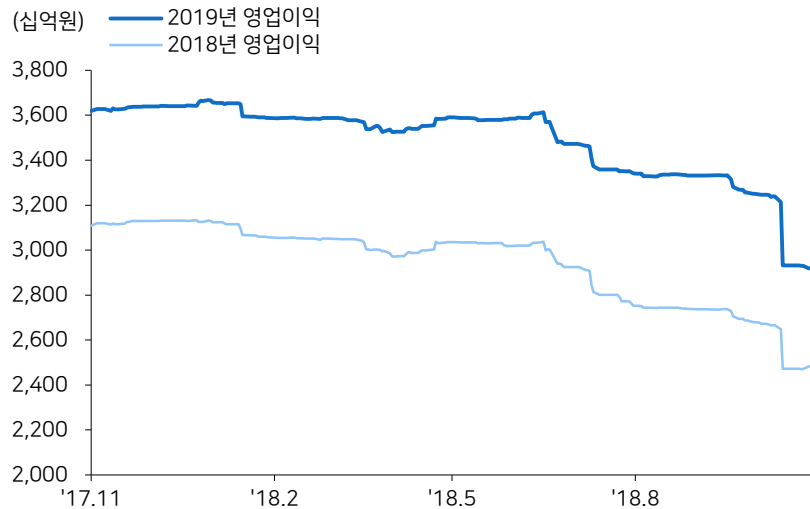
2019년 중국 인바운드 소비 회복 여부에 따라 추정치 상향 반전 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

2018년 하반기 실적 추정치 하향 마무리, 아모레퍼시픽의 어닝 쇼크 타격

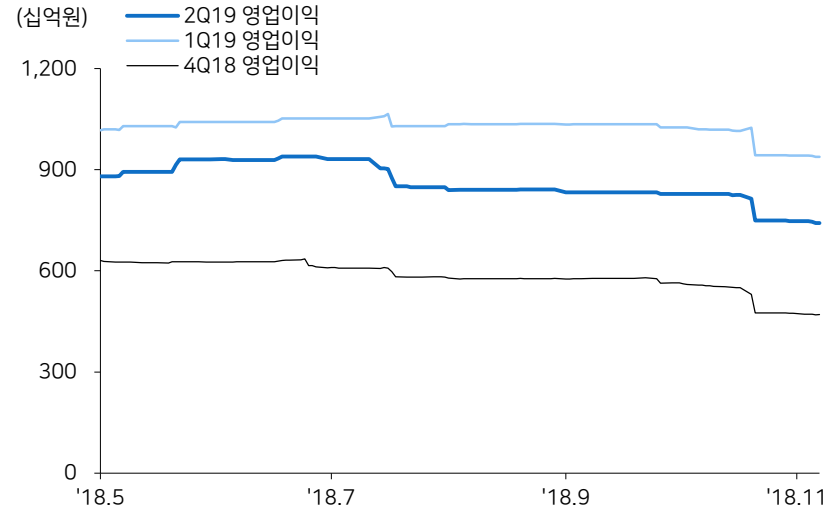
- 화장품업종의 시장 컨센서스는 2017년 하반기까지 지속적인 하향. 2018년 상반기 실적 추정치 하향 마무리되면서 주가 반등하였음. 2018년 하반기 실적 추정치가 다시 크게 하향 조정되었으며 2019년 추가적인 하향폭은 제한적일 전망. 다만 개별 종목별 실적 차별화에 주의할 필요가 있겠음
- 하반기 일부 중소형기업들을 제외한 주요 화장품업체들의 실적은 대부분 양호했으나 아모레퍼시픽의 어닝 쇼크가 전체 업종 실적 추정치 하향에 역할이 컸음. 2019년 중국 인바운드 소비 회복 여부에 따라 추정치 상향 반전을 모색할 전망

화장품업종 연간 영업이익 컨센서스



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

화장품업종 분기별 영업이익 컨센서스



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

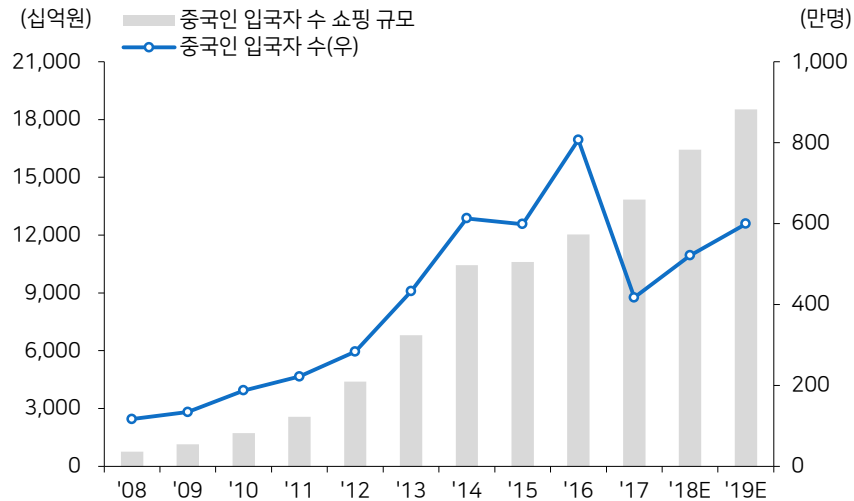
2019년 화장품 업종 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

상반기는 중국 불확실성 완화,
중장기 미국 등 지역 다변화와
신규 사업 성과 기대

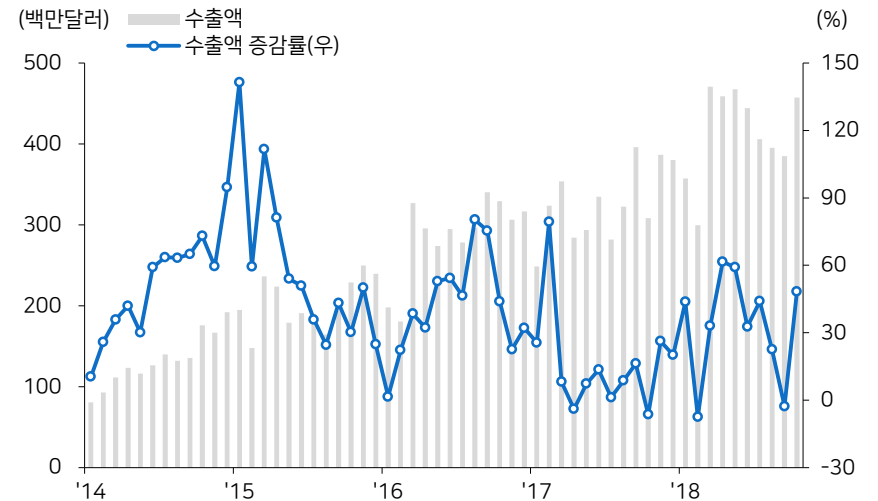
- 상반기까지는 면세점을 비롯한 중국 인바운드 소비 회복과 중국 현지법인 실적 개선이 주가 모멘텀에 중요하게 작용할 전망. 특히 2019년 중국 단체관광객 정상화 여부 관건
- 하반기에 접어들수록 중국 이외 해외 성과에 주목할 필요가 있겠음. 미국, 유럽 및 동남아 지역에서의 실적 기여도 확대 가능성. 또한 새로운 카테고리 확장이나 M&A 등 신규 사업 성과도 기대

중국인 입국자 수 및 화장품 포함 전체 입국자 쇼핑 규모 추정



자료: 한국관광공사 설문조사 바탕으로 메리츠증권증권 리서치센터 추정

화장품 월별 수출액 추이



자료: 한국무역협회, 메리츠증권증권 리서치센터

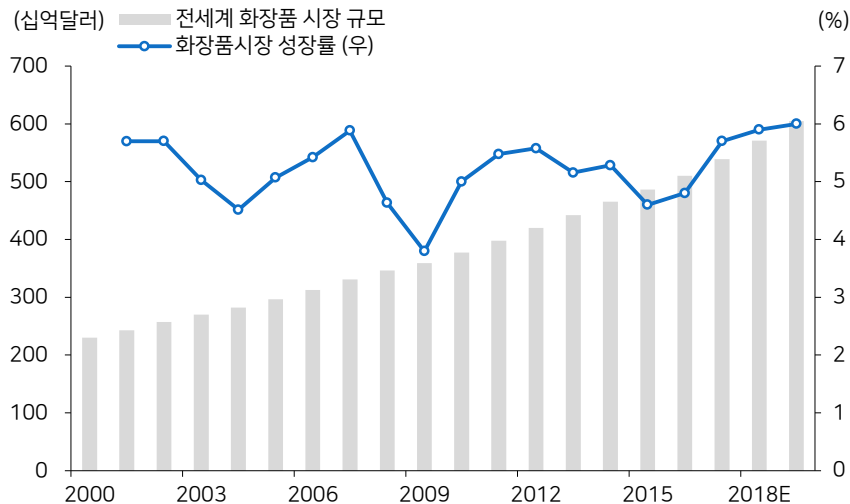
전세계 화장품 시장, 과거 금융 위기에도 견조한 성장

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

유가 및 환율 외부변수 영향
미미, 다만 밸류에이션 (주가
프리미엄)이 영향을 크게 받음

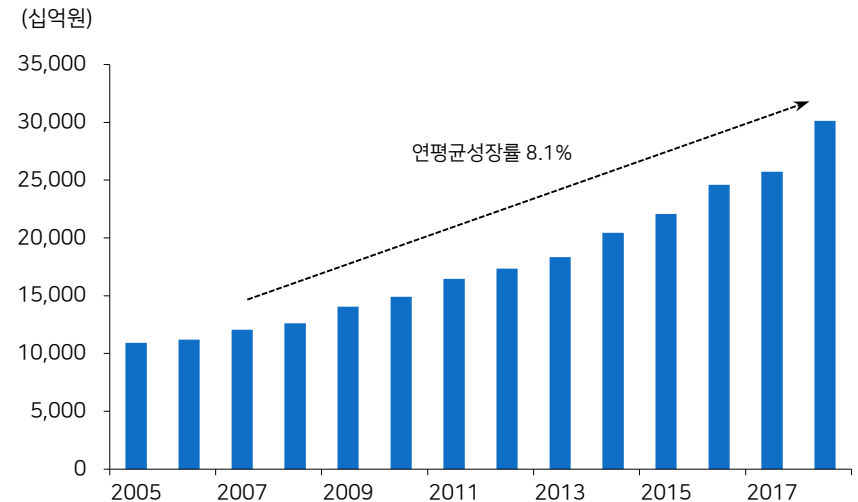
- Euromonitor에 따르면 전세계 화장품 시장은 연평균 5~6% 성장률로 꾸준히 성장하였으며 한국 화장품 시장도 연평균 7~8%의 글로벌 시장 대비 높은 수준이 지속됨. 특히 2008년 금융위기에도 전세계 화장품 시장은 4% 성장하여 경기 변화에 영향이 크지 않았음
- 다만 화장품업종의 주가 프리미엄이 매크로 환경에 크게 영향을 받음. 고PER의 특성상 금리 인상이 급격히 이루어지는 경우 주가 변동성이 크며 중국 위안화와 중국 경기지표 및 증시 흐름과 주가의 연동성도 높은 편임

글로벌 화장품/생활용품 시장규모 및 증가율



자료: Euromonitor, 메리츠증권리서치센터 추정

국내 화장품 소매판매액 추이 (면세점, 온라인 역직구 포함)



자료: 통계청, 메리츠증권리서치센터

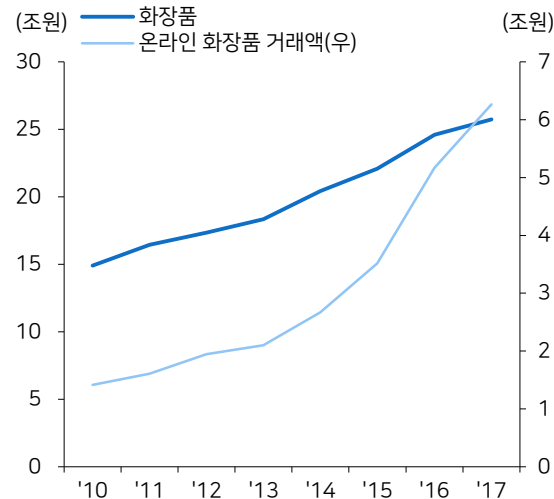
2019년 주목해야 할 국내 소비 트렌드

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

온라인, 더마코스메틱, 인디 & 스몰 브랜드의 고성장

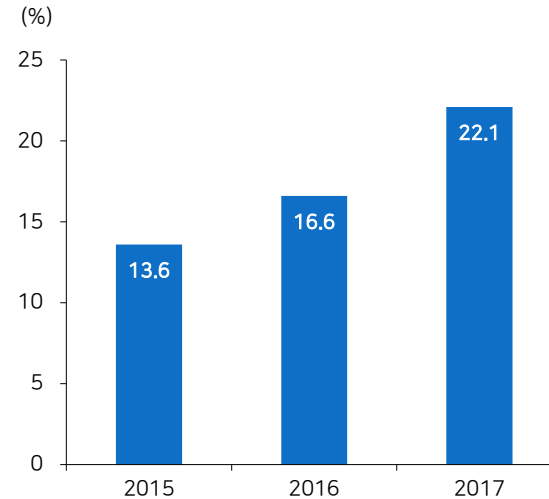
- 2018년 화장품업체들의 실적 발표에서 주목할 점은 개별기업 별로 중국 정부의 사드보복 조치에 따른 타격에서 벗어나 회복되는 속도가 크게 차별화된 양상을 나타냄
- 특히 구조적인 소비 트렌드 변화에 집중할 필요가 있으며 국내에서는 지속적인 온라인 채널 성장과 더마 코스메틱, 인디 & 스몰 브랜드의 고성장이 지속될 전망

연간 화장품 소매판매액 vs 온라인 화장품 거래액



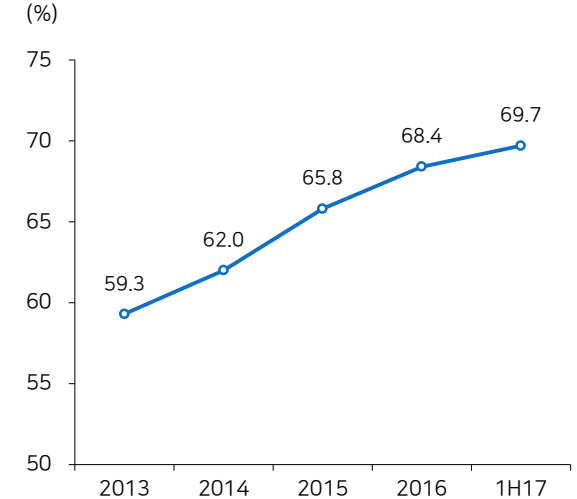
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

더마화장품 시장의 성장, 구매경험을 추이



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

인디 & 스몰 브랜드의 성장



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

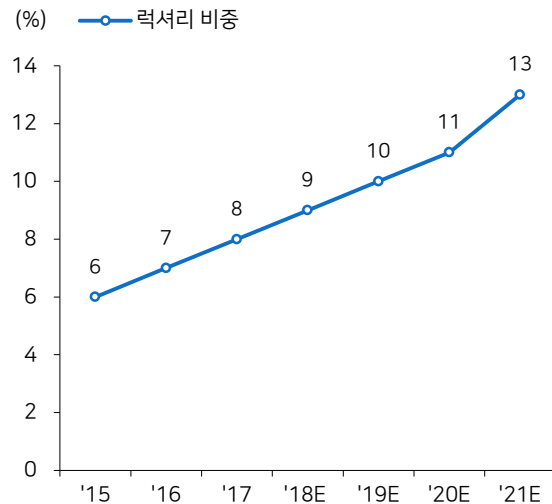
2019년 주목해야 할 중국 소비 트렌드

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

중국 밀레니얼 세대의 럭셔리 소비 확대와 프리미엄, 신규 카테고리 성장이 두드러짐

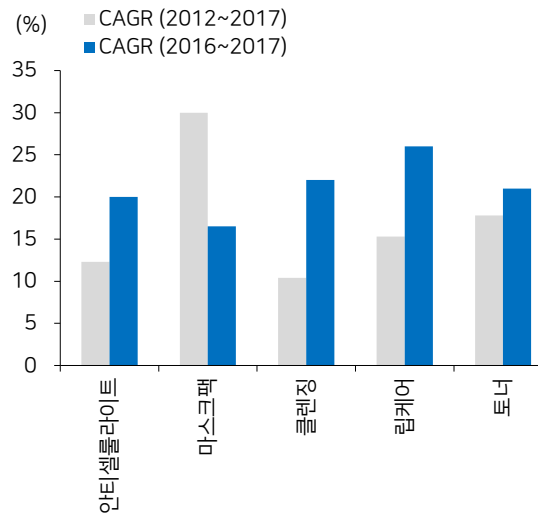
- 중국 화장품 시장의 핵심 트렌드는 밀레니얼과 Z세대 소비. Z세대 (Generation Z)는 1990년대 중반에서 2000년대 중반에 출생한 세대를 지칭하며 PC를 거치지 않은 Only 모바일 세대. 왕홍 상품과 신규 브랜드에 대한 수요가 강하고 다양한 개성을 추구함
- 또한 중국 소비재 시장의 프리미엄화가 가속화되고 있으며 매스 화장품 시장에서는 중국 로컬 브랜드가 강세를 보이고 있지만 프리미엄 고가 스킨케어 시장은 해외 유명 브랜드를 선호하는 것으로 나타남

중국 사치품 판매 확대



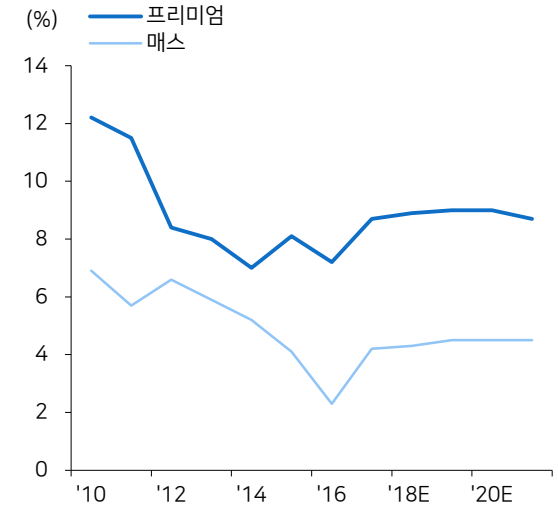
자료: 중국산업정보, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 프리미엄 스킨케어 성장을 비교



자료: KOTRA, Euromonitor, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 프리미엄 vs 매스 생활소비재 성장을



자료: Euromonitor, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 화장품기업 Peer

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

		아모레퍼시픽	아모레G	LG생활건강	코스맥스	한국콜마	네오팜
Ticker		090430 KS	002790 KS	051900 KS	192820 KS	161890 KS	092730 KS
현재주가 (11/16)	(원)	161,000	60,500	1,151,000	128,500	60,100	44,700
시가총액	(십억원)	9,412	4,989	17,977	1,291	1,343	334
절대수익률 (%)	1M	-18.5	-19.3	5.7	-5.5	-8.9	-4.7
	3M	-37.5	-37.3	-3.1	-7.9	-15.1	-0.1
	6M	-51.0	-54.0	-10.6	-20.9	-22.8	-16.1
	1Y	-49.4	-59.8	-4.1	9.2	-23.8	19.5
	YTD	-47.1	-57.1	-3.2	9.8	-26.7	-5.2
초과수익률 (%p)	1M	-16.1	-16.9	8.1	-3.1	-6.5	-2.3
	3M	-34.3	-34.1	0.1	-4.7	-11.9	3.1
	6M	-52.5	-55.5	-12.1	-22.4	-24.4	-17.6
	1Y	-57.3	-67.7	-11.9	1.3	-31.7	11.7
	YTD	-51.2	-61.2	-7.3	5.7	-30.8	-9.3
PER (X)	2017	46.8	58.0	31.6	62.4	36.6	30.4
	2018E	26.0	27.4	24.2	39.8	53.0	21.9
	2019E	24.4	22.4	21.3	28.0	23.1	16.8
PBR (X)	2017	5.1	3.6	18.9	5.1	5.7	7.4
	2018E	2.5	1.6	16.1	5.1	3.2	5.7
	2019E	2.3	1.5	13.9	4.5	2.8	4.6
ROE (%)	2017	9.8	7.0	21.9	8.8	16.4	26.8
	2018E	8.7	5.5	23.3	13.9	6.7	28.8
	2019E	8.7	6.0	22.3	71.1	12.9	30.4
매출액성장률 (%)	2017	-9.2	-10.0	2.9	16.8	23.1	26.6
	2018E	2.9	0.2	6.9	43.3	69.2	24.4
	2019E	9.4	7.0	8.1	18.7	27.1	26.4
영업이익성장률 (%)	2017	-29.7	12.1	5.6	-33.2	-8.8	46.9
	2018E	-14.5	9.7	13.4	58.1	6.1	28.5
	2019E	7.4	9.5	12.7	19.1	70.9	33.3
순이익성장률 (%)	2017	-38.4	8.1	6.8	-50.6	-8.6	49.3
	2018E	-7.3	7.2	25.4	71.3	-43.9	32.0
	2019E	9.4	7.1	13.9	42.1	136.5	30.0
영업이익률 (%)	2017	11.6	12.1	14.8	4.0	8.2	26.2
	2018E	9.7	9.7	15.7	4.4	5.1	27.0
	2019E	9.5	7.5	16.4	4.4	6.9	28.5
순이익률 (%)	2017	7.8	8.1	9.9	1.8	5.9	21.6
	2018E	7.0	7.2	11.6	2.1	2.0	22.9
	2019E	7.0	7.1	12.2	2.5	3.7	23.5

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 화장품기업 Peer

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15

유통/화장품 Value Consumption

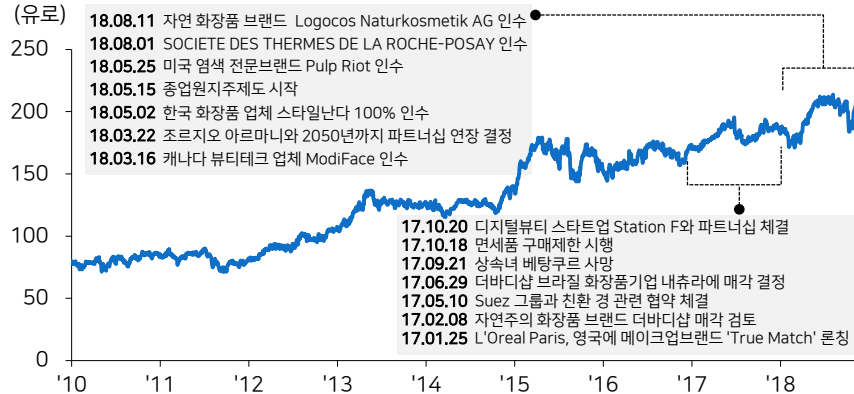
		L'OREAL	LVMH	ESTEE LAUDER	Unilever	SHISEIDO	KOSE	SHANGHAI JAHWA
Ticker		OR FP	MC FP	EL US	UNA NA	4911 JP	4922 JP	600315 CH
국가		프랑스	프랑스	미국	미국	일본	일본	중국
현재주가 (11/16)	(달러)	237	302	144	56	65	165	4
시가총액	(백만달러)	132,748	152,316	52,258	160,201	25,840	10,019	2,701
절대수익률 (%)								
	1M	11.4	0.0	12.1	5.5	2.1	3.7	9.0
	3M	1.5	-11.3	8.1	-0.3	2.2	4.0	-17.1
	6M	2.4	-13.9	0.1	5.2	-8.7	-15.5	-34.2
	1Y	13.6	9.0	15.9	4.9	40.2	14.7	-24.6
	YTD	14.3	9.0	14.1	7.9	34.2	6.9	-24.0
초과수익률 (%p)								
	1M	13.9	2.4	14.5	8.0	4.6	6.1	11.4
	3M	4.7	-8.1	11.3	2.9	5.4	7.2	-13.9
	6M	0.9	-15.4	-1.5	3.7	-10.2	-17.0	-35.7
	1Y	5.7	1.1	8.0	-3.0	32.4	6.8	-32.4
	YTD	10.2	4.9	10.0	3.8	30.1	2.8	-28.1
PER (X)								
	2017	27.1	24.0	26.0	21.7	95.6	26.5	63.6
	2018E	29.4	20.7	29.7	21.2	38.1	28.0	35.9
	2019E	27.4	19.0	26.7	19.9	31.4	26.0	28.5
PBR (X)								
	2017	4.2	4.3	8.1	9.4	5.1	3.5	4.6
	2018E	4.4	4.1	11.7	10.9	6.1	5.1	3.2
	2019E	4.0	3.6	10.6	10.7	5.3	4.4	3.0
ROE (%)								
	2017	14.5	18.6	31.4	40.4	5.6	13.9	7.3
	2018E	14.9	17.8	35.4	40.8	1.5	16.9	7.5
	2019E	15.2	20.5	38.2	51.0	17.7	19.5	8.9
매출액성장률 (%)								
	2017	6.6	15.7	5.0	4.0	14.3	21.6	7.1
	2018E	3.6	10.1	21.3	-4.7	8.2	19.7	9.3
	2019E	5.6	7.5	6.4	0.5	8.3	6.6	17.5
영업이익성장률 (%)								
	2017	17.0	20.0	3.8	15.6	111.6	25.5	45.1
	2018E	8.5	23.3	-82.7	4.7	50.9	44.1	72.0
	2019E	7.6	8.6	10.4	1.9	19.5	8.7	29.3
순이익성장률 (%)								
	2017	17.7	31.5	12.0	19.2	-31.4	28.8	90.8
	2018E	10.3	25.7	39.2	6.0	232.9	66.8	33.7
	2019E	7.2	9.3	12.5	-5.5	23.0	7.8	23.8
영업이익률 (%)								
	2017	17.3	19.0	118.0	16.9	8.0	14.7	5.7
	2018E	18.1	21.3	16.9	18.5	11.2	17.7	9.0
	2019E	18.4	21.6	17.5	18.8	12.3	18.0	9.9
순이익률 (%)								
	2017	13.8	12.0	10.6	11.3	2.3	8.1	6.1
	2018E	14.6	13.7	12.1	12.5	7.0	11.3	7.4
	2019E	14.9	14.0	12.8	11.8	7.9	11.4	7.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주요 글로벌 화장품 기업, 최근 주가 동향

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

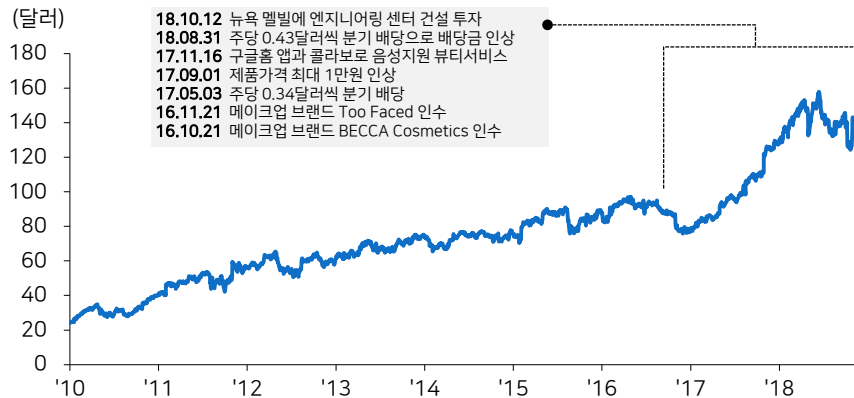
L'Oreal



LVMH



Estee Lauder



SHISEIDO



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

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

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

L'Oréal 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	28,884.1	29,387.9	29,933.5	28,035.9	27,578.2	29,399.6	30,459.9	32,177.8
영업이익	4,774.8	4,769.3	4,714.3	4,724.2	4,341.6	5,078.7	5,508.7	5,928.5
세전이익	4,983.9	5,217.6	5,168.4	5,014.4	4,756.2	5,340.2	5,910.2	6,330.2
순이익 (조정)	3,687.5	3,929.4	6,523.1	3,660.1	3,437.6	4,046.0	4,546.8	4,870.2
성장률 (%YoY)								
매출액	2.0	1.7	1.9	-6.3	-1.6	6.6	-5.7	5.6
영업이익	6.4	-0.1	-1.2	0.2	-8.1	17.0	-5.6	7.6
세전이익	3.2	4.7	-0.9	-3.0	-5.1	12.3	-5.7	7.1
순이익	8.6	6.6	66.0	-43.9	-6.1	17.7	-2.6	7.1
수익성 (%)								
영업이익률	16.5	16.2	15.7	16.9	15.7	17.3	18.1	18.4
세전이익률	17.3	17.8	17.3	17.9	17.2	18.2	19.4	19.7
순이익률	12.8	13.4	21.8	13.1	12.5	13.8	14.9	15.1
PER (배)	21.9	26.5	29.1	26.2	31.5	27.1	29.2	27.2
PBR (배)	3.0	3.4	3.8	3.7	4.0	4.2	4.3	4.0
EV/EBITDA (배)	12.0	15.0	15.6	14.8	18.2	17.8	19.1	17.9
ROE (%)	14.9	13.6	22.9	15.1	12.9	14.5	15.2	15.2
EPS (달러)	6.2	6.6	11.3	6.6	6.1	7.2	8.1	8.6
BPS (달러)	46.1	52.0	44.1	45.8	46.1	53.3	54.1	58.4

주: 6월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

L'Oréal 분기별 실적 추이

(백만달러)	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18E	1H19E	2H19E
매출액	14,313.5	13,726.8	13,951.8	13,628.0	14,526.7	14,835.7	16,210.5	16,033.2	15,975.1	16,639.0
영업이익	2,567.4	2,159.4	2,124.1	2,216.4	2,580.2	2,485.9	3,084.6	3,157.3	2,853.3	N/A
세전이익	2,905.6	2,113.6	2,471.8	2,285.8	3,004.9	2,297.0	3,520.7	3,540.5	2,802.6	3,682.9
순이익	2,102.1	1,561.3	1,651.9	1,784.4	2,206.9	1,816.1	2,754.3	N/A	N/A	N/A
성장률 (%YoY)										
매출액	-6.6	-6.1	-2.5	-0.7	4.1	8.9	11.6	8.1	-1.5	3.8
영업이익	-3.8	4.8	-17.3	2.6	21.5	12.2	19.5	27.0	-7.5	N/A
세전이익	-8.0	3.5	-14.9	8.1	21.6	0.5	17.2	54.1	-20.4	4.0
순이익	-11.6	-61.8	-21.4	14.3	33.6	1.8	24.8	N/A	N/A	N/A
수익성 (%)										
영업이익률	17.9	15.7	15.2	16.3	17.8	16.8	19.0	19.7	17.9	N/A
세전이익률	20.3	15.4	17.7	16.8	20.7	15.5	21.7	22.1	17.5	22.1
순이익률	14.7	11.4	11.8	13.1	15.2	12.2	17.0	N/A	N/A	N/A

주: 6월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

Appendix. LVMH(MC FP) 연간 및 분기별 실적 추이

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

LVMH 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	36,136.8	38,542.3	40,702.2	39,587.3	41,616.9	48,167.0	51,958.4	53,040.6
영업이익	7,379.6	7,864.9	7,221.7	7,100.7	7,638.3	9,168.9	10,140.0	11,299.7
세전이익	7,361.6	7,571.4	11,130.1	6,626.8	7,163.4	8,963.2	9,791.0	11,058.0
순이익 (조정)	4,402.8	4,564.1	7,503.3	3,966.1	4,406.3	5,794.4	6,057.2	7,263.4
성장률 (%YoY)								
매출액	9.7	6.7	5.6	-2.7	5.1	15.7	7.9	2.1
영업이익	2.8	6.6	-8.2	-1.7	7.6	20.0	10.6	11.4
세전이익	7.6	2.8	47.0	-40.5	8.1	25.1	9.2	12.9
순이익	3.2	3.7	64.4	-47.1	11.1	31.5	4.5	19.9
수익성 (%)								
영업이익률	20.4	20.4	17.7	17.9	18.4	19.0	19.5	21.3
세전이익률	20.4	19.6	27.3	16.7	17.2	18.6	18.8	20.8
순이익률	12.2	11.8	18.4	10.0	10.6	12.0	11.7	13.7
PER (배)	20.2	19.3	11.7	20.4	22.9	24.0	27.2	20.7
PBR (배)	2.8	2.5	3.0	3.0	3.5	4.3	4.6	4.1
EV/EBITDA (배)	9.8	8.9	9.8	9.2	10.5	12.6	14.0	11.8
ROE (%)	14.6	13.4	23.2	15.5	15.7	18.6	17.8	20.4
EPS (달러)	8.8	9.1	15.0	7.9	8.8	11.5	12.1	14.4
BPS (달러)	64.5	74.1	52.5	52.6	55.4	69.0	70.6	73.9

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

LVMH 분기별 실적 추이

(백만달러)	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18E	1H19E	2H19E
매출액	18,654.9	20,920.4	19,190.5	22,396.8	21,352.6	26,963.9	26,330.1	28,836.5	N/A	N/A
영업이익	3,231.4	3,865.8	3,254.6	4,373.6	3,839.7	5,377.0	5,542.0	6,054.9	N/A	N/A
세전이익	2,938.9	3,683.7	3,073.7	4,080.6	3,823.4	5,180.6	5,515.4	6,005.7	N/A	N/A
순이익	1,764.2	2,199.4	1,910.3	2,490.7	2,295.1	3,540.8	3,636.6	4,026.8	N/A	N/A
성장률 (%YoY)										
매출액	-2.9	-2.2	2.9	7.1	11.3	20.4	23.3	6.9	N/A	N/A
영업이익	-6.8	3.4	0.7	13.1	18.0	22.9	44.3	12.6	N/A	N/A
세전이익	-13.5	-51.5	4.6	10.8	24.4	27.0	44.4	15.9	N/A	N/A
순이익	-14.7	-58.7	8.3	13.2	20.1	42.2	57.9	13.7	N/A	N/A
수익성 (%)										
영업이익률	17.3	18.5	17.0	19.5	18.0	19.9	21.0	21.0	N/A	N/A
세전이익률	15.8	17.6	16.0	18.2	17.9	19.2	20.9	20.8	N/A	N/A
순이익률	9.5	10.5	10.0	11.1	10.7	13.1	13.8	14.0	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

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

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

Estee Lauder 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
매출액	9,713.6	10,181.7	10,968.8	10,780.0	11,262.0	11,824.0	13,683.0	14,344.0
영업이익	1,311.7	1,526.0	1,827.6	1,606.0	1,610.0	1,692.0	2,052.0	2,420.4
세전이익	1,261.1	1,475.2	1,776.8	1,561.0	1,555.0	1,617.0	1,980.0	2,329.6
순이익 (조정)	856.9	1,019.8	1,204.1	1,089.0	1,115.0	1,249.0	1,108.0	1,797.5
성장률 (%YoY)								
매출액	10.3	4.8	7.7	-1.7	4.5	5.0	15.7	4.8
영업이익	20.4	16.3	19.8	-12.1	0.2	5.1	21.3	18.0
세전이익	23.0	17.0	20.4	-12.1	-0.4	4.0	22.4	17.7
순이익	22.3	19.0	18.1	-9.6	2.4	12.0	-11.3	62.2
수익성 (%)								
영업이익률	13.5	15.0	16.7	14.9	14.3	14.3	15.0	16.9
세전이익률	13.0	14.5	16.2	14.5	13.8	13.7	14.5	16.2
순이익률	8.8	10.0	11.0	10.1	9.9	10.6	8.1	12.5
PER (배)	23.4	23.0	23.4	30.3	28.8	25.9	31.6	29.1
PBR (배)	7.7	7.8	7.4	8.9	9.4	8.1	11.2	11.5
EV/EBITDA (배)	13.1	13.6	12.7	16.2	17.0	17.2	20.6	17.7
ROE (%)	32.0	33.9	33.7	29.0	30.9	31.4	24.4	38.2
EPS (달러)	2.2	2.6	3.1	2.9	3.0	3.4	3.0	4.9
BPS (달러)	7.0	8.5	10.1	9.7	9.7	11.9	12.8	12.3

주: 6월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Estee Lauder 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	2,657.0	2,646.0	2,865.0	3,208.0	2,857.0	2,894.0	3,274.0	3,744.0	3,370.0	3,295.0	3,524.0	3,923.6
영업이익	384.0	143.0	418.0	617.0	427.0	230.0	568.0	710.0	497.0	277.0	652.0	777.0
세전이익	370.0	130.0	403.0	600.0	407.0	207.0	549.0	690.0	480.0	261.0	633.0	753.5
순이익	265.0	94.0	294.0	428.0	298.0	229.0	427.0	123.0	372.0	186.0	500.0	562.6
성장률 (%YoY)												
매출액	3.0	4.8	1.1	2.7	7.5	9.4	14.3	16.7	18.0	13.9	7.6	4.8
영업이익	-3.3	-37.4	-7.7	-2.1	11.2	60.8	35.9	15.1	16.4	20.4	14.8	9.4
세전이익	-3.9	-40.7	-8.2	-2.6	10.0	59.2	36.2	15.0	17.9	26.1	15.3	9.2
순이익	-2.6	-38.6	-4.9	-4.3	12.5	143.6	45.2	-71.3	24.8	-18.8	17.1	357.4
수익성 (%)												
영업이익률	14.5	5.4	14.6	19.2	14.9	7.9	17.3	19.0	14.7	9.2	19.0	19.8
세전이익률	13.9	4.9	14.1	18.7	14.2	7.2	16.8	18.4	14.2	8.3	18.4	19.2
순이익률	10.0	3.6	10.3	13.3	10.4	7.9	13.0	3.3	11.0	5.4	14.1	14.3

주: 6월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

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

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

Shiseido 연간 실적 추이

(백만달러)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	8,648.4	8,202.1	7,609.3	7,109.7	7,839.9	8,964.2	9,711.5	10,522.3
영업이익	496.0	315.2	495.7	252.4	339.1	717.4	1,084.7	1,296.4
세전이익	493.6	-78.0	503.5	448.3	459.8	343.9	1,082.6	1,308.5
순이익 (조정)	184.0	-177.7	261.1	307.8	296.0	202.9	683.4	838.7
성장률 (%YoY)								
매출액	10.2	-5.2	-7.2	-6.6	10.3	14.3	8.3	8.3
영업이익	-4.7	-36.4	57.3	-49.1	34.3	111.6	51.2	19.5
세전이익	47.0	적전	흑전	-11.0	2.6	-25.2	214.8	20.9
순이익	22.9	적전	흑전	17.9	-3.8	-31.4	236.8	22.7
수익성 (%)								
영업이익률	5.7	3.8	6.5	3.6	4.3	8.0	11.2	12.3
세전이익률	5.7	-1.0	6.6	6.3	5.9	3.8	11.1	12.4
순이익률	2.1	-2.2	3.4	4.3	3.8	2.3	7.0	8.0
PER (배)	39.2	N/A	27.7	25.3	36.8	95.6	36.9	30.5
PBR (배)	2.0	1.8	2.1	2.2	3.0	5.1	6.0	5.1
EV/EBITDA (배)	8.9	10.0	8.8	13.0	16.4	17.4	16.8	14.3
ROE (%)	4.8	-5.1	8.3	9.3	8.2	5.6	17.8	19.4
EPS (달러)	0.5	-0.4	0.7	0.8	0.7	0.5	1.7	2.0
BPS (달러)	8.9	7.7	8.3	8.1	8.5	9.4	10.5	12.2

주: 2015년까지 3월 결산, 2016년부터 12월 결산 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

Shiseido 분기별 실적 추이

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	1,851.8	1,844.6	2,056.4	2,082.0	2,046.7	2,156.8	2,335.1	2,426.1	2,435.0	2,464.1	2,450.1	2,532.1
영업이익	191.8	-19.9	183.7	-17.9	212.5	94.8	324.3	86.7	435.2	219.7	271.8	103.9
세전이익	342.0	-39.9	185.5	-38.4	206.7	63.9	-314.9	380.1	437.6	247.2	242.2	N/A
순이익	237.1	-26.0	123.9	-46.4	123.3	43.3	-322.3	351.8	266.5	172.3	146.5	N/A
성장률 (%YoY)												
매출액	-0.6	-0.4	11.5	1.2	-1.7	5.4	8.3	3.9	19.0	14.2	4.9	4.4
영업이익	159.6	적전	흑전	적전	흑전	-55.4	242.0	-73.3	104.8	131.6	-16.2	19.9
세전이익	384.0	적전	흑전	적전	흑전	-69.1	적전	흑전	111.7	286.5	흑전	N/A
순이익	383.3	적전	흑전	적전	흑전	-64.9	적전	흑전	116.2	298.3	흑전	N/A
수익성 (%)												
영업이익률	10.4	-1.1	8.9	-0.9	10.4	4.4	13.9	3.6	17.9	4.7	13.3	4.1
세전이익률	18.5	-2.2	9.0	-1.8	10.1	3.0	-13.5	15.7	18.0	4.3	11.7	N/A
순이익률	12.8	-1.4	6.0	-2.2	6.0	2.0	-13.8	14.5	10.9	3.6	8.8	1.3

주: 2015년까지 3월 결산, 2016년부터 12월 결산 기준
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

Part IV

중국 밀레니얼과 프리미엄 소비 확대

경기둔화 우려에 따른 럭셔리 주가 모멘텀 약화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

럭셔리 소비, 높은 가격
전가력으로 인플레이션에 강함

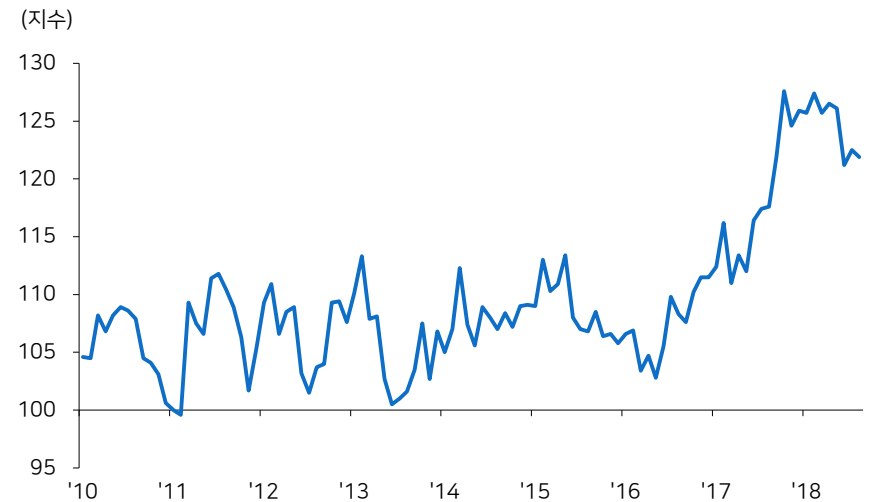
- 일반적으로 럭셔리 소비는 유가 상승과 인플레이션 시기에 더욱 강화되는 경향이 있음. 원가 상승 대비 브랜드력에 기반한 가격 전가력이 뛰어나기 때문
- 하반기 글로벌 경기 둔화 우려감으로 따른 럭셔리 주가 모멘텀이 약화되었음

S&P Global Luxury Index 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 소비자기대 지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

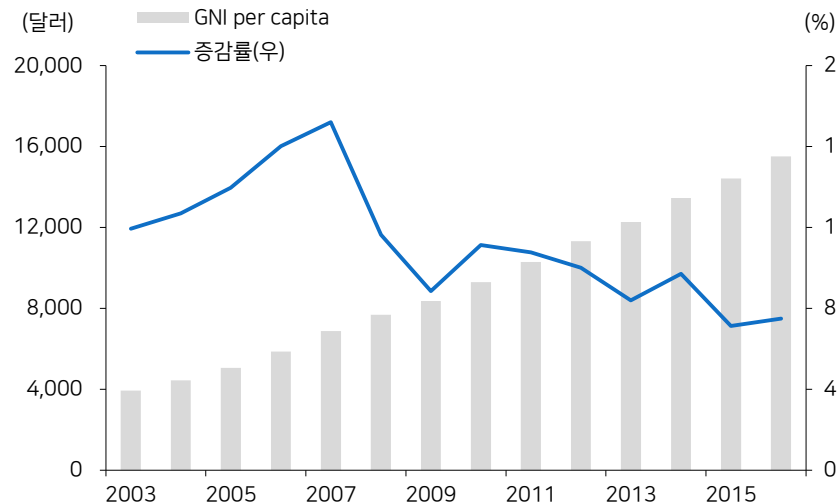
중국 중산층 소비력 확대에 따른 럭셔리 화장품 판매 호조

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

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

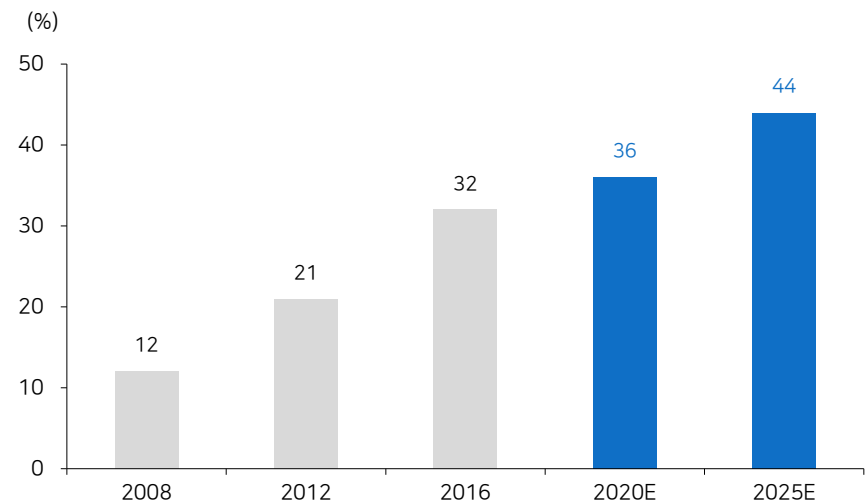
- 전세계 럭셔리 브랜드의 핵심 구매층은 중국인. 2013년 시진핑 정권 출범 이후 사치품 억제 정책으로 둔화되었던 럭셔리 소비가 2016년 말부터 다시 살아나기 시작함
- 2017년 중국 럭셔리 소비는 더욱 강해지고 있는데 이는 중국 상위층이 주도했던 과거와는 달리 중국 중산층의 소득 수준이 꾸준히 상승하면서 소비력이 확대되고 있기 때문. 2019년에도 구조적인 중국 밀레니얼 세대의 프리미엄 소비 성향 강화로 럭셔리 화장품의 높은 성장이 예상됨

중국 평균소득 수준의 상승으로 중산층 소비력 확대



자료: World Bank, 메리츠증권증권 리서치센터

럭셔리 소비재 시장 내 중국인 소비자 비중

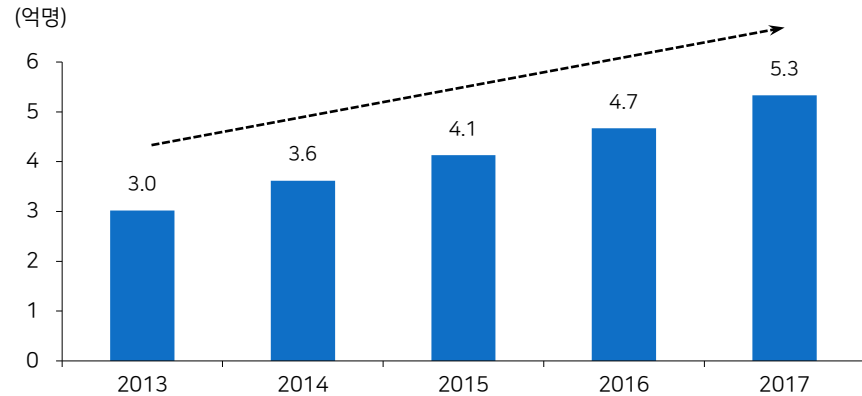


자료: 맥킨지컴퍼니, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 Z세대 소비 변화, 신규 온라인 서비스 및 신규 브랜드 수요 증가

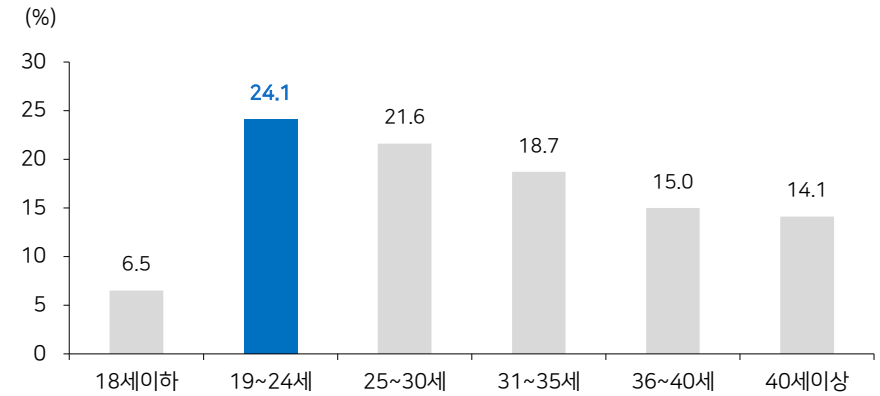
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

중국 온라인 구매 유저 규모 추이



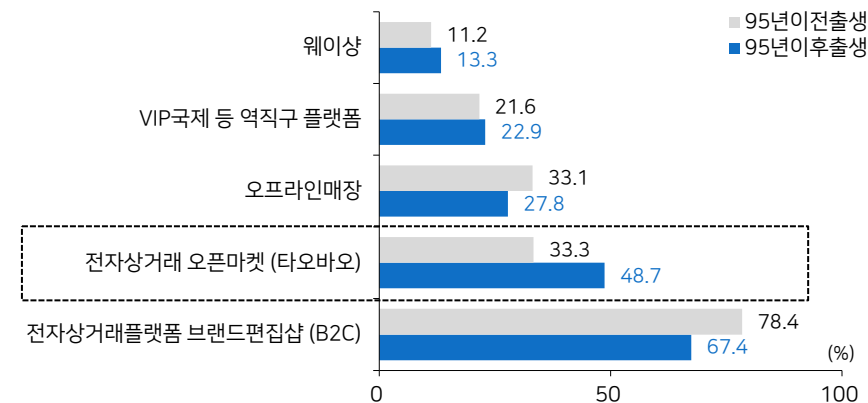
자료: CINNICI, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 온라인 구매 연령대



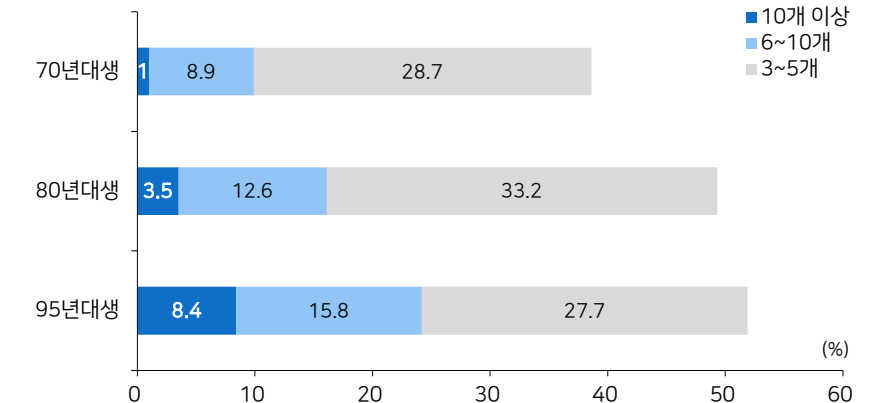
자료: iUserTracker, 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 중국 95S 뷰티구매채널 이용률 [%]



자료: 서울스토어, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 연령대별 팔로잉 패션 왕홍수

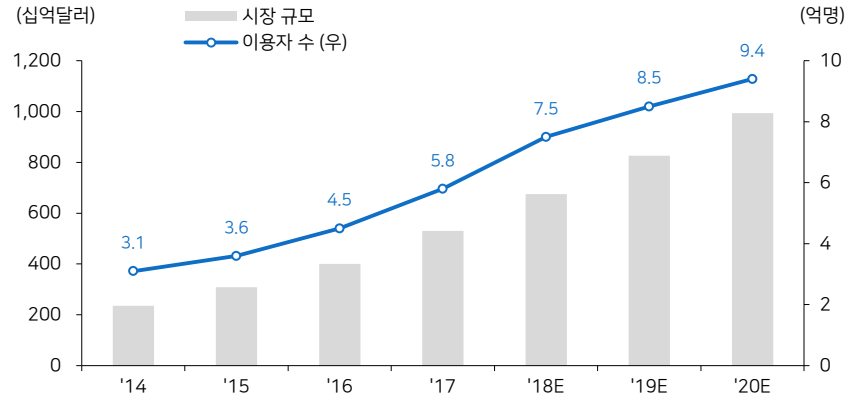


자료: 서울스토어, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 유통업계 화두, 온라인 크로스보더 쇼핑의 성장

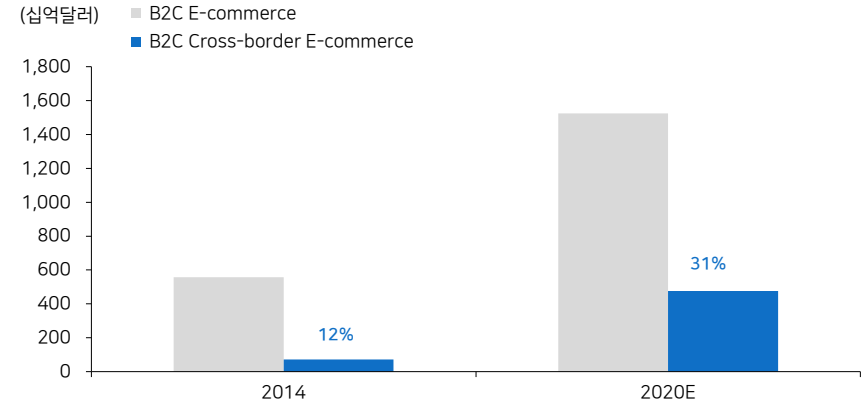
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

전세계 해외 직구 시장의 성장



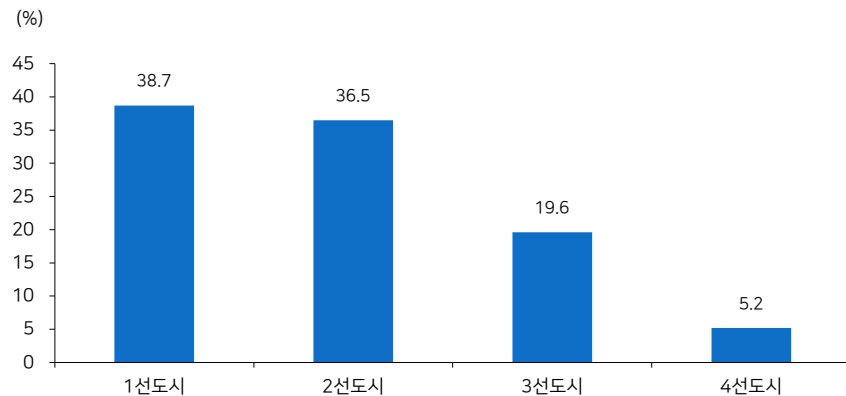
자료: Accenture & Aliresearch, 메리츠증권증권 리서치센터

아시아 지역 Cross Border E-commerce의 성장 잠재력



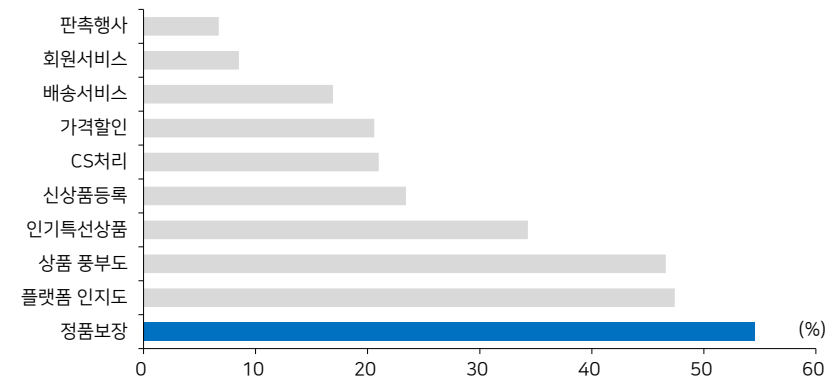
자료: Accenture & Aliresearch, 메리츠증권증권 리서치센터

도시규모별 중국 해외직구 소비자 비중



자료: iimedia, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 소비자 해외 상품 구매시 관심사항 (2017년)

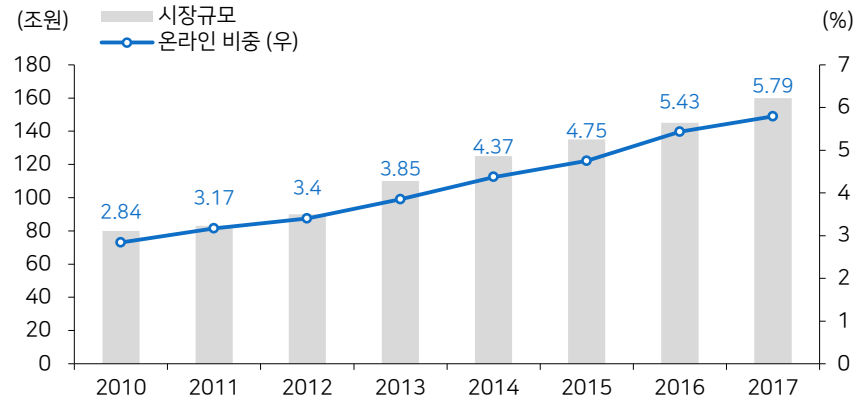


자료: iimedia, 메리츠증권증권 리서치센터

2017년 Mercari (중고거래사이트)가 일본 온라인 유통업계 5위로 올라섬

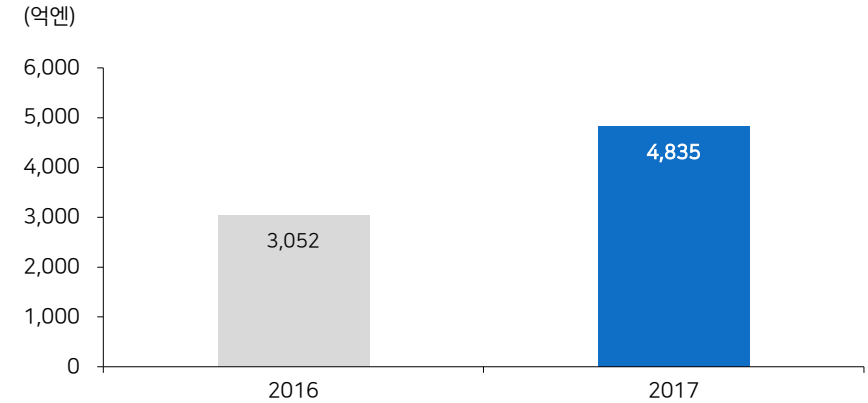
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

일본 전자상거래 규모 및 온라인 비중



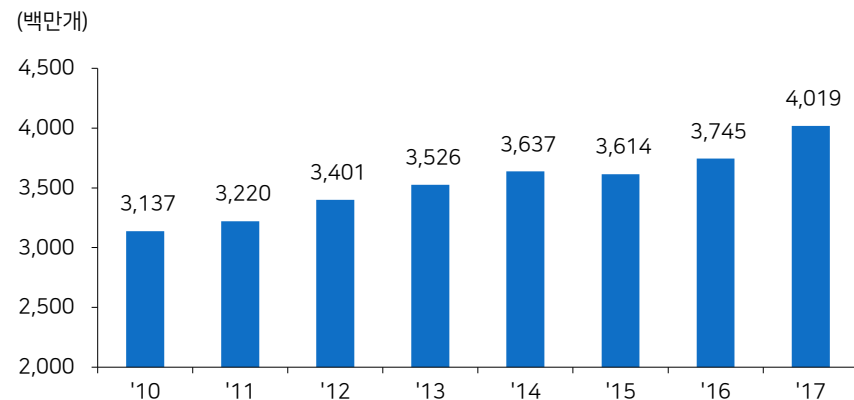
자료: 라쿠텐, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 C2C 시장 확대



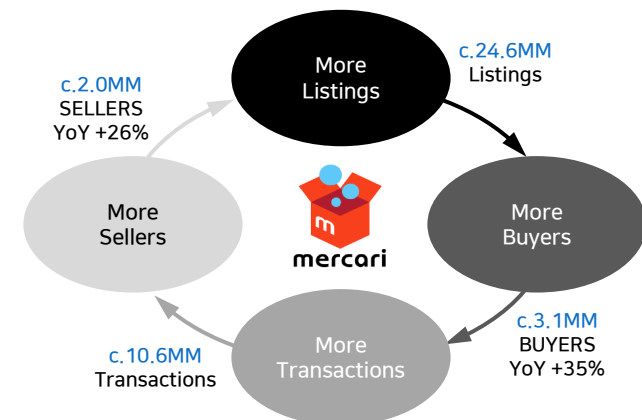
자료: 라쿠텐, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 택배 추이



자료: 라쿠텐, 메리츠증권증권 리서치센터

Mercari 의 C2C 네트워크 효과

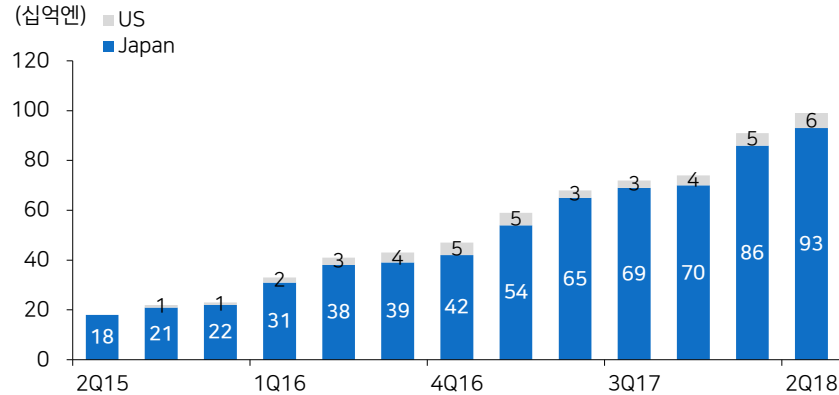


자료: Mercari, 메리츠증권증권 리서치센터

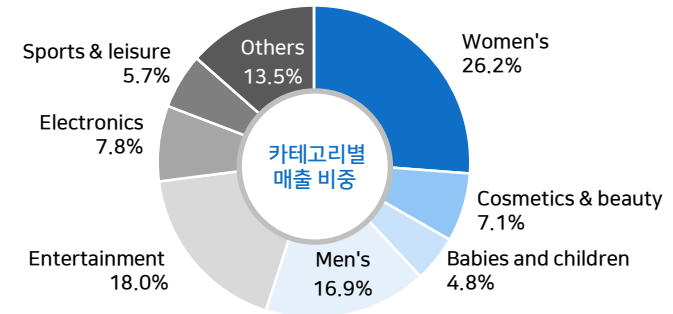
중고거래의 성장은 끊임없는 신제품 출시와 강력한 브랜드 탄생을 기반으로 함

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

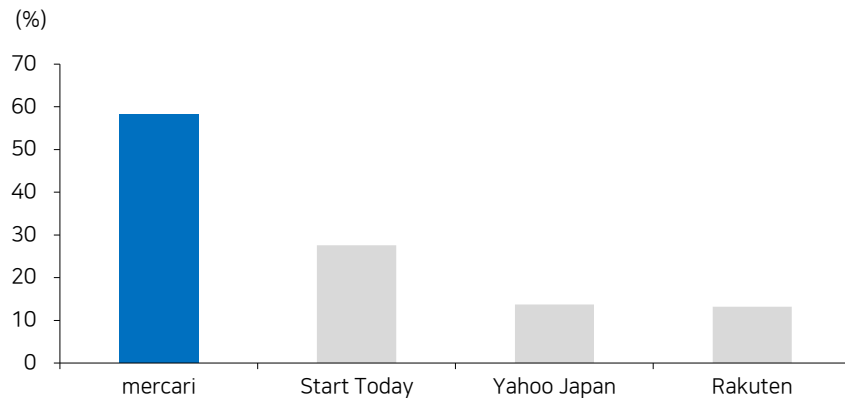
Mercari GMV 추이



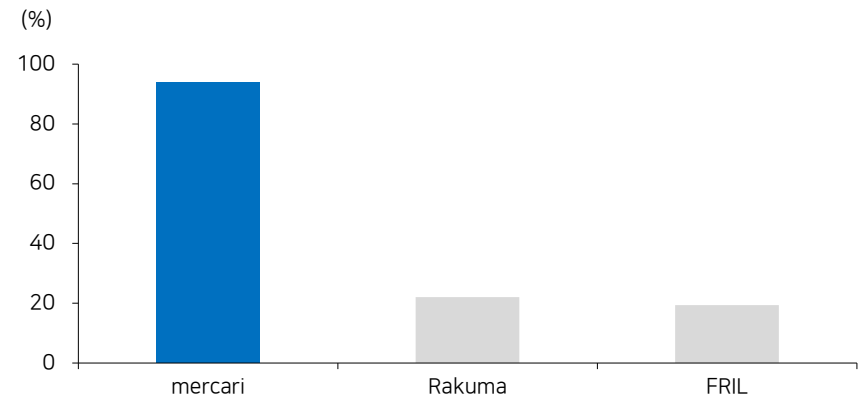
Mercari 카테고리별 매출 비중



일본 택배 추이



Mercari 의 C2C 네트워크 효과



자료: Mercari, 메리츠증권증권 리서치센터

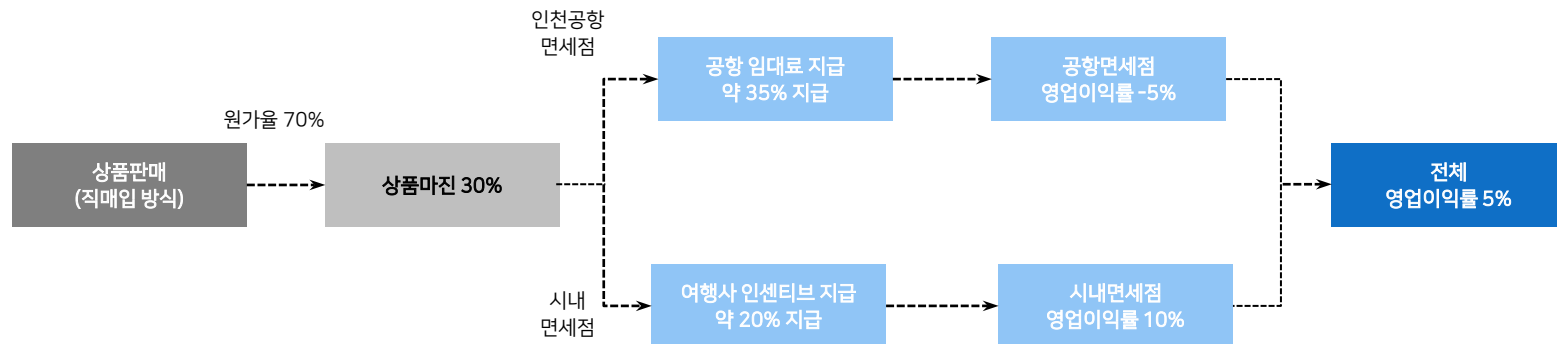
참고) 면세점 사업의 주요 특징과 수익구조

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

면세점 사업의 주요 특징

특허 사업	- 특허에 의해 사업자가 선정된 법적인 영향을 많이 받는 사업 - 특히 암묵적 자동 갱신이었던 특허 유효기간이 최근 실질적인 역할을 하게 되면서 이러한 특성이 더욱 중요시 됨
임대 사업	- 공항, 항만 등 출국장 면세점의 경우, 매장을 임대하고 사용료를 매년 지불 - 시내 면세점은 임대가 아닌 소유 형식이 주를 이룸
규모의 경제	- 소매유통업의 특성인 규모의 경제 효과가 존재 - 규모의 경제 자체가 경쟁력의 주요 요인으로 작용하는 사업 - 최근 글로벌 경쟁 양상을 띄면서 규모의 경제 확보가 더욱 중요해짐
외화 획득	- 입국객의 쇼핑을 활성화하여 외화 획득에 기여 (2014년 외국인 관광수입 중 27%가 면세점에서 발생) - 내국인 출국 시, 해외 소비를 국내로 전환하는 효과가 있어 외화 유출 감소

면세점 수익구조



중국 면세점 정책 변화: 신규 채널 확보로 한국 화장품에 긍정적

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

2018년 중국 면세점 관련 주요 정책 이슈

날짜	해당지역	이슈
2018.2.28	중국 로컬면세점	CITS는 보유현금으로 선라이즈상하이의 51% 지분 인수 계획 발표
2018.4.8	중국 로컬면세점	재정경제부를 포함한 5개 부처는 Port Entry Duty-free 운영에 대한 임시조치법 보완안을 발표함. DFS 운영자가 상품의 다양성을 증가시키고 효율적인 운영으로 소비 진작에 기여할 전망. 또한 가장 높은 입찰자 승리 규칙을 악용하지 않도록 하기 위한 합리적인 메커니즘을 적용할 계획
2018.4.13	하이난 시내면세점	시진핑 국가주석은 하이난 지방정부 설립 30주년을 기념하기 위한 총회에서 하이난 섬은 하이난을 국제 관광과 소비의 중심지로 홍보하는 시범 자유무역 지대가 될 것이라고 밝힘. 그는 더 개방적이고 편리한 해외 면세 쇼핑 정책을 실행할 것을 약속했으며 해외 관광객들과 면세 지출 제한을 완화하겠다고 함
2018.5.3	중국 로컬면세점	CITS는 자회사를 통한 선라이즈상하이의 지분 인수를 위한 Anti-trust 심사를 통과했다고 발표하였음
2018.5.8	중국 로컬면세점	상하이 상공회의소의 상위임 소장은 지방정부가 해외에서의 소비를 되살리기 위해 더 많은 면세 정책들이 제시할 계획이라고 밝힘. 세금 환급 스토어 수 확대 등 공항과 항구에서 DFS를 개선하는 것에 초점을 맞출 것이라고 말했음
2018.5.18	중국 로컬면세점	상하이 정부는 4월 22일 3개년(2018-20) 실행 계획을 발표하여 해외 소비자들을 위한 도시로서의 상하이 설립을 가속화하기 위해 고급 브랜드 매장들에 기반한 향만 DFS의 시내 DFS 등과 같은 비즈니스 형식 개발에 대한 지원을 강조함
2018.7.12	하이난 시내면세점	언론은 하이난 정부가 하반기에 하이난을 국제 관광으로 설립하는 계획을 발표할 것이라고 보도했음. Haikou DFS의 개방과 Qionghai DFS의 건설을 촉진하고 하이난 만의 특별 해상 면세 정책을 시행할 수 있음

자료: China International Travel Service, 메리츠증권증권 리서치센터

- 향후 한국 면세점들은 중국 면세점 및 백화점 대비 보다 다양한 브랜드 경쟁력을 강점으로 중국 럭셔리 수요를 지속적으로 흡수할 전망
- 한국 화장품들은 그동안 중국 정부의 엄격한 수입 브랜드 통제로 중국 내 채널 확보가 쉽지 않았으나 중국 정부가 중점적으로 개방 정책을 펼치는 일부 지역과 면세점 및 온라인 역직구 채널들을 중심으로 중국 현지 고객들에게 새로운 한국 브랜드에 대한 경험을 높일 수 있겠음

CITS 기준 및 신규 공항 입점수수료 현황

CITS 수수료율

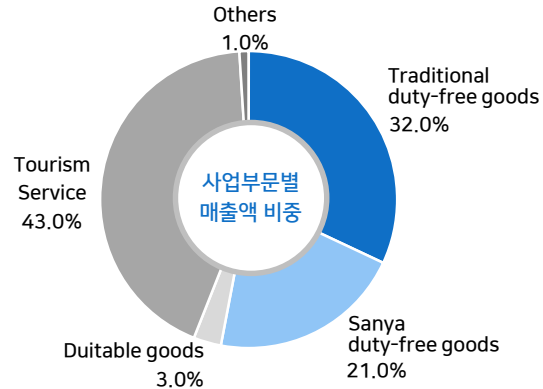
CITS (산아제외, 2015~2016)	11%
베이징수도공항 T2 (2018년 이후)	48%
베이징수도공항 T3 (2018년 이후)	44%
광저우공항 (2018년 이후)	35~42%
상하이공항 (2018년이전)	20~25%
상하이공항 (2018년이후)	35~40%
평균 면세수수료율	
2016~2017년 기준	28%

자료: China International Travel Service, 메리츠증권증권 리서치센터

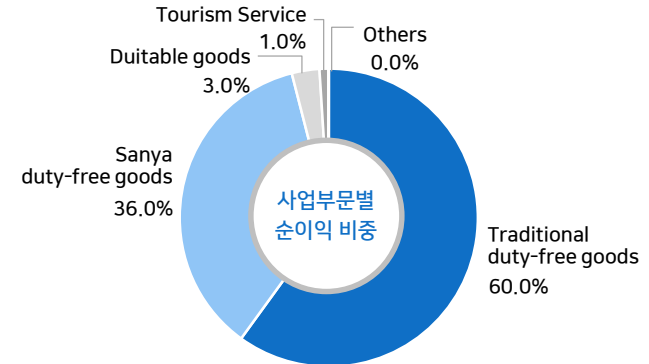
CITS (601888 CH) 산야 면세점의 폭발적 성장, 결국 관광객 회복이 중요함

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

CITS 사업부문별 매출액 비중 (2017년 기준)



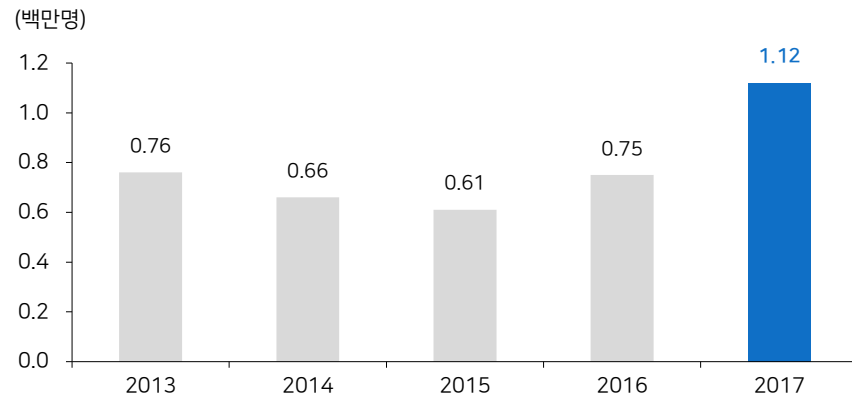
CITS 사업부문별 순이익 비중 (2017년 기준)



자료: CITS, 메리츠증권증권 리서치센터

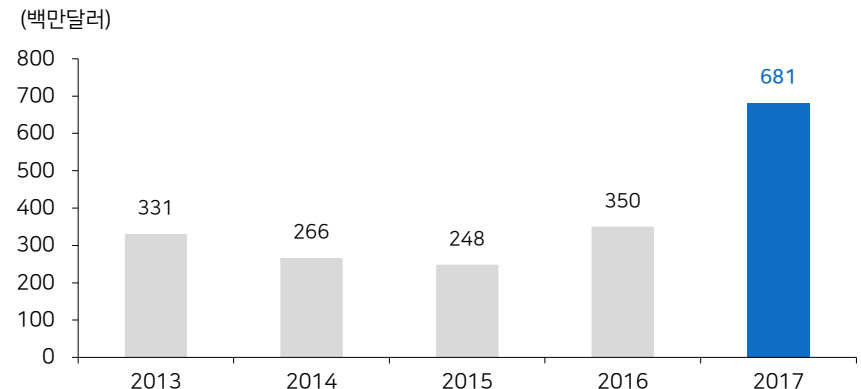
자료: CITS, 메리츠증권증권 리서치센터

하이난 중국인 관광객 추이



자료: 하이난관광개발위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

하이난 중국인 관광객 매출액 추이

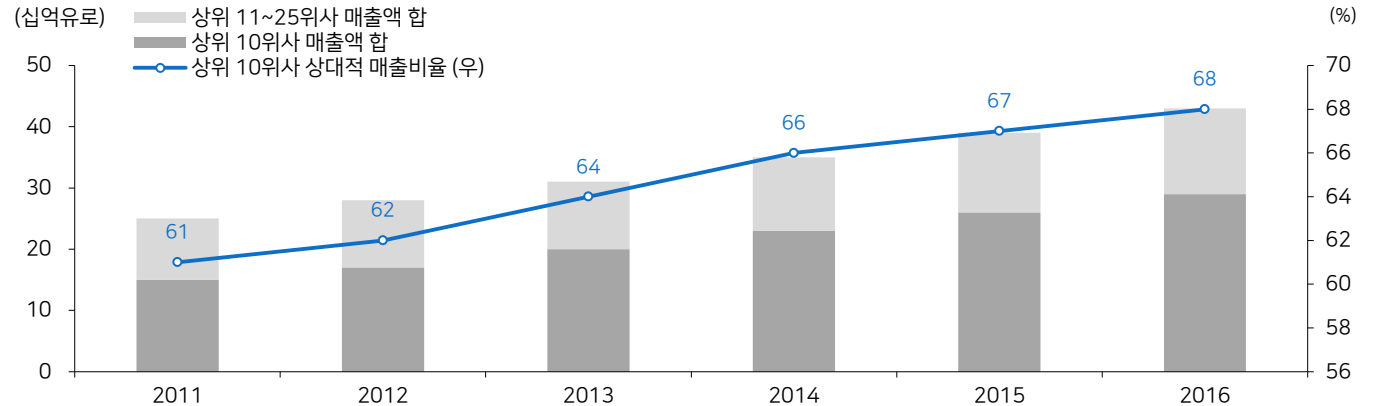


자료: 하이난관광개발위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 면세점 시장 현황: 럭셔리 화장품의 핵심 채널로 부상

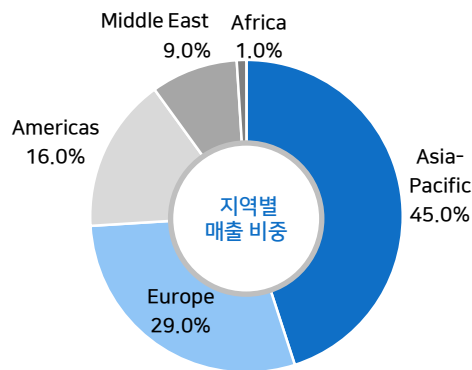
메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

글로벌 상위 면세점업체 매출액 추이



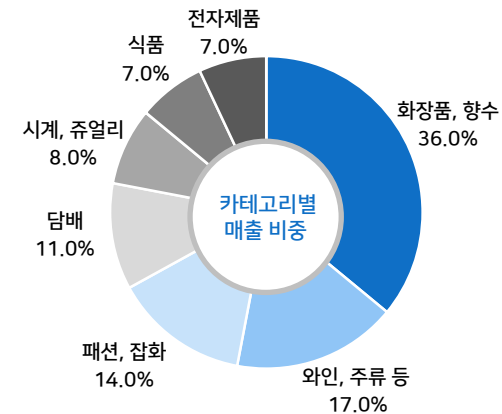
자료: 호텔신라, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 면세점 지역별 매출 비중



자료: HKTDC, 샤샤인터네셔널, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 면세점 카테고리별 매출 비중



자료: MoodieReport, 메리츠증권증권 리서치센터

새로운 시대의 권력, 마이크로 파워

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

꼬리가 몸통을 흔들다

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

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

자료: 트렌드코리아 2018, 메리츠증권증권 리서치센터

디지털 전환은 스타트업들에게 기존 기업과 동등한 위치에서 새로운 비즈니스 기회 제공

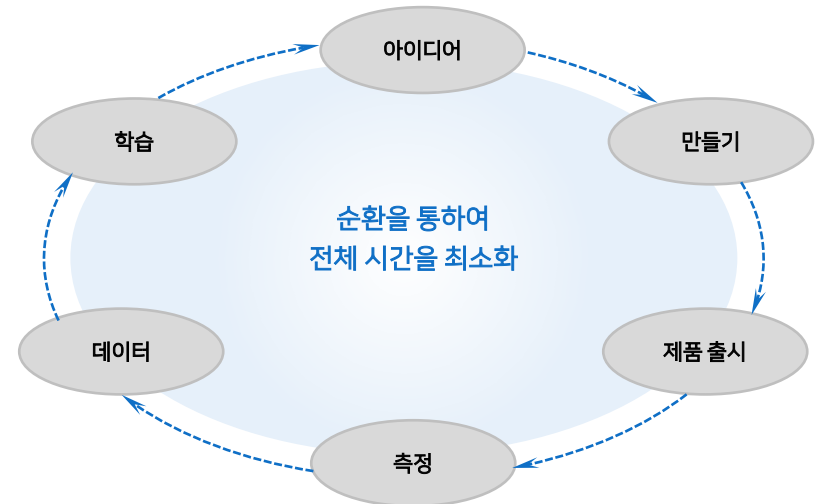
- 스타트업은 혁신적 기술과 아이디어를 보유한 설립된 지 얼마되지 않은 창업기업. 스타트업은 자체적인 비즈니스 모델을 가지고 있는 작은 그룹이나 프로젝트형 회사로 혁신을 바탕으로 고성장과 고부가가치 창출을 목표로 함
- 디지털 전환은 스타트업들에게 기존 기업과 동등한 위치에서 디지털 주도권을 획득하여 새로운 비즈니스를 선도할 수 있는 기회를 제공함
- 린스타트업은 아이디어를 빠르게 시제품으로 만들어 시장에 대한 가정을 테스트하고 고객의 피드백을 수렴한 후 다음 제품의 개선에 반영하는 전략, 핵심은 시간, 비용 등 모든 면에서 낭비를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

기존 산업과 스타트업의 특성 비교

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

자료: 스몰 비즈니스 헤드 스타트, 메리츠충금증권 리서치센터

린스타트업의 개념



자료: 메리츠충금증권 리서치센터

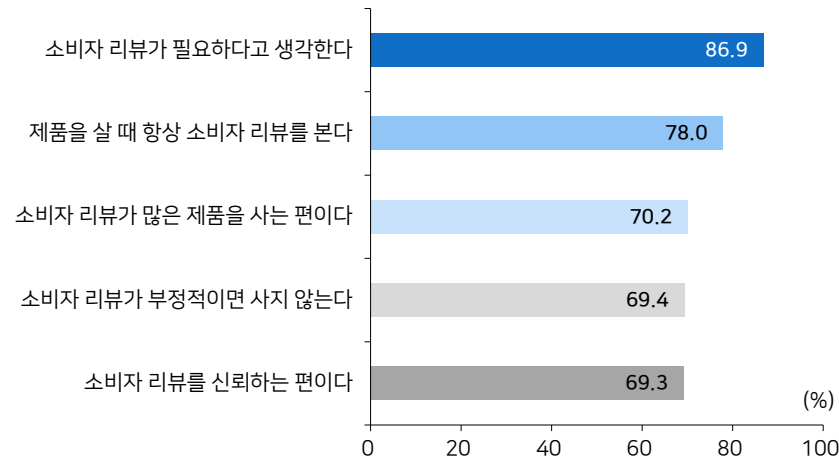
개인화된 미디어 소비 패턴 강화

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

온라인 매체를 통한
커뮤니케이션 증가, 집단지성을
이루며 지속적으로 학습

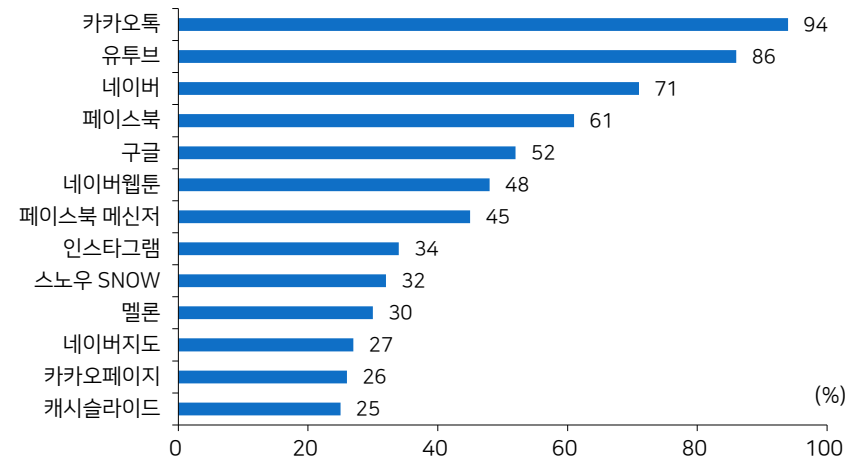
- 개인화된 미디어와 다양한 채널 경험으로 더욱더 정교해지는 소비자 니즈. 개인화된 수요에 즉각적으로 대응할 수 있는 스타트업이 강세를 나타냄
- SNS를 통한 커뮤니케이션이 증가하면서 쇼핑의 진화, 모바일쇼핑과 SNS, 그리고 시각적 요소가 결합한 '인스타그램'의 역할 부상. 온라인을 통한 화장품 성분 커뮤니케이션의 증가, 명확한 가치 전달의 사례
- IT기기와 소셜 미디어에 능숙한 밀레니얼의 다음 세대인 Z세대 등장, 유치원 시절부터 스마트폰을 접하면서 디지털 네이티브라 불림. 최소 하루 4.4회 51.5분 '유튜브'를 시청하며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

소비자 리뷰에 대한 인식



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

밀레니얼 이후 Z세대의 스마트폰 이용행태분석



자료: 닐슨코리아클릭, 메리츠증권증권 리서치센터

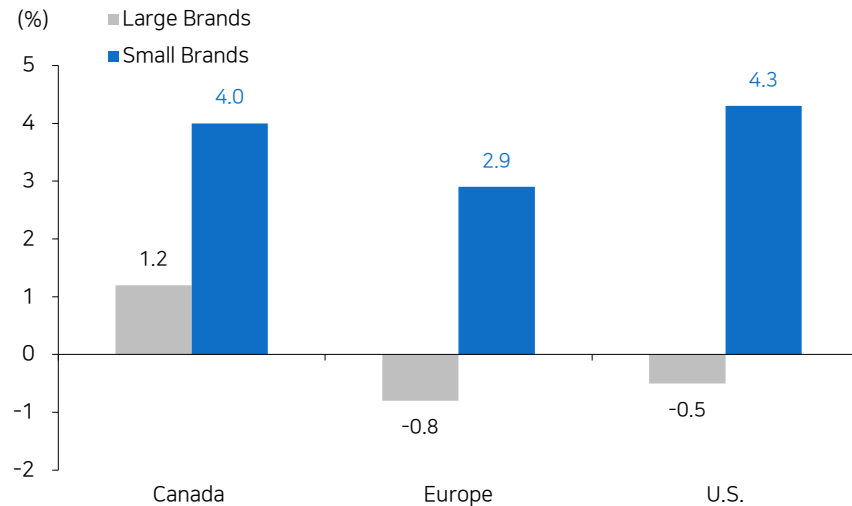
Indie Brands, 스몰 브랜드의 성장

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

온라인화로 세분화된 고객
니즈를 충족시켜줄 수 있는
스몰 브랜드의 성장 두드러짐

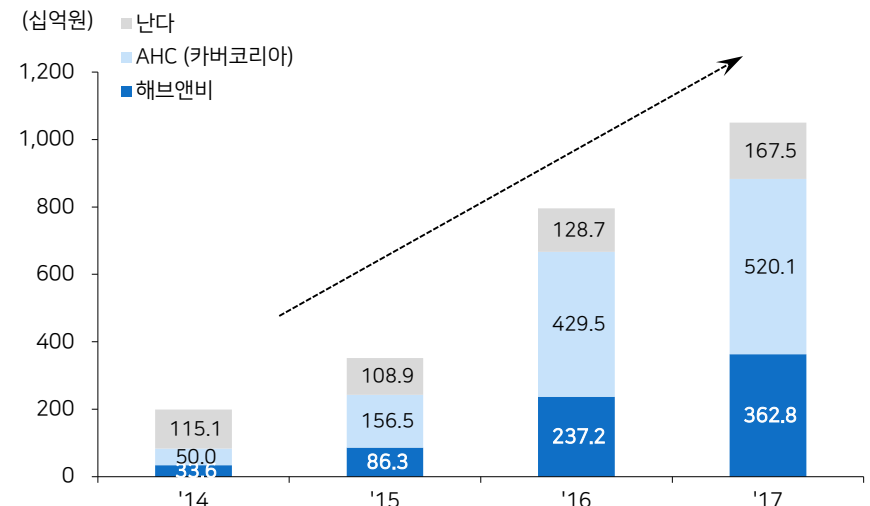
- 빅데이터 분석 등 IT기술의 발달로 온라인 소비가 개인화되고 있음
- 세분화된 고객 니즈를 충족시켜줄 수 있는 스몰 브랜드들의 성장이 두드러짐
- 미국, 유럽 등에서도 Large Brands보다 Small Brands의 성장이 상대적으로 높은 수준을 나타내고 있으며 국내 온라인 및 H&B스토어 등 중가 화장품 시장 내에서도 중소 브랜드의 점유율이 꾸준히 상승하고 있음

스몰 브랜드, 글로벌 트렌드 현황



자료: 닐슨마켓트랙, 메리츠증권증권 리서치센터

해브앤비, 카버코리아, 난다 최근 4개년 매출액 추이



자료: DART, 메리츠증권증권 리서치센터

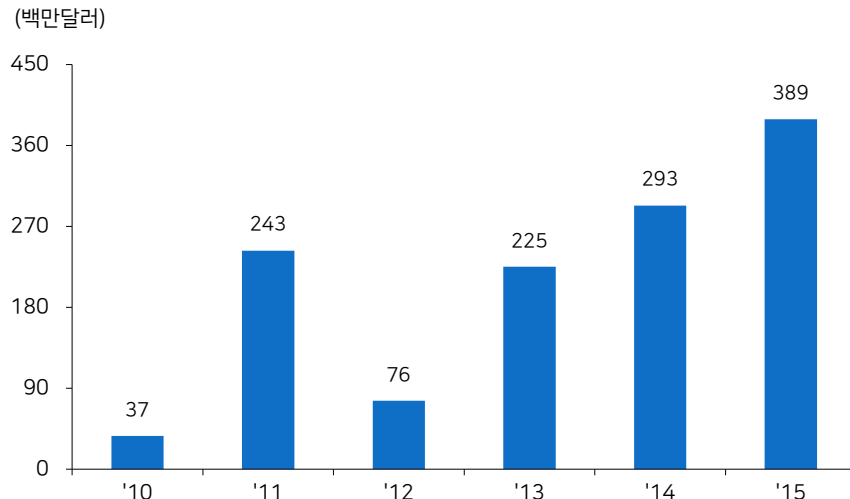
화장품 소비 트렌드가 빠르게 변화하면서 Small M&A 관심 증가

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

소비재 기업, 내부 투자로는
한계를 느끼고 M&A 관심 증가

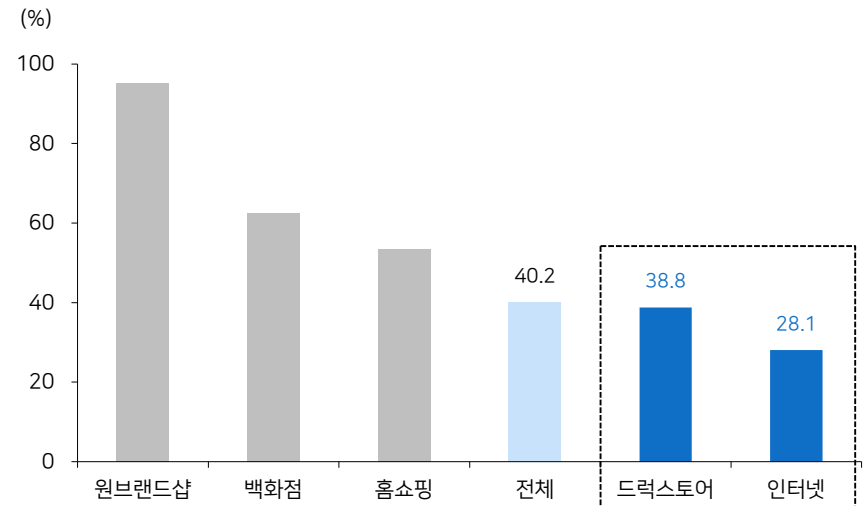
- 디지털 등으로 인해 화장품 소비 트렌드 변화와 사업 구도 재편이 빨라지면서 새로운 역량을 적시에 확보할 수 있는 M&A가 성장의 핵심 해법으로 부상함
- L'oreal, Estee Lauder 등 글로벌 화장품 업체들의 최근 M&A 는 아시아 시장을 중심으로 고성장하고 있는 마스크팩 등 신규 카테고리 및 E-Commerce 및 O2O 관련 Start-up 기업들에 집중되었음
- LG생활건강 또한 2014년 부터 차앤박화장품 등 Small Brand 들에 대한 M&A 및 전략적 제휴로 효율적인 성장 추구. 아모레퍼시픽은 2016년부터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

해외 주요 뷰티 스타트업 투자규모



자료: FuturePlay, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 화장품 채널별 상위 10개 브랜드 집중도 비교



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

최근 5년간 글로벌 화장품 기업의 M&A 주요 사례

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

기업명	완료 시점	인수/매각 대상 JV 및 명칭	형태	거래 상대방	한 줄 요약	기업명	완료 시점	인수/매각 대상 JV 및 명칭	형태	거래 상대방	한 줄 요약
Unilever	'15.09	Murad Skincare	인수	Murad Skincare	미국 Premium 화장품 브랜드 인수 ('14 매출 US\$115m)	LVMH	'15.07	Luxola Pte Ltd	인수	Trans Cosmos	화장품 E-commerce 스타트업 인수. Sephora와 시너지 추구
	'15.05	Kate Somerville Skincare	인수	Kate Somerville Skincare	미국에서 Premium skincare 제품으로 고성장 중인 기업 인수		'14.01	Bite Beauty	인수	Bite Beauty	캐나다 소재 립스틱 전문 화장품 브랜드 인수
	'15.03	Ren Skincare Ltd	인수	Ren Skincare Ltd	화장품 전문점, 드럭스토어에서 유명한 Skincare 기업 인수	Shiseido	'16.06	Laura Mercier, ReVive	인수	Alticor Inc., Gurwitch Products	프레스티지 화장품 브랜드와 스킨케어 브랜드 인수
	'17.09	카버코리아	인수	Cosmetics Issuer Holdings Designated Activity Company 이상록	중국 사업 경쟁력 강화		'15.07	Shiseido Professional Indonesia PT	JV 지분 65%	Aura Beaute Indonesia PT	아시아 시장 공략을 위한 JV (규모: IDR 30,000m, 지분 65:35)
Estée Lauder	'15.12	Have & Be Co Ltd	인수	Have & Be Co Ltd	Dr. Jart+ 브랜드를 보유한 한국 화장품 기업에 지분 투자	Kose Cosmetics	'14.03	Tarte Inc	인수	Encore Consumer Capital LP	미국 시장 기반을 다지기 위한 인수 (지분 93.5%, US\$ 135m)
	'15.01	Glam Glow Inc	인수	Glam Glow Inc	Hollywood 스타들이 애용하는 프리미엄 마스크 팩 기업 인수		'13.01	Everlife	인수	CLSA Sunrise Capital LP	일본 내 화장품 사업 강화
	'14.11	Le Labo Inc	인수	Le Labo Inc	프랑스 장인 정신의 프리미엄 향수 기업 인수	LG생활건강	'13.10	영진약품	사업부문 인수	영진약품	음료 부문 강화를 위한 사업부문 인수
	'14.10	L RODIN LLC	인수	L RODIN LLC	린다 로댕의 화장품 기업 인수 ('14 매출 US\$ 30m 추정)		'14.10	차앤박화장품	인수	CNP코스메틱스	화장품 사업 경쟁력 제고
Loreal	'15.03	Niely Cosmetics	인수	Niely Cosmetics	브라질 최대의 헤어 케어 브랜드 인수 ('14 매출 US\$ 180m)		'15.07	Zenisce	인수	송건용 외 2인	화장품 시장 경쟁력 강화
	'14.12	Coloright Ltd	인수	Coloright Ltd	헤어케어 상품 R&D 역량 강화를 위해 인수		'16.10	Reach	인수	Johnson & Johnson PTE. LTD	오랄헬스 사업 강화 및 브랜드의 아시아 및 오세아니아 사업권 취득
	'14.07	NYX Cosmetics USA Inc	인수	NYX Cosmetics USA Inc	빠르게 성장 중인 색조화장품 브랜드 ('14 매출 US\$ 100m 추정)		'17.12	Tai Guk Pharm	인수	토니모리 이창구 이준구	화장품 사업의 경쟁력 강화
	'18.04	스타일난다	인수				'18.04	Avon	인수	Avon Products Company Limited	자회사인 Stefany를 통한 인수, 일본 사업 역량 강화
LVMH	'17.04	CLIO	지분율 확대	CLIO	기존 지분율 6.2%에서 7.5%로 지분율 확대	아모레퍼시픽	'16.05	아웃런	사내벤처		린 스타트업 프로젝트 1기 사내벤처 브랜드
	'16.07	CLIO	지분투자	CLIO	L-Capital이 CLIO에 US\$ 50m 투자, 화장품 사업 전략적 파트너십 구축		'16.05	가온도담	사내벤처		린 스타트업 프로젝트 1기 사내벤처 브랜드
							'17.10	브로앤티스	사내벤처		린 스타트업 프로젝트 2기 사내벤처 브랜드
							'17.10	디스테디	사내벤처		린 스타트업 프로젝트 2기 사내벤처 브랜드

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

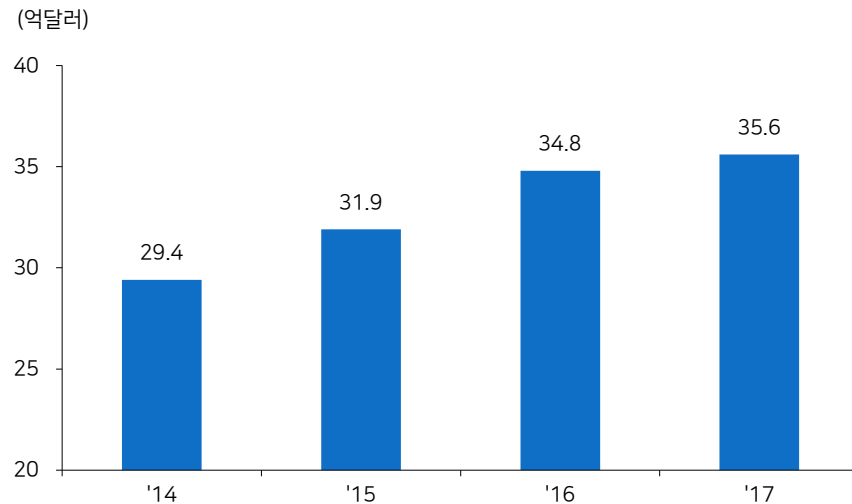
화장품 패러다임의 변화, 1) 뷰티 디바이스와 디지털 뷰티

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

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

- 홈 뷰티란 기구를 사용해 집에서 직접 외모를 관리하는 것을 뜻함. 편의성에 가성비까지 갖춘 홈 뷰티 디바이스는 중국 소비자들의 이목을 사로잡으며 빠르게 성장 중
- 나아가 디지털 뷰티란 인간의 건강한 피부와 미적 욕구를 충족하는 일련의 과정에 관여하는 모든 디지털 기반의 기기 및 기술을 의미함
- 디지털 기술의 발전은 더욱더 정교해지는 소비자의 니즈를 이해하고 분석하여 활용하는데 큰 도움이 될 것으로 예상됨. 결론적으로 바이오 기술과 결합된 화장품의 기능적 요소를 감성적으로 전달할 수 있는 브랜드 역량에 따라 업체별 성과는 차별화될 전망

2014~2017년 글로벌 뷰티 디바이스 시장 규모



자료: KOTRA, 메리츠증권증권 리서치센터

화장품 산업, 디지털 뷰티로 진화

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

자료: 서울의료원, 메리츠증권증권 리서치센터

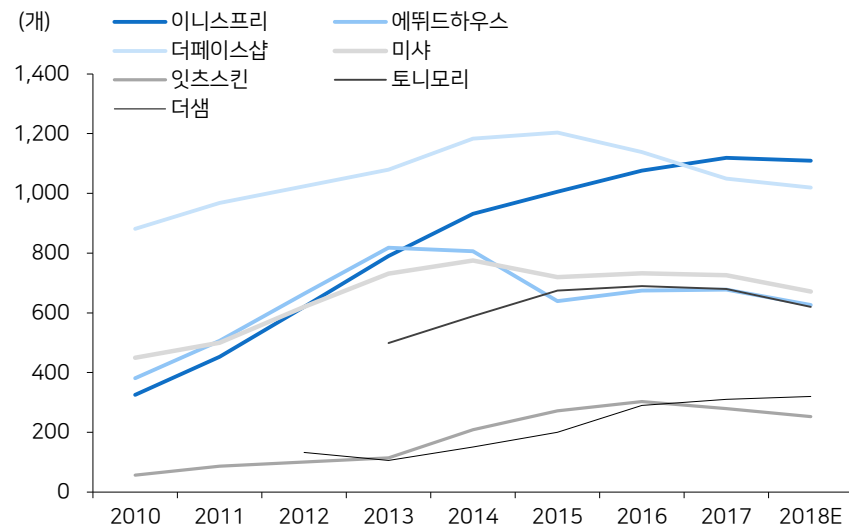
화장품 패러다임의 변화, 2) 뷰티 서비스 시장의 성장 주목

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

온라인과 모바일 소비 확대,
대로변 상권의 하락 vs. 뷰티
서비스 시장의 성장

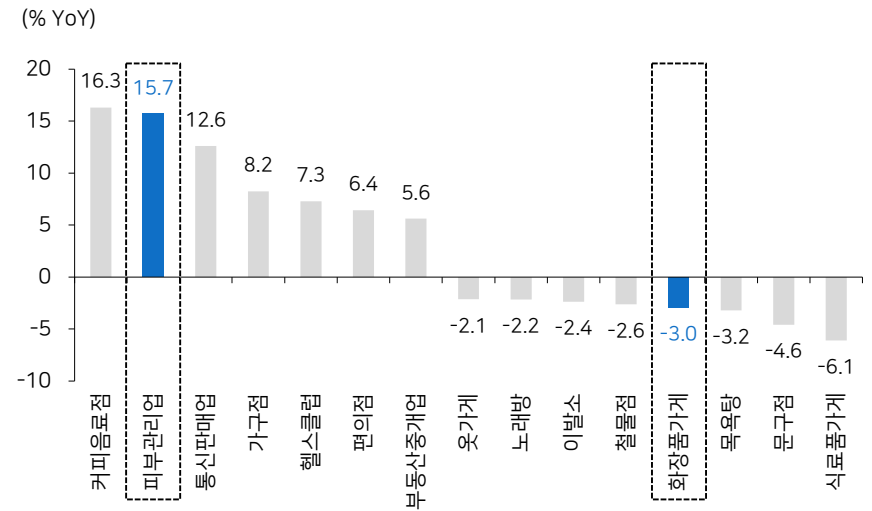
- 최근 한국 브랜드샵의 위기를 중국인 관광객 감소와 H&B스토어와 멀티브랜드샵 성장의 타격만으로 간주하기에는 어렵다는 판단임
- 온라인과 모바일을 통한 화장품 구매 증가로 가맹점주의 상충이 이슈가 되고 있으며 주요 대로변 상권의 브랜드샵 매장의 효율이 하락하고 있음
- 한편 피부관리업과 같은 뷰티 서비스 시장은 빠르게 확대되고 있는 반면 화장품전문점은 감소세가 뚜렷함. 뷰티 서비스 시장의 성장에 주목할 필요가 있겠음

주요 브랜드샵 국내 매장 수 추이: 가맹점 이탈로 점포 수 감소세



자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

최근 일 년 국내 생활밀접업종 사업자 증감을 비교 (2018년 7월 기준)



자료: 국세통계, 메리츠증권리서치센터

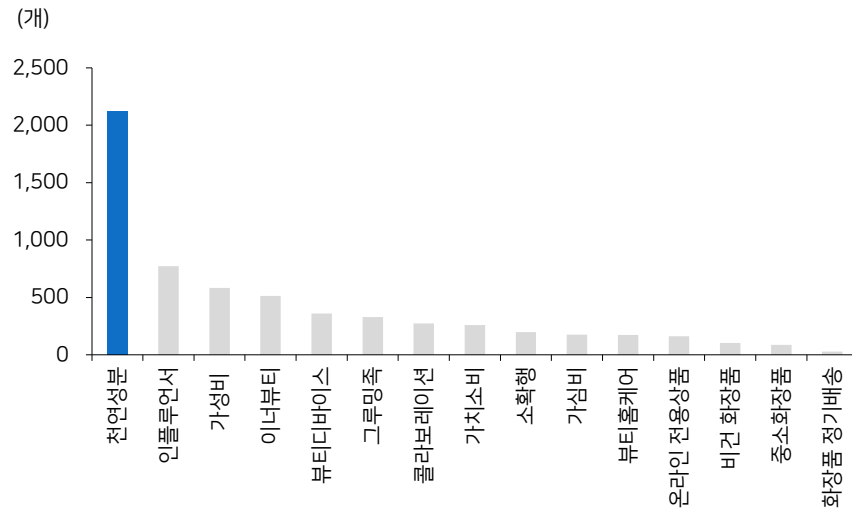
화장품 패러다임의 변화, 3) Natural Beauty, 전세계 천연 화장품 시장 성장

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품 Value Consumption

전세계 소비자들의 유기농, 천연화장품 선호 현상 강화

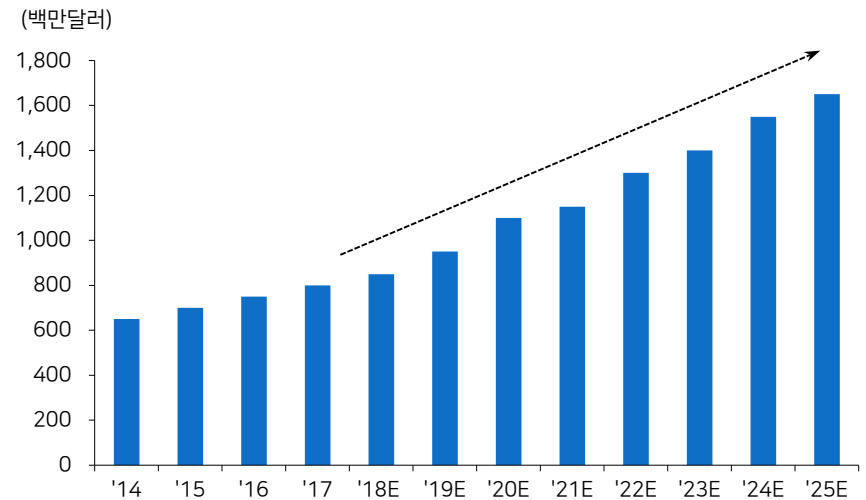
- 자연 성분이 함유된 다양한 천연성분 제품에 대한 소비자들의 신뢰도가 높아지면서 천연, 유기농 화장품에 대한 관심이 높아지고 있음. 천연, 유기농 화장품에 대한 소비자들이 관심이 높아진 것은 화학제품에 대한 불신에 기인하기도 함
- 천연화장품의 주소비층은 밀레니얼 세대이며 젊은 소비자들은 스마트폰앱 등을 통해 구매 시 피부에 자극적인 성분을 사용하지 않는 제품들을 찾아 선택하고 있음
- 전세계 유기농 화장품 시장 규모는 연평균 7~8%로 꾸준히 성장하고 있으며 미국 및 유럽시장에서 소비자들은 색조 화장품도 천연제품과 유기농제품을 선호하는 것으로 나타남

국내 매스 미디어를 통해 확인된 뷰티 소비 트렌드



자료: 타파크로스, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 유기농화장품 시장 규모 추정



자료: KOTRA, Statista, 메리츠증권증권 리서치센터

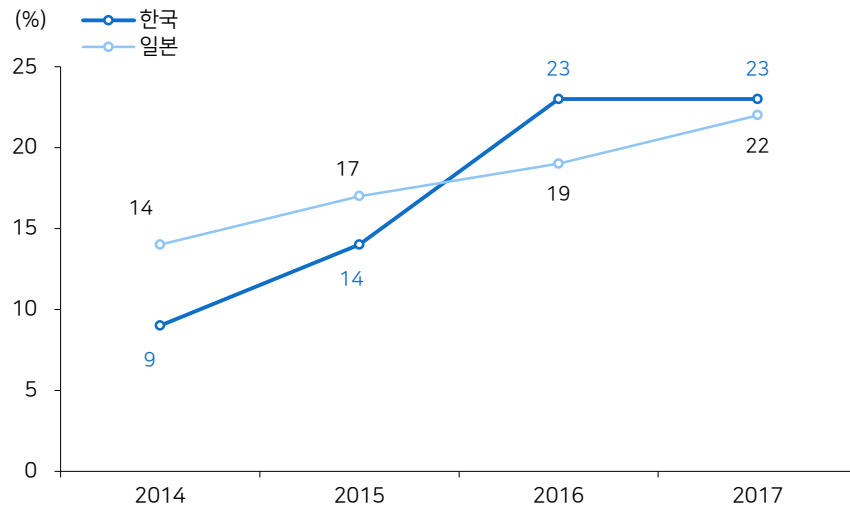
K뷰티가 무너졌을까?

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

독창적이고 혁신적인 아이টে
대해 한국 화장품 강점 유효,
프리미엄화에 주목해야 함

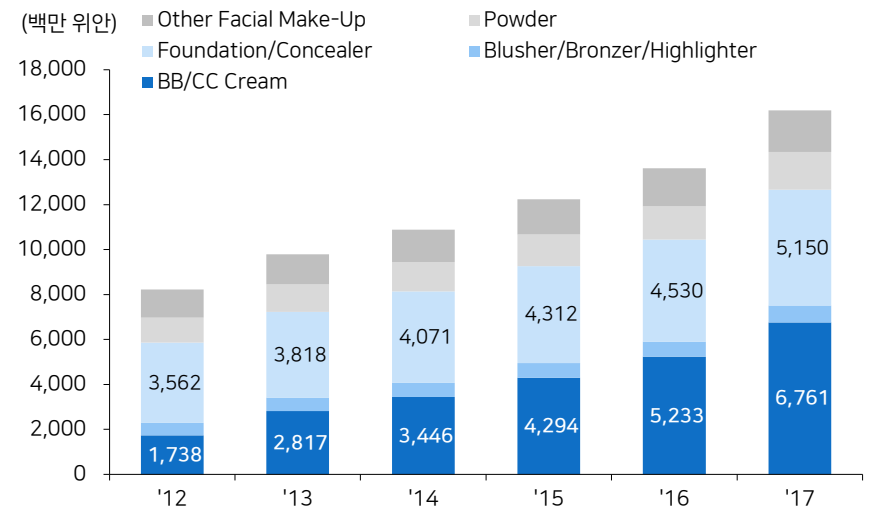
- 화장품 수출 호조에도 불구하고 중국 매크로 환경에 대한 불안감이 지속되고 있는 가운데 단기적으로 중국 위안화 약세 마무리 및 경제지표 개선이 확인될 경우 주가 반등 예상
- 중장기적으로 독창적이고 창의적인 아이টে 중심의 K뷰티의 경쟁력은 여전히 유효하나 온라인 채널과 신규 브랜드 중심의 소비 트렌드 변화로 개별종목의 선택이 중요해지고 있음

사사 내 한국 및 일본 브랜드 매출 비중 추이



자료: 글로벌코스메틱연구개발사업단, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 BB 크림 및 기초화장품 대한국 수입 동향



자료: KOTRA, 메리츠증권증권 리서치센터

유통/화장품

기업분석

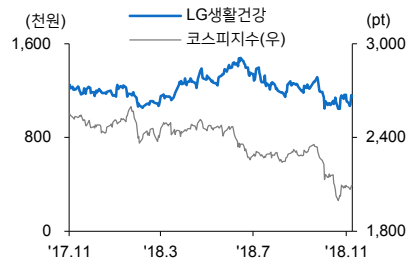
종목	투자판단	적정주가
LG생활건강(051900)	Buy	1,600,000원
코스메카코리아(241710)	Buy	40,000원
코스맥스(192820)	Buy	184,000원
신세계인터내셔널(031430)	Buy(신규)	240,000원
아모레퍼시픽(090430)	Trading Buy	180,000원

LG생활건강(051900) 화장품 우등생의 비결

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

Buy

적정주가 (12개월)	1,600,000원
현재주가 (11. 16)	1,151,000원
상승여력	39.0%
KOSPI	2,092.40pt
시가총액	179,765억원
발행주식수	1,562만주
유동주식비율	59.83%
외국인비중	45.51%
52주 최고/최저가	1,480,000원/1,044,000원
평균거래대금	479.3억원
주요주주(%)	
LG 외 1 인	34.04
국민연금	6.76
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	5.7 8.4
6개월	-10.6 5.1
12개월	-4.8 15.3
주가그래프	



2019년에도 안정적인 실적 흐름 지속될 전망

- 3Q 매출액 1.74조원 (+10.6% YoY), 영업이익 2,775억원 (+9.8% YoY)를 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1.7조원, 영업이익 2,747억원)를 충족함
- 4Q 전망: 1) 화장품: 2Q 대비 3Q, 3Q 대비 4Q 기저는 높은 편이나 면세와 중국 현지 양호한 성장 추세 지속될 전망, 2) 음료: 3Q 누계 3~4%의 안정적 성장 예상, 3) 생활용품: 내수 침체로 매출 부진 지속되겠지만 지난해 낮은 기저로 증익 전환 예상

중국 럭셔리 소비 성장과 국내 Small 브랜드 확대 흐름에 적극적으로 대응함

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

투자의견 Buy, 적정주가 1,600,000원 유지

- 적정주가는 2019년 예상 EPS에 목표 PER 30배 (일본 및 중국 아시아 소비재 평균 수준) 유지, 적용하여 산출
- 2019년 중국 럭셔리 소비 확대에 따른 실적 모멘텀 지속될 전망, 생활용품 등의 턴어라운드도 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	6,094.1	880.9	568.2	35,369	22.8	142,927	24.2	6.0	14.9	24.9	71.8
2017	6,270.5	930.4	606.7	37,628	6.4	169,155	31.6	7.0	18.9	21.9	55.0
2018E	6,700.5	1,054.6	764.8	47,511	25.6	202,102	24.2	5.7	16.1	23.3	43.7
2019E	7,243.5	1,188.7	870.9	54,087	13.8	239,505	21.3	4.8	13.9	22.3	36.6
2020E	7,678.1	1,290.4	940.3	58,275	7.7	279,059	19.8	4.1	12.4	20.5	30.8

LG생활건강 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	6,105.1	1,659.2	1,652.6	1,737.2	1,651.5	6,700.5	1,806.2	1,799.3	1,863.7	1,774.2	7,243.5
증가율 (% YoY)	0.2	6.5	11.1	10.6	11.0	9.8	8.9	8.9	7.3	7.4	8.1
생활용품	1,517.7	394.7	337.2	389.5	324.8	1,446.2	399.0	340.8	394.8	330.5	1,465.1
화장품	3,279.9	947.7	953.4	954.2	1,046.3	3,901.6	1,081.9	1,086.5	1,060.0	1,153.2	4,381.7
음료	1,307.7	316.8	362.0	393.5	280.4	1,352.7	325.3	372.0	408.8	290.5	1,396.8
증가율 (% YoY)											
생활용품	-4.8	-4.5	-6.0	-7.6	0.2	-4.7	1.1	1.1	1.4	1.8	1.3
화장품	3.9	12.1	23.2	23.5	17.8	19.0	14.2	14.0	11.1	10.2	12.3
음료	-2.7	5.7	1.8	4.5	1.8	3.4	2.7	2.8	3.9	3.6	3.3
% of Sales											
생활용품	24.9	23.8	20.4	22.4	19.7	21.6	22.1	18.9	21.2	18.6	20.2
화장품	53.7	57.1	57.7	54.9	63.4	58.2	59.9	60.4	56.9	65.0	60.5
음료	21.4	19.1	21.9	22.7	17.0	20.2	18.0	20.7	21.9	16.4	19.3
매출원가	2,609.6	670.0	662.8	708.2	594.5	2,635.6	718.9	712.5	745.5	640.5	2,817.4
증가율 (% YoY)	7.2	1.6	1.9	1.9	-1.7	1.0	7.3	7.5	5.3	7.7	6.9
% of Sales	42.7	40.4	40.1	40.8	36.0	39.3	39.8	39.6	40.0	36.1	38.9
판관비	2,565.5	705.5	722.6	751.5	830.7	3,010.3	765.8	782.7	808.8	880.0	3,237.4
증가율 (% YoY)	-7.7	10.3	19.4	20.7	19.1	17.3	8.5	8.3	7.6	5.9	7.5
% of Sales	42.0	42.5	43.7	43.3	50.3	44.9	42.4	43.5	43.4	49.6	44.7
영업이익	930.0	283.7	267.3	277.5	226.3	1,054.7	321.5	304.1	309.4	253.7	1,188.7
증가율 (% YoY)	5.6	9.2	15.1	9.7	22.2	13.4	13.3	13.8	11.5	12.1	12.7
% of Sales	15.2	17.1	16.2	16.0	13.7	15.7	17.8	16.9	16.6	14.3	16.4
생활용품	167.0	41.9	27.2	42.8	13.0	124.9	42.7	27.9	43.4	14.2	128.3
화장품	636.1	212.0	194.3	184.2	204.0	794.5	248.8	228.2	206.7	230.6	914.4
음료	127.2	29.8	45.7	50.8	9.8	136.1	31.2	46.9	53.1	10.5	141.7
% of Sales											
생활용품	11.0	10.6	8.1	11.0	4.0	8.6	10.7	8.2	11.0	4.3	8.8
화장품	19.4	22.4	20.4	19.3	19.5	20.4	23.0	21.0	19.5	20.0	20.9
음료	9.7	9.4	12.6	12.9	3.5	10.1	9.6	12.6	13.0	3.6	10.1

자료: LG생활건강, 메리츠증권증권 리서치센터

LG생활건강 브랜드별 세부 매출액 추이 및 전망 (1)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
생활용품	1,517.7	394.7	337.2	389.5	324.8	1,446.2	399.0	340.8	394.8	330.5	1,465.1
증가율 (% YoY)	-4.8	-4.5	-6.0	-7.6	0.2	-4.7	1.1	1.1	1.4	1.8	1.3
Oral Health	193.7	49.3	43.5	49.9	45.9	188.6	49.8	43.9	50.4	46.4	190.5
증가율 (% YoY)	2.1	1.2	-10.2	-3.1	2.0	-2.6	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Hair Care	211.1	50.5	42.5	45.6	47.3	185.9	52.0	43.8	47.9	49.7	193.3
증가율 (% YoY)	-17.1	-21.1	-16.0	-11.4	5.0	-12.0	3.0	3.0	5.0	5.0	4.0
Skin Care	131.4	29.2	30.7	34.3	34.7	128.8	29.2	30.7	34.6	34.7	129.2
증가율 (% YoY)	6.5	1.0	-3.9	-4.4	0.0	-1.9	0.0	0.0	1.0	0.0	0.3
Laundry Detergent	138.2	32.4	28.0	31.5	29.4	121.3	32.7	28.3	31.9	29.7	122.5
증가율 (% YoY)	-4.4	-14.9	-22.0	-10.9	2.0	-12.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Fabric Softener	102.2	22.1	20.9	22.2	22.0	87.2	22.1	20.9	22.2	22.0	87.2
증가율 (% YoY)	-0.1	-16.4	-21.2	-20.2	3.0	-14.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dishwashing Detergent	66.5	16.2	15.5	16.7	15.0	63.5	16.2	15.5	16.7	15.0	63.5
증가율 (% YoY)	-0.1	-4.5	-8.0	-7.6	3.0	-4.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Others	674.7	195.0	156.1	189.3	130.4	670.8	196.9	157.7	191.2	133.0	678.8
증가율 (% YoY)	-5.5	2.6	5.1	-6.1	-3.0	-0.6	1.0	1.0	1.0	2.0	1.2
화장품	3,279.9	947.7	953.4	954.2	1,046.3	3,901.6	1,081.9	1,086.5	1,060.0	1,153.2	4,381.7
증가율 (% YoY)	3.9	12.1	23.2	23.5	17.8	19.0	14.2	14.0	11.1	10.2	12.3
Whoo (S/03)	1,416.5	469.1	482.4	482.8	523.3	1,957.7	548.9	559.6	564.9	601.8	2,275.2
증가율 (% YoY)	17.9	35.3	66.3	37.7	22.0	38.2	17.0	16.0	17.0	15.0	16.2
O HUI (F/97)	145.7	37.9	39.1	33.4	35.8	146.2	39.8	41.0	35.1	37.6	153.5
증가율 (% YoY)	-14.3	-12.1	5.2	5.5	6.0	0.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
SU:M (Oct/07)	379.0	104.2	115.4	105.0	117.2	441.8	115.7	126.9	115.5	130.1	488.2
증가율 (% YoY)	10.5	6.3	18.3	22.4	20.0	16.6	11.0	10.0	10.0	11.0	10.5
Belif (Aug/10)	104.8	25.6	24.8	22.9	27.8	101.1	26.4	25.5	23.6	28.6	104.1
증가율 (% YoY)	6.3	-5.4	-8.5	-1.2	1.0	-3.6	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Luxury Others	285.9	71.1	79.1	86.8	105.2	342.3	106.6	118.7	95.5	115.8	436.6
증가율 (% YoY)	-19.5	-2.3	-1.7	38.8	50.0	19.7	50.0	50.0	10.0	10.0	27.6
Luxury	2,332.0	707.9	740.8	730.9	809.4	2,989.0	837.3	871.8	834.5	913.9	3,457.6
증가율 (% YoY)	7.6	20.5	39.1	32.0	23.0	28.2	18.3	17.7	14.2	12.9	15.7
Premium	947.9	239.8	212.6	223.3	236.9	912.6	244.6	214.7	225.5	239.3	924.1
증가율 (% YoY)	-4.0	-7.0	-11.9	2.1	3.0	-3.7	2.0	1.0	1.0	1.0	1.3

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

LG생활건강 브랜드별 세부 매출액 추이 및 전망 (2)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
음료	1,307.7	316.8	362.0	393.5	280.4	1,352.7	325.3	372.0	408.8	290.5	1,396.8
증가율 (% YoY)	-2.7	5.7	1.8	4.5	1.8	3.4	2.7	2.8	3.9	3.6	3.3
Coca-Cola TM	542.9	144.1	147.7	155.8	124.0	571.6	148.5	152.1	162.1	128.9	591.6
증가율 (% YoY)	-0.7	8.8	4.6	5.5	2.0	5.3	3.0	3.0	4.0	4.0	3.5
Cider (Kin/ DK/ Sprite)	100.0	25.0	27.9	29.5	22.1	104.6	26.0	29.0	31.6	23.2	109.8
증가율 (% YoY)	1.4	4.3	3.1	7.3	3.0	4.5	4.0	4.0	7.0	5.0	5.1
CSD Others	139.9	31.4	38.4	42.5	26.2	138.4	31.4	38.4	42.9	26.4	139.1
증가율 (% YoY)	-7.1	-0.4	-2.8	2.6	-5.0	-1.1	0.0	0.0	1.0	1.0	0.5
CSD Total	782.8	200.5	213.9	227.8	172.3	814.6	205.9	219.5	236.6	178.6	840.5
증가율 (% YoY)	-1.6	6.7	3.0	5.2	1.0	4.1	2.7	2.6	3.8	3.7	3.2
Juice	211.5	49.7	56.5	58.2	41.3	205.8	50.2	57.0	59.4	42.1	208.8
증가율 (% YoY)	-5.6	-0.1	-4.3	-6.3	2.0	-2.7	1.0	1.0	2.0	2.0	1.5
Coffee	97.2	20.0	26.8	29.1	23.7	99.6	21.0	28.1	31.2	25.4	105.6
증가율 (% YoY)	-3.7	4.0	6.1	-3.4	5.0	2.5	5.0	5.0	7.0	7.0	6.1
Hydration (Sports)	93.3	17.4	29.3	40.1	16.2	103.1	18.3	30.8	42.1	17.0	108.2
증가율 (% YoY)	23.9	11.8	-3.0	25.4	5.0	10.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Water	76.8	18.1	17.0	24.0	16.2	75.3	19.0	17.9	25.2	16.7	78.7
증가율 (% YoY)	-6.4	9.5	-22.8	6.2	3.0	-2.1	5.0	5.0	5.0	3.0	4.6
NCSD Others	23.6	5.1	11.9	9.1	5.2	31.3	5.3	12.5	9.5	5.5	32.8
증가율 (% YoY)	-11.8	-0.5	86.6	26.5	5.0	32.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
NON-CSD Total	502.4	110.2	141.5	160.5	102.6	515.0	113.8	146.4	167.4	106.7	534.2
증가율 (% YoY)	-1.3	3.9	-1.0	4.2	3.5	2.5	3.2	3.4	4.3	3.9	3.7
Others	22.5	6.0	6.5	5.1	5.5	23.1	5.7	6.2	4.9	5.2	22.0
증가율 (% YoY)	-42.4	5.7	30.9	-15.1	-5.0	2.9	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

LG생활건강 (051900)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	6,094.1	6,270.5	6,700.5	7,243.5	7,678.1
매출액증가율 (%)	14.4	2.9	6.9	8.1	6.0
매출원가	2,434.0	2,460.9	2,635.6	2,817.4	2,956.1
매출총이익	3,660.0	3,809.5	4,065.0	4,426.1	4,722.0
판매관리비	2,779.1	2,879.2	3,010.3	3,237.4	3,431.7
영업이익	880.9	930.4	1,054.6	1,188.7	1,290.4
영업이익률	14.5	14.8	15.7	16.4	16.8
금융손익	-16.1	-11.1	-5.4	0.6	6.8
종속/관계기업손익	7.3	1.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-119.4	-59.1	-15.0	-5.0	-5.0
세전계속사업이익	752.7	861.4	1,034.2	1,184.2	1,292.2
법인세비용	173.5	242.9	258.6	301.0	338.6
당기순이익	579.2	618.6	775.7	883.3	953.6
지배주주지분 순이익	568.2	606.7	764.8	870.9	940.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,424.6	1,513.4	1,859.0	2,373.2	2,925.9
현금및현금성자산	338.9	386.2	688.9	1,108.2	1,585.0
매출채권	469.7	522.8	530.3	573.2	607.6
재고자산	535.9	546.9	578.5	625.4	662.9
비유동자산	3,077.6	3,264.6	3,426.8	3,572.1	3,699.1
유형자산	1,463.8	1,616.6	1,788.8	1,941.9	2,078.0
무형자산	1,419.9	1,392.8	1,375.8	1,359.1	1,342.9
투자자산	63.7	102.2	109.2	118.0	125.1
자산총계	4,502.2	4,778.0	5,285.9	5,945.3	6,625.0
유동부채	1,146.9	1,244.1	1,245.8	1,265.3	1,269.1
매입채무	228.6	231.5	245.8	265.7	281.7
단기차입금	92.3	71.0	61.0	51.0	41.0
유동성장기부채	184.9	265.0	216.0	167.0	118.0
비유동부채	734.4	451.3	362.9	327.7	289.4
사채	509.2	249.7	149.7	99.7	49.7
장기차입금	7.8	18.3	17.3	16.3	15.3
부채총계	1,881.3	1,695.4	1,608.6	1,593.0	1,558.5
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-92.4	-132.8	-132.8	-132.8	-132.8
이익잉여금	2,539.5	3,045.0	3,628.7	4,291.4	4,992.2
비지배주주지분	88.5	85.6	96.4	108.8	122.1
자본총계	2,620.8	3,082.6	3,677.2	4,352.3	5,066.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	713.4	735.5	921.7	1,020.7	1,103.3
당기순이익(손실)	579.2	618.6	775.7	883.3	953.6
유형자산상각비	115.7	127.1	127.8	146.9	163.9
무형자산상각비	18.0	19.3	17.0	16.6	16.2
운전자본의 증감	-135.2	-108.3	1.3	-26.2	-30.4
투자활동 현금흐름	-405.5	-333.8	-308.2	-310.3	-308.3
유형자산의증가(CAPEX)	-331.6	-284.2	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-2.2	-37.1	-7.0	-8.9	-7.1
재무활동 현금흐름	-367.1	-351.1	-310.9	-291.1	-318.2
차입금의 증감	-266.9	-190.2	-160.0	-110.0	-110.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-58.1	47.3	302.7	419.3	476.8
기초현금	396.9	338.9	386.2	688.9	1,108.2
기말현금	338.9	386.2	688.9	1,108.2	1,585.0

Key Financial Data

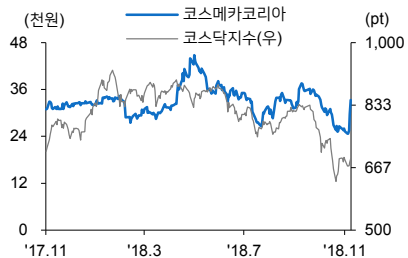
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	390,190	401,485	429,020	463,785	491,612
EPS(지배주주)	35,369	37,628	47,511	54,087	58,275
CFPS	66,010	69,504	75,837	86,259	93,832
EBITDAPS	64,965	68,943	76,797	86,579	94,152
BPS	142,927	169,155	202,102	239,505	279,059
DPS	7,500	9,000	10,800	12,420	14,283
배당수익률(%)	0.9	0.8	0.9	1.1	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	24.2	31.6	24.2	21.3	19.8
PCR	13.0	17.1	15.2	13.3	12.3
PSR	2.2	3.0	2.7	2.5	2.3
PBR	6.0	7.0	5.7	4.8	4.1
EBITDA	1,014.6	1,076.8	1,199.4	1,352.2	1,470.5
EV/EBITDA	14.9	18.9	16.1	13.9	12.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	24.9	21.9	23.3	22.3	20.5
EBITDA 이익률	16.6	17.2	17.9	18.7	19.2
부채비율	71.8	55.0	43.7	36.6	30.8
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(x)	44.3	66.7	100.8	153.1	231.7
매출채권회전율(x)	13.7	12.6	12.7	13.1	13.0
재고자산회전율(x)	12.5	11.6	11.9	12.0	11.9

코스메카코리아(241710) 안정적인 글로벌 생산기지 구축 완료

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

Buy

적정주가 (12개월)	40,000원	
현재주가 (11. 16)	33,300원	
상승여력	20.1%	
KOSPI	690.18pt	
시가총액	3,556억원	
발행주식수	1,068만주	
유동주식비율	57.76%	
외국인비중	13.77%	
52주 최고/최저가	44,850원/24,700원	
평균거래대금	24.9억원	
주요주주(%)		
박은희 외 3 인	38.95	
박선기 외 2 인	6.29	
Templeton Asset Management, L td. 외 2 인	5.18	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	6.7	13.1
6개월	-18.2	0.8
12개월	6.4	20.3
주가그래프		



3Q 매출액 953억원 (+155% YoY), 영업이익 60억원 (+1,145% YoY)

- 코스메카코리아의 3분기 연결기준 실적은 매출액 953억원 (+155.1% YoY), 영업이익 60억원 (+1,145.3% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 750억원, 영업이익 33억원)를 크게 상회함
- 글로벌 시장에 진출하고 있는 온라인 채널 기반의 신규 고객사들의 폭발적인 성장으로 국내법인 내수 부문이 전년동기대비 +81.3% YoY 증가함. 또한 3분기부터 잉글우드랩 인수 효과도 반영되었으며 잉글우드랩은 미국 현지 주요 고객사의 매출 증가와 고객 다변화로 연결기준 매출액 398억원, 영업이익 49억원의 호 실적을 달성함. 다만 중국법인이 기존 오프라인 고객사의 저성장에 따른 수주 감소로 -3.2% YoY 역신장했으며 해외 수출도 상반기 (-40%대) 대비 역신장 폭이 완화되기는 했지만 -3.7% YoY 소폭 감소함

투자의견 Buy와 적정주가 40.000원 유지

- 코스메카코리아는 잉글우드랩 인수를 통해 미국 현지 생산설비 확보하였고 2019년 중국 핑후법인 신규 Capa 확장으로 해외법인의 성장 모멘텀이 강화될 전망. 국내법인은 온라인 채널 기반의 신규 고객사들의 꾸준한 영입이 긍정적이며 중국법인 또한 오프라인에서 신규 온라인 고객사 확보로 턴어라운드 예상됨. 해외 수출 또한 주요 고객사인 로레알 잇코스메틱스 등이 최근 점진적으로 회복되고 있어 정상화될 전망

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	165.2	13.1	11.5	1,349	114.7	9,816	20.8	2.9	15.7	18.0	36.4
2017	182.3	11.0	9.9	930	-31.1	10,624	34.9	3.1	20.9	9.1	33.1
2018E	316.6	20.7	11.8	1,102	69.2	11,626	27.0	2.6	12.9	9.9	95.9
2019E	419.8	27.6	15.1	1,416	28.5	12,942	21.0	2.3	10.4	11.5	96.4
2020E	505.9	33.6	18.7	1,754	23.9	14,597	16.9	2.0	8.9	12.7	90.1

코스메카코리아 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	182.3	53.2	79.6	95.3	88.6	316.6	94.5	117.4	105.1	102.9	419.8
증가율 (% YoY)	10.4	5.1	59.7	155.1	98.8	73.6	77.7	47.5	10.3	16.2	32.6
국내법인_내수	119.6	39.5	62.2	41.7	39.3	182.8	47.5	74.7	50.1	47.2	219.3
국내법인_수출	41.0	6.7	8.0	7.2	7.5	29.5	6.6	7.9	7.3	7.5	29.3
중국법인	36.1	8.3	11.3	8.9	9.3	37.7	7.9	12.4	10.2	10.7	41.2
잉글우드랩 (미국)				39.8	35.0	74.8	35.0	25.0	40.0	40.0	140.0
연결조정	-14.2	-1.5	-1.9	-2.4	-2.5	-8.2	-2.5	-2.5	-2.5	-2.5	-10.0
증가율 (% YoY)											
국내법인_내수	5.6	17.6	97.5	81.3	25.0	52.9	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
국내법인_수출	2.1	-40.0	-45.0	-3.7	-3.0	-28.2	-2.0	-2.0	1.0	1.0	-0.5
중국법인	61.6	-7.0	33.6	-3.2	-3.0	4.5	-5.0	10.0	15.0	15.0	9.1
잉글우드랩 (미국)									0.4	14.3	87.1
비중 (%)											
국내법인_내수	65.6	74.4	78.2	43.8	44.4	57.7	50.2	63.6	47.7	45.8	52.2
국내법인_수출	22.5	12.7	10.1	7.6	8.4	9.3	7.0	6.7	7.0	7.3	7.0
중국법인	19.8	15.6	14.2	9.3	10.5	11.9	8.4	10.6	9.7	10.4	9.8
잉글우드랩 (미국)				41.8	39.5	23.6	37.0	21.3	38.1	38.9	33.3
매출원가	143.4	43.6	62.3	77.3	71.7	254.9	76.5	92.8	85.1	83.0	337.4
증가율 (% YoY)	10.3	10.1	66.5	157.6	96.9	77.7	75.7	49.0	10.1	15.7	32.4
매출원가율 (%)	78.6	81.9	78.2	81.1	81.0	80.5	81.0	79.0	81.0	80.7	80.4
매출총이익	38.9	9.6	17.3	18.0	16.8	61.7	17.9	24.7	20.0	19.9	82.4
증가율 (% YoY)	10.8	-12.7	39.1	144.9	107.1	58.6	86.9	42.2	11.1	18.0	33.5
매출총이익률 (%)	21.4	18.1	21.8	18.9	19.0	19.5	19.0	21.0	19.0	19.3	19.6
판관비	27.9	9.0	7.7	12.0	12.4	41.0	15.6	11.7	13.1	14.4	54.9
증가율 (% YoY)	27.0	45.0	6.6	74.6	61.5	46.9	74.1	52.4	9.7	16.2	33.7
판관비율 (%)	15.3	16.8	9.7	12.6	14.0	13.0	16.5	10.0	12.5	14.0	13.1
영업이익	11.0	0.6	9.6	6.0	4.4	20.7	2.4	12.9	6.8	5.5	27.6
증가율 (% YoY)	-16.3	-86.6	84.1	1,145.3	888.6	88.4	264.2	34.0	14.0	23.2	33.1
영업이익률 (%)	6.0	1.2	12.1	6.3	5.0	6.5	2.5	11.0	6.5	5.3	6.6

자료: 코스메카코리아, 메리츠증권증권 리서치센터

코스메카코리아 생산 Capa 확장에 따른 매출액 추정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

국내법인 (기초 + 색조)					
(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	95.4	153.5	160.6	212.3	248.7
증가율(% YoY)		60.9	4.7	32.2	17.2
Capa	7,332	12,000	12,000	23,000	37,000
증가율(% YoY)		63.7	0.0	91.7	60.9
생산량(만개)	4,124	5,258	6,744	7,670	8,590
증가율(% YoY)		27.5	28.2	30.0	15.0
가동률(%)	56.2	43.8	56.2	33.3	23.2
중국법인 (소주+포산+핑후)					
(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	7.2	22.3	36.1	37.7	41.2
증가율(% YoY)		209.9	61.6	4.5	9.1
Capa	2,542	6,095	12,000	12,000	24,000
증가율(% YoY)		139.8	96.9	0.0	100.0
생산량(만개)	874	3,556	5,678	6,804	8,846
증가율(% YoY)		306.7	59.7	5.0	10.0
가동률(%)	34.4	58.3	47.3	56.7	36.9
미국법인 (잉글우드랩)					
(십억원)	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	52.7	68.2	77.1	104.8	140.0
증가율(% YoY)		29.4	12.9	36.0	33.6
Capa	3,500	4,000	8,000	9,000	13,000
증가율(% YoY)		14.3	100.0	12.5	44.4
생산량(만개)	2,064	2,734	3,668	4,425	5,089
증가율(% YoY)		32.4	34.2	20.6	15.0
가동률(%)	59.0	68.3	45.9	49.2	39.1

자료: 코스메카코리아, 메리츠증권증권 리서치센터

코스메카코리아(241710)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	165.2	182.3	316.6	419.8	505.9
매출액증가율 (%)	66.6	10.4	73.6	32.6	20.5
매출원가	130.1	143.4	254.9	337.4	406.2
매출총이익	35.1	38.9	61.7	82.4	99.7
판매관리비	22.0	27.9	41.0	54.9	66.1
영업이익	13.1	11.0	20.7	27.6	33.6
영업이익률	7.9	6.0	6.5	6.6	6.6
금융손익	0.0	-0.4	-0.9	-2.1	-2.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	13.4	10.7	19.8	25.4	31.5
법인세비용	1.9	0.7	3.0	3.8	4.7
당기순이익	11.5	9.9	16.8	21.6	26.8
지배주주지분 순이익	11.5	9.9	11.8	15.1	18.7
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	101.4	90.5	137.5	163.7	189.8
현금및현금성자산	50.0	38.2	21.0	9.2	3.6
매출채권	30.9	31.5	63.3	84.0	101.2
재고자산	15.2	15.4	45.2	60.0	72.3
비유동자산	41.7	60.5	115.7	130.5	143.8
유형자산	37.9	53.2	101.8	114.2	125.6
무형자산	0.7	3.2	4.0	3.8	3.6
투자자산	1.8	1.9	7.8	10.3	12.4
자산총계	143.1	151.1	253.2	294.1	333.5
유동부채	36.3	34.7	76.0	99.8	117.1
매입채무	22.6	21.9	45.2	60.0	72.3
단기차입금	2.4	2.1	12.1	12.1	12.1
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	3.0	3.0
비유동부채	1.9	2.9	48.0	44.6	41.0
사채	0.0	0.0	13.0	11.0	9.0
장기차입금	0.0	0.0	30.0	27.0	24.0
부채총계	38.2	37.6	124.0	144.4	158.1
자본금	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
자본잉여금	70.2	70.2	70.2	70.2	70.2
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
이익잉여금	32.1	41.4	52.1	66.2	83.8
비지배주주지분	0.0	0.0	5.0	11.5	19.6
자본총계	104.8	113.5	129.2	149.8	175.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	4.4	10.4	-5.8	15.0	23.6
당기순이익(손실)	11.5	9.9	16.8	21.6	26.8
유형자산상각비	2.6	3.6	6.4	7.6	8.6
무형자산상각비	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	-13.7	-3.9	-29.3	-14.4	-12.0
투자활동 현금흐름	-13.2	-22.2	-63.4	-23.7	-23.1
유형자산의증가(CAPEX)	-12.5	-21.2	-55.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-0.0	-0.2	-5.8	-2.5	-2.1
재무활동 현금흐름	55.5	0.0	51.9	-3.1	-6.1
차입금의 증감	-15.7	-0.3	53.0	-2.0	-5.0
자본의 증가	70.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	46.8	-11.9	-17.2	-11.8	-5.6
기초현금	3.2	50.0	38.2	21.0	9.2
기말현금	50.0	38.2	21.0	9.2	3.6
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	19,371	17,072	29,645	39,311	47,369
EPS(지배주주)	1,349	930	1,102	1,416	1,754
CFPS	2,114	1,467	2,562	3,308	3,965
EBITDAPS	1,859	1,382	2,562	3,308	3,965
BPS	9,816	10,624	11,626	12,942	14,597
DPS	0	100	100	100	100
배당수익률(%)	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	20.8	34.9	27.0	21.0	16.9
PCR	13.2	22.2	11.6	9.0	7.5
PSR	1.4	1.9	1.0	0.8	0.6
PBR	2.9	3.1	2.6	2.3	2.0
EBITDA	15.9	14.8	27.4	35.3	42.3
EV/EBITDA	15.7	20.9	12.9	10.4	8.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	18.0	9.1	9.9	11.5	12.7
EBITDA 이익률	9.6	8.1	8.6	8.4	8.4
부채비율	36.4	33.1	95.9	96.4	90.1
금융비용부담률	0.2	0.1	0.4	0.6	0.4
이자보상배율(x)	32.2	113.0	16.9	11.9	15.5
매출채권회전율(x)	6.1	5.8	6.7	5.7	5.5
재고자산회전율(x)	13.1	11.9	10.4	8.0	7.7

코스맥스(192820) 차별화된 중국법인 호실적 전망

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

Buy

적정주가 (12개월)	184,000원
현재주가 (11. 16)	128,500원
상승여력	43.2%
KOSPI	2,092.40pt
시가총액	12,914억원
발행주식수	1,005만주
유동주식비율	71.37%
외국인비중	25.00%
52주 최고/최저가	179,000원/108,000원
평균거래대금	135.9억원
주요주주(%)	
코스맥스비티아이 외 4인	26.53
국민연금	12.70
FIL LIMITED 외 15인	6.56
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-5.5 -3.1
6개월	-20.9 -7.0
12개월	8.9 31.9
주가그래프	



3Q 호실적 달성, 4Q도 고성장 지속될 전망

- 코스맥스의 3분기 실적은 매출액 3,146억원 (+50.9% YoY), 영업이익 132억원 (+163.7% YoY)을 기록하였음. 중국 경기 둔화 우려에도 불구하고 새로운 브랜드들의 폭발적인 주문 증가로 4분기 매출액 3,361억원 (+50.0% YoY), 영업이익 133억원 (+108.6% YoY)의 호실적 지속될 전망

2019년 광저우법인의 성장률 강화로 차별화된 중국 호실적 기대

- 2019년 국내법인은 주요 고객사들의 수출 급증으로 높은 외형 성장이 지속될 전망. 중국법인 또한 온라인 및 모바일 채널 중심의 신규 고객사들을 꾸준히 영입하고 있음. 특히 중국 로컬 고객사들의 가격대가 저가에서 증가로 올라오고 있으며 이는 왓슨 등 전문점 채널이 확대되고 있음. 여기에 자체적인 시스템 투자 효과가 더해져 광저우법인 외형 성장률은 4~50%대로 강화될 전망

투자의견 Buy와 적정주가 184,000원 유지

- 글로벌 화장품 시장에서 마이크로 소비 트렌드가 강화되면서 인디 & 스몰 브랜드의 성장이 두드러지고 있음. 코스맥스는 온라인에 기반한 인디 & 스몰 브랜드의 성장과 함께 하고 있음. 코스맥스는 적극적인 해외 진출로 글로벌 생산 기지를 구축하였으며 세계 각국의 로컬 고객사들을 영입하면서 높은 성장을 이어갈 전망. 따라서 코스맥스에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 184,000원을 유지

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	757.0	52.6	34.8	3,752	66.1	20,990	31.8	5.7	19.2	22.5	221.2
2017	884.0	35.1	18.9	1,876	-54.5	21,704	62.4	5.4	28.0	8.8	309.0
2018E	1,267.0	55.5	32.4	3,228	71.3	24,632	39.8	5.2	21.0	13.9	316.2
2019E	1,503.6	66.2	46.1	4,587	42.1	28,919	28.0	4.4	18.5	17.1	307.3
2020E	1,710.8	77.0	57.7	5,739	25.1	34,359	22.4	3.7	16.4	18.1	283.0

코스맥스 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	883.9	288.7	327.5	314.6	336.1	1,267.0	334.5	401.0	381.1	386.9	1,503.6
증가율 (% YoY)	16.8	31.8	41.0	50.9	50.0	43.3	15.9	22.4	21.1	15.1	18.7
국내	528.2	152.4	190.2	167.3	150.4	660.3	176.8	218.7	192.4	178.0	765.9
중국 연결 (차이나+광저우)	371.2	99.1	121.6	120.2	130.6	471.5	120.9	148.3	139.5	157.1	565.7
인도네시아	9.0	1.7	3.0	7.4	7.8	20.0	2.6	4.5	11.1	11.7	30.0
미국 (오하이오+뉴월드)	38.1	42.8	38.7	46.2	50.1	177.8	49.2	44.5	53.1	57.6	204.5
비중 (%)											
국내	59.8	52.8	58.1	53.2	44.7	52.1	52.8	54.5	50.5	46.0	50.9
중국 연결 (차이나+광저우)	42.0	34.3	37.1	38.2	38.8	37.2	36.1	37.0	36.6	40.6	37.6
인도네시아	1.0	0.6	0.9	2.4	2.3	1.6	0.8	1.1	2.9	3.0	2.0
미국 (오하이오+뉴월드)	4.3	14.8	11.8	14.7	14.9	14.0	14.7	11.1	13.9	14.9	13.6
증가율 (% YoY)											
국내	4.5	7.1	38.2	40.3	16.6	25.0	16.0	15.0	15.0	18.4	16.0
중국 연결 (차이나+광저우)	30.8	28.7	15.2	36.7	29.6	27.0	22.0	22.0	16.0	20.3	20.0
인도네시아	201.0	-40.0	62.6	221.2	303.6	122.4	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
미국 (오하이오+뉴월드)	116.9	493.2	509.9	286.7	299.0	367.1	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
매출원가	772.1	254.0	281.5	276.3	293.7	1,105.6	291.1	344.9	335.3	338.2	1,309.5
증가율 (% YoY)	20.8	32.6	40.9	49.6	49.9	43.2	14.6	22.5	21.4	15.1	18.4
매출원가율 (%)	87.3	88.0	85.9	87.8	87.4	87.3	87.0	86.0	88.0	87.4	87.1
매출총이익	111.9	34.7	46.0	38.3	42.3	161.4	43.5	56.1	45.7	48.8	194.1
증가율 (% YoY)	-5.3	25.8	41.9	60.6	51.1	44.2	25.4	22.0	19.3	15.1	20.3
매출총이익률 (%)	12.7	12.0	14.1	12.2	12.6	12.7	13.0	14.0	12.0	12.6	12.9
판관비	76.8	24.3	27.5	25.1	29.0	105.8	29.9	35.3	30.1	32.1	127.4
증가율 (% YoY)	17.2	33.7	51.5	33.1	34.2	37.9	23.1	28.7	20.1	10.4	20.4
판관비율 (%)	8.7	8.4	8.4	8.0	8.6	8.4	8.9	8.8	7.9	8.3	8.5
영업이익	35.1	10.4	18.6	13.2	13.3	55.5	13.6	20.8	15.6	16.7	66.7
증가율 (% YoY)	-33.2	10.6	29.7	163.7	108.6	58.1	30.7	12.0	17.8	25.3	20.1
영업이익률 (%)	4.0	3.6	5.7	4.2	4.0	4.4	4.1	5.2	4.1	4.3	4.4

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

코스맥스 생산 Capa 확장에 따른 매출액 추정

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원, 만개)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
중국 (상하이+광저우)											
매출액	24.9	40.8	58.5	80.7	124.8	202.6	283.9	371.2	471.5	565.7	650.6
증가율 (% YoY)	7.6	63.9	43.4	38.0	54.5	62.4	40.1	30.8	25.0	20.0	15.0
생산량	1,900.0	4,218.1	6,372.0	8,300.0	13,766.4	22,714.6	29,528.9	38,387.6	46,065.1	52,974.9	58,272.4
증가율 (% YoY)	26.7	122.0	51.1	30.3	65.9	65.0	30.0	30.0	20.0	15.0	10.0
Capa	6,000.0	10,000.0	11,000.0	15,000.0	24,000.0	32,000.0	32,000.0	50,000.0	60,000.0	70,000.0	70,000.0
증가율 (% YoY)	33.3	66.7	10.0	36.4	60.0	33.3	0.0	56.3	20.0	0.0	0.0
가동률 (%)	31.7	42.2	57.9	55.3	57.4	71.0	92.3	76.8	76.8	75.7	83.2
국내											
매출액	155.6	176.8	211.6	260.7	290.5	372.5	505.5	528.2	660.3	765.9	857.8
증가율 (% YoY)		13.6	19.7	23.2	11.4	28.2	35.7	4.5	8.0	8.0	8.0
생산량	9,549.9	10,281.5	12,127.0	13,339.7	13,896.8	15,286.5	20,331.0	21,347.6	23,482.3	25,595.7	27,643.4
증가율 (% YoY)		7.7	17.9	10.0	4.2	10.0	33.0	5.0	10.0	9.0	8.0
Capa	12,000.0	14,000.0	15,000.0	15,000.0	19,000.0	23,000.0	30,000.0	33,000.0	33,000.0	33,000.0	33,000.0
증가율 (% YoY)		16.7	7.1	0.0	26.7	21.1	30.4	10.0	0.0	0.0	0.0
가동률 (%)	0.8	0.7	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8
인도네시아											
매출액				1.0	1.4	1.7	3.0	9.0	20.0	30.0	40.0
증가율 (% YoY)					39.7	20.5	77.4	201.0	44.6	53.8	33.3
Capa				4,000.0	4,000.0	4,000.0	4,000.0	4,000.0	7,000.0	7,000.0	7,000.0
증가율 (% YoY)					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
미국 (오하이오+뉴월드)											
매출액						1.9	17.6	38.1	177.8	204.5	224.9
증가율 (% YoY)							834.1	116.9	367.1	15.0	10.0
Capa					10,000.0	10,000.0	10,000.0	10,000.0	15,000.0	15,000.0	15,000.0
증가율 (% YoY)						0.0	0.0	0.0	50.0	0.0	0.0
전체 매출액			274.2	340.6	388.4	533.3	757.0	883.9	1,267.0	1,503.6	1,710.8
증가율 (% YoY)				24.2	14.0	37.3	41.9	16.8	43.3	18.7	13.8
해외	24.9	40.8	58.5	81.7	126.2	206.1	304.4	418.3	669.3	800.2	915.5
비중 (%)	12.9	16.7	21.3	24.0	32.5	38.7	40.2	47.3	52.8	53.2	53.5

자료: 코스맥스, 메리츠증권증권 리서치센터

코스맥스 (192820)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	757.0	884.0	1,267.0	1,503.6	1,710.8
매출액증가율 (%)	41.9	16.8	43.3	18.7	13.8
매출원가	638.9	772.1	1,105.6	1,315.6	1,495.2
매출총이익	118.1	111.9	161.4	188.0	215.6
판매관리비	65.5	76.8	105.8	121.8	138.6
영업이익	52.6	35.1	55.5	66.2	77.0
영업이익률	7.0	4.0	4.4	4.4	4.5
금융손익	-5.6	-12.4	-15.6	-15.2	-14.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.6	2.5	1.0	3.0	3.0
세전계속사업이익	46.5	25.3	40.9	54.0	65.7
법인세비용	15.1	9.7	14.3	16.2	18.4
당기순이익	31.4	15.5	26.6	37.8	47.3
지배주주지분 순이익	34.8	18.9	32.4	46.1	57.7
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	396.3	500.3	596.8	706.5	797.9
현금및현금성자산	68.3	39.0	14.5	15.4	11.6
매출채권	187.1	237.8	304.5	361.4	411.2
재고자산	125.1	184.7	222.0	263.5	299.8
비유동자산	269.7	433.7	451.8	461.3	469.9
유형자산	235.9	307.2	317.6	322.6	327.2
무형자산	5.6	90.7	89.7	88.8	88.1
투자자산	14.7	20.1	28.8	34.1	38.9
자산총계	665.9	934.0	1,048.6	1,167.8	1,267.8
유동부채	384.0	522.1	579.2	638.1	699.0
매입채무	125.1	207.6	238.4	282.9	321.9
단기차입금	172.1	220.4	218.4	216.4	214.4
유동성장기부채	17.9	21.8	18.8	15.8	22.8
비유동부채	74.6	183.6	217.5	243.0	237.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	59.7	162.6	187.6	207.6	197.6
부채총계	458.6	705.6	796.7	881.1	936.8
자본금	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
자본잉여금	151.1	151.1	151.1	151.1	151.1
기타포괄이익누계액	-3.0	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
이익잉여금	58.1	65.2	94.6	137.7	192.4
비지배주주지분	-3.6	10.3	4.4	-3.9	-14.3
자본총계	207.3	228.4	252.0	286.7	331.0

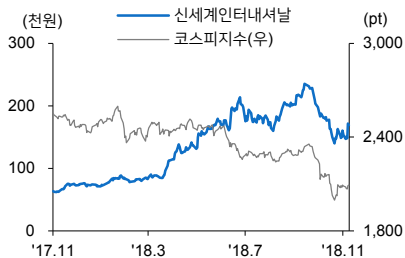
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	23.5	-6.6	4.1	25.5	40.0
당기순이익(손실)	31.4	15.5	26.6	37.8	47.3
유형자산상각비	12.0	19.5	24.6	25.0	25.4
무형자산상각비	0.5	0.7	1.0	0.9	0.7
운전자본의 증감	-26.5	-40.8	-48.0	-38.2	-33.4
투자활동 현금흐름	-97.5	-172.7	-45.7	-36.6	-35.8
유형자산의증가(CAPEX)	-89.6	-81.2	-35.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-10.8	-5.4	-8.7	-5.4	-4.7
재무활동 현금흐름	124.9	150.1	17.0	12.0	-8.0
차입금의 증감	39.1	155.5	20.0	15.0	-5.0
자본의 증가	91.8	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	51.1	-29.3	-24.5	0.9	-3.8
기초현금	17.3	68.3	39.1	14.5	15.4
기말현금	68.3	39.1	14.5	15.4	11.7
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	81,656	87,960	126,073	149,617	170,236
EPS(지배주주)	3,752	1,876	3,228	4,587	5,739
CFPS	7,524	5,985	7,770	9,157	10,365
EBITDAPS	7,029	5,510	8,069	9,157	10,265
BPS	20,990	21,704	24,632	28,919	34,359
DPS	1,000	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.8	0.3	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	31.8	62.4	39.8	28.0	22.4
PCR	15.9	19.5	16.5	14.0	12.4
PSR	1.5	1.3	1.0	0.9	0.8
PBR	5.7	5.4	5.2	4.4	3.7
EBITDA	65.2	55.4	81.1	92.0	103.2
EV/EBITDA	19.2	28.0	21.0	18.5	16.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	22.5	8.8	13.9	17.1	18.1
EBITDA 이익률	8.6	6.3	6.4	6.1	6.0
부채비율	221.2	309.0	316.2	307.3	283.0
금융비용부담률	0.9	1.1	0.9	0.8	0.7
이자보상배율(x)	7.6	3.8	4.7	5.4	6.2
매출채권회전율(x)	4.6	4.2	4.7	4.5	4.4
재고자산회전율(x)	7.2	5.7	6.2	6.2	6.1

신세계인터내셔널(031430) 밀레니얼은 신상을 원한다

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

Buy (신규)

적정주가 (12개월)	240,000원
현재주가 (11. 16)	169,000원
상승여력	42.0%
KOSDAQ	2,092.40pt
시가총액	12,067억원
발행주식수	714만주
유동주식비율	34.85%
외국인비중	6.29%
52주 최고/최저가	235,500원/62,200원
평균거래대금	129.6억원
주요주주(%)	
신세계 외 3 인	65.15
국민연금	5.02
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-6.6 4.3
6개월	8.7 27.8
12개월	171.7 229.1
주가그래프	



신세계 그룹이 꿈꾸는 브랜드 머천다이즈 No.1

- 신세계인터내셔널은 1992년 Armani를 도입, 성공적으로 런칭하며 해외 직수입 브랜드의 도입 및 운영 노하우를 키움. 자체 1위 브랜드가 존재하지는 않지만 저렴하게 브랜드를 인수하여 경쟁력 있는 브랜드로 키워내는 데에 강점이 있음. VOV, G-Cut, 톰보이 및 비디비치 등을 인수하여 신세계 그룹의 막강한 채널을 기반으로 자체 브랜드 역량을 강화함. 한편 이마트 PL 브랜드와 자주 등 라이프스타일 브랜드 운영을 통해 카테고리를 다각화함

성공적인 화장품 사업 안착으로 수익구조의 획기적 변화

- 2016년 이후 신세계그룹의 복합쇼핑몰 및 시내 면세점 진출로 인해 신세계인터내셔널의 콘텐츠 프로바이더로서의 역할이 더욱 강화함. 럭셔리 소비 트렌드 또한 다양한 개성을 추구하고 새로운 브랜드에 대한 수요가 증가하면서 신세계인터내셔널의 해외패션 및 화장품 사업부의 성장성이 부각되고 있음. 특히 화장품은 패션 대비 이익률이 월등히 높아 화장품 비중 확대에 따른 전사적인 수익성 개선이 기대됨. 향후 해외패션은 유명 브랜드들과의 우호적인 파트너십을 바탕으로 매년 신규 브랜드들을 도입, 확장해가면서 안정적인 성장세를 지속할 전망

4Q 패션 성수기 및 화장품 신규 라인업 성과 기대

- 투자자의견 Buy와 적정주가 240,000원 제시, 적정주가는 2019년 예상 EPS에 목표 PER 25배 (글로벌 화장품 평균 28배, 글로벌 의류 평균 20배의 이익기여도에 따른 가중평균)를 적용하여 산출하였음

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,021.1	27.0	17.4	2,432	-16.8	66,769	27.2	1.0	13.4	3.7	101.9
2017	1,102.5	25.4	24.1	3,371	38.3	69,236	22.0	1.1	14.0	5.0	91.6
2018E	1,267.5	61.3	47.9	6,715	98.6	75,350	25.6	2.3	15.6	9.3	94.3
2019E	1,350.4	82.2	65.6	9,181	36.7	83,931	18.7	2.0	12.7	11.5	81.1
2020E	1,438.2	105.0	84.6	11,848	29.1	95,179	14.5	1.8	10.4	13.2	68.4

신세계인터내셔널 연결기준 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
연결매출액	1,102.5	1,267.5	1,350.4	304.4	283.0	311.8	368.3	333.0	296.2	329.2	392.0
증가율(yoy)	8.0	15.0	6.5	11.8	18.2	16.0	14.3	9.4	4.7	5.6	6.4
기타 자회사	141.9	150.3	160.8	39.1	27.9	28.0	55.3	41.9	29.8	30.0	59.2
증가율(yoy)	11.4	5.9	7.0	9.6	-1.8	1.8	10.0	7.0	7.0	7.0	7.0
별도매출액	960.7	1,117.2	1,189.5	265.3	255.1	283.8	313.0	291.1	266.4	299.3	332.8
증가율(yoy)	7.5	16.3	6.5	12.2	20.9	17.6	15.1	9.7	4.4	5.5	6.3
매출원가	527.7	565.5	592.2	142.9	119.0	145.3	158.4	147.5	122.0	156.1	166.6
증가율(yoy)	4.8	7.2	4.7	5.6	10.2	4.0	9.4	3.2	2.6	7.4	5.2
비율(%)	47.9	44.6	43.9	46.9	42.0	46.6	43.0	44.3	41.2	47.4	42.5
매출총이익	574.8	701.9	758.2	161.5	164.0	166.5	209.9	185.5	174.2	173.2	225.4
증가율(yoy)	11.0	22.1	8.0	18.0	24.8	28.9	18.4	14.8	6.2	4.0	7.3
판관비	549.4	640.7	676.0	149.6	150.0	155.0	186.0	166.5	155.5	158.0	196.0
증가율(yoy)	12.0	16.6	5.5	13.0	18.1	20.9	15.0	11.2	3.7	1.9	5.4
비율(%)	49.8	50.5	50.1	49.2	53.0	49.7	50.5	50.0	52.5	48.0	50.0
연결영업이익	25.4	61.3	82.2	11.8	14.0	11.5	23.9	19.0	18.7	15.1	29.4
증가율(yoy)	-5.9	140.8	34.2	169.2	216.1	1158.5	52.5	60.3	33.3	31.9	22.8
비율(%)	2.3	4.8	6.1	4.5	5.5	4.0	7.6	6.5	7.0	5.1	8.8
별도영업이익	29.0	70.9	88.7	13.2	18.9	15.3	23.5	19.5	21.3	18.0	30.0
증가율(yoy)	26.7	144.4	25.2	195.8	215.3	206.7	73.2	48.1	12.6	17.5	27.6
비율(%)	3.0	6.3	7.5	5.0	7.4	5.4	7.5	6.7	8.0	6.0	9.0
연결 - 개별	-3.6	-9.6	-6.5	-1.3	-4.9	-3.8	0.5	-0.5	-2.6	-2.8	-0.6
비율(%)		1,267.5	1,350.4	2296.6	213.0	-6.5	-78.4	-60.7	-46.2	-26.1	-219.5

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

신세계인터내셔널 별도기준 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	960.7	1,117.2	1,189.5	265.3	255.1	283.8	313.0	291.1	266.4	299.3	332.8
증가율(yoy)	7.5	16.3	6.5	12.2	20.9	17.6	15.1	9.7	4.4	5.5	6.3
해외	380.6	378.9	390.3	91.2	88.9	89.0	109.8	93.9	91.5	91.7	113.1
증가율(yoy)	2.9	-0.4	3.0	-2.7	-0.1	-1.4	2.0	3.0	3.0	3.0	3.0
국내	386.9	325.7	330.8	89.1	60.8	85.6	90.2	90.0	61.4	87.3	92.0
증가율(yoy)	14.0	-15.8	1.5	-10.2	-17.9	-15.1	-20.0	1.0	1.0	2.0	2.0
코스메틱		211.5	257.4	39.9	54.8	56.8	60.0	59.9	60.3	65.3	72.0
라이프스타일	193.1	201.0	211.1	45.1	50.6	52.4	53.0	47.3	53.1	55.0	55.7
증가율(yoy)	4.6	4.1	5.0	3.8	5.3	4.4	3.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출원가	473.7	505.1	520.5	127.6	107.6	133.7	136.2	136.8	111.9	128.7	143.1
증가율(yoy)	3.8	6.6	3.0	4.3	9.9	4.5	8.5	7.2	4.0	-3.7	5.1
비율(%)	49.3	45.2	43.8	48.1	42.2	47.1	43.5	47.0	42.0	43.0	43.0
판관비	457.9	541.2	580.3	124.5	128.6	134.8	153.4	134.8	133.2	152.6	159.7
증가율(yoy)	10.4	18.2	7.2	13.5	20.0	24.4	15.5	8.3	3.6	13.2	4.1
비율(%)	47.7	48.4	48.8	46.9	50.4	47.5	49.0	46.3	50.0	51.0	48.0
영업이익	29.0	70.9	88.7	13.2	18.9	15.3	23.5	19.5	21.3	18.0	30.0
증가율(yoy)	26.7	144.4	25.2	195.8	215.3	206.7	73.2	48.1	12.6	17.5	27.6
비율(%)	3.0	6.3	7.5	14.4	21.3	17.2	21.4	20.8	23.3	19.6	26.5
해외	6.0	9.9	11.3	2.6	2.9	1.2	3.3	2.9	3.2	0.9	4.3
증가율(yoy)	-35.6	63.7	14.6	61.5	139.5	526.6	7.4	13.8	11.1	-20.5	30.5
비율(%)	0.6	0.9	1.0	2.8	3.2	1.3	3.0	3.1	3.5	1.0	3.8
국내	9.3	5.9	7.2	2.1	-0.4	-0.3	4.5	2.0	0.6	-0.9	5.5
증가율(yoy)	1,368.9	-36.8	23.6	149.9	-398.6	-121.4	-34.8	-4.1	-247.0	195.0	22.4
비율(%)	1.0	0.5	0.6	2.3	-0.7	-0.3	5.0	2.2	1.0	-1.0	6.0
코스메틱	0.0	42.4	56.3	7.2	12.3	10.8	12.0	13.2	13.3	13.7	16.2
비율(%)	0.0	3.8	4.7	18.0	22.5	19.1	20.0	22.0	22.0	21.0	22.5
라이프스타일	13.7	12.8	13.8	1.3	4.1	3.6	3.7	1.4	4.2	4.2	3.9
증가율(yoy)	6.3	-6.8	8.3	-33.9	-11.1	5.1	2.9	7.1	2.2	17.1	7.1
비율(%)	1.4	1.1	1.2	3.0	8.2	6.9	6.9	3.1	8.0	7.6	7.1

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권 리서치센터

신세계인터내셔널(031430)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,021.1	1,102.5	1,267.5	1,350.4	1,438.2
매출액증가율 (%)	1.6	8.0	15.0	6.5	6.5
매출원가	503.4	527.7	565.5	592.2	618.4
매출총이익	517.8	574.8	702.0	758.2	819.8
판매관리비	490.7	549.4	640.7	676.0	714.8
영업이익	27.0	25.4	61.3	82.2	105.0
영업이익률	2.6	2.3	4.8	6.1	7.3
금융손익	-4.8	-3.2	-7.9	-6.9	-5.5
종속/관계기업손익	8.5	8.6	10.0	11.0	12.0
기타영업외손익	-5.3	0.9	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	25.5	31.8	63.4	86.3	111.5
법인세비용	8.0	7.6	15.4	20.7	26.9
당기순이익	17.5	24.1	47.9	65.6	84.6
지배주주지분 순이익	17.4	24.1	47.9	65.6	84.6
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	364.1	368.3	456.7	494.9	551.0
현금및현금성자산	16.8	3.2	43.1	54.2	81.7
매출채권	91.4	108.0	114.6	122.1	130.1
재고자산	224.2	218.3	254.3	271.0	288.6
비유동자산	602.1	582.5	592.0	593.5	596.6
유형자산	351.4	332.0	327.5	323.6	320.3
무형자산	53.6	46.4	42.0	38.1	34.7
투자자산	114.6	123.1	141.5	150.7	160.5
자산총계	966.2	950.9	1,048.7	1,088.4	1,147.6
유동부채	329.0	303.5	278.1	268.2	257.8
매입채무	54.9	39.9	54.5	58.0	61.8
단기차입금	107.7	97.6	57.6	47.6	37.6
유동성장기부채	95.0	105.6	96.6	88.6	79.6
비유동부채	158.7	151.2	230.8	219.1	208.4
사채	77.2	71.7	151.7	141.7	131.7
장기차입금	74.2	70.7	69.7	67.7	66.7
부채총계	487.7	454.7	508.9	487.3	466.2
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2
기타포괄이익누계액	-0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	320.2	337.3	380.9	442.2	522.5
비지배주주지분	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9
자본총계	478.5	496.2	539.9	601.1	681.4

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	53.5	10.5	62.6	84.6	101.5
당기순이익(손실)	17.5	24.1	47.9	65.6	84.6
유형자산상각비	28.9	31.6	34.5	33.9	33.3
무형자산상각비	5.0	5.7	4.4	3.9	3.4
운전자본의 증감	-6.9	-61.6	-24.3	-18.7	-19.8
투자활동 현금흐름	-32.6	-27.8	-49.5	-39.8	-40.4
유형자산의증가(CAPEX)	-37.6	-32.8	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-13.8	-8.4	-18.4	-9.3	-9.8
재무활동 현금흐름	-14.5	3.7	26.9	-33.7	-33.7
차입금의 증감	10.9	-0.3	31.2	-29.4	-29.4
자본의 증가	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.5	-13.6	39.9	11.1	27.5
기초현금	10.3	16.8	3.2	43.1	54.2
기말현금	16.8	3.2	43.1	54.2	81.7
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	143,014	154,418	177,520	189,131	201,424
EPS(지배주주)	2,432	3,371	6,715	9,181	11,848
CFPS	9,686	12,389	15,434	18,337	21,526
EBITDAPS	8,526	8,787	14,034	16,797	19,845
BPS	66,769	69,236	75,350	83,931	95,179
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.9	0.8	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	27.2	22.0	25.6	18.7	14.5
PCR	6.8	6.0	11.1	9.4	8.0
PSR	0.5	0.5	1.0	0.9	0.9
PBR	1.0	1.1	2.3	2.0	1.8
EBITDA	60.9	62.7	100.2	119.9	141.7
EV/EBITDA	13.4	14.0	15.6	12.7	10.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.7	5.0	9.3	11.5	13.2
EBITDA 이익률	6.0	5.7	7.9	8.9	9.9
부채비율	101.9	91.6	94.3	81.1	68.4
금융비용부담률	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
이자보상배율(x)	3.3	2.9	6.8	9.1	12.6
매출채권회전율(x)	11.1	11.1	11.4	11.4	11.4
재고자산회전율(x)	4.8	5.0	5.4	5.1	5.1

아모레퍼시픽(090430) 브랜드와 채널 경쟁력 회복 절실

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

Trading Buy

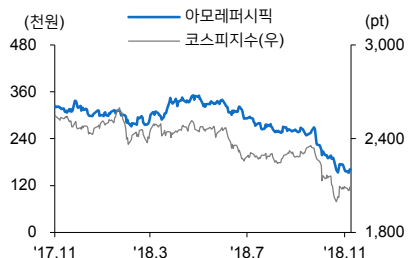
적정주가(12개월)	180,000원
현재주가(11. 16)	161,000원
상승여력	11.8%

KOSPI	2,092.40pt
시가총액	94,118억원
발행주식수	5,846만주
유통주식비율	52.38%
외국인비중	33.38%
52주 최고/최저가	351,500원/153,000원
평균거래대금	577.5억원

주요주주(%)	
아모레퍼시픽그룹 외 3인	47.56
국민연금	7.06
GIC Private Limited	6.04

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-18.5	-16.4
6개월	-51.0	-42.4
12개월	-49.6	-39.0

주가그래프



3Q 실적, 국내 일회성비용 및 중국법인 마케팅 투자로 크게 부진

- 아모레퍼시픽의 3분기 실적은 매출액 1조 2,784억원 (+5.7% YoY)와 영업이익 765억원 (-24.3% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 대비 크게 하회함
- 면세점 성장률은 +40.1% YoY를 달성했으나 퇴직급여충당금 150억원과 마일리지 적립 변경에 따른 손익 효과 77억원 영향으로 국내 영업이익이 -26.6% YoY 감소함. 해외법인 매출액은 +4.7% YoY, 영업이익은 -42.3% YoY 감소하였으며 마케팅 투자 대비 외형 성장이 더디게 나타나면서 크게 부진한 실적을 나타냄

채널 경쟁력 약화, 브랜드 투자 확대에 따른 이익 모멘텀 훼손 예상

- 자체적인 유통 채널을 강점 바탕으로 성장해 온 아모레퍼시픽은 달라진 유통 환경에 맞추어 글로벌 플랫폼 품과의 파트너쉽이나 전략적 제휴를 통한 신시장을 확대할 계획임
- 또한 브랜드 가치를 높이기 위한 적극적인 광고 마케팅 및 M&A 투자 등을 고려하고 있으며 공격적인 투자 진행으로 당분간 전사적인 수익성 하락이 불가피할 전망

투자의견 Trading Buy와 적정주가 180,000원 유지

- 당분간 브랜드 투자로 실적이 크게 부진할 것으로 예상되어 주가 상승 여력은 크지 않겠지만, 현 주가는 역사적 최저 PBR 수준에 가까이 이르고 있어 추가적인 주가 하락폭은 제한될 것으로 판단됨

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	5,645.4	848.1	639.3	10,649	10.3	56,202	30.2	5.7	19.5	17.7	33.0
2017	5,123.8	596.4	394.0	6,508	-38.9	60,186	46.8	5.1	23.2	9.8	28.7
2018E	5,270.2	509.8	374.9	6,151	-8.0	64,204	29.8	2.9	14.7	8.7	27.8
2019E	5,767.4	547.5	400.5	6,563	9.4	68,452	28.0	2.7	13.6	8.7	28.0
2020E	6,228.8	606.6	449.0	7,364	12.2	73,247	24.9	2.5	12.2	9.2	27.8

아모레퍼시픽 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	5,123.8	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
매출원가	1,379.7	382.4	358.9	347.3	322.4	1,411.0	414.0	385.6	377.3	354.0	1,531.0
증가율 (% YoY)	-3.2	-0.9	11.2	-2.0	1.9	2.3	8.3	7.4	8.7	9.8	8.5
매출원가율 (%)	26.9	26.7	26.7	27.2	26.5	26.8	26.5	26.2	27.0	26.5	26.5
매출총이익	3,744.1	1,049.2	984.8	931.1	894.2	3,859.3	1,148.2	1,086.2	1,020.2	981.9	4,236.5
증가율 (% YoY)	-11.3	-11.3	11.6	8.8	8.6	3.1	9.4	10.3	9.6	9.8	9.8
매출총이익률 (%)	73.1	73.3	73.3	72.8	73.5	73.2	73.5	73.8	73.0	73.5	73.5
판관비	3,147.7	813.3	839.0	854.6	842.7	3,349.6	899.1	927.6	936.4	926.0	3,689.0
증가율 (% YoY)	-6.7	-6.1	7.5	13.3	12.9	6.4	10.5	10.6	9.6	9.9	10.1
판관비중 (%)	61.4	56.8	62.4	66.8	69.3	63.6	57.6	63.0	67.0	69.3	64.0
Personnel (인건비)	454.8	115.5	134.1	146.0	105.6	501.2	127.1	147.5	160.6	116.1	551.3
증가율 (% YoY)	4.2	-6.0	19.7	14.0	15.0	10.2	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
매출대비 (%)	8.9	8.1	10.0	11.4	8.7	9.5	8.1	10.0	11.5	8.7	9.6
A&P (광고판촉비)	540.4	134.6	139.6	150.9	173.9	599.0	154.8	160.5	173.5	200.0	688.8
증가율 (% YoY)	-3.1	6.5	-4.0	22.0	20.0	10.8	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
매출대비 (%)	10.5	9.4	10.4	11.8	14.3	11.4	9.9	10.9	12.4	15.0	11.9
Commission (수수료)	1,269.0	336.3	334.3	332.9	321.3	1,324.8	369.9	367.7	366.2	353.4	1,457.3
증가율 (% YoY)	-13.6	-15.2	9.7	15.5	15.0	4.4	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
매출대비 (%)	24.8	23.5	24.9	26.0	26.4	25.1	23.7	25.0	26.2	26.5	25.3
기타	1,269.0	336.3	231.0	224.8	241.9	924.6	247.3	251.8	236.0	256.4	991.6
증가율 (% YoY)	-2.9	2.9	5.8	4.9	5.0	4.7	9.0	9.0	5.0	6.0	7.2
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	43.6	-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

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

아모레퍼시픽 브랜드별 세부 매출액 추이 및 전망 (1)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	5,123.8	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
국내 Total											
매출액	3,347.4	940.8	877.7	839.7	695.1	3,353.3	1,018.6	955.7	910.6	756.9	3,641.9
증가율 (% YoY)	-16.3	-14.8	9.0	6.3	7.4	0.2	8.3	8.9	8.4	8.9	8.6
영업이익	402.0	157.5	92.6	49.1	31.5	336.7	161.1	108.7	54.5	33.9	358.2
증가율 (% YoY)	-40.7	-32.7	12.1	-26.6	-7.8	-16.3	2.3	17.4	11.0	7.5	6.4
영업이익률 (%)	12.0	16.7	10.6	5.8	4.5	10.0	15.8	11.4	6.0	4.5	9.8
Luxury Brands	1,767.4	505.2	485.4	455.1	387.9	1,833.6	564.6	543.5	510.3	434.9	2,053.3
증가율 (% YoY)	-16.5	-13.0	12.0	11.8	12.8	3.7	11.8	12.0	12.1	12.1	12.0
Sulwhasoo	1,151.5	328.3	318.6	302.3	268.0	1,217.2	377.6	366.4	347.6	308.2	1,399.8
증가율 (% YoY)	-17.5	-18.3	17.4	18.1	20.0	5.7	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
Hera	378.3	108.2	90.4	77.3	73.8	349.6	111.4	93.1	79.6	76.0	360.1
증가율 (% YoY)	-19.9	-8.4	-8.8	-6.0	-5.0	-7.6	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Vitabeautie	123.9	36.7	42.1	45.3	19.0	143.2	40.4	46.3	49.9	20.9	157.5
증가율 (% YoY)	6.8	23.0	37.6	4.3	5.0	15.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Others-Luxury	113.8	32.0	34.2	30.2	27.1	123.5	35.2	37.7	33.3	29.8	135.9
증가율 (% YoY)	-13.8	3.4	3.6	19.5	10.0	8.5	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Premium Brands	887.1	227.7	205.4	189.8	171.8	794.6	232.9	210.5	194.9	176.2	814.5
증가율 (% YoY)	-21.6	-25.3	-3.4	-0.8	-2.8	-10.4	2.3	2.5	2.7	2.6	2.5
Laneige	445.2	123.2	114.1	115.0	101.3	453.7	129.4	119.8	120.8	106.3	476.3
증가율 (% YoY)	-19.9	-19.1	20.0	14.6	5.0	1.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
lope	224.3	50.8	44.8	35.3	31.9	162.7	51.3	45.2	35.6	32.2	164.4
증가율 (% YoY)	-31.6	-37.0	-29.7	-20.3	-15.0	-27.4	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Mamonde	70.3	17.9	18.4	14.3	13.5	64.1	18.2	18.8	14.6	13.8	65.4
증가율 (% YoY)	-7.5	-22.9	4.0	-9.7	-5.0	-8.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Others-Premium	143.9	35.8	28.1	25.2	25.1	114.1	34.0	26.7	23.9	23.8	108.4
증가율 (% YoY)	-18.2	-26.4	-24.2	-18.3	-10.0	-20.7	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

아모레퍼시픽 브랜드별 세부 매출액 추이 및 전망 (2)

메리츠 2019년 연간 전망 시리즈 15
유통/화장품_ Value Consumption

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	5,123.8	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
국내 Total											
매출액	3,347.4	940.8	877.7	839.7	695.1	3,353.3	1,018.6	955.7	910.6	756.9	3,641.9
증가율 (% YoY)	-16.3	-14.8	9.0	6.3	7.4	0.2	8.3	8.9	8.4	8.9	8.6
Mass Brands	468.6	147.7	103.6	128.5	81.3	461.1	147.5	103.6	127.8	82.6	461.6
증가율 (% YoY)	-6.3	-2.4	4.5	-7.1	1.3	-1.6	-0.2	0.1	-0.5	1.6	0.1
Ryo	117.2	40.5	27.2	35.3	23.9	126.8	44.5	29.9	38.8	26.2	139.5
증가율 (% YoY)	-5.5	-6.1	16.5	17.4	10.0	8.2	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
Mise-en-scene	143.9	45.2	32.5	34.4	33.0	145.1	46.1	33.1	35.1	33.7	148.0
증가율 (% YoY)	2.8	2.2	0.8	-5.3	2.0	0.8	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Happy Bath	87.0	20.7	21.9	20.2	14.0	76.8	19.7	20.8	19.1	13.3	72.9
증가율 (% YoY)	-1.1	-6.3	-9.2	-17.7	-10.0	-11.8	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0	-5.0
Others-Mass	120.5	41.4	21.9	38.6	10.5	112.5	37.3	19.7	34.8	9.4	101.2
증가율 (% YoY)	-18.6	-1.4	13.5	-18.5	-10.0	-6.7	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
OSULLOC	46.9	13.2	13.2	13.4	12.2	52.0	13.8	13.8	14.1	12.8	54.6
증가율 (% YoY)	-9.9	8.4	9.0	6.3	5.0	11.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Others	177.4	49.9	70.2	52.9	41.9	214.9	59.8	84.3	63.5	50.3	257.9
증가율 (% YoY)	-11.3	-9.7	45.3	31.3	20.0	21.1	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
해외 Total											
매출액	1,820.5	500.8	476.7	447.2	521.5	1,946.2	543.6	516.1	486.9	579.0	2,125.6
증가율 (% YoY)	7.3	5.0	16.7	4.7	2.7	6.9	8.5	8.3	8.9	11.0	9.2
영업이익	194.3	81.5	45.4	26.2	20.0	173.1	88.0	49.9	29.3	22.0	189.3
증가율 (% YoY)	-7.7	-7.5	129.3	-42.3	-51.2	-10.9	8.0	10.0	12.0	10.0	9.4
영업이익률 (%)	10.7	16.3	9.5	5.9	3.8	8.9	16.2	9.7	6.0	3.8	8.9
아시아	1,731.9	478.0	456.2	422.3	509.0	1,865.5	525.8	501.8	464.5	559.9	2,052.1
증가율 (% YoY)	9.9	6.5	16.4	3.9	5.0	7.7	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
유럽	35.7	7.6	6.3	6.4	6.4	26.7	8.0	6.6	6.7	6.7	28.0
증가율 (% YoY)	-47.6	-53.7	16.7	-11.1	-5.0	-25.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
미국	52.9	15.3	14.2	18.6	21.1	69.2	19.9	18.5	24.2	27.4	89.9
증가율 (% YoY)	-0.8	30.8	25.7	35.8	30.0	30.7	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권증권 리서치센터

아모레퍼시픽 (090430)

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	5,645.4	5,123.8	5,270.2	5,767.4	6,228.8
매출액증가율 (%)	18.4	-9.2	2.9	9.4	8.0
매출원가	1,424.8	1,379.7	1,410.9	1,530.9	1,638.2
매출총이익	4,220.7	3,744.1	3,859.3	4,236.5	4,590.6
판매관리비	3,372.6	3,147.7	3,349.5	3,688.9	3,984.0
영업이익	848.1	596.4	509.8	547.5	606.6
영업이익률	15.0	11.6	9.7	9.5	9.7
금융손익	11.7	10.7	8.8	12.2	16.9
종속/관계기업손익	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.3	-39.9	-17.0	-7.0	3.0
세전계속사업이익	856.6	567.3	501.6	552.8	626.4
법인세비용	210.8	169.3	132.6	149.1	173.9
당기순이익	645.7	398.0	369.0	403.7	452.6
지배주주지분 순이익	639.3	394.0	374.9	400.5	449.0
Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,116.4	1,677.5	1,850.6	2,201.6	2,587.3
현금및현금성자산	623.7	604.2	733.5	971.3	1,258.5
매출채권	294.5	324.7	318.4	348.4	376.3
재고자산	409.9	374.8	403.5	441.6	476.9
비유동자산	3,065.2	3,698.2	3,834.4	3,870.6	3,902.6
유형자산	2,358.6	2,613.2	2,747.6	2,777.8	2,804.1
무형자산	228.1	239.7	239.7	239.7	239.7
투자자산	56.4	62.4	64.1	70.2	75.8
자산총계	5,181.6	5,375.7	5,685.0	6,072.2	6,489.9
유동부채	1,171.2	1,046.5	1,086.3	1,171.2	1,249.3
매입채무	165.9	132.1	153.2	167.7	181.1
단기차입금	96.4	85.1	75.1	65.1	55.1
유동성장기부채	48.3	0.0	5.0	5.0	5.0
비유동부채	113.7	153.9	152.0	157.8	162.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	42.9	37.9	32.9	27.9
부채총계	1,285.0	1,200.3	1,238.3	1,329.0	1,412.1
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	720.5	720.5	720.5	720.5
기타포괄이익누계액	-17.2	-40.1	-40.1	-40.1	-40.1
이익잉여금	3,158.7	3,456.5	3,733.8	4,027.0	4,358.0
비지배주주지분	17.8	21.6	15.7	18.9	22.5
자본총계	3,896.6	4,175.4	4,446.8	4,743.2	5,077.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	677.0	512.6	621.9	651.0	702.1
당기순이익(손실)	645.7	398.0	369.0	403.7	452.6
유형자산상각비	181.2	223.7	245.6	249.9	253.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-163.3	-93.0	7.4	-2.5	-4.1
투자활동 현금흐름	-609.6	-400.8	-394.2	-300.9	-292.8
유형자산의증가(CAPEX)	-494.8	-768.6	-380.0	-280.0	-280.0
투자자산의감소(증가)	-4.7	-6.0	-1.8	-6.1	-5.6
재무활동 현금흐름	-133.0	-110.9	-98.3	-112.4	-122.1
차입금의 증감	-21.7	-18.2	-10.0	-14.9	-14.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-63.5	-19.5	129.4	237.7	287.3
기초현금	687.2	623.7	604.2	733.6	971.3
기말현금	623.7	604.2	733.6	971.3	1,258.5
Key Financial Data					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	96,572	87,649	90,153	98,658	106,550
EPS(지배주주)	10,649	6,508	6,151	6,563	7,364
CFPS	18,036	14,518	12,629	13,520	14,766
EBITDAPS	17,607	14,028	12,920	13,640	14,715
BPS	56,202	60,186	64,204	68,452	73,247
DPS	1,580	1,280	1,408	1,549	1,704
배당수익률(%)	0.5	0.4	0.8	0.8	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	30.2	46.8	29.8	28.0	24.9
PCR	17.8	21.0	14.5	13.6	12.4
PSR	3.3	3.5	2.0	1.9	1.7
PBR	5.7	5.1	2.9	2.7	2.5
EBITDA	1,029.3	820.1	755.3	797.4	860.2
EV/EBITDA	19.5	23.2	14.7	13.6	12.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	17.7	9.8	8.7	8.7	9.2
EBITDA 이익률	18.2	16.0	14.3	13.8	13.8
부채비율	33.0	28.7	27.8	28.0	27.8
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
이자보상배율(x)	217.5	193.6	184.2	219.7	280.6
매출채권회전율(x)	19.7	16.6	16.4	17.3	17.2
재고자산회전율(x)	15.4	13.1	13.5	13.6	13.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.
당사는 2018년 11월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
동 자료를 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 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

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

현대백화점 (069960) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.01.04	산업브리프	Trading Buy	125,000	양지혜	-18.4	-5.2	
2017.06.08	산업분석	Trading Buy	143,000	양지혜	-22.9	-18.2	
2017.08.10	기업브리프	Trading Buy	122,000	양지혜	-25.2	-17.2	
2017.11.10	기업브리프	Trading Buy	105,000	양지혜	-4.0	4.8	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	120,000	양지혜	-20.3	-7.9	
2018.04.06	기업브리프	Trading Buy	110,000	양지혜	-13.5	-5.9	
2018.05.11	기업브리프	Trading Buy	120,000	양지혜	-9.6	-3.8	
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	135,000	양지혜	-24.0	-11.5	
2018.09.28	기업브리프	Buy	135,000	양지혜	-26.3	-11.5	
2018.11.12	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-27.2	-24.3	
2018.11.19	산업분석	Buy	120,000	양지혜	-	-	

GS리테일 (007070) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	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	-25.1	-21.9	
2018.11.19	산업분석	Buy	48,000	양지혜	-	-	

호텔신라 (008770) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	68,000	양지혜	-12.3	3.1	
2017.10.30	기업브리프	Trading Buy	78,000	양지혜	4.5	10.9	
2017.11.27	산업분석	Buy	110,000	양지혜	-21.1	-12.2	
2018.01.22	산업브리프	Buy	110,000	양지혜	-20.2	-11.8	
2018.01.26	기업브리프	Buy	110,000	양지혜	-20.3	-11.7	
2018.02.27	산업브리프	Buy	110,000	양지혜	-18.8	-4.1	
2018.04.13	기업브리프	Buy	125,000	양지혜	-15.8	-11.6	
2018.04.30	기업브리프	Buy	143,000	양지혜	-14.4	-10.5	
2018.06.04	산업분석	Buy	150,000	양지혜	-18.0	-12.0	
2018.07.04	기업브리프	Buy	150,000	양지혜	-25.2	-12.0	
2018.07.30	기업브리프	Buy	150,000	양지혜	-27.8	-12.0	
2018.09.10	산업분석	Buy	150,000	양지혜	-30.8	-12.0	
2018.10.29	기업브리프	Buy	130,000	양지혜	-42.4	-35.6	
2018.11.19	산업분석	Buy	120,000	양지혜	-	-	

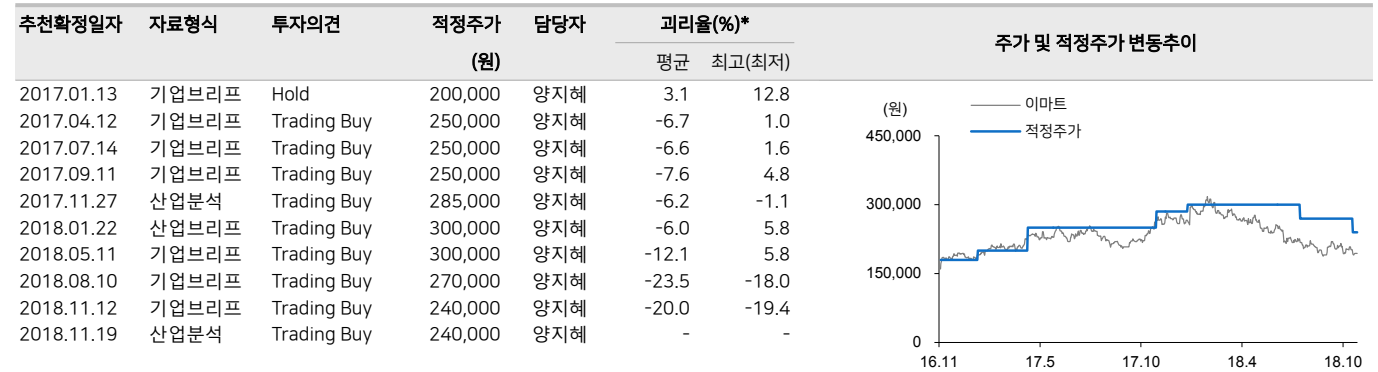
롯데쇼핑 (023530) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.01.04	산업브리프	Hold	230,000	양지혜	-3.4	1.5	
2017.02.10	기업브리프	Hold	230,000	양지혜	-3.0	10.4	
2017.04.24	기업브리프	Hold	260,000	양지혜	-2.0	3.1	
2017.04.28	기업브리프	Hold	260,000	양지혜	-0.9	3.1	
2017.05.15	기업브리프	Hold	270,000	양지혜	8.8	18.9	
2017.07.13	기업브리프	Trading Buy	330,000	양지혜	-13.4	-10.8	
2017.07.31	기업브리프	Hold	280,000	양지혜	-11.3	-0.9	
2017.10.27	기업브리프	Hold	180,000	양지혜	27.0	41.4	
2018.01.22	산업브리프	Hold	200,000	양지혜	20.4	27.8	
2018.02.09	기업브리프	Hold	220,000	양지혜	6.3	20.0	
2018.05.14	기업브리프	Hold	240,000	양지혜	-11.4	0.0	
2018.08.13	기업브리프	Hold	210,000	양지혜	-6.9	2.4	
2018.11.09	기업브리프	Trading Buy	250,000	양지혜	-12.6	-12.2	
2018.11.19	산업분석	Trading Buy	250,000	양지혜	-	-	

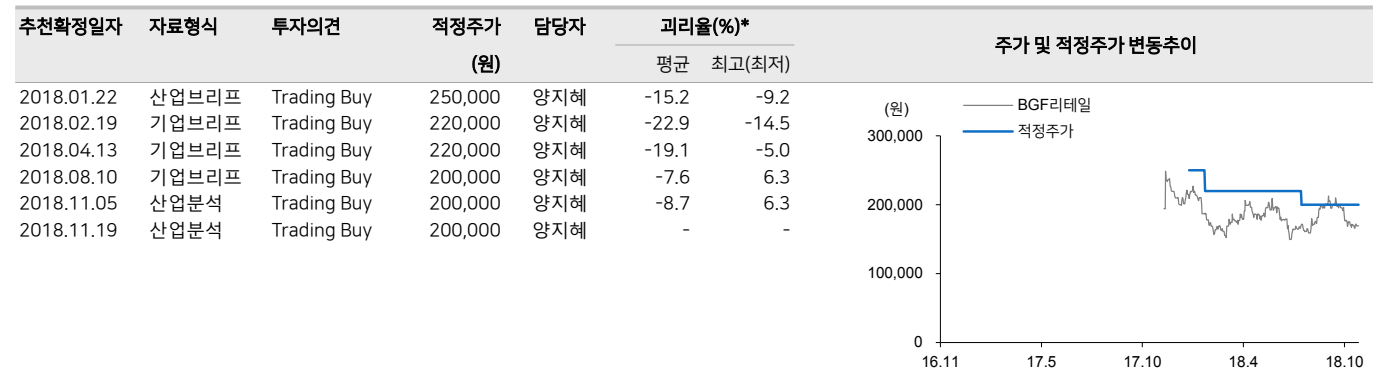
이마트 (139480) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



BGF리테일 (282330) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



LG생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.24	산업분석	Buy	1,100,000	양지혜	-24.4	-19.3	
2017.01.06	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-23.9	-19.3	
2017.01.25	기업브리프	Buy	1,100,000	양지혜	-23.9	-19.3	
2017.03.23	기업브리프	Trading Buy	960,000	양지혜	-14.6	-8.2	
2017.05.02	기업브리프	Trading Buy	960,000	양지혜	-8.9	4.2	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-14.8	-12.4	
2017.07.11	기업브리프	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-16.3	-12.4	
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	1,150,000	양지혜	-16.2	-1.7	
2017.10.25	기업브리프	Trading Buy	1,300,000	양지혜	-8.5	-3.8	
2017.11.13	산업분석	Buy	1,500,000	양지혜	-19.3	-17.5	
2017.11.27	산업분석	Buy	1,500,000	양지혜	-20.2	-17.5	
2018.01.08	산업브리프	Buy	1,500,000	양지혜	-19.9	-16.7	
2018.01.24	기업브리프	Buy	1,500,000	양지혜	-21.6	-16.7	
2018.02.27	산업브리프	Buy	1,500,000	양지혜	-19.6	-7.3	
2018.06.04	산업분석	Buy	1,600,000	양지혜	-11.7	-7.5	
2018.07.06	산업브리프	Buy	1,600,000	양지혜	-13.7	-7.5	
2018.07.25	기업브리프	Buy	1,600,000	양지혜	-18.1	-7.5	
2018.09.10	산업분석	Buy	1,600,000	양지혜	-22.0	-7.5	
2018.11.19	산업분석	Buy	1,600,000	양지혜	-	-	

코스메카코리아 (241710) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.01.08	산업브리프	Buy	78,000	양지혜	-14.8	-11.9	
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	67,000	양지혜	-13.6	-13.6	
2018.02.20	산업브리프	Trading Buy	67,000	양지혜	-7.9	12.8	
2018.04.24	기업브리프	Trading Buy	77,000	양지혜	-2.3	16.5	
2018.07.06	산업브리프	Trading Buy	38,500	양지혜	-13.1	16.5	
2018.11.16	기업브리프	Buy	40,000	양지혜	-	-	
2018.11.19	산업분석	Buy	40,000	양지혜	-	-	

코스맥스 (192820) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.24	산업분석	Buy	160,000	양지혜	-27.0	-18.0	
2017.01.16	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	-24.5	-10.3	
2017.02.15	기업브리프	Buy	180,000	양지혜	-23.9	-17.5	
2017.04.10	기업브리프	Buy	180,000	양지혜	-22.6	-11.9	
2017.05.12	기업브리프	Trading Buy	170,000	양지혜	-27.4	-21.2	
2017.06.29	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-23.2	-17.9	
2017.08.10	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-20.5	-11.8	
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	140,000	양지혜	-20.0	-9.3	
2017.10.10	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-14.8	0.7	
2018.01.08	산업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-13.7	0.7	
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-13.7	0.7	
2018.02.20	산업브리프	Trading Buy	140,000	양지혜	-9.6	13.9	
2018.05.11	기업브리프	Trading Buy	160,000	양지혜	3.5	9.4	
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	184,000	양지혜	-10.5	-2.7	
2018.07.06	산업브리프	Buy	184,000	양지혜	-16.6	-2.7	
2018.08.14	기업브리프	Buy	184,000	양지혜	-17.7	-2.7	
2018.10.17	기업브리프	Buy	184,000	양지혜	-20.8	-2.7	
2018.11.19	산업분석	Buy	184,000	양지혜	-	-	

신세계인터내셔널 (031430) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.19	산업분석	Buy	240,000	양지혜	-	-	

아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.11.24	산업분석	Buy	460,000	양지혜	-28.0	-17.4	
2017.01.06	기업브리프	Trading Buy	370,000	양지혜	-15.6	-12.2	
2017.02.03	기업브리프	Trading Buy	340,000	양지혜	-16.6	-9.6	
2017.03.23	기업브리프	Trading Buy	320,000	양지혜	-11.1	-0.8	
2017.04.25	기업브리프	Hold	320,000	양지혜	-3.9	12.8	
2017.05.29	산업분석	Hold	360,000	양지혜	-10.1	-3.2	
2017.06.29	기업브리프	Hold	340,000	양지혜	-13.4	-8.4	
2017.07.27	기업브리프	Hold	300,000	양지혜	-7.7	8.8	
2017.10.31	기업브리프	Hold	340,000	양지혜	-6.7	-4.3	
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	340,000	양지혜	-7.4	-0.9	
2018.01.08	산업브리프	Trading Buy	340,000	양지혜	-8.1	-0.9	
2018.02.01	기업브리프	Trading Buy	330,000	양지혜	-12.8	-8.5	
2018.02.27	산업브리프	Trading Buy	330,000	양지혜	-5.6	6.5	
2018.05.10	기업브리프	Trading Buy	370,000	양지혜	-10.4	-7.4	
2018.06.04	산업분석	Trading Buy	370,000	양지혜	-12.9	-7.4	
2018.07.06	산업브리프	Trading Buy	340,000	양지혜	-16.2	-12.8	
2018.07.27	기업브리프	Trading Buy	320,000	양지혜	-17.3	-13.4	
2018.09.10	산업분석	Trading Buy	320,000	양지혜	-20.3	-13.4	
2018.10.17	기업브리프	Trading Buy	275,000	양지혜	-31.7	-28.0	
2018.10.30	기업브리프	Trading Buy	180,000	양지혜	-9.9	-2.8	
2018.11.19	산업분석	Trading Buy	180,000	양지혜	-	-	