

2019. 2. 21



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

관심종목

호텔신라(008770)	Buy	105,000원
신세계인터내셔널(031430)	Buy	270,000원
코웨이(021240)	Trading Buy	100,000원
BGF리테일(282330)	Trading Buy	230,000원
쿠쿠홈시스(284740)	Not Rated	-

유통/소비재

확률 게임에서 이기는 법

- ✓ 불확실성 해소 국면에서 저평가 매력 부각될 전망
- ✓ 면세점: 구조적인 럭셔리 확대, 중국 경제지표 개선과 중국 관광객 회복 속도 관건
- ✓ 편의점 및 렌탈: 배당 및 실적 안정성으로 밸류에이션 부담 극복 가능
- ✓ 할인점: 온라인쇼핑과의 경쟁 심화, 오프라인 효율 개선 가능 여부 확인 필요
- ✓ 관심종목으로 호텔신라, 신세계인터내셔널, 코웨이, BGF리테일, 쿠쿠홈시스 제시

불확실성 해소 국면에서 저평가 매력 부각될 전망

유통업종의 주가 상승 제한 요인은 불확실성이었다. 그러나 중국 전자상거래법 등 정부 정책에 대한 시장의 우려 대비 양호한 성장이 확인되면서 불확실성은 점차 줄어들 전망이다. 그동안 불확실성으로 실적 추정치와 밸류에이션 부담이 완화된 가운데 불확실성이 해소되는 국면에서 저평가 매력은 더욱 부각될 수 있겠다.

면세점/백화점, 정책 변화와 럭셔리 수요 확대

면세점의 중국 전자상거래법 영향은 예상보다 크지 않겠지만 임차료 등 고정비 부담과 경쟁 심화에 따른 판촉비가 증가하고 있어 불확실성이 조금 더 지속될 수 있다. 향후 중국의 내수부양 정책으로 경제지표 개선과 중국인 관광객 회복 속도가 관건이다. 호텔신라를 현대백화점, 신세계보다 선호하며, 백화점의 경우 명품을 비롯한 기존점성장률은 유지되고 있으나 추가적인 비용 절감 가능성이 제한적이라고 판단한다. 반면 호텔신라는 싱가포르 및 홍콩 해외 법인에서 손익 개선이 지속될 전망이다. 한편 구조적인 중국 밀레니얼 세대의 럭셔리 수요 확대에 따라 높은 성장을 이어가고 있는 신세계인터내셔널과 같은 화장품을 면세점 대비 선호한다.

편의점/렌탈, 플랫폼의 확장과 상품 경쟁력 강화의 수혜

1분기 영업이익 개선이 가능한 편의점 및 렌탈업체들의 실적 안정성이 높을 것으로 판단한다. 현재 편의점과 렌탈업체들의 밸류에이션 PER 17~18배는 유통업종 평균 PER 12배 대비는 높지만 각각의 역사적 평균 PER 24배 대비 20% 이상 낮은 수준이며 배당성향 및 배당수익률이 업종 내 상위 수준으로 충분히 극복 가능하다. 편의점은 공유주방 및 배달서비스와의 결합으로 식품 경쟁력을 강화하고 있으며 렌탈은 서브스크립션 사업모델로서 서비스 기반의 성장이 지속될 전망이다.

할인점, 온라인 대응 전략 및 오프라인 효율 개선 여부 확인 필요

4분기 실적이 크게 부진했던 할인점은 온라인 대응 전략 및 오프라인 매장 구조조정을 통한 효율 개선 여부가 관건이다. 2018년 국내 온라인쇼핑 거래금액은 전년 대비 +22.6% 증가한 112조원을 기록한 가운데 쿠팡을 제외한 주요 유통업체들의 점유율은 하락했다. 사실상 온라인쇼핑 시장의 경쟁이 심화되고 상위 집중도는 하락하고 있어 선별적인 종목 대응이 중요하다.

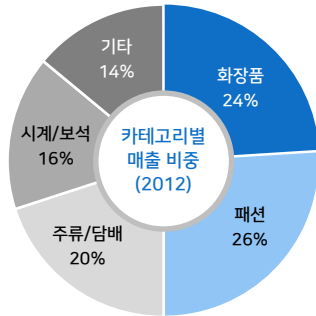


Contents

Part I	면세점: 정책 불확실성 vs. 럭셔리 수요 확대	3
Part II	편의점/렌탈: 소비의 흐름은 달라지지 않았다	11
Part III	할인점: 온라인 대응 전략 및 오프라인 효율 개선 관건	14
기업분석		
	호텔신라(008770)_ 보수적으로 가정해도 부담없는 주가	15
	신세계인터내셔널(031430)_ '쁘띠 샤넬'의 매력	19
	코웨이(021240)_ 해외 확대 및 인수구조 우려감 완화	23
	BGF 리테일(282330)_ 플랫폼 확장과 상품력 강화	28
	쿠쿠홈시스(284740)_ 아시아 렌탈의 숨은 강자	31

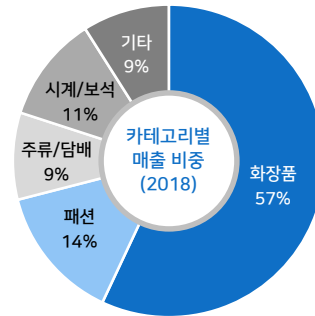
Part 1. 면세점: 정책 불확실성 vs. 럭셔리 수요 확대

그림1 전체 롯데면세점 내 카테고리별 매출 비중 (2012년)



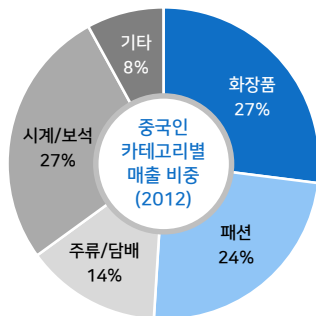
자료: 코스인, 롯데면세점, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 전체 롯데면세점 내 카테고리별 매출 비중 (2018년)



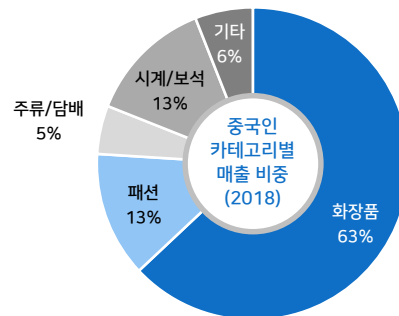
자료: 코스인, 롯데면세점, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 중국인 기준 롯데면세점 내 카테고리별 매출 (2012년)



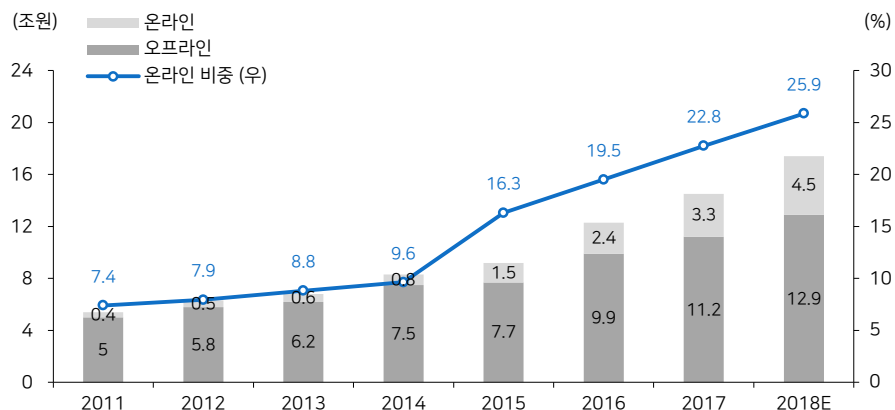
자료: 코스인, 롯데면세점, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 중국인 기준 롯데면세점 내 카테고리별 매출 (2018년)



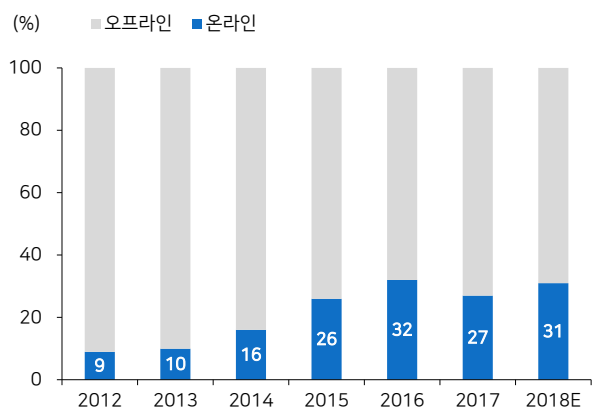
자료: 코스인, 롯데면세점, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 주요 3사 면세점 기준 채널별 현황 추정: 2018년 기준 온라인 비중 25.9% 추산



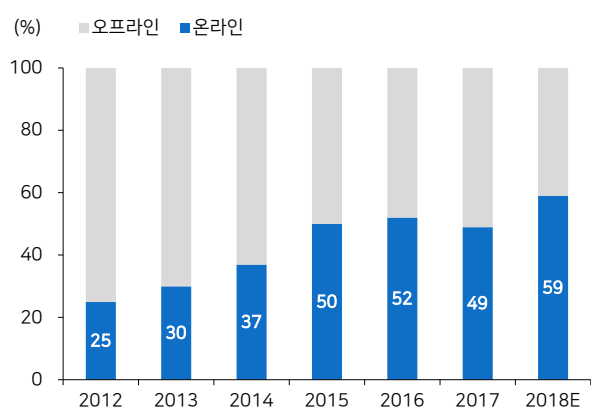
자료: 코스인, 롯데면세점, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국인 화장품 면세점 내 채널별 비중



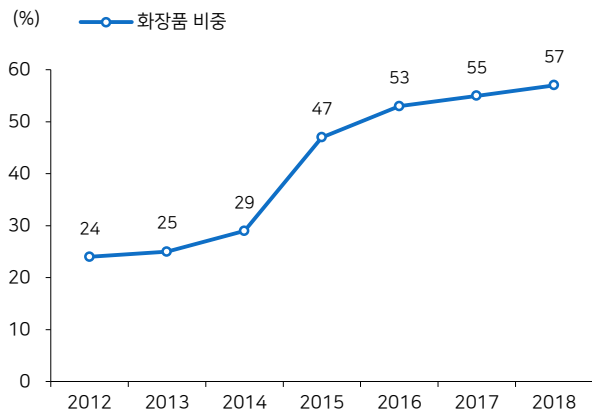
자료: 코스인, 롯데면세점, 메리츠증권 리서치센터

그림7 내국인 화장품 면세점 내 채널별 비중



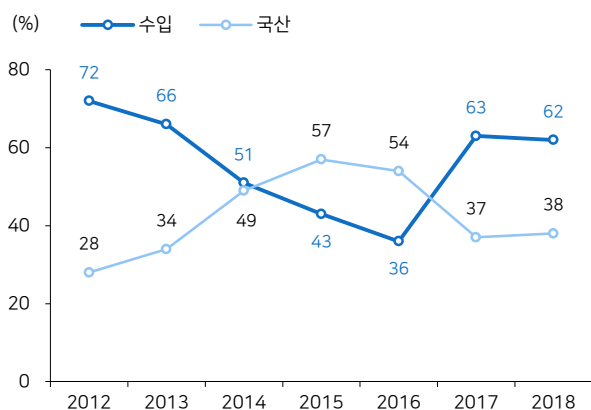
자료: 코스인, 롯데면세점, 메리츠증권 리서치센터

그림8 롯데면세점 내 화장품 매출 비중 추이



자료: 코스인, 롯데면세점, 메리츠증권 리서치센터

그림9 화장품 내 원산지별 구성비 추이



자료: 코스인, 롯데면세점, 메리츠증권 리서치센터

표1 월별 및 연간 면세점 동향

(천명, 천달러)	내국인				외국인				합계			
	인원수	증감률	매출금액	증감률	인원수	증감률	매출금액	증감률	인원수	증감률	매출금액	증감률
2017년 01월	2,509	3.6	260,718	10.1	1,682	10.3	708,392	36.9	4,191	6.2	969,110	28.5
2017년 02월	2,485	12.1	257,709	21.8	1,633	9.5	882,538	80.0	4,118	11.1	1,140,247	62.4
2017년 03월	2,534	21.3	267,001	25.5	1,235	-23.3	664,945	9.0	3,768	1.9	931,945	13.3
2017년 04월	2,705	21.9	299,059	23.6	998	-45.5	590,151	-6.9	3,704	-8.6	889,210	1.5
2017년 05월	2,579	15.3	280,167	14.1	1,024	-44.5	655,899	4.8	3,603	-11.7	936,066	7.4
2017년 06월	2,628	13.6	277,425	13.2	1,064	-42.2	688,568	10.2	3,693	-11.2	965,993	11.1
2017년 07월	2,636	9.2	288,843	7.8	1,060	-44.7	693,712	8.8	3,696	-14.7	982,555	8.5
2017년 08월	2,694	5.3	293,421	2.8	1,190	-37.4	885,624	29.8	3,884	-12.9	1,179,045	21.8
2017년 09월	2,631	7.4	301,056	8.6	1,270	-25.8	931,213	39.7	3,901	-6.2	1,232,269	30.6
2017년 10월	2,469	2.0	269,756	0.7	1,222	-33.8	848,835	16.4	3,691	-13.5	1,118,591	12.2
2017년 11월	2,521	9.0	288,565	14.9	1,318	-13.2	938,013	40.8	3,840	0.2	1,226,578	33.7
2017년 12월	2,484	9.3	292,789	18.3	1,416	-11.3	939,070	28.0	3,899	0.8	1,231,859	25.5
2018년 01월	2,681	6.9	310,715	19.2	1,346	-20.0	1,069,343	51.0	4,027	-3.9	1,380,058	42.4
2018년 02월	2,252	-9.4	276,201	7.2	1,292	-20.9	910,758	3.2	3,544	-13.9	1,186,959	4.1
2018년 03월	2,511	-0.9	295,434	10.6	1,578	27.9	1,264,655	90.2	4,089	8.5	1,560,089	67.4
2018년 04월	2,513	-7.1	315,053	5.3	1,619	62.2	1,209,180	104.9	4,132	11.6	1,524,234	71.4
2018년 05월	2,584	0.2	323,141	15.3	1,583	54.6	1,167,402	78.0	4,168	15.7	1,490,543	59.2
2018년 06월	2,560	-2.6	302,264	9.0	1,599	50.2	1,115,050	61.9	4,159	12.6	1,417,313	46.7
2018년 07월	2,529	-4.1	312,762	8.3	1,484	40.1	1,030,074	48.5	4,013	8.6	1,342,836	36.7
2018년 08월	2,553	-5.2	304,056	3.6	1,510	26.9	1,191,919	34.6	4,062	4.6	1,495,976	26.9
2018년 09월	2,462	-6.4	298,456	-0.9	1,520	19.7	1,220,894	31.1	3,982	2.1	1,519,349	23.3
2018년 10월	2,486	0.7	288,222	6.8	1,596	30.6	1,149,972	35.5	4,082	10.6	1,438,194	28.6
2018년 11월	2,437	-3.4	285,998	-0.9	1,534	16.4	1,173,309	25.1	3,971	3.4	1,459,307	19.0
2018년 12월	2,361	-5.0	289,858	-1.0	1,532	8.2	1,133,461	20.7	3,892	-0.2	1,423,319	15.5
2019년 01월	2,577	-3.9	315,702	1.6	1,455	8.1	1,209,502	13.1	4,032	0.1	1,525,204	10.5
2009	12,853		1,441,700		8,410		1,592,700		21,263		3,034,400	
2010	15,255	18.7	2,167,500	50.3	8,178	-2.8	1,749,700	9.9	23,433	10.2	3,917,200	29.1
2011	16,427	7.7	2,416,800	11.5	9,872	20.7	2,445,900	39.8	26,299	12.2	4,862,700	24.1
2012	16,834	2.5	2,367,800	-2.0	12,002	21.6	3,240,100	32.5	28,836	9.6	5,607,900	15.3
2013	17,146	1.9	2,342,900	-1.1	12,437	3.6	3,897,600	20.3	29,583	2.6	6,240,500	11.3
2014	18,557	8.2	2,451,800	4.6	15,766	26.8	5,451,400	39.9	34,323	16.0	7,903,200	26.6
2015	24,587	32.5	2,725,700	11.2	16,081	2.0	5,416,900	-0.6	40,668	18.5	8,142,600	3.0
2016	27,925	13.6	2,990,877	9.7	20,632	28.3	7,617,723	40.6	48,556	19.4	10,608,600	30.3
2017	30,876	10.6	3,376,523	12.9	15,111	-26.8	9,426,960	23.8	45,987	-5.3	12,803,482	20.7
2018	29,930	-3.1	3,602,159	6.7	18,193	20.4	13,636,018	44.6	48,122	4.6	17,238,177	34.6

자료: 한국면세점협회, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 지역별 면세점 인원수 및 증감률 현황

(천명, %)	서울			인천			부산			제주		
	내국인	외국인	내+외국인 증감률	내국인	외국인	내+외국인 증감률	내국인	외국인	내+외국인 증감률	내국인	외국인	내+외국인 증감률
2017년 08월	730	474	-18.5	1,106	575	-6.4	91	31	-37.7	586	63	-18.1
2017년 09월	700	510	-10.1	1,109	593	0.9	94	41	-32.1	559	74	-13.8
2017년 10월	576	486	-23.7	1,088	577	-3.0	80	38	-34.4	546	71	-20.5
2017년 11월	618	562	-2.9	1,085	597	5.2	93	42	-14.5	530	66	-10.7
2017년 12월	658	629	-2.4	1,064	627	6.2	95	44	-11.0	474	72	-10.7
2018년 01월	693	593	-10.5	1,181	601	3.6	102	44	0.1	495	70	-15.2
2018년 02월	616	492	-25.7	955	655	-1.5	91	36	-12.0	418	64	-22.7
2018년 03월	631	697	8.8	1,079	704	13.0	87	48	6.0	506	79	-4.2
2018년 04월	601	689	12.6	1,067	738	14.7	86	42	16.1	567	91	1.0
2018년 05월	689	672	26.1	1,086	709	15.0	91	48	48.5	528	102	-1.9
2018년 06월	676	694	23.0	1,078	687	9.9	86	48	19.8	533	119	1.5
2018년 07월	723	623	18.4	1,067	650	5.4	85	39	19.5	474	117	-2.4
2018년 08월	741	680	18.1	1,027	601	-3.2	85	42	4.4	511	129	-1.5
2018년 09월	722	702	17.6	973	589	-8.2	103	49	12.4	499	126	-1.2
2018년 10월	692	731	34.0	1,004	626	-2.1	105	53	35.1	493	121	-0.6
2018년 11월	679	730	19.5	962	576	-8.5	100	47	8.0	499	117	3.3
2018년 12월	700	752	12.8	932	577	-10.8	101	47	6.6	441	108	0.5
2019년 01월	777	677	13.0	1,020	581	-10.1	105	43	2.1	478	104	3.0

자료: 한국면세점협회, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 지역별 면세점 매출금액 및 증감률 현황

(천달러, %)	서울			인천			부산			제주		
	내국인	외국인	내+외국인 증감률	내국인	외국인	내+외국인 증감률	내국인	외국인	내+외국인 증감률	내국인	외국인	내+외국인 증감률
2017년 08월	119,004	681,630	40.8	93,605	80,838	-4.2	17,804	26,000	-29.9	48,923	91,187	2.4
2017년 09월	127,220	703,028	47.7	97,356	88,355	8.0	18,745	32,808	-10.6	44,152	99,246	6.3
2017년 10월	96,840	642,864	22.8	98,162	86,340	1.4	15,210	27,482	-25.4	44,701	85,623	-4.8
2017년 11월	113,084	724,506	48.6	97,607	89,256	10.2	18,165	28,739	-11.9	43,665	88,481	17.2
2017년 12월	119,354	721,982	35.1	96,874	91,559	12.2	19,033	28,153	-8.3	41,733	91,514	10.1
2018년 01월	124,621	830,839	61.1	107,234	94,351	12.9	18,513	32,962	8.2	42,792	105,607	14.8
2018년 02월	119,146	684,756	6.4	88,989	100,663	10.1	17,199	27,380	-11.0	36,765	92,415	-8.7
2018년 03월	118,248	969,533	81.4	100,674	114,989	33.7	17,517	39,015	22.4	42,012	134,678	70.6
2018년 04월	129,675	922,605	87.8	101,487	112,521	29.8	18,677	36,691	37.5	49,485	130,134	73.7
2018년 05월	138,148	888,994	70.1	103,095	105,122	26.7	18,973	33,275	29.2	47,254	132,906	67.0
2018년 06월	126,287	849,298	55.2	99,499	98,423	19.7	16,724	29,320	11.8	44,916	132,349	58.8
2018년 07월	148,018	786,000	45.9	94,907	88,275	9.7	16,381	24,920	10.0	39,626	124,389	38.2
2018년 08월	135,442	920,183	31.8	95,262	93,056	8.0	14,656	27,770	-3.1	44,360	143,801	34.3
2018년 09월	131,375	945,525	29.7	93,790	99,977	4.3	17,578	29,549	-8.6	42,652	138,633	26.4
2018년 10월	120,771	877,225	34.9	96,174	107,456	10.4	16,836	27,476	3.8	39,398	129,738	29.8
2018년 11월	120,796	907,529	22.8	92,967	104,707	5.8	16,288	26,145	-9.5	40,705	128,085	27.7
2018년 12월	129,652	865,920	18.3	92,170	103,119	3.6	17,117	24,089	-12.7	36,610	133,418	27.6
2019년 01월	146,734	928,645	12.6	99,060	111,677	4.5	16,611	27,915	-13.5	38,089	134,067	16.0

자료: 한국면세점협회, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 형태별 면세점 인원수 및 증감률 현황

(천명, %)	시내						출국장					
	인원수			증감률 (%)			인원수			증감률 (%)		
	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계
2017년 08월	757	492	1,248	7.5	-49.5	-25.6	1,360	689	2,049	5.0	-24.1	-7.0
2017년 09월	729	548	1,277	7.1	-37.0	-17.7	1,353	714	2,066	8.0	-13.5	-0.5
2017년 10월	584	521	1,105	-6.7	-44.1	-29.1	1,346	692	2,038	9.4	-22.9	-4.3
2017년 11월	638	598	1,236	8.5	-19.5	-7.1	1,361	714	2,074	13.2	-6.8	5.4
2017년 12월	686	673	1,359	6.4	-16.5	-6.3	1,332	736	2,068	14.0	-5.6	6.1
2018년 01월	725	642	1,367	-0.7	-23.7	-13.0	1,470	700	2,170	14.7	-15.8	2.7
2018년 02월	643	530	1,173	-12.2	-40.3	-27.6	1,196	756	1,953	-7.5	2.7	-3.8
2018년 03월	647	751	1,397	-9.4	34.9	10.0	1,362	822	2,184	5.4	22.6	11.3
2018년 04월	613	744	1,356	-22.4	95.6	16.0	1,339	866	2,205	2.2	42.5	15.0
2018년 05월	710	739	1,449	3.0	81.9	32.2	1,354	835	2,189	4.3	37.4	14.8
2018년 06월	700	761	1,462	-0.8	70.2	26.7	1,335	828	2,164	0.1	36.3	11.4
2018년 07월	749	684	1,433	-1.3	62.5	21.4	1,314	792	2,106	-1.8	25.7	7.0
2018년 08월	765	750	1,515	1.1	52.5	21.4	1,283	751	2,034	-5.6	9.0	-0.7
2018년 09월	764	780	1,544	4.9	42.2	20.9	1,205	731	1,936	-10.9	2.4	-6.3
2018년 10월	729	802	1,531	24.8	54.0	38.6	1,272	785	2,057	-5.5	13.4	0.9
2018년 11월	711	793	1,504	11.5	32.6	21.7	1,234	734	1,968	-9.3	2.9	-5.1
2018년 12월	738	823	1,561	7.6	22.2	14.9	1,189	703	1,891	-10.7	-4.6	-8.5
2019년 01월	820	741	1,561	13.2	15.4	14.2	1,286	709	1,995	-12.5	1.3	-8.0

자료: 한국면세점협회, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 형태별 면세점 매출금액 및 증감률 현황

(천달러, %)	시내						출국장					
	매출금액			증감률 (%)			매출금액			증감률 (%)		
	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계
2017년 08월	132,616	794,462	927,078	5.9	37.4	31.8	112,600	90,399	202,999	1.5	-11.8	-4.9
2017년 09월	141,993	832,496	974,489	13.6	45.5	39.8	115,831	98,029	213,861	6.9	5.3	6.2
2017년 10월	107,618	752,698	860,315	-6.9	21.2	16.8	118,276	95,454	213,730	10.7	-10.4	0.2
2017년 11월	126,629	838,541	965,170	18.3	47.0	42.5	119,207	98,936	218,143	16.3	3.9	10.3
2017년 12월	134,056	837,577	971,633	18.7	31.7	29.8	118,055	100,915	218,970	20.0	3.8	11.9
2018년 01월	138,230	965,423	1,103,653	20.2	59.4	53.2	130,632	103,523	234,155	22.3	1.6	12.2
2018년 02월	131,819	800,876	932,695	14.6	1.8	3.4	108,222	109,350	217,572	0.7	14.9	7.4
2018년 03월	130,670	1,138,265	1,268,935	9.0	95.9	81.0	123,337	125,774	249,111	14.8	51.3	30.7
2018년 04월	142,888	1,083,688	1,226,576	2.4	112.7	89.0	123,403	124,661	248,064	10.0	55.8	29.1
2018년 05월	152,224	1,049,445	1,201,669	25.1	82.7	72.7	124,613	117,083	241,696	13.2	44.8	26.6
2018년 06월	138,744	1,003,567	1,142,312	15.0	65.4	57.1	119,547	110,688	230,236	8.0	36.3	20.0
2018년 07월	160,495	928,692	1,089,187	18.5	52.2	46.1	113,504	100,591	214,095	2.6	21.5	10.7
2018년 08월	145,817	1,084,605	1,230,422	10.0	36.5	32.7	114,561	106,452	221,013	1.7	17.8	8.9
2018년 09월	144,666	1,107,190	1,251,856	1.9	33.0	28.5	111,832	112,811	224,643	-3.5	15.1	5.0
2018년 10월	132,675	1,027,526	1,160,201	23.3	36.5	34.9	116,872	121,657	238,529	-1.2	27.5	11.6
2018년 11월	132,323	1,055,191	1,187,514	4.5	25.8	23.0	113,808	117,534	231,341	-4.5	18.8	6.1
2018년 12월	142,306	1,017,728	1,160,034	6.2	21.5	19.4	111,738	115,172	226,910	-5.4	14.1	3.6
2019년 01월	158,989	1,085,606	1,244,595	15.0	12.4	12.8	119,410	123,430	242,840	-8.6	19.2	3.7

자료: 한국면세점협회, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 럭셔리 화장품 기업 실적발표 요약

L'oreal (OR FP) 2018년 연간 실적 발표 (2/8)

- 2018년 연간 매출액 26.9십억유로 (+7.1% YoY), 영업이익 4.92십억유로 (+5.3% YoY), 순이익 3.89십억유로 (+8.8% YoY)를 기록하여 최근 10년 기준 가장 높은 외형 성장률을 달성함. 로레알은 프리미엄 스킨케어 중심으로 뷰티 시장의 디지털화와 함께 2019년에도 시장 대비 높은 성장을 지속할 것으로 예상하였음
- 2018년 4분기 매출액 7,073백만유로 (+8.6% YoY)를 기록하였으며 환율효과를 제외한 실질적인 성장률은 4분기 +7.7% YoY를 달성하여 글로벌 경기둔화 우려에도 불구하고 연간 +3.5% YoY (환율효과 제외 +7.1% YoY) 대비 성장률은 더욱 강화되었음
- 지역별로는 Western Europe +0.9%, North America +2.2%, New Market (신흥시장) +16.5% 신장하였음 (환율 효과 제외), 신흥시장 내에서는 특히 Asia Pacific +26.2%의 성장세가 두드러짐
- 카테고리별로는 L'oreal Luxe (럭셔리) +14.7%, Active Cosmetics (더마 화장품 등) +11.9%, Consumer Products (매스 브랜드) +2.8%, Professional Products (샴푸헤어케어) +3.5% 성장하여 럭셔리와 더마 화장품의 높은 성장이 지속되는 가운데 매스 브랜드와 프로페셔널 헤어케어 성장률이 강화됨
- 2018년 연간 온라인 채널은 +41% YoY 증가했으며 온라인 채널 비중 또한 전체 매출의 11%까지 올라옴. 면세점 채널 또한 럭셔리 브랜드 중심으로 +28% YoY 성장하였음
- 실적발표회에서 해외 투자자들은 1) 중국 시장 고성장의 구조적인 요인과 2) 미국 시장 성과 3) 마케팅 비용 증가 등에 대한 질문이 집중되었음
- 이에 대해 1) 중국 럭셔리 시장의 구조적인 성장 유인은 중산층의 규모 확대 (Q)와 인당 소비금액의 증가 (P), 특히 3~5선 도시의 온라인 침투율이 확대되면서 로레알파리, 스타일난다 등 Mass 컬러 브랜드들의 성장이 강화될 것으로 기대하였음. 2) 미국 시장에서는 시장 평균 수준인 5% 성장을 지속하고 있으며 특히 Cerave와 같은 더마 브랜드들이 +21%의 높은 성장. 3) 디지털 관련 소셜미디어 광고 투자로 마케팅 비용이 증가하고 있으며 이러한 투자로 매출총이익률이 좋아지면서 전사적인 이익률 개선에 기여하였음. 향후에도 성장으로 연결될 수 있는 전략적인 비용 투자 (정교한 고객 타겟팅 등)를 지속할 계획

Estee Lauder (EL US) 실적발표 (2/5)

- 2019년 2분기 (4Q18, 6월결산) 매출액 4,005백만달러 (+11% YoY), 영업이익 771백만달러 (+9% YoY), EPS 1.86달러 (+22% YoY)의 호실적 달성
- 2019년 가이드스 상향: 매출액 7~8% 성장, EPS 9~11% 성장에서 매출액 8~9% 성장, EPS 14~16% 성장으로 이익 중심으로 크게 상향 조정함
- 지역별로는 The Americas (매출비중 30.4%) -7% YoY, Europe, the Middle East & Africa (매출비중 44.1%)+13% YoY, Asia/Pacific (매출비중 25.5%) +17% YoY 증가하였음. 카테고리별로는 Skincare +16% (Estée Lauder, La Mer), Makeup +3% (아시아 지역 중심으로 MAC과 Tom Ford의 높은 성장, 신규 브랜드 Too Faced, BECCA도 성장 기여), Fragrance -5% (Jo Malone London 등의 높은 성장에도 디자이너 브랜드들의 부진 영향), Hair Care 7% YoY (Aveda 신제품 런칭 효과 등) 증가하였음
- 핵심 포인트는 1) 혁신제품들의 성과 (전체 매출의 30% 차지) 2) 중국 온라인에서의 폭발적인 성장 (싱글데이 Tmall에서 80% 증가) 3) 면세점에서의 성과 (대표사례: 한국 제시)를 강조함
- 컨퍼런스콜에서 투자자들은 1) 중국 호실적의 원동력 2) 미국 경기 둔화 영향 3) 면세점에서의 다이구 영향 4) EPS 가이드스 상향 구체적인 이유 등에 질문이 집중되었음. 이에 대해 1) **중국 프레스티지 화장품 시장의 성장은 경기와의 상관관계보다는 소비 패턴의 영향이 크며 중국 중산층과 젊은 소비자들의 소비력 확대로 견조한 성장이 지속될 것으로 기대하였음** 2) 한편 12월부터 미국 소비자 심리지수 하락과 함께 둔화되는 양상이 나타나고 있으며 채널 경쟁력과 신제품 강화로 극복하고자 한다고 밝힘 3) **면세점에서 엄격한 수량제한정책을 시행하고 있기 때문에 다이구의 부정적인 영향은 제한적일 것으로 예상했으며 온라인 면세점의 성장과 면세점 유통을 통한 근본적인 브랜드 인지도 확산 효과를 강조하였음.** 4) EPS 가이드스의 공격적인 상향은 견조한 매출 성장 대비 효율적인 비용 집행으로 이익 레버리지가 확대되고 있기 때문

LVMH (MC FP) 실적발표 (1/30)

- 2018년 매출액 46,826백만유로 (+10% YoY), 영업이익 10,003백만유로 (+21% YoY), 지배주주순이익 6,354백만유로 (+18% YoY) 달성
- 글로벌 경기 둔화와 불확실한 매크로 환경에서도 양호한 호실적을 기록하였음. 특히 아시아 및 중국 현지에서의 성장세는 4분기보다 강화되었으며 1월에도 좋은 성과를 이어가고 있다고 밝힘
- 4분기 지역별로는 United States +5%, Japan +15%, Asia (Excl.Japan) +15%, Europe +8% 신장하였음 (환율 효과 제외), 3분기 누계 대비 Japan (+14%)과 Asia (Excl.Japan (3Q +16%)) 지역에서 견조한 성장세 유지
- 4분기 카테고리별로는 Wine & Spirits +2%, Fashion & Leather Goods +17%, Perfumes & Cosmetics +13%, Watches & Jewelry +7%, Selective

Retailing +3% 성장, 아시아 지역에서 디올 프레스티지 스킨케어, 켈랑 립스틱, Fresh 향수 성장이 두드러졌음

- 실적발표회에서 해외 투자자들은 중국 럭셔리 시장 현황과 미국 경기 둔화에 따른 영향, 디올 등 핵심 브랜드들의 온라인 성과 (전사 온라인 +27~28% YoY 성장) 및 Belmond 인수 효과 등에 대한 질문 집중
- LVMH 측은 중국 현지에서의 성장세가 가속화되고 있으며 젊은 층을 대상으로 온라인 채널 성과가 뚜렷하다고 밝힘. 중국 관세인하 등의 영향은 거의 없다고 함

Shiseido (4911 JP) 2018년 4분기 및 연간 실적 발표 (2/8)

- 2018년 4분기 매출액 289.1십억엔 (+6.5% YoY / 중단사업 제외시 +11% YoY), 영업이익 6.9십억엔 (-29.1% YoY)를 기록하였음. 자연재해로 인한 공급 차질로 일본 내 성과가 부진했던 3분기 대비 외형 성장률은 소폭 회복하였으나 2019년 1분기를 대비한 마케팅 비용이 대폭 증가하면서 영업이익이 전년 동기 대비 크게 감소하였음
- 지역별로는 일본 +7%, 중국 +33%, 아시아퍼시픽 +13%, 미국 -1%, 유럽 및 중동 +9.9%, 면세점 (Travel Retail) +27% 증가하였음. 3분기부터 일본 내 인바운드가 둔화되면서 일본 성장률이 한자릿수를 기록 (3분기 +1%, 4분기 +7%)하고 있는 반면 중국 현지에서의 성장률은 2017년 20% 대비 강화된 30%대가 2018년 꾸준히 유지되고 있음
- 2019년 사업전략 1) 매출액 +7%, 영업이익 +10.8% 증가 가이드스 제시 (일본 현지 5~6% 성장, 중국 현지 20%, 중국 프레스티지 브랜드는 40% 성장 가정), 2) 마케팅 및 R&D 투자 확대: 전년대비 마케팅비용 13% 증가할 예정이며 R&D 또한 매출액 대비 3%에서 4% 수준으로 확대할 계획, 3) Supply Chain 강화: 가파른 수요 증가에 대응한 오사카 (2020년) 및 나수 (2019년), 후쿠오카 (2021년) 신공장 Capa 증설 예정, 아웃소싱 또한 적극적으로 활용할 계획
- 컨퍼런스콜에서 해외 투자자들은 1) 마케팅 비용 및 Supply Chain 투자 확대에도 불구하고 2019년 가이드스 영업이익률 상승의 근거와 2) 중국 경기 둔화 대비 화장품 시장 현황 및 다이구 영향 등에 대해 질문하였음
- 이에 대해 1) 2019년 마케팅 비용이 매출액 성장 가이드스 대비 보다 증가하겠지만 마케팅 ROI를 고려하여 효율적으로 집행할 계획이며 고수익브랜드인 IPSA (영업이익률 30% 이상)와 ANESSA (영업이익률 40% 이상)의 비중 확대로 이익률 개선에 기여할 것으로 기대하였음. 2) 중국 매크로 상황에 대해 많이 우려하지만 1월과 2월 현재까지 중국 내 럭셔리 브랜드들은 40%대, 면세점 매출은 20%대 성장하고 있음. 일본 내 인바운드 매출의 80%은 실제 관광객 수요이며 중저가 브랜드 중심으로 20% 정도가 Reseller로 추산됨. 특히 럭셔리 브랜드는 인당 판매수량을 제한하고 있기 때문에 Reseller는 제한적이며 중국인들의 여행 수요가 꾸준히 늘어나면서 Inbound sales도 함께 증가할 것으로 판단하였음

Part 2. 편의점/렌탈: 소비의 흐름은 달라지지 않았다

표6 2019 년 7대 푸드 트렌드

1	달기·체리 등 작은 과일 소비 증가
2	가격보다 품종 따지는 프리미엄 소비
3	가정간편식 '레디밀'의 진화
4	샐러드 시장 폭풍 성장
5	편의점 디저트 다양화
6	먹방·쿡방 ... 편슈머의 등장
7	채식과 동물복지 관련 식품 소비

자료: 서울대 푸드비즈니스랩, 메리츠증권 리서치센터

그림10 CU, 배달앱 '요기요'와 MOU: 날씨 변동성 한계 극복



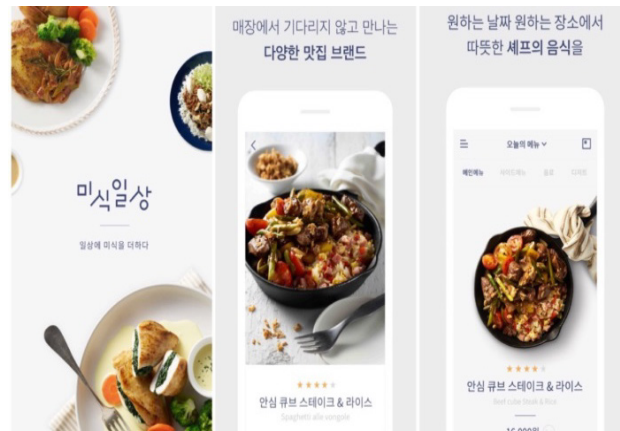
자료: BGF리테일, 메리츠증권 리서치센터

그림11 GS리테일 밀키트 HMR'심플리쿡'



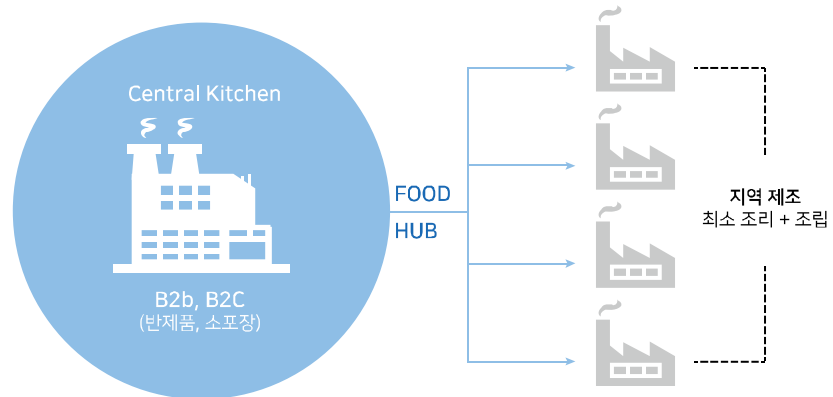
자료: GS리테일, 메리츠증권 리서치센터

그림12 GS리테일 요리배달 O2O'미식일상'



자료: GS리테일, 메리츠증권 리서치센터

그림13 BGF리테일, Central Kitchen 구축을 통한 식품제조센터 역할 확대



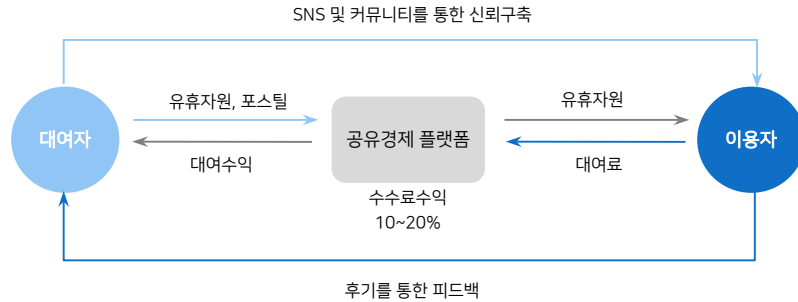
자료: BGF리테일, 메리츠증권 리서치센터

표7 BGF 헬로네이처 현황

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 포장 가능해지면서 수도권 지역에 한해 소량주문 장보기 서비스 출시	
회사소개	패스트트랙아시아 - vc출신인 박지웅 대표가 컴퍼니빌더를 표방하여 2011년에 설립한 회사. 헬로네이처는 패스트트랙아시아의 5개 파트너사 중 하나로 생산자와 소비자를 직접 연결하는 유기농 신선식품 전자상거래 플랫폼	
특징	새벽배송 모든 제품에 생산 농부의 이름을 붙이고 자체 안정성 검사 공식 모바일 앱을 출시하면서 깔끔한 UI로 '타임세일', '반짝특가', '신상품', '추천상품' 등 웹페이지에서 인기 있었던 테마들을 한 눈에 확인할 수 있음 주문을 받으면 수확한 뒤 직접배송. 직접 배송은 '프레시 메신저'로 불리는 배송기사가 냉장차량을 통해 강남, 송파, 서초 일대에 배송을 다님	
가격대	신선식품	채소 : 100g당 1000~3000원 과일 : 10000원~20000원 양곡 : 유기농 위주로 5000원~20000원 대 수산/건어물 : 10000원~50000원 대까지 다양
	가공식품	디저트카페 : 쿠키 5000~7000원 / 케이크 10000원 대 / 타르트, 파이 1조각 당 4000원대 / 커피, 티 7000원~10000원 물/음료/커피/차 : 건강주스, 티백, 차류 개당 5000원~10000원 / 콜드브루 1L 36000원 / 디톡스팩 개당 1800원 빵/떡/면 : 채식라면, 유기농 파스타면 등 유기농 면 1봉지 2000원~6000원 / 무지개떡, 떡국떡, 찹쌀떡 등 200g 3000~9000원 치즈/버터 :수제치즈류, 무염버터류 7000원~10000원
배송조건	전날 밤 12시까지 주문하면 다음날 오전 8시까지 배송 24시간 내 배달 지역을 서울 전지역에서 경기도로 점점 넓혀가고 있음	
기타	2015년 기준 700여개 농가와 계약을 맺고 있으며 월기준 30%씩 거래액 증가추세 2015년 말 GS홈쇼핑에서 20억, 패스트트랙아시아로부터 5억원의 투자 유치 2016년 9월 20일 프리미엄 오프라인 브랜드 '헬로네이처 h&'을 정식 오픈. 인기브랜드인 '뽕모네키친', '프릴츠퍼피', '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: 메리츠증권 리서치센터

그림14 공유경제의 비즈니스 모델



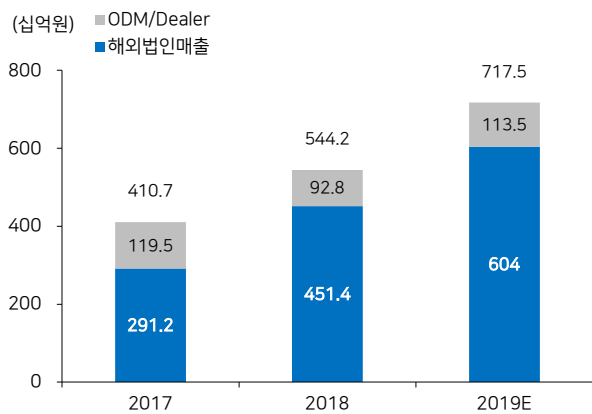
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 렌탈 시장의 분류

임대물건	렌탈기간	렌탈유형	내용	비고
장비렌탈	장기렌탈	B2B	건설용 장비, 산업용 장비 등	금융리스
차량렌탈	장기렌탈	B2B	기업용 차량 리스 등	운용리스
	단기렌탈	B2C	개인용 및 레저용 차량 렌트	운용리스
생활가전렌탈	장기렌탈	B2C	정수기, 비데, 공기청정기, 연수기 등	운용리스
의료기기렌탈	장기렌탈	B2B	CT, MRI 등 의료용 장비	금융리스
사무용품렌탈	장기렌탈	B2B	사무용 기기(OA) 복사기, 프린터 등	운용리스

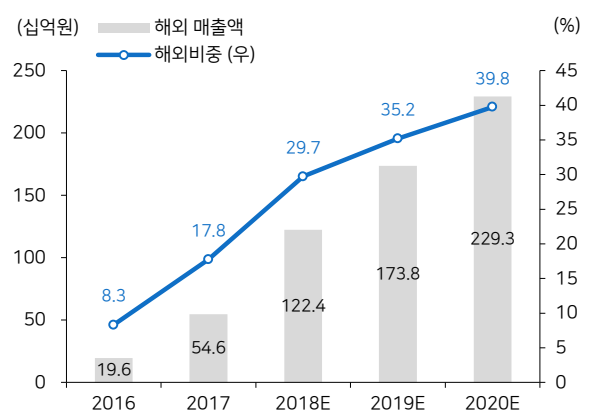
자료: 쿠팡전자, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 코웨이 해외사업 매출액 현황 및 2019년 가이던스



자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 쿠쿠홈시스 해외 매출 비중 추이



자료: 쿠쿠홈시스, 메리츠증권증권 리서치센터

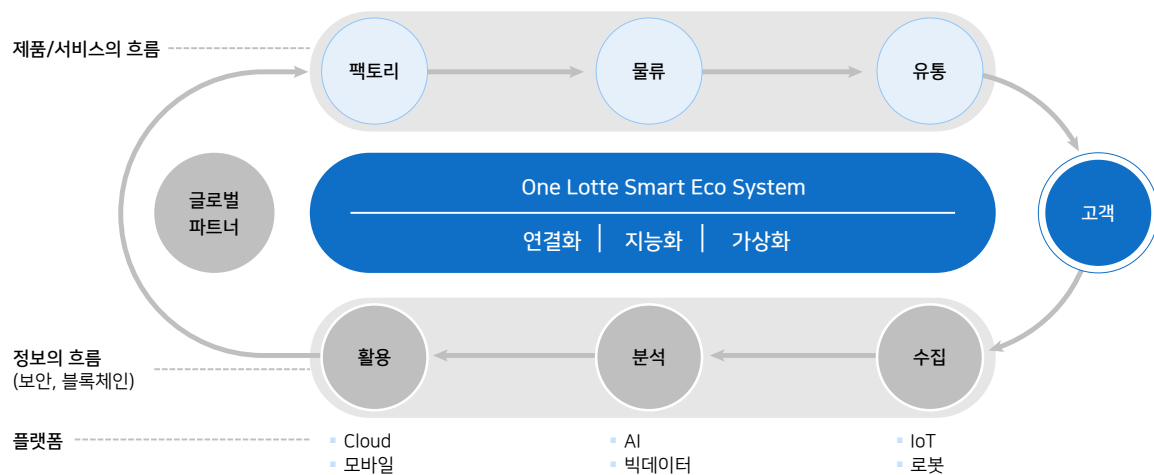
Part 3. 할인점: 온라인 대응 전략 및 오프라인 효율 개선 관건

표9 온라인 유통 거래금액 (GMV) 현황: 쿠팡을 제외한 상위업체의 점유율 하락

(조원)	2015	2016	2017	2018E
쿠팡	3.0	3.5	5.0	8.0
위메프	2.4	3.0	4.0	5.0
티몬	2.5	3.0	3.5	4.5
11번가	5.4	6.8	9.0	10.0
이베이	10.1	11.1	14.0	15.0
G마켓	6.1	7.4	8.4	9.0
SSG 이마트몰	0.7	0.8	1.1	1.3
신세계몰			1.0	1.2
신세계 면세점			0.4	0.6
롯데그룹	4.8	5.5	5.9	6.0
전체 온라인 시장	54.1	65.6	91.3	111.9
주요 유통업체 합	35.0	41.1	52.2	60.6
주요업체 점유율 추이	64.7%	62.7%	57.2%	54.1%

자료: 언론자료, 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 롯데그룹: One LOTTE Smart Eco System, 디지털 생태계 구축



자료: 롯데정보통신, 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Brief
2019. 2. 21

▲ 유통/화장품

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

호텔신라 008770

보수적으로 가정해도 부담없는 추가

- ✓ 1월까지 면세점 매출은 춘절효과까지 더해져 꾸준히 회복되고 있는 상황
- ✓ 지난해 상반기 대비 임차료 부담과 마케팅 비용 증가로 이익률 하락은 불가피
- ✓ 싱가포르 및 홍콩 해외법인의 손익개선은 지속될 전망
- ✓ 2019년 PER 20.3배, 정책 불확실성과 경쟁 심화에 대한 우려감 상당수 선반영
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 105,000원 유지

Buy

적정주가 (12개월) 105,000 원
 현재주가 (2.20) 82,200 원
 상승여력 27.7%

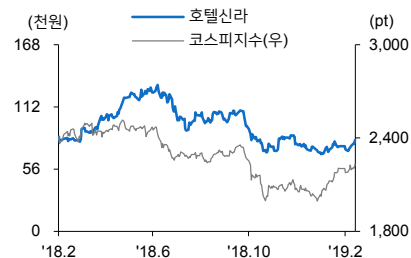
KOSPI	2,229.76pt
시가총액	32,262억원
발행주식수	3,925만주
유통주식비율	77.22%
외국인비중	22.84%
52주 최고/최저가	132,000원/69,500원
평균거래대금	582.3억원

주요주주(%)

삼성생명보험 외 5 인	17.34
국민연금	12.18
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.3	-16.0	1.1
상대주가	7.0	-15.3	9.5

주가그래프



4Q 공항 임차료 증가와 일시적인 마케팅비용 증가 영향

호텔신라의 4분기 실적은 매출액 1,19조원 (+33.7% YoY), 영업이익 275억원 (+77.0% YoY)을 기록하였다. 영업이익이 기존 당사 추정치 343억원 대비 하회한 것은 1) 제1터미널 공항면세점 임차료 증가 100억원 추정, 2) 일시적인 경쟁 심화에 따른 매출할인 및 판촉비 증가, 3) 호텔레저 부문에서 성과급 20~20억원이 일회성 비용으로 반영되었기 때문이다. 세전이이익이 -250억원 기록한 이유는 동화면세점 풋잡선 관련 투자손상차손이 500억원 반영되었기 때문이며 향후 현금 회수시 잡이익으로 환입이 가능할 것으로 판단한다.

우려대비 양호한 매출 성장, 해외법인 손익 개선 지속될 전망

2019년 1월까지 면세점 매출 (1월 +10.5% YoY, +7.2% MoM)은 춘절효과까지 더해져 꾸준히 회복되고 있는 상황이다. 12월말 대비 판촉경쟁도 완화된 것으로 파악되나 향후 경쟁 상황은 좀 더 지켜볼 필요가 있겠다. 지난해 상반기 대비 임차료 부담과 마케팅 비용 증가로 매출액 증가 대비 영업이익률 하락은 불가피하겠지만 싱가포르 및 홍콩 해외법인의 손익개선은 지속될 전망이다.

정책 불확실성과 경쟁 심화에 대한 우려감은 상당수 선반영

2019년 보수적으로 매출액은 +10.1% YoY (시내 +5.5%, 공항 +17.5%, 호텔레저 +6.3%), 영업이익 +6.1% YoY 증가할 전망이다. 그럼에도 2019년 예상 실적 기준 PER 20.3배로 글로벌 명품업체 및 아시아 소비재 업체 평균 PER 28배 대비 낮은 수준이다. 따라서 현 주가는 정책 불확실성과 경쟁 심화에 대한 우려감은 상당수 선반영하고 있다는 판단이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	4,011.5	73.1	25.3	637	-9.2	16,687	133.3	5.1	26.0	3.8	236.7
2018P	4,713.6	209.1	110.3	2,803	340.2	19,112	27.3	4.0	12.3	15.4	198.1
2019E	5,192.0	224.8	147.2	3,744	33.6	22,461	20.3	3.4	11.5	17.7	163.4
2020E	5,669.7	260.8	176.1	4,479	19.6	26,531	16.9	2.9	9.9	18.0	134.1
2021E	6,180.0	296.6	207.2	5,271	17.7	31,378	14.4	2.4	8.6	17.9	110.0

표10 호텔신라 DCF Valuation

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EBIT	79.0	73.1	209.1	224.8	260.8	296.6	341.1
- EBIT에 대한 세금	37.0	31.8	52.2	60.7	70.4	78.1	85.9
- CAPEX	66.8	64.9	70.0	65.0	60.0	60.0	60.0
- 순운전자본 증가(감소)	-127.0	-111.8	104.6	36.6	35.5	38.3	44.0
+ 감가상각비	60.5	58.1	60.5	61.7	62.9	63.3	63.7
+ 무형자산상각비	14.0	13.3	12.1	8.8	6.3	4.6	3.3
FCFF	176.6	159.6	55.0	133.0	164.2	188.2	218.2
Terminal Value	6,788.0						
Terminal Growth (%)	3.0						
NPV of FCFF	614.0						
PV of Terminal Value	3,681.0						
Enterprise Value	4,295.0						
Cash & Equivalents	474.4						
Other Investment	3.8						
Interest Bearing Debt	870.1						
Minority Interest	0.7						
Preferred Stock	38.9						
Equity Value	3,863.6						
Mid-year adj Factor	1.1						
Current Equity Value	4,142.1						
Shares Outstanding	39,248.1						
추정주당가치 (원)	105,537						
현재주가 (원)	82,200						
Upside (%)	28.4						

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표11 호텔신라 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	3,514.8	1,125.5	1,174.9	1,220.4	1,192.8	4,713.6	1,219.0	1,280.6	1,358.1	1,334.3	5,192.0
증가율 (% YoY)	8.0	28.1	46.7	29.4	33.7	34.1	8.3	9.0	11.3	11.9	10.1
TR	3,075.3	1,013.7	1,054.9	1,093.5	1,071.5	4,233.6	1,101.8	1,151.8	1,224.6	1,205.1	4,683.3
시내점	1,859.8	581.4	613.2	625.5	620.9	2,441.0	604.7	643.9	663.0	664.4	2,575.9
공항점	1,215.4	432.3	441.7	468.0	450.6	1,792.6	497.1	508.0	561.6	540.7	2,107.4
호텔&레저	439.5	111.8	120.0	126.9	121.3	480.0	117.2	128.8	133.4	129.2	508.7
서울	145.2	34.0	39.6	39.5	42.6	155.7	34.7	40.0	40.3	43.0	158.0
제주	76.4	16.4	19.4	23.7	14.5	74.0	17.2	20.6	25.4	15.2	78.4
기타	122.7	28.7	31.8	33.5	35.1	129.1	33.0	36.6	38.5	40.4	148.5
레저	95.2	29.4	28.8	26.6	27.8	112.6	32.3	31.7	29.3	30.6	123.9
증가율 (% YoY)											
TR	7.4	29.5	52.6	32.5	38.0	37.7	8.7	9.2	12.0	12.5	10.6
시내점	10.8	22.0	54.0	22.7	30.7	31.3	4.0	5.0	6.0	7.0	5.5
공항점	1.7	41.2	50.7	48.5	49.8	47.5	15.0	15.0	20.0	20.0	17.6
호텔&레저	12.8	16.6	9.4	7.5	4.7	9.2	4.9	7.3	5.1	6.5	6.0
서울	1.1	13.0	6.2	7.0	4.2	7.2	2.0	1.0	2.0	1.0	1.5
제주	-0.3	1.9	-2.5	0.9	-14.2	-3.1	5.0	6.0	7.0	5.0	5.9
기타	27.5	17.6	10.4	-2.9	0.3	5.2	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
레저	30.1	16.2	21.5	15.2	20.3	18.3	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
비중 (%)											
TR	89.0	90.1	89.8	89.6	89.8	89.8	90.4	89.9	90.2	90.3	90.2
시내점	57.2	51.7	52.2	51.3	52.1	51.8	49.6	50.3	48.8	49.8	49.6
공항점	31.9	38.4	37.6	38.3	37.8	38.0	40.8	39.7	41.4	40.5	40.6
호텔&레저	11.0	9.9	10.2	10.4	10.2	10.2	9.6	10.1	9.8	9.7	9.8
서울	3.6	3.0	3.4	3.2	3.6	3.3	2.8	3.1	3.0	3.2	3.0
제주	1.9	1.5	1.7	1.9	1.2	1.6	1.4	1.6	1.9	1.1	1.5
기타	3.1	2.5	2.7	2.7	2.9	2.7	2.7	2.9	2.8	3.0	2.9
레저	2.4	2.6	2.5	2.2	2.3	2.4	2.7	2.5	2.2	2.3	2.4
매출원가	2,363.0	594.1	600.2	631.0	645.3	2,470.6	642.4	653.1	700.8	720.5	2,716.8
증가율 (% YoY)	15.9	0.6	16.9	27.1	27.3	4.6	8.1	8.8	11.0	11.7	10.0
매출원가율 (%)	58.9	52.8	51.1	51.7	54.1	52.4	52.7	51.0	51.6	54.0	52.3
매출총이익	1,648.5	531.4	574.7	589.3	547.5	2,243.0	576.6	627.5	657.3	613.8	2,475.2
증가율 (% YoY)	-1.6	84.4	100.0	32.0	42.2	36.1	8.5	9.2	11.5	12.1	10.4
매출총이익률 (%)	41.1	47.2	48.9	48.3	45.9	47.6	47.3	49.0	48.4	46.0	47.7
판관비	1,575.4	487.2	505.3	521.4	520.0	2,033.9	537.8	557.9	578.7	576.0	2,250.4
증가율 (% YoY)	-1.3	15.8	37.0	25.2	40.7	29.1	10.4	10.4	11.0	10.8	10.6
판관비율 (%)	39.3	43.3	43.0	42.7	43.6	43.1	44.1	43.6	42.6	43.2	43.3
영업이익 (연결기준)	73.0	44.2	69.5	68.0	27.5	209.1	38.8	69.6	78.6	37.8	224.8
증가율 (% YoY)	-7.5	341.7	301.7	124.3	77.2	186.3	-12.2	0.2	15.7	37.4	7.5
영업이익률 (%)	1.8	3.9	5.9	5.6	2.3	4.4	3.2	5.4	5.8	2.8	4.3
TR	58.5	47.6	64.0	59.4	25.1	196.1	44.1	63.3	68.6	42.2	218.2
증가율 (% YoY)	-25.9	181.7	680.5	152.8	153.5	235.2	-7.4	-1.0	15.5	68.0	11.3
영업이익률 (%)	1.6	4.7	6.1	5.4	2.3	4.6	4.0	5.5	5.6	3.5	4.7
호텔&레저	14.6	-3.4	5.5	8.6	2.4	13.0	-5.3	6.3	10.0	-4.4	6.6
증가율 (% YoY)	흑전	적지	-39.6	26.0	-57.3	-10.8	적지	14.0	17.2	적전	-49.0
영업이익률 (%)	3.3	-3.1	4.6	6.8	2.0	2.7	-4.5	4.9	7.5	-3.4	1.3

자료: 호텔신라, 메리츠증권증권 리서치센터

호텔신라 (008770)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	4,011.5	4,713.6	5,192.0	5,669.7	6,180.0
매출액증가율 (%)	8.0	17.5	10.1	9.2	9.0
매출원가	2,362.9	2,470.6	2,716.8	2,959.6	3,219.8
매출총이익	1,648.7	2,243.0	2,475.2	2,710.1	2,960.2
판매관리비	1,575.6	2,033.9	2,250.4	2,449.3	2,663.6
영업이익	73.1	209.1	224.8	260.8	296.6
영업이익률	1.8	4.4	4.3	4.6	4.8
금융손익	-14.8	-15.3	-14.1	-11.6	-8.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.5	-46.9	-9.0	-8.0	-7.0
세전계속사업이익	44.8	147.0	201.7	241.2	281.2
법인세비용	19.5	36.7	54.5	65.1	74.0
당기순이익	25.3	110.3	147.2	176.1	207.2
지배주주지분 순이익	25.3	110.3	147.2	176.1	207.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	207.2	106.3	204.6	230.6	255.0
당기순이익(손실)	25.3	110.3	147.2	176.1	207.2
유형자산상각비	58.1	60.5	61.7	62.9	63.3
무형자산상각비	13.3	12.1	8.8	6.3	4.6
운전자본의 증감	66.4	-99.3	-33.1	-31.9	-34.5
투자활동 현금흐름	-162.1	-120.8	-99.6	-94.6	-96.9
유형자산의증가(CAPEX)	-64.9	-70.0	-65.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-82.9	-50.1	-34.2	-34.1	-36.4
재무활동 현금흐름	85.3	-136.0	-133.2	-130.5	-127.7
차입금의 증감	118.6	-100.0	-100.0	-100.0	-100.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	127.8	-150.5	-28.3	5.6	30.4
기초현금	346.7	474.4	323.9	295.7	301.3
기말현금	474.4	323.9	295.7	301.3	331.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,198.4	1,182.0	1,240.8	1,333.3	1,456.6
현금및현금성자산	474.4	324.0	295.8	301.3	331.7
매출채권	77.1	114.6	126.2	137.8	150.3
재고자산	499.8	570.5	628.5	686.3	748.0
비유동자산	1,051.5	1,099.0	1,127.7	1,152.5	1,181.1
유형자산	693.1	702.6	705.9	702.9	699.6
무형자산	43.8	31.7	22.9	16.6	12.0
투자자산	286.4	336.5	370.7	404.8	441.2
자산총계	2,249.9	2,281.0	2,368.5	2,485.8	2,637.6
유동부채	910.1	890.0	890.8	892.6	897.6
매입채무	272.9	281.2	309.7	338.2	368.6
단기차입금	21.6	21.6	21.6	21.6	21.6
유동성장기부채	200.0	150.0	100.0	50.0	0.0
비유동부채	671.7	625.7	578.5	531.2	484.2
사채	648.6	598.6	548.6	498.6	448.6
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,581.8	1,515.7	1,469.3	1,423.9	1,381.8
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타포괄이익누계액	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2
이익잉여금	381.6	478.6	612.5	775.3	969.2
비지배주주지분	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
자본총계	668.1	765.2	899.1	1,061.9	1,255.8

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	102,209	120,098	132,287	144,457	157,459
EPS(지배주주)	637	2,803	3,744	4,479	5,271
CFPS	3,964	5,984	7,294	8,206	9,110
EBITDAPS	3,682	7,179	7,524	8,410	9,288
BPS	16,687	19,112	22,461	26,531	31,378
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	133.3	27.3	20.3	16.9	14.4
PCR	21.4	12.8	10.4	9.2	8.3
PSR	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
PBR	5.1	4.0	3.4	2.9	2.4
EBITDA	144.5	281.8	295.3	330.1	364.5
EV/EBITDA	26.0	12.3	11.5	9.9	8.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.8	15.4	17.7	18.0	17.9
EBITDA 이익률	3.6	6.0	5.7	5.8	5.9
부채비율	236.7	198.1	163.4	134.1	110.0
금융비용부담률	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2
이자보상배율(x)	3.3	9.2	11.3	15.2	20.6
매출채권회전율(x)	41.1	49.2	43.1	42.9	42.9
재고자산회전율(x)	8.3	8.8	8.7	8.6	8.6

Industry Brief
2019. 2. 21

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

신세계인터내셔널 031430

‘쁘띠 샤넬’의 매력

- ✓ 2019년 연결기준 영업이익 803억원 (+44.3% YoY) 전망
- ✓ 해외명품 소싱 경험을 바탕으로 럭셔리 브랜드 구축에 강점을 가지고 있음
- ✓ ‘비디비치’는 중국의 왕홍 마케팅을 통해 ‘쁘띠 샤넬’로 브랜드 인지도 확대
- ✓ 2019년 화장품 이익기여도가 73%까지 확대될 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 270,000원으로 상향

Buy

적정주가 (12개월) 270,000 원
 현재주가 (2.20) 217,500 원
 상승여력 24.1%

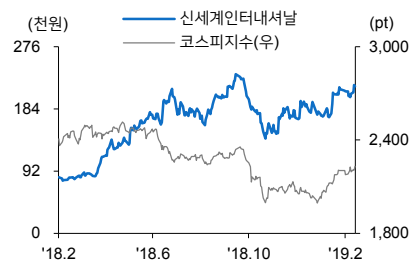
KOSPI	2,229.76pt
시가총액	15,530억원
발행주식수	714만주
유동주식비율	34.85%
외국인비중	6.47%
52주 최고/최저가	235,500원/80,000원
평균거래대금	105.6억원

주요주주(%)

신세계 외 3 인	65.15
국민연금	7.08

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	26.5	23.2	171.9
상대주가	20.5	24.2	194.5

주가그래프



2019년 연결기준 영업이익 +44.6% YoY 전망

신세계인터내셔널의 2019년 연결기준 매출액은 1,35조원 (+7.2% YoY), 영업이익 803억원 (+44.3% YoY)이 예상된다. 별도기준 사업부문별 매출액은 해외 +1% YoY, 국내 -0.1% YoY, 코스메틱 +30.3% YoY, 라이프스타일 (자주) +5% YoY로 가정했다. 이익 기여도가 높은 코스메틱 사업부의 2019년 매출액은 2,891억원 (+30.3% YoY), 영업이익은 592억원 (+35.2% YoY)으로 추정했다. 핵심 브랜드인 ‘비디비치’는 중국의 왕홍 마케팅을 통해 ‘쁘띠 샤넬’로 널리 알려졌다. 2018년 매출액 1,200억원을 달성한 것으로 추산되는 가운데 2019년 전년대비 25% 증가한 1,500억원을 목표로 하고 있다. 언론자료에 따르면 1월 한달 비디비치 매출액이 215억원을 달성한 것으로 전해지며 이러한 흐름이 지속될 경우 코스메틱 사업부의 추정치는 상향될 수 있겠다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 270,000원으로 상향

신세계인터내셔널에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 240,000원에서 270,000원으로 상향한다. 적정주가는 2019년 예상 EPS에 목표 PER 28배 (글로벌 화장품 평균)를 적용하였으며 화장품 사업 호조에 따라 EPS를 +6% 상향하고 적정 PER 또한 PER 25배 (글로벌 화장품 평균 28배, 글로벌 의류 평균 20배의 이익기여도에 따른 가중평균)에서 상향 적용하여 산출하였다. 2019년 기준 신세계인터내셔널의 화장품 이익기여도가 73%까지 확대될 것으로 예상하기 때문에 무리한 수준은 아니라고 판단한다. 특히 신세계인터내셔널은 오랜 해외명품 소싱 경험을 바탕으로 럭셔리 브랜드 구축에 강점을 가지고 있어 지속적인 화장품 사업 확대를 통한 높은 성장과 수익성 개선이 기대된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,102.5	25.4	24.1	3,371	38.3	69,236	22.0	1.1	14.0	5.0	91.6
2018P	1,262.7	55.5	57.6	8,071	138.7	76,707	24.1	2.5	18.2	11.1	92.5
2019E	1,353.1	80.3	69.4	9,725	20.5	85,831	22.6	2.6	15.7	12.0	79.3
2020E	1,441.1	100.9	85.7	12,002	23.4	97,233	18.3	2.3	13.0	13.1	67.0
2021E	1,534.8	115.1	99.1	13,881	15.7	110,515	15.8	2.0	11.4	13.4	56.4

표12 연결기준 신세계인터넷내셔널 실적 현황

(단위:십억원)	2017	2018P	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
연결매출액	1,102.5	1,262.7	1,353.1	304.4	283.0	311.8	363.5	333.8	299.9	333.1	386.3
증가율(yoy)	8.0	14.5	7.2	11.8	18.2	16.0	12.8	9.7	6.0	6.9	6.3
기타 자회사	141.9	141.7	151.6	39.1	27.9	28.0	46.7	41.9	29.8	30.0	50.0
증가율(yoy)	11.4	-0.1	7.0	9.6	-1.8	1.8	-7.1	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0
매출액 (개별)	960.7	1,120.9	1,201.5	265.3	255.1	283.8	316.8	291.9	270.1	303.2	336.3
증가율(yoy)	7.5	16.7	7.2	12.2	20.9	17.6	16.5	10.0	5.9	6.8	6.2
매출원가	527.7	565.3	593.5	142.9	119.0	145.3	158.1	147.9	123.6	157.9	164.2
증가율(yoy)	4.8	7.1	5.0	5.6	10.2	4.0	9.2	3.5	3.8	8.7	3.8
비율(%)	47.9	44.8	43.9	46.9	42.0	46.6	43.5	44.3	41.2	47.4	42.5
매출총이익	574.8	697.4	759.6	161.5	164.0	166.5	205.4	185.9	176.4	175.2	222.1
증가율(yoy)	11.0	21.3	8.9	18.0	24.8	28.9	15.8	15.1	7.5	5.2	8.2
판관비	549.4	641.9	679.3	149.6	150.0	155.0	187.2	166.9	157.5	159.9	195.1
증가율(yoy)	12.0	16.8	5.8	13.0	18.1	20.9	15.8	11.5	5.0	3.1	4.2
비율(%)	49.8	50.8	50.2	49.2	53.0	49.7	51.5	50.0	52.5	48.0	50.5
연결영업이익	25.4	55.5	80.3	11.8	14.0	11.5	18.2	19.0	18.9	15.3	27.0
증가율(yoy)	-5.9	118.3	44.6	169.2	216.1	1,158.5	16.0	60.7	35.0	33.5	48.5
비율(%)	2.3	4.4	5.9	4.5	5.5	4.0	5.7	6.5	7.0	5.1	8.0
개별영업이익	29.0	67.8	87.7	13.2	18.9	15.3	20.4	21.0	21.6	18.2	26.9
증가율(yoy)	26.7	133.8	29.4	195.8	215.3	206.7	50.5	59.5	14.2	19.0	31.9
비율(%)	3.0	6.0	7.3	5.0	7.4	5.4	6.4	7.2	8.0	6.0	8.0
연결 - 개별	-3.6	-12.3	-7.4	-1.3	-4.9	-3.8	-2.2	-2.0	-2.7	-2.9	0.1

자료: 신세계인터넷내셔널, 메리츠증권리서치센터

표13 개별기준 신세계인터내셔널 실적 현황

구분	2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	960.7	1,120.9	1,201.5	265.3	255.1	283.8	316.8	291.9	270.1	303.2	336.3
증가율(yoy)	7.5	16.7	7.2	12.2	20.9	17.6	16.5	10.0	5.9	6.8	6.2
해외	380.6	375.5	379.2	91.2	88.9	89.0	106.4	92.1	89.8	89.9	107.4
증가율(yoy)	2.9	-1.4	1.0	-2.7	-0.1	-1.4	-1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
국내	386.9	323.5	323.1	89.1	60.8	85.6	87.9	84.6	61.4	87.3	89.7
증가율(yoy)	14.0	-16.4	-0.1	-10.2	-17.9	-15.1	-22.0	-5.0	1.0	2.0	2.0
코스메틱	-	222.0	289.1	39.9	54.8	56.8	70.5	67.8	65.8	70.9	84.6
증가율(yoy)			30.3					70.0	20.0	25.0	20.0
라이프스타일	193.1	200.0	210.0	45.1	50.6	52.4	52.0	47.3	53.1	55.0	54.6
증가율(yoy)	4.6	3.6	5.0	3.8	5.3	4.4	1.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출원가	473.7	506.7	524.2	127.6	107.6	133.7	137.8	135.7	113.4	130.4	144.6
증가율(yoy)	3.8	7.0	3.4	4.3	9.9	4.5	9.8	6.4	5.4	-2.5	4.9
비율(%)	49.3	45.2	43.6	48.1	42.2	47.1	43.5	46.5	42.0	43.0	43.0
판관비	457.9	546.4	589.6	124.5	128.6	134.8	158.6	135.2	135.0	154.6	164.8
증가율(yoy)	10.4	19.3	7.9	13.5	20.0	24.4	19.4	8.6	5.0	14.7	3.9
비율(%)	47.7	48.7	49.1	46.9	50.4	47.5	50.1	46.3	50.0	51.0	49.0
영업이익	29.0	67.8	87.7	13.2	18.9	15.3	20.4	21.0	21.6	18.2	26.9
증가율(yoy)	26.7	133.8	29.4	195.8	215.3	206.7	50.5	59.5	14.2	19.0	31.9
비율(%)	7.6	18.1	23.1	14.4	21.3	17.2	19.2	22.8	24.1	20.2	25.0
해외	6.0	9.3	10.0	2.6	2.9	1.2	2.7	2.9	3.1	1.2	2.8
증가율(yoy)	-35.6	53.2	7.6	61.5	139.5	526.6	-13.3	11.6	9.0	1.4	5.0
비율(%)	1.6	2.5	2.6	2.8	3.2	1.3	2.5	3.1	3.5	1.3	2.6
국내	9.3	2.2	4.9	2.1	-0.4	-0.3	0.9	1.9	0.3	-0.9	3.6
증가율(yoy)	1,368.9	-75.9	119.1	149.9	-398.6	-121.4	-87.3	-9.8	-173.5	195.0	308.0
비율(%)	2.4	0.7	1.5	2.3	-0.7	-0.3	1.0	2.2	0.5	-1.0	4.0
코스메틱	-	43.7	59.2	7.2	12.3	10.8	13.4	14.2	13.8	14.2	16.9
증가율(yoy)			35.2					97.8	12.2	31.0	26.3
비율(%)		19.7	20.5	18.0	22.5	19.1	19.0	21.0	21.0	20.0	20.0
라이프스타일	13.7	12.5	13.7	1.3	4.1	3.6	3.5	2.1	4.3	3.7	3.6
증가율(yoy)	6.3	-8.3	9.3	-33.9	-11.1	5.1	-2.8	52.3	5.0	3.2	3.9

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권증권 리서치센터

신세계인터내셔널 (031430)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	1,102.5	1,262.7	1,353.1	1,441.1	1,534.8
매출액증가율 (%)	8.0	14.5	7.2	6.5	6.5
매출원가	527.7	565.3	593.5	619.7	652.3
매출총이익	574.8	697.4	759.6	821.4	882.5
판매관리비	549.4	641.9	679.3	720.5	767.4
영업이익	25.4	55.5	80.3	100.9	115.1
영업이익률	2.3	4.4	5.9	7.0	7.5
금융손익	-3.2	-7.7	-6.5	-5.0	-3.0
종속/관계기업손익	8.6	9.0	9.0	9.0	9.0
기타영업외손익	0.9	2.5	4.0	5.0	6.0
세전계속사업이익	31.8	59.4	86.8	109.9	127.1
법인세비용	7.6	1.7	17.4	24.2	28.0
당기순이익	24.1	57.6	69.4	85.7	99.1
지배주주지분 순이익	24.1	57.6	69.4	85.7	99.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	10.5	73.3	86.8	102.6	113.8
당기순이익(손실)	24.1	57.6	69.4	85.7	99.1
유형자산상각비	31.6	34.5	33.9	33.3	32.9
무형자산상각비	5.7	4.4	3.9	3.4	3.0
운전자본의 증감	-61.6	-23.2	-20.4	-19.8	-21.1
투자활동 현금흐름	-27.8	-48.9	-40.7	-40.4	-41.1
유형자산의증가(CAPEX)	-32.8	-30.0	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-8.4	-17.9	-10.1	-9.8	-10.5
재무활동 현금흐름	3.7	26.8	-33.7	-33.7	-33.6
차입금의 증감	-0.3	31.1	-29.4	-29.4	-29.4
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-13.6	51.2	12.4	28.5	39.1
기초현금	16.8	3.2	54.4	66.9	95.4
기말현금	3.2	54.4	66.9	95.4	134.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	368.3	466.5	508.4	565.7	635.3
현금및현금성자산	3.2	54.4	66.9	95.4	134.5
매출채권	108.0	114.2	122.4	130.3	138.8
재고자산	218.3	253.4	271.5	289.2	308.0
비유동자산	582.5	591.5	593.8	596.9	601.6
유형자산	332.0	327.5	323.6	320.3	317.4
무형자산	46.4	42.0	38.1	34.7	31.8
투자자산	123.1	140.9	151.0	160.8	171.3
자산총계	950.9	1,057.9	1,102.2	1,162.6	1,236.9
유동부채	303.5	277.6	268.5	258.1	249.2
매입채무	39.9	54.3	58.1	61.9	65.9
단기차입금	97.6	57.6	47.6	37.6	27.6
유동성장기부채	105.6	96.6	88.6	79.6	71.6
비유동부채	151.2	230.8	219.1	208.4	196.7
사채	71.7	151.7	141.7	131.7	121.7
장기차입금	70.7	69.7	67.7	66.7	64.7
부채총계	454.7	508.4	487.6	466.5	446.0
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	121.2	121.2	121.2	121.2	121.2
기타포괄이익누계액	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	337.3	390.6	455.8	537.2	632.0
비지배주주지분	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
자본총계	496.2	549.5	614.7	696.1	790.9

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	154,418	176,842	189,514	201,832	214,952
EPS(지배주주)	3,371	8,071	9,725	12,002	13,881
CFPS	12,389	14,841	18,352	21,230	23,238
EBITDAPS	8,787	13,231	16,531	19,269	21,137
BPS	69,236	76,707	85,831	97,233	110,515
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	22.0	24.1	22.6	18.3	15.8
PCR	6.0	13.1	12.0	10.3	9.4
PSR	0.5	1.1	1.2	1.1	1.0
PBR	1.1	2.5	2.6	2.3	2.0
EBITDA	62.7	94.5	118.0	137.6	150.9
EV/EBITDA	14.0	18.2	15.7	13.0	11.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.0	11.1	12.0	13.1	13.4
EBITDA 이익률	5.7	7.5	8.7	9.5	9.8
부채비율	91.6	92.5	79.3	67.0	56.4
금융비용부담률	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
이자보상배율(x)	2.9	6.2	8.9	12.1	15.1
매출채권회전율(x)	11.1	11.4	11.4	11.4	11.4
재고자산회전율(x)	5.0	5.4	5.2	5.1	5.1

Industry Brief
2019. 2. 21

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

코웨이 021240

해외 확대 및 인수구조 우려감 완화

- ✓ 4Q 매출액 7,117억원 (+8.9% YoY), 영업이익 1,288억원 (+20.3% YoY) 기록
- ✓ 정수기 및 비데 신제품과 공기청정기 판매 호조, 해외 말레이시아 고성장
- ✓ 웅진 인수구조에서 재무적 투자자들의 영향력이 커지면서 실적 안정성 높아짐
- ✓ 2019년 중국 주무그룹과의 MOU를 통한 정수기와 비데 수출 모멘텀 기대
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 100,000원으로 상향

Trading Buy

적정주가 (12개월) 100,000 원
 현재주가 (2.20) 89,100 원
 상승여력 12.2%

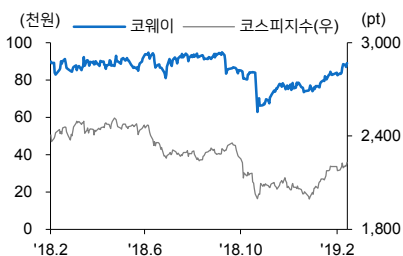
KOSPI	2,229.76pt
시가총액	65,755억원
발행주식수	7,380만주
유동주식비율	75.54%
외국인비중	62.62%
52주 최고/최저가	95,000원/63,000원
평균거래대금	132.8억원

주요주주(%)

코웨이홀딩스 외 6 인	22.27
GIC Private Limited	7.35
국민연금	7.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.8	-4.6	3.4
상대주가	7.4	-3.8	12.0

주가그래프



4Q 영업이익 1,288억원 (+20.3% YoY)의 호실적 달성

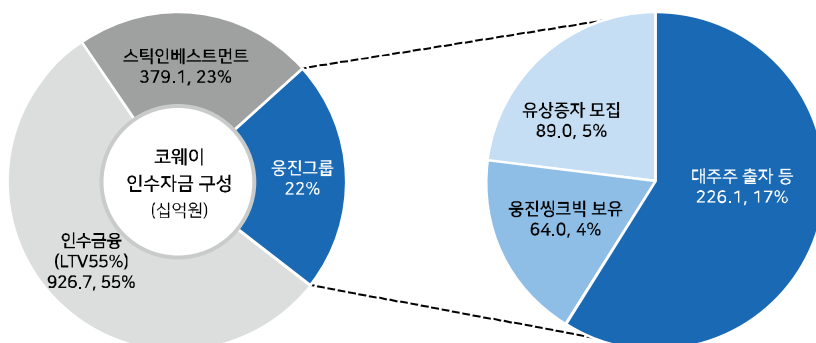
코웨이의 연결기준 4분기 실적은 매출액 7,117억원 (+8.9% YoY), 영업이익 1,288억원 (+20.3% YoY)을 기록하여 당사 추정치(매출액 7,064억원, 영업이익 1,075억원) 대비 상회했다. 정수기 및 비데 신제품과 공기청정기 판매 호조로 렌탈 매출액은 +5.5% 증가했으며 해외 사업은 말레이시아법인의 +73.6% YoY (현지화 기준 64.2% YoY) 높은 성장으로 중국 ODM 부진 (-24.2% YoY)에도 +33.6% YoY 증가했다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 100,000원으로 상향

코웨이에 대해 투자의견 Trading Buy를 유지하고 적정주가를 100,000원으로 상향한다. 4분기 호실적을 바탕으로 2019년 예상 EPS를 +4.6% 상향하고 적정 PER를 15배 (과거 웅진그룹 시절 평균 PER)에서 20배 (사모펀드 인수 이후 평균 24배에서 성장률 둔화 감안한 15% 할인 수준)로 상향 조정하였다. 적정 PER를 상향하는 이유는 1) 웅진그룹의 코웨이 인수구조에서 사실상 PEF 등 재무적 투자자들의 영향력이 커지면서 실적 안정성이 지속될 가능성이 높아졌고 2) 해외사업 확대가 예상보다 빠르게 나타나고 있기 때문이다. 기존 말레이시아, 미국 고성장과 더불어 2019년에는 중국 주무그룹 (주방/욕실 전문 브랜드 기업)과의 전략적 제휴를 통해 정수기와 비데 수출 모멘텀이 기대된다.

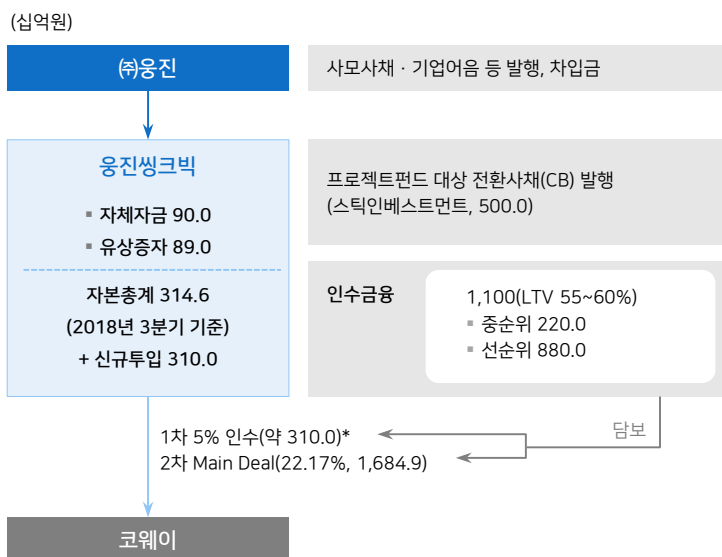
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	2,516.8	472.8	326.1	4,328	36.6	13,128	22.6	7.4	11.0	30.1	119.8
2018P	2,707.3	519.8	350.2	4,734	9.4	14,924	15.7	5.0	7.6	33.6	105.9
2019E	2,904.3	544.7	382.5	5,183	9.5	16,977	17.1	5.2	8.5	32.5	88.3
2020E	3,061.2	566.7	403.5	5,468	5.5	19,315	16.2	4.6	8.0	30.1	72.8
2021E	3,214.2	598.8	433.7	5,876	7.5	22,061	15.1	4.0	7.5	28.4	62.5

그림18 코웨이 인수자금 구성



자료: Dart, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 웅진그룹, 코웨이 인수 예상 구조



* CB 평가액 산정(코웨이 주식 평가액(전년 말 EBITDA × 10배 - 전년 말 순차입금)
- 인수금액 잔액) × 지분율 - 기수령 Coupon 합산액

* 7일 종가 기준

* CB는 만기 8년, 인수금액은 만기 5년

자료: 언론자료 (인베스트조선), 메리츠증권증권 리서치센터

표14 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018P	2019E	2018E	2019E
매출액	2,702.0	2,845.2	2,707.3	2,904.2	0.2	2.1
영업이익	498.5	501.9	519.8	544.7	4.3	8.5
지배주주순이익	355.4	365.8	350.1	382.5	-1.5	4.6

자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

표15 코웨이 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	2,516.8	647.8	678.1	669.8	711.7	2,707.3	688.5	722.7	723.5	769.6	2,904.3
증가율 (% YoY)	5.9	6.2	8.8	6.4	8.9	7.6	6.3	6.6	8.0	8.1	7.3
매출원가	798.5	201.8	218.0	214.0	244.4	878.3	218.3	235.6	238.7	269.4	962.0
증가율 (% YoY)	-1.7	4.5	11.9	9.8	13.4	10.0	8.2	8.0	11.5	10.2	9.5
매출원가율 (%)	31.7	31.2	32.2	32.0	34.3	32.4	31.7	32.6	33.0	35.0	33.1
매출총이익	1,718.3	446.0	460.0	455.8	467.3	1,829.1	470.3	487.1	484.7	500.2	1,942.3
증가율 (% YoY)	9.9	6.9	7.4	4.9	6.7	6.4	5.4	5.9	6.4	7.1	6.2
매출총이익률 (%)	68.3	68.8	67.8	68.0	65.7	67.6	68.3	67.4	67.0	65.0	66.9
판관비	1,245.6	314.7	330.7	325.4	338.5	1,309.2	334.1	351.1	347.6	364.8	1,397.6
증가율 (% YoY)	1.7	6.2	7.4	4.8	2.3	5.1	6.2	6.2	6.8	7.8	6.7
판관비중 (%)	49.5	48.6	48.8	48.6	47.6	48.4	48.5	48.6	48.0	47.4	48.1
인건비	342.9	89.6	85.9	88.5	90.4	354.4	94.1	90.2	92.9	97.6	374.9
증가율 (% YoY)	8.8	8.6	-5.4	3.4	7.8	3.4	5.0	5.0	5.0	8.0	5.8
매출대비 (%)	13.6	13.8	12.7	13.2	12.7	13.1	13.7	12.5	12.8	12.7	12.9
판매수수료	386.4	97.9	106.5	106.3	107.5	418.2	102.8	111.9	113.7	115.0	443.4
증가율 (% YoY)	4.0	9.3	9.4	6.8	7.6	8.2	5.0	5.0	7.0	7.0	6.0
매출대비 (%)	15.4	15.1	15.7	15.9	15.1	15.4	14.9	15.5	15.7	14.9	15.3
렌탈자산폐기손실	43.4	10.9	13.0	13.4	11.5	48.8	12.0	14.3	14.7	12.7	53.7
증가율 (% YoY)	-8.3	-4.0	22.9	14.3	17.9	12.4	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
매출대비 (%)	1.7	1.7	1.9	2.0	1.6	1.8	1.7	2.0	2.0	1.6	1.8
해약률 (%)	1.06	1.02	1.10	1.01	1.09	1.06	1.07	1.07	1.08	1.08	1.08
광고선전비	42.4	10.8	12.9	10.7	10.2	44.7	11.4	13.3	11.3	11.0	47.0
증가율 (% YoY)	7.5	42.7	11.3	29.5	-31.2	5.6	5.0	3.0	5.0	8.0	5.1
매출대비 (%)	1.7	1.7	1.9	1.6	1.4	1.7	1.7	1.8	1.6	1.4	1.6
지급수수료	174.4	43.4	42.9	43.6	45.8	175.7	45.6	45.1	45.7	48.1	184.5
증가율 (% YoY)	5.3	-10.3	9.0	4.7	1.7	0.7	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출대비 (%)	6.9	6.7	6.3	6.5	6.4	6.5	6.6	6.2	6.3	6.2	6.4
기타	256	61.9	69.3	63.0	73.1	267	68.1	76.3	69.3	80.4	294
증가율 (% YoY)	-10.6	9.2	19.5	-1.3	-5.7	4.4	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
영업이익	472.7	131.3	129.3	130.4	128.8	519.8	136.2	136.0	137.1	135.4	544.7
증가율 (% YoY)	39.5	8.6	7.2	5.0	20.3	10.0	3.7	5.1	5.2	5.1	4.8
영업이익률 (%)	18.8	20.3	19.1	19.5	18.1	19.2	19.8	18.8	19.0	17.6	18.8

자료: 코웨이, 메리츠증권증권 리서치센터

표16 코웨이 세부 매출액 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	2,516.8	647.8	678.1	669.8	711.7	2,707.3	688.5	722.7	723.5	769.6	2,904.3
증가율 (% YoY)	5.9	6.2	8.8	6.4	8.9	7.6	6.3	6.6	8.0	8.1	7.3
기타자회사 (해외 등)	200.6	76.2	82.3	74.3	101.8	334.6	99.1	107.0	96.6	132.3	435.0
증가율 (% YoY)	16.7	99.2	70.2	65.4	47.5	66.8	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
코웨이 (개별)	2,316.2	571.5	595.8	595.4	609.9	2,372.7	589.4	615.7	626.8	637.3	2,469.3
증가율 (% YoY)	5.1	-0.1	3.6	1.8	4.3	2.4	3.1	3.3	5.3	4.5	4.1
렌탈	1,506.0	378.7	382.7	382.2	399.5	1,543.1	394.0	398.0	397.5	411.5	1,601.0
증가율 (% YoY)	5.7	2.5	0.9	1.0	5.5	2.5	4.0	4.0	4.0	3.0	3.7
계정수 (천대)	4,926	5,032	5,106	5,150	5,230	5,130	5,183	5,311	5,356	5,387	5,309
증가율 (% YoY)	1.4	3.2	3.7	4.3	5.2	4.1	3.0	4.0	4.0	3.0	3.5
ARPU (월)	25,478	25,088	24,984	24,738	25,463	25,068	25,338	24,984	24,738	25,463	25,131
증가율 (% YoY)	4.2	-0.7	-2.8	-3.2	0.3	-1.6	1.0	0.0	0.0	0.0	0.3
멤버십	144.7	32.2	31.1	29.4	28.0	120.7	28.1	27.1	25.7	24.4	105.4
증가율 (% YoY)	-13.6	-14.8	-15.4	-18.0	-18.3	-16.6	-12.7	-12.7	-12.7	-12.7	-12.7
계정수 (천대)	812	752	735	694	670	713	677	662	624	603	642
증가율 (% YoY)	-11.1	-10.2	-10.7	-14.3	-13.9	-12.2	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
ARPU (월)	14,843	14,275	14,092	14,143	13,925	14,108	13,847	13,669	13,719	13,507	13,685
증가율 (% YoY)	-2.9	-5.1	-5.3	-4.3	-5.1	-4.9	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
일시불	192.2	43.9	47.3	38.2	41.6	171.0	39.5	42.6	39.4	42.8	164.3
증가율 (% YoY)	-1.8	-4.4	-6.2	-19.2	-14.4	-11.0	-10.0	-10.0	3.0	3.0	-3.9
화장품	79.7	20.6	18.6	17.5	18.8	75.5	20.0	18.0	17.0	18.2	73.2
증가율 (% YoY)	7.4	-1.5	-0.7	-9.6	-9.1	-5.3	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
수출	259.7	54.3	71.8	79.9	73.6	279.7	59.8	79.0	91.9	84.6	315.3
증가율 (% YoY)	19.7	-20.1	29.3	16.5	8.9	7.7	10.0	10.0	15.0	15.0	12.7
기타 (금융리스 포함)	133.9	41.8	44.3	48.2	48.4	182.6	48.1	50.9	55.4	55.7	210.0
증가율 (% YoY)	6.3	40.3	29.8	37.8	38.1	36.4	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0

자료: 코웨이, 메리츠증권 리서치센터

코웨이 (021240)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	2,516.8	2,707.3	2,904.3	3,061.2	3,214.2
매출액증가율 (%)	5.9	7.6	7.3	5.4	5.0
매출원가	798.5	878.3	962.0	1,012.4	1,063.0
매출총이익	1,718.3	1,829.0	1,942.3	2,048.8	2,151.3
판매관리비	1,245.5	1,309.2	1,397.6	1,482.2	1,552.5
영업이익	472.8	519.8	544.7	566.7	598.8
영업이익률	18.8	19.2	18.8	18.5	18.6
금융손익	-11.4	-14.5	-12.7	-10.2	-7.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-21.5	-36.8	-20.0	-15.0	-10.0
세전계속사업이익	439.9	468.5	512.1	541.5	580.9
법인세비용	114.3	118.8	130.0	138.5	147.8
당기순이익	325.6	349.7	382.0	403.0	433.2
지배주주지분 순이익	326.1	350.2	382.5	403.5	433.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	553.6	624.2	651.5	681.0	715.8
당기순이익(손실)	325.6	349.7	382.0	403.0	433.2
유형자산상각비	227.3	243.8	257.9	268.4	276.3
무형자산상각비	8.2	9.2	7.6	6.4	5.3
운전자본의 증감	-148.5	7.0	-8.7	-6.9	-6.8
투자활동 현금흐름	-289.7	-307.7	-307.9	-305.9	-305.2
유형자산의증가(CAPEX)	-336.8	-300.0	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-0.9	-4.3	-4.4	-3.5	-3.4
재무활동 현금흐름	-218.3	-296.6	-344.9	-342.5	-290.7
차입금의 증감	330.5	-50.0	-100.0	-100.0	-50.0
자본의 증가	2.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	44.0	20.0	-1.3	32.6	119.9
기초현금	66.3	110.3	130.3	129.0	161.6
기말현금	110.3	130.3	129.0	161.6	281.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	791.5	848.8	899.8	974.0	1,134.5
현금및현금성자산	110.3	130.3	129.0	161.6	281.5
매출채권	314.6	326.7	350.4	369.4	387.8
재고자산	74.9	78.0	83.7	88.2	92.6
비유동자산	1,367.4	1,418.7	1,457.6	1,486.4	1,508.2
유형자산	712.4	768.6	810.8	842.4	866.1
무형자산	183.9	174.8	167.1	160.8	155.5
투자자산	56.2	60.5	64.9	68.4	71.8
자산총계	2,158.9	2,267.5	2,357.4	2,460.4	2,642.8
유동부채	1,124.8	1,111.6	1,047.4	975.9	953.7
매입채무	54.2	60.7	65.2	68.7	72.1
단기차입금	670.0	620.0	520.0	420.0	370.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	51.9	54.9	58.0	60.4	62.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
부채총계	1,176.6	1,166.5	1,105.3	1,036.3	1,016.5
자본금	40.7	40.7	40.7	40.7	40.7
자본잉여금	129.4	129.4	129.4	129.4	129.4
기타포괄이익누계액	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3	-5.3
이익잉여금	963.0	1,082.2	1,233.7	1,406.3	1,608.9
비지배주주지분	0.1	-0.4	-0.8	-1.3	-1.8
자본총계	982.3	1,101.0	1,252.1	1,424.1	1,626.3

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	33,402	36,603	39,353	41,480	43,554
EPS(지배주주)	4,328	4,734	5,183	5,468	5,876
CFPS	10,640	9,950	10,707	11,198	11,794
EBITDAPS	9,400	10,448	10,978	11,401	11,929
BPS	13,128	14,924	16,977	19,315	22,061
DPS	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200
배당수익률(%)	3.3	4.3	3.6	3.6	3.6
Valuation(Multiple)					
PER	22.6	15.7	17.1	16.2	15.1
PCR	9.2	7.4	8.3	7.9	7.5
PSR	2.9	2.0	2.3	2.1	2.0
PBR	7.4	5.0	5.2	4.6	4.0
EBITDA	708.3	772.8	810.2	841.4	880.4
EV/EBITDA	11.0	7.6	8.5	8.0	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	30.1	33.6	32.5	30.1	28.4
EBITDA 이익률	28.1	28.5	27.9	27.5	27.4
부채비율	119.8	105.9	88.3	72.8	62.5
금융비용부담률	0.5	0.6	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	38.3	33.1	39.2	49.2	61.6
매출채권회전율(x)	8.3	8.4	8.6	8.5	8.5
재고자산회전율(x)	34.7	35.4	35.9	35.6	35.5

Industry Brief
2019. 2. 21

▲ 유통/화장품

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

BGF 리테일 282330

플랫폼 확장과 상품력 강화

- ✓ 2019년 매출액 +4.3% YoY, 영업이익 +8.5% YoY 전망
- ✓ 상품력 강화와 함께 점포 과밀화 해소에 따른 점당 효율성 개선 전망
- ✓ 순수 편의점으로서 고정비 증가 부담이 크지 않음 (위탁가맹 비율 4%에 불과)
- ✓ 오프라인 기반으로 헬로네이처 (신선식품), 요기요 (배달앱)과 함께 확장 추구
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 230,000원으로 상향

Trading Buy

적정주가 (12개월) **230,000 원**
현재주가 (2.20) **205,500 원**
상승여력 **11.9%**

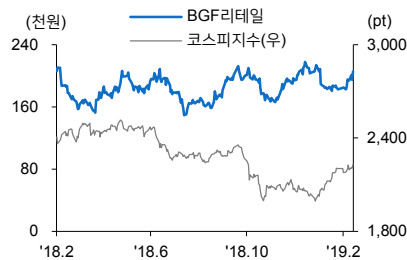
KOSPI	2,229.76pt
시가총액	35,518억원
발행주식수	1,728만주
유동주식비율	44.53%
외국인비중	34.37%
52주 최고/최저가	218,000원/149,500원
평균거래대금	52.3억원

주요주주(%)

비지엠프 외 23 인	55.42
Matthews International Capital	6.74
GIC Private Limited	5.56

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	12.3	24.2	10.5
상대주가	7.0	25.2	19.7

주가그래프



4Q 실적 시장 컨센서스 소폭 상회

BGF리테일의 4분기 실적은 매출액 1,44조원 (회계변경전 기준 +2.1% YoY), 영업이익 414억원 (-16.2% YoY)을 기록했다. 편의점 점포수는 +5.3% YoY, 기존 점성장률은 일반상품 기준 -0.6% YoY, 담배 기준 -7.1% YoY를 기록하여 부진했지만 도시락 및 즉석식품이 +9% 증가하고 수익성이 좋은 간편식(HMR) +12%, 원두커피 +38%, 튀김류가 +98% 성장하여 상품믹스 개선으로 시장 컨센서스 (매출액 1.45조원, 영업이익 402억원) 대비 이익이 소폭 상회하였다.

2019년 매출액 +4.3% YoY, 영업이익 +8.5% YoY 전망

4분기 대비 1분기 기준점성장률은 회복될 전망이다. 그 이유는 1) 지난해 10월 이른 추위에 따른 일시적인 주류 및 아이스크림 감소 효과가 사라지고 2) 2017년 아이코스 단독 판매에 따른 높은 기저 부담도 감소하기 때문이다. 2019년 상품력 강화와 함께 점포 과밀화 해소에 따른 점당 효율성이 개선될 전망이다. 특히 BGF리테일은 순수 편의점으로서 상대적으로 고정비 증가 부담이 크지 않아 (위탁가맹 비율 4%에 불과) 기존점성장률 회복에 따른 영업이익 개선이 가능할 것으로 판단한다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 230,000원으로 상향

BGF리테일에 대해 투자의견 Trading Buy를 유지하고 편의점은 국내 소매유통 업체 중 온라인과 함께 유일하게 확대되고 있는 채널로서 안정적인 이익 회복 가능성을 감안하여 적정주가를 220,000원에서 230,000원으로 소폭 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	938.7	26.5	28.0	9,688		22,486	21.7	9.3	77.3	7.2	228.7
2018P	5,775.9	189.5	154.2	8,923	-7.9	28,730	22.9	7.1	11.0	34.8	178.5
2019E	6,025.1	205.6	173.7	10,047	12.6	35,830	18.5	5.2	9.1	31.1	148.0
2020E	6,272.1	222.8	185.6	10,735	6.9	43,325	17.3	4.3	8.3	27.1	126.4
2021E	6,523.0	238.2	198.0	11,456	6.7	51,215	16.2	3.6	7.6	24.2	110.3

표17 BGF리테일 SOTP Valuation

(십억원)		비고
연결 NOPLAT	160.4	2019 년 예상
멀티플 (X)	22.0	글로벌 프랜차이즈 업종 평균 PER 대비 15% 할인
영업가치	3,535	
순현금	355.8	2019년 예상
(주)비지에프로시스	66.8	종속회사 장부가
(주)비지에프푸드	2.2	종속회사 장부가
(주)씨팩스로지스틱	1.3	종속회사 장부가
자산가치	426	
기업가치	3,961	
주식수 (천주)	17,284	
적정주가 (원)	229,152	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표18 BGF리테일 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액 (연결기준)	5,584.9	1,316.6	1,478.5	1,539.4	1,441.4	5,775.9	1,331.3	1,536.1	1,629.5	1,528.1	6,025.1
증가율 (% YoY)	12.8	11.1	6.4	-1.2	-0.8	3.4	1.1	3.9	5.9	6.0	4.3
매출액 (별도기준)	5,582.7	1,316.1	1,478.1	1,539.0	1,441.0	5,774.2	1,330.3	1,535.1	1,628.5	1,527.1	6,021.1
증가율 (% YoY)	13.0	11.1	6.4	-1.2	-0.7	3.4	1.1	3.9	5.8	6.0	4.3
매장수 (개)	11,953	12,735	12,897	13,048	13,169	12,962	13,270	13,530	13,670	13,750	13,555
증가율 (% YoY)	16.2	13.0	9.3	6.6	5.3	8.4	4.2	4.9	4.8	4.4	4.6
점당매출액 (백만원)	467.0	103.3	114.6	117.9	109.4	445.5	100.2	113.5	119.1	111.1	444.2
증가율 (% YoY)	-2.7	-1.6	-2.6	-7.3	-5.8	-4.6	-3.0	-1.0	1.0	1.5	-0.3
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	0.0	1.0	2.0	2.0	1.3
기타 자회사 (연결상계)	2.2	0.5	0.4	0.4	0.4	1.7	1.0	1.0	1.0	1.0	4.0
매출원가	4,527.5	1,093.3	1,215.3	1,258.8	1,188.9	4,756.3	1,105.0	1,259.6	1,329.7	1,257.7	4,951.9
증가율 (% YoY)	13.0	14.3	8.8	-0.4	-0.1	5.1	1.1	3.6	5.6	5.8	4.1
매출원가율 (%)	81.1	83.0	82.2	81.8	82.5	82.3	83.0	82.0	81.6	82.3	82.2
매출총이익	1,057.4	223.3	263.2	280.6	252.5	1,019.6	226.3	276.5	299.8	270.5	1,073.1
증가율 (% YoY)	11.9	-2.2	-3.3	-4.7	-3.8	-3.6	1.4	5.1	6.9	7.1	5.3
매출총이익률 (%)	18.9	17.0	17.8	18.2	17.5	17.7	17.0	18.0	18.4	17.7	17.8
판관비	817.9	197.2	206.8	215.0	211.1	830.1	199.7	215.1	228.1	224.6	867.5
증가율 (% YoY)	10.0	3.8	2.4	1.0	-0.9	1.5	1.3	4.0	6.1	6.4	4.5
판관비율 (%)	14.6	15.0	14.0	14.0	14.6	14.4	15.0	14.0	14.0	14.7	14.4
영업이익	239.5	26.1	56.4	65.6	41.4	189.5	26.6	61.4	71.7	45.8	205.6
증가율 (% YoY)	19.0	-32.1	-19.7	-19.5	-16.2	-20.9	2.2	8.9	9.3	10.7	8.5
영업이익률 (%)	4.3	2.0	3.8	4.3	2.9	3.3	2.0	4.0	4.4	3.0	3.4

자료: BGF리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

BGF리테일 (282330)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	938.7	5,775.9	6,025.1	6,272.1	6,523.0
매출액증가율 (%)		515.3	4.3	4.1	4.0
매출원가	769.5	4,756.4	4,951.9	5,146.3	5,345.6
매출총이익	169.2	1,019.6	1,073.1	1,125.8	1,177.4
판매관리비	142.7	830.1	867.5	903.1	939.2
영업이익	26.5	189.5	205.6	222.8	238.2
영업이익률	2.8	3.3	3.4	3.6	3.7
금융손익	0.9	5.3	3.5	5.1	6.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	7.6	7.8	8.0	8.0	8.0
세전계속사업이익	35.0	202.5	217.1	235.8	253.0
법인세비용	7.0	48.3	43.4	50.3	55.0
당기순이익	28.0	154.2	173.7	185.6	198.0
지배주주지분 순이익	28.0	154.2	173.7	185.6	198.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-25.0	208.9	294.2	299.4	307.0
당기순이익(손실)	28.0	154.2	173.7	185.6	198.0
유형자산상각비	16.2	108.6	104.0	98.0	93.5
무형자산상각비	2.5	2.7	2.6	2.4	2.3
운전자본의 증감	-73.4	-56.6	14.0	13.4	13.2
투자활동 현금흐름	32.1	-132.8	-120.2	-110.0	-110.4
유형자산의증가(CAPEX)	-23.8	-105.0	-95.0	-85.0	-85.0
투자자산의감소(증가)	-206.2	-10.3	-9.3	-9.3	-9.4
재무활동 현금흐름	-1.7	-14.8	-44.1	-48.7	-53.8
차입금의 증감	240.7	2.5	2.2	2.2	2.2
자본의 증가	338.9	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	5.4	61.3	129.9	140.6	142.8
기초현금	23.3	28.8	90.1	220.0	360.6
기말현금	28.8	90.1	220.0	360.6	503.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	566.6	668.3	823.2	988.5	1,156.5
현금및현금성자산	28.8	90.1	220.0	360.6	503.4
매출채권	63.0	82.5	86.1	89.6	93.2
재고자산	94.4	96.3	100.4	104.5	108.7
비유동자산	710.7	714.7	712.6	706.4	705.1
유형자산	402.2	398.6	389.6	376.6	368.2
무형자산	54.4	51.7	49.1	46.7	44.4
투자자산	206.2	216.5	225.8	235.1	244.5
자산총계	1,277.4	1,383.0	1,535.7	1,695.0	1,861.5
유동부채	681.4	678.2	707.4	736.2	765.6
매입채무	493.7	481.3	502.1	522.7	543.6
단기차입금	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	207.3	208.3	209.1	209.9	210.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	888.7	886.5	916.4	946.2	976.3
자본금	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3
자본잉여금	321.7	321.7	321.7	321.7	321.7
기타포괄이익누계액	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4
이익잉여금	28.7	136.6	259.3	388.9	525.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	388.6	496.6	619.3	748.8	885.2

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	324,986	334,179	348,594	362,887	377,402
EPS(지배주주)	9,688	8,923	10,047	10,735	11,456
CFPS	16,568	18,026	18,521	19,159	19,785
EBITDAPS	15,629	17,401	18,058	18,696	19,322
BPS	22,486	28,730	35,830	43,325	51,215
DPS	1,000	2,680	2,948	3,243	3,567
배당수익률(%)	0.5	1.3	1.6	1.7	1.9
Valuation(Multiple)					
PER	21.7	22.9	18.5	17.3	16.2
PCR	12.7	11.3	10.0	9.7	9.4
PSR	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
PBR	9.3	7.1	5.2	4.3	3.6
EBITDA	45.1	300.8	312.1	323.1	334.0
EV/EBITDA	77.3	11.0	9.1	8.3	7.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.2	34.8	31.1	27.1	24.2
EBITDA 이익률	4.8	5.2	5.2	5.2	5.1
부채비율	228.7	178.5	148.0	126.4	110.3
금융비용부담률	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	23.3	82.8	89.0	95.6	101.3
매출채권회전율(x)	14.9	79.4	71.5	71.4	71.4
재고자산회전율(x)	9.9	60.6	61.3	61.2	61.2

Industry Brief
2019. 2. 21

▲ 유통/화장품

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

쿠쿠홈시스 284740

아시아 렌탈의 숨은 강자

- ✓ 2019년 매출액 4,938억원 (+19.9% YoY), 영업이익 874억원 (+22.7% YoY) 전망
- ✓ 국내 카테고리 확대에 따른 꾸준한 계정 수 증가 (2019년 +10% YoY 예상)
- ✓ 말레이시아에서 쿠쿠는 프리미엄 이미지로 한국 대비 높은 가격대 포지셔닝
- ✓ 말레이시아 등 해외 매출액과 영업이익기여도는 각각 35%, 38%에 이를 전망
- ✓ 현 주가는 2019년 기준 PER 15.2배 수준

Not Rated

적정주가 (12개월)

현재주가 (2.20) 188,000 원

상승여력

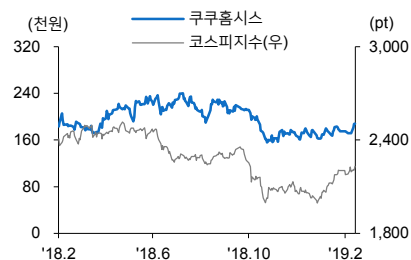
KOSPI	2,229.76pt
시가총액	8,436억원
발행주식수	449만주
유통주식비율	24.44%
외국인비중	10.06%
52주 최고/최저가	240,000원/156,000원
평균거래대금	5.2억원

주요주주(%)

구분학 외 4 인	75.44
국민연금	5.02

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.7	-10.9	2.2
상대주가	3.5	-10.2	10.7

주가그래프



2019년 매출액 +19.9% YoY, 영업이익 +22.7% YoY 전망

쿠쿠홈시스의 2019년 실적은 매출액 4,938억원 (+19.9% YoY), 영업이익 874억원 (+22.7% YoY)이 예상되며 국내 내수는 매출액 3,200억원 (+10.6% YoY), 영업이익 544억원 (+10.6% YoY)이 전망되며 말레이시아 등의 해외는 매출액 1,738억원 (+41.9% YoY), 영업이익 330억원 (+49.8% YoY)의 폭발적인 성장이 기대된다. 해외 매출액과 영업이익기여도는 각각 35%, 38%에 이를 전망이다.

카테고리 확대로 국내 성장, 프리미엄 이미지로 동남아 공략

쿠쿠홈시스는 직수형 정수기를 통해 1~2인 가구를 전략적으로 공략하였으며 공기청정기, 매트리스 등 카테고리 확대에 따른 꾸준한 계정 수 증가 (2019년 +10% YoY 예상)가 고무적이다. 해외 시장에서도 기존 코웨이가 확대해 온 말레이시아 시장에서 만여명에 달하는 막강한 방판 조직을 기반으로 차별화된 중산층 공략을 통해 가파른 성장을 이어가고 있다. 또한 말레이시아에서 쿠쿠는 프리미엄 이미지로 자리잡으면서 한국 대비 높은 가격대 (2018년 평균 한국 19,028원, 말레이시아 22,974원 추정)에 포지셔닝하고 있다.

신규 동남아 진출 확대, 해외 성장 잠재력 대비 저평가

쿠쿠홈시스는 2018년 인도네시아 진출을 완료했으며 2019년 베트남, 인도도 확대할 계획이다. 신규 동남아 진출 지역에서도 성과가 기대되며 높은 성장 잠재력 대비 현 주가는 2019년 기준 PER 15.2배 수준으로 생활소비재 평균 PER 24배 대비 크게 저평가되어 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	30.3	5.0	2.3	503		78,341	n/a	n/a	-2.9	0.6	19.6
2018E	411.8	71.2	43.7	9,739	1,836.9	85,082	18.2	2.1	10.3	11.9	21.4
2019E	493.8	87.4	55.4	12,341	26.7	93,826	15.2	2.0	8.9	13.8	23.1
2020E	576.8	104.9	68.0	15,156	22.8	104,664	12.4	1.8	7.3	15.3	24.0
2021E	637.4	117.3	77.2	17,195	13.5	116,678	10.9	1.6	6.3	15.5	23.7

표19 쿠팡홈시스 세부 실적 현황

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E
매출액	307.5	411.8	493.8	576.8	93.4	100.1	109.8	108.5
증가율 (% YoY)	30.4	33.9	19.9	16.8	n/a	33.0	35.9	n/a
국내	252.9	289.3	320.0	347.5	69.7	73.3	73.9	72.5
증가율 (% YoY)	7.2	14.4	10.6	8.6	n/a	12.6	16.0	n/a
계정수 (천대)	1,170	1,310	1,441	1,557	1,210	1,260	1,290	1,310
증가율 (% YoY)	13.6	12.0	10.0	8.0	n/a	n/a	n/a	n/a
해외 (말레이시아 등)	54.6	122.4	173.8	229.3	23.5	26.7	35.7	36.5
증가율 (% YoY)	178.6	124.2	41.9	32.0	n/a	152.6	121.2	n/a
계정수 (천대)	250	570	800	1,050	320	400	500	570
증가율 (% YoY)	242.5	128.0	40.4	31.3	n/a	n/a	n/a	n/a
매출원가	119.9	156.5	185.2	213.4	35.3	36.4	40.5	44.3
증가율 (% YoY)	24.9	30.5	18.3	15.3	n/a	n/a	n/a	n/a
매출원가율 (%)	39.0	38.0	37.5	37.0	37.7	36.4	36.9	40.8
매출총이익	187.6	255.3	308.6	363.4	58.2	63.6	69.3	64.2
증가율 (% YoY)	34.1	36.1	20.9	17.8	n/a	n/a	n/a	n/a
매출총이익률 (%)	61.0	62.0	62.5	63.0	62.3	63.6	63.1	59.2
판관비	138.4	184.1	221.2	258.4	41.0	45.6	48.7	48.7
증가율 (% YoY)	35.5	33.0	20.2	16.8	n/a	n/a	n/a	n/a
판관비율 (%)	45.0	44.7	44.8	44.8	43.9	45.6	44.4	44.9
영업이익	49.2	71.2	87.4	104.9	17.2	18.0	20.5	15.5
증가율 (% YoY)	30.4	44.7	22.7	20.0	n/a	91.7	74.7	n/a
영업이익률 (%)	16.0	17.3	17.7	18.2	18.4	18.0	18.7	14.3
국내	40.8	49.2	54.4	59.1	12.3	11.7	12.4	12.8
영업이익률 (%)	16.2	17.0	17.0	17.0	17.6	16.0	16.8	17.7
해외 (말레이시아)	8.4	22.0	33.0	45.9	4.9	4.8	7.5	4.9
영업이익률 (%)	15.3	18.0	19.0	20.0	20.9	18.0	21.0	13.3

자료: 쿠팡홈시스, 메리츠증권 리서치센터

쿠쿠홈시스 (284740)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	30.3	411.8	493.8	576.8	637.4
매출액증가율 (%)		1,258.9	19.9	16.8	10.5
매출원가	12.1	156.5	185.2	213.4	235.2
매출총이익	18.2	255.3	308.6	363.4	402.2
판매관리비	13.2	184.1	221.2	258.4	284.9
영업이익	5.0	71.2	87.4	104.9	117.3
영업이익률	16.5	17.3	17.7	18.2	18.4
금융손익	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.1	-7.0	-6.0	-5.0	-4.0
세전계속사업이익	4.0	64.4	81.6	100.2	113.7
법인세비용	1.6	17.4	22.0	27.1	30.7
당기순이익	2.4	47.0	59.6	73.1	83.0
지배주주지분 순이익	2.3	43.7	55.4	68.0	77.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	5.2	8.0	41.7	54.8	69.7
당기순이익(손실)	2.4	47.0	59.6	73.1	83.0
유형자산상각비	4.3	4.7	5.0	5.2	5.5
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-6.3	-43.8	-22.8	-23.6	-18.7
투자활동 현금흐름	-0.8	-17.1	-20.6	-20.6	-19.1
유형자산의증가(CAPEX)	-0.1	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0
투자자산의감소(증가)	-5.6	-1.1	-1.3	-1.4	-1.0
재무활동 현금흐름	0.0	0.0	-13.5	-16.1	-19.4
차입금의 증감	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	350.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	4.4	-9.2	7.7	18.0	31.3
기초현금	10.2	14.6	5.5	13.2	31.2
기말현금	14.6	5.5	13.2	31.2	62.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	175.6	211.5	260.3	319.9	381.4
현금및현금성자산	14.6	5.5	13.2	31.2	62.5
매출채권	35.2	49.2	59.1	69.0	76.2
재고자산	44.6	62.4	74.8	87.4	96.6
비유동자산	253.9	265.3	276.7	287.8	298.4
유형자산	182.9	193.2	203.3	213.1	222.6
무형자산	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3
투자자산	5.6	6.7	8.0	9.4	10.4
자산총계	429.5	476.8	537.0	607.7	679.8
유동부채	55.4	66.2	79.4	92.7	102.4
매입채무	13.0	15.4	18.4	21.5	23.8
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.0	17.9	21.5	25.1	27.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
부채총계	70.3	84.1	100.9	117.8	130.2
자본금	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
자본잉여금	348.1	348.1	348.1	348.1	348.1
기타포괄이익누계액	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
이익잉여금	1.8	32.1	71.3	120.0	173.9
비지배주주지분	7.6	10.9	15.1	20.2	26.0
자본총계	359.2	392.7	436.1	489.9	549.6

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	6,753	91,761	110,031	128,533	142,029
EPS(지배주주)	503	9,739	12,341	15,156	17,195
CFPS	2,444	15,362	19,250	23,432	26,459
EBITDAPS	2,071	16,922	20,587	24,546	27,351
BPS	78,341	85,082	93,826	104,664	116,678
DPS	0	3,000	3,600	4,320	5,184
배당수익률(%)		1.7	1.9	2.3	2.8
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	18.2	15.2	12.4	10.9
PCR	0.0	11.6	9.8	8.0	7.1
PSR	0.0	1.9	1.7	1.5	1.3
PBR	0.0	2.1	2.0	1.8	1.6
EBITDA	9.3	75.9	92.4	110.2	122.7
EV/EBITDA	-2.9	10.3	8.9	7.3	6.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.6	11.9	13.8	15.3	15.5
EBITDA 이익률	30.7	18.4	18.7	19.1	19.3
부채비율	19.6	21.4	23.1	24.0	23.7
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	14,993.0	106,625.2	130,859.8	157,086.1	175,557.6
매출채권회전율(x)	0.9	9.8	9.1	9.0	8.8
재고자산회전율(x)	0.7	7.7	7.2	7.1	6.9

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019 년 2 월 21 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019 년 2 월 21 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019 년 2 월 21 일 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 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018 년 12 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

호텔신라 (008770) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	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	-42.0	-35.6	
2018.11.19	산업분석	Buy	120,000	양지혜	-35.3	-28.1	
2019.01.21	산업브리프	Buy	105,000	양지혜	-27.0	-21.7	
2019.02.21	산업브리프	Buy	105,000	양지혜	-	-	

신세계인터내셔널 (031430) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.11.19	산업분석	Buy	240,000	양지혜	-21.4	-8.5	
2019.02.21	산업브리프	Buy	270,000	양지혜	-	-	

코웨이 (021240) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.05.02	기업브리프	Trading Buy	117,000	양지혜	-12.4	-5.1	
2017.06.08	산업분석	Trading Buy	117,000	양지혜	-12.2	-5.1	
2017.07.20	기업브리프	Trading Buy	117,000	양지혜	-14.3	-5.1	
2018.01.10	기업브리프	Trading Buy	117,000	양지혜	-14.8	-5.1	
2018.02.13	기업브리프	Trading Buy	102,000	양지혜	-13.8	-9.5	
2018.05.02	기업브리프	Trading Buy	102,000	양지혜	-13.0	-6.9	
2018.10.31	기업브리프	Trading Buy	75,000	양지혜	2.6	18.8	
2019.02.21	산업브리프	Trading Buy	100,000	양지혜	-	-	

BGF 리테일 (282330) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	250,000	양지혜	-15.2	-9.2	
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	220,000	양지혜	-22.9	-14.5	
2018.04.13	기업브리프	Trading Buy	220,000	양지혜	-19.1	-5.0	
2018.08.10	기업브리프	Trading Buy	200,000	양지혜	-7.6	6.3	
2018.11.05	산업분석	Trading Buy	200,000	양지혜	-8.8	6.3	
2018.11.19	산업분석	Trading Buy	200,000	양지혜	-5.8	9.0	
2019.01.14	기업브리프	Trading Buy	220,000	양지혜	-14.7	-6.6	
2019.02.21	산업브리프	Trading Buy	230,000	양지혜	-	-	