

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈

18

유통/화장품

리테일 혁신과 새로운 가치 평가

Neutral

Top Picks

종목	투자판단	적정주가
호텔신라(008770)	Buy	135,000원
신세계(004170)	Buy	400,000원
LG생활건강(051900)	Buy	1,720,000원

관심종목

종목	투자판단	적정주가
신세계인터내셔널(031430)	Buy	400,000원
쿠쿠홈시스(284740)	Not Rated	-
다나와(119860)	Not Rated	-
콜마비앤에이치(200130)	Not Rated	-

유통/화장품

리테일 혁신과 새로운 가치 평가



유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr

Contents

Part I	유통업종 2019년 상반기 Review & 하반기 전망	7	Part IV	화장품업종 2019년 상반기 Review & 하반기 전망	65
Part II	유통산업의 De-rating	21	Part V	중국 신유통이 이끄는 프리미엄 소비 성장	79
Part III	아시아 온라인 유통 자금 흐름과 스타트업의 활성화	31	Part VI	건강기능식품, 불노미생(不老美生)의 비결	91
기업분석	호텔신라(008770) 중국 신유통과 연계된 럭셔리 소비 성장 수혜	48	Part VII	뷰티 서비스, New Anti-aging Care	105
	신세계(004170) 럭셔리를 잘 아는 기업	51	기업분석	LG생활건강(051900) 브랜드 및 지역 다변화의 초석을 다지다	114
	쿠쿠홈시스(284740) 코쿠닝 시대, 성공적인 렌탈 카테고리 다변화	57		신세계인터내셔널(031430) 글로벌 브랜드 머천다이징 No.1	118
	다나와(119860) 온라인 최저가 매칭 솔루션 강점으로 고성장	61		아모레퍼시픽(090430) 해외 성장률 회복 관건	122
				콜마비앤에이치(200130) 성장의 Quality가 달라지고 있다	126

I 유통 (Neutral), 구 유통의 De-rating vs. 신 유통의 Re-rating

- 대형마트 등 오프라인 유통의 '기존점성장률' 회복에 따른 주가 반등 기회 모색. Q에 의한 기존점성장률 회복 보다는 P의 상승을 통한 기존점성장률 회복이 관건이 될 전망
- 역사적으로 유통기업의 PER 밸류에이션은 구조적인 소비 트렌드에 따른 성장률 변화에 따라 뚜렷한 방향성을 나타냈음. 결국 렌탈, 온라인 솔루션 등 신유통에서 강점을 갖춘 기업들의 성장성이 보다 부각될 가능성이 높음
- 면세점은 중국 중산층 럭셔리 소비 성장과 함께 상위사업자 중심으로 면세사업 과점화 예상. 미중 무역분쟁 이슈에 따른 급격한 위안화 약세나 중국 소비심리 위축까지 확대되지 않는다면 중국 관련 우려감은 점차 해소 가능
- **Top picks:** 호텔신라 (투자의견 Buy, 적정주가 135,000원), 신세계 (투자의견 Buy, 적정주가 400,000원)
- **관심종목:** 쿠팡 (Not Rated), 다나와 (Not Rated)

II 화장품 (Neutral), 소비 트렌드 변화에 따른 종목 차별화

- 중국 인바운드 소비 회복 기대감은 화장품업종 주가에 긍정적으로 작용한 전망. 중국 매스 시장 중심으로 화장품 소매판매액 및 중국향 수출 성장률이 둔화되고 있어 소비 트렌드 변화에 따른 종목별 선별 중요. 건강기능식품 등 뷰티 산업의 영역을 확장하여 투자 기회 모색
- 국내와 중국 모두 온라인으로 구매 집중도가 심화되고 있음. 아는 제품을 습관적으로 구매하는 목적성 구매에서 벗어나 새로움과 편의를 추구하며 온라인을 더 자주 구매하고 더 많이 활용하기 시작
- 특히 중국 3~4선 하위도시에서의 온라인의 저력이 강화됨. 글로벌 대형 브랜드는 넓은 저변으로 온라인에 침투하고 있으며 신흥 브랜드는 하위 도시의 온라인 성장 모멘텀에 기반하고 있음
- **Top pick:** LG생활건강 (투자의견 Buy, 적정주가 1,720,000원)
- **관심종목:** 신세계인터내셔널 (투자의견 Buy, 적정주가 400,000원), 콜마비앤에이치 (Not Rated)

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈

18

Part I

유통업종 2019년 상반기 Review & 하반기 전망

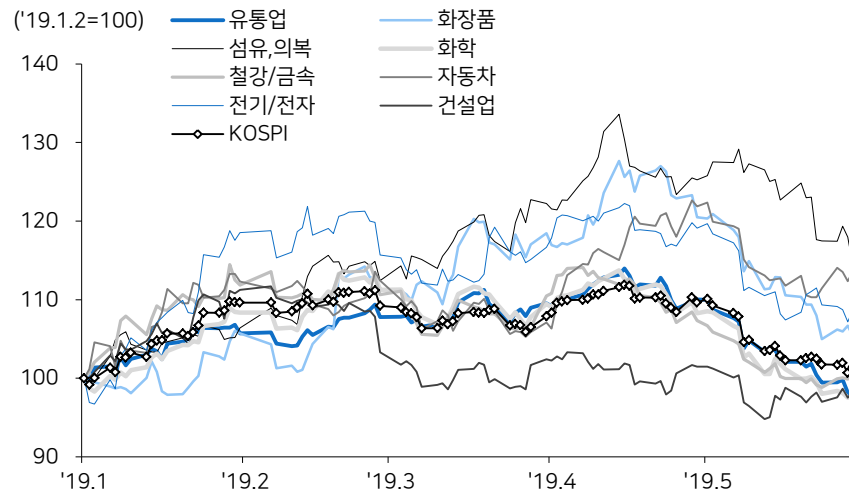
중국 소비주 (면세점)와 국내 소비주의 뚜렷한 주가 차별화

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

상반기 유통업종 Review

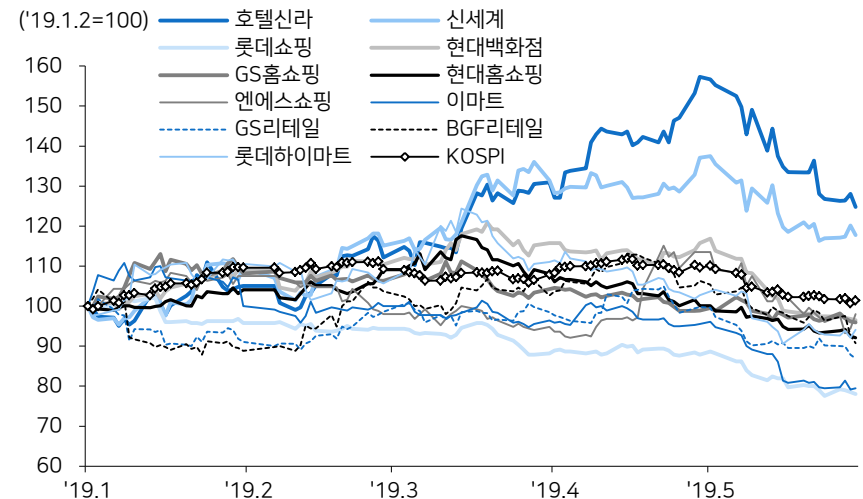
- 상반기 면세점 등 중국 소비주는 호실적과 함께 전체 시장 대비 Outperform 하였음. 특히 중국 전자상거래법 등 정부 정책에 대한 시장의 우려 대비 양호한 성장이 확인되면서 불확실성이 해소되는 국면에서 저평가 매력은 더욱 부각
- 한편 대형마트, 홈쇼핑 등 국내 내수 중심의 유통기업들은 기존점성장률 부진 등 소비 침체와 온오프라인 가격할인 경쟁 심화 등으로 부진한 실적을 기록하였고 주가 또한 전체 시장 대비 하회
- 편의점은 상위업체 중심으로 집중도 강화와 이익 턴어라운드 기대감으로 시장 평균 대비 소폭 상회하는 수익률 기록

2019년 상반기 업종별 지수 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

2019년 상반기 유통 종목별 주가 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

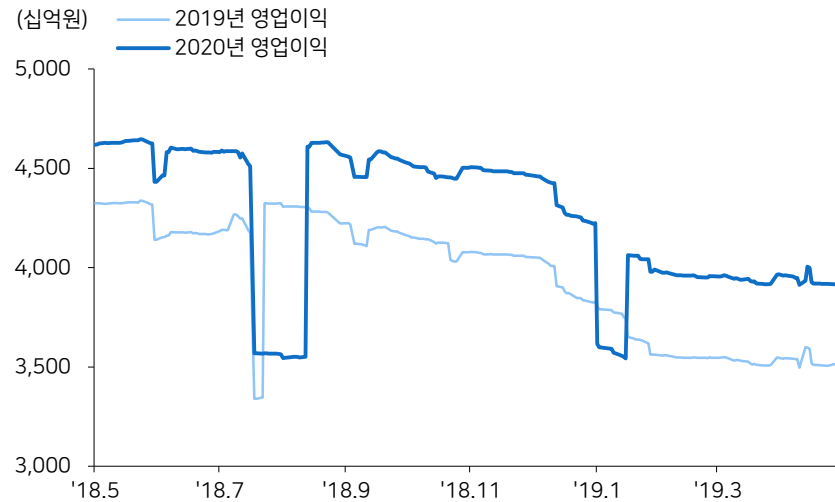
국내 소비 부진과 온라인과의 경쟁심화로 실적 추정치 하향 지속 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

실적 추정치 하향 추세 지속

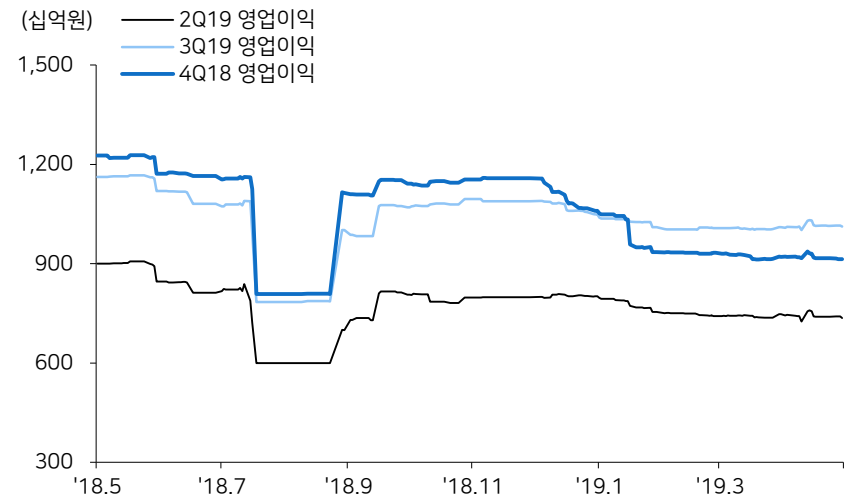
- 유통업종의 시장 컨센서스는 면세점 업체들의 높은 영업이익 성장에도 불구하고 오프라인 유통기업들의 수익 창출력 약화로 당분간 하향 조정 추세 지속 전망

유통업종 연간 영업이익 컨센서스



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

유통업종 분기별 영업이익 컨센서스



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

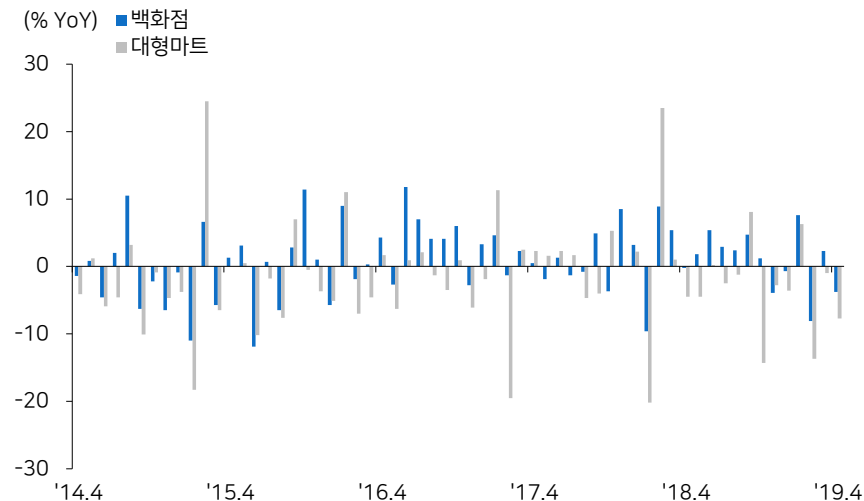
오프라인 유통의 주가 반등 여부, '기존점성장률' 회복 관건

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

하반기 '기존점성장률' 회복에 따른 주가 반등 기회 모색

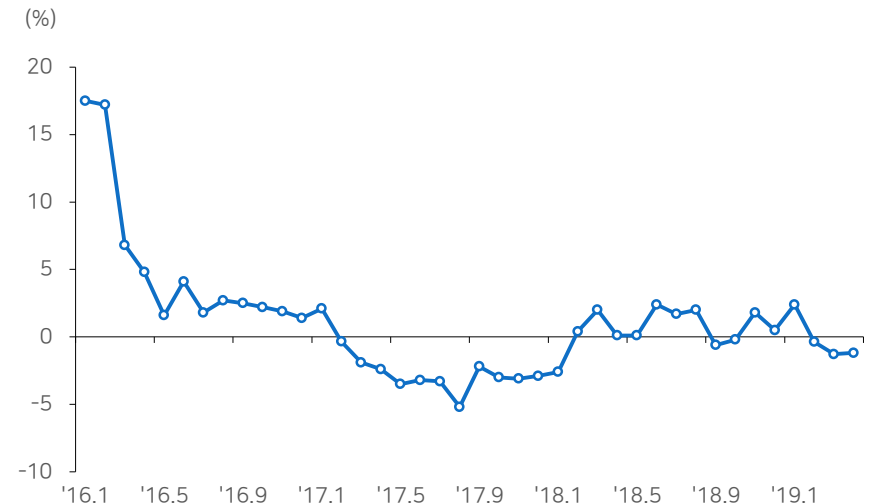
- 신규 출점이 제한된 상황에서 백화점, 대형마트, 편의점 등 오프라인 유통업체들의 주가 모멘텀은 '기존점성장률' (점당매출액증감률)이 중요하게 작용
- 대형마트의 경우 신선식품에서의 온라인과의 경쟁 심화로 기존점 부진 지속될 가능성이 높음. 백화점의 기존점성장률은 고가 명품 소비 확대가 지속되고 있으나 부동산 경기 둔화는 부정적으로 작용할 수 있겠음. 점포수 증가율 둔화와 액상형 전자담배 등 상품력 강화 및 점당 효율성 개선에 따른 편의점 점당매출액의 회복 여부 주시

백화점 및 대형마트 기존점성장률 추이



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권리서치센터

편의점 점당매출액 증감률 추이



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권리서치센터

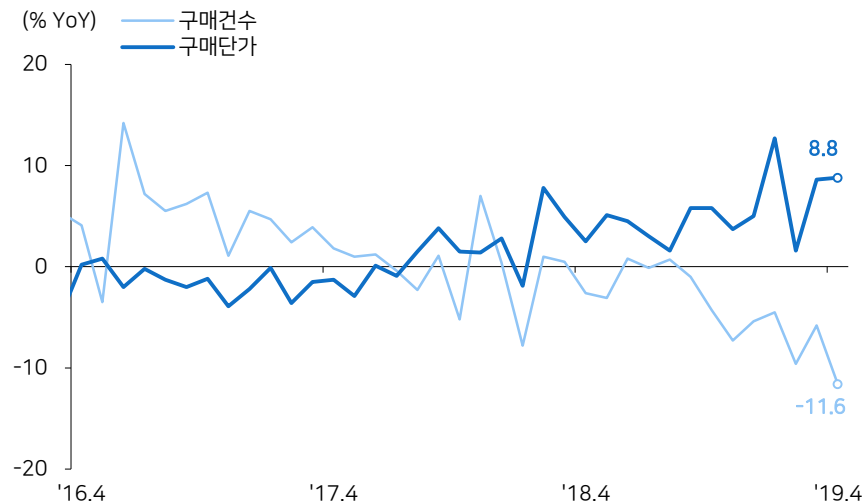
Q보다는 P의 상승을 통한 기존점성장률 회복

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

Q보다는 P의 성장이 관건

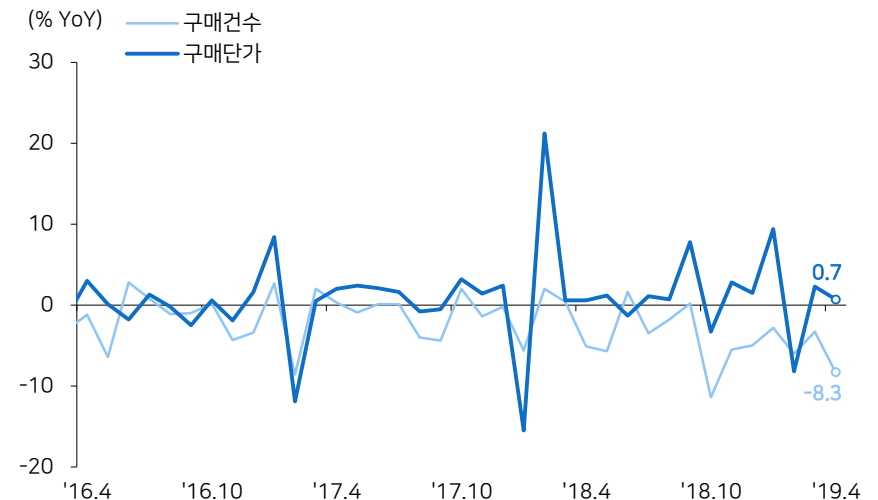
- 일본의 경우 장기 불황과 전반적인 물가 하락 속에서 소비자들은 저가격 제품을 선호하고 가계소비 지출을 합리화하고 절약하였음. 이는 일본의 유통기업들에게 가격 경쟁의 만성화를 유발하는 어려움으로 작용했으나 무조건적인 가격 할인보다는 가격 대비 품질을 향상시킨 기업에게는 시장 입지를 강화할 수 있는 기회를 제공
- 따라서 Q에 의한 기존점성장률 회복 보다는 P의 상승을 통한 기존점성장률 회복이 관건

백화점 구매단가 및 구매건수



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권리서치센터

대형마트 구매단가 및 구매건수



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권리서치센터

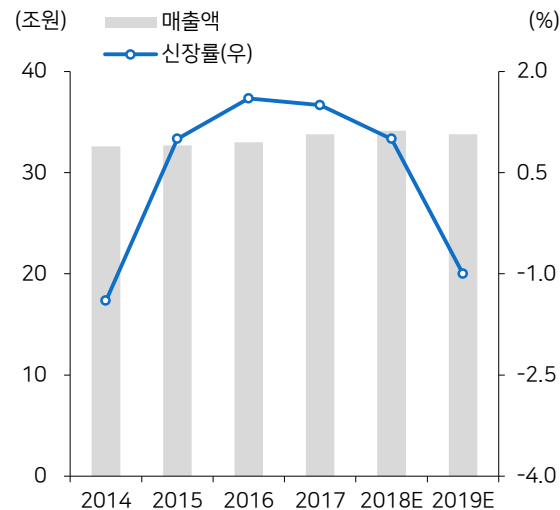
대형마트 부진, 백화점 유지, 온라인몰 고성장 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

2019년 유통 채널별 전망 (1)

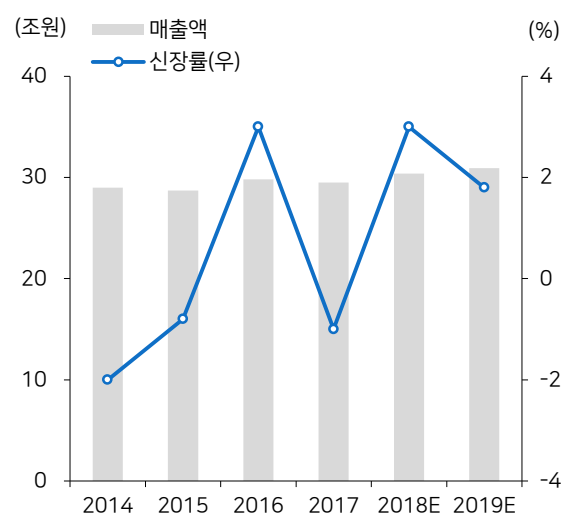
- 대형마트: 온라인 식품 경쟁 심화, 지속적인 객수 감소 등으로 부진 지속될 전망
- 백화점: 중국인 관광객 유입 정상화 기대, 소비심리 둔화와 복합쇼핑몰 등의 규제 리스크는 염두해 둘 필요가 있겠음
- 온라인몰: 수요 기반의 지속적인 시장 확대와 유통업체들의 신기술 도입에 따른 쇼핑 경험 향상 (AI 활용한 상담 및 구매, 음성인식 Voice 쇼핑 등)으로 고성장 유지 전망

대형마트 판매액 및 신장률 추이와 전망



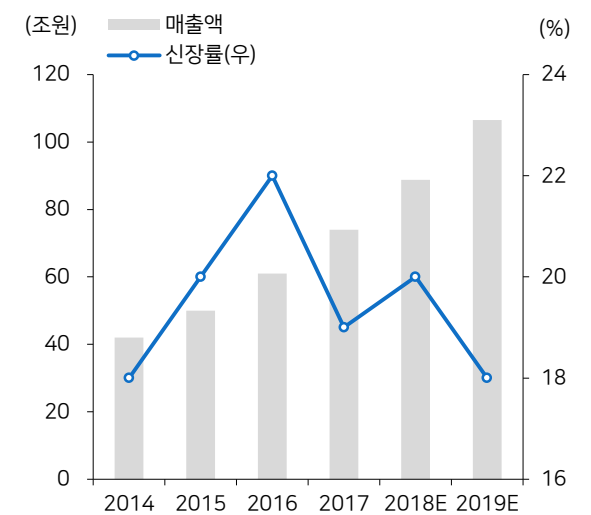
주: 18년, 19년은 메리츠증권증권 추정치
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠증권증권 리서치센터

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

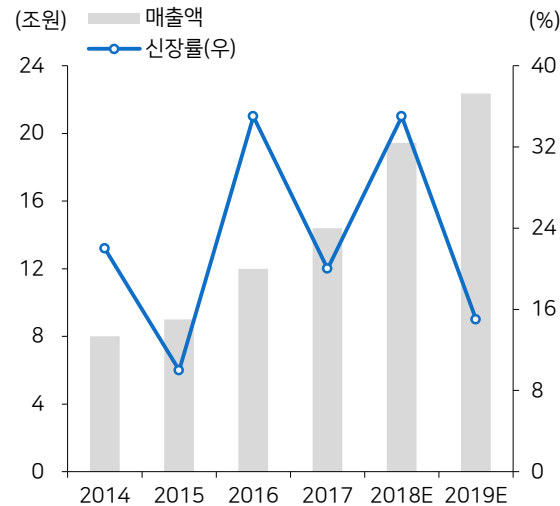
중국 럭셔리 소비 확장으로 면세점 성장 지속, 편의점 점당효율성 개선 관건

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

2019년 유통 채널별 전망 (2)

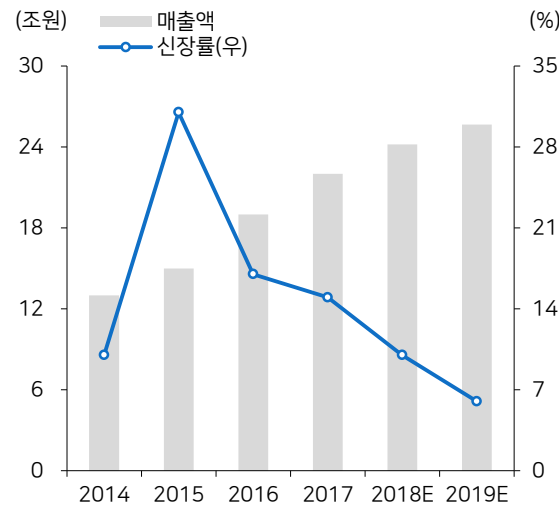
- 면세점: 중국 중산층 밀레니얼의 럭셔리 소비 확장에 따른 구조적인 고성장이 이어지겠지만 2018년 대비 2019년 성장률은 소폭 둔화될 전망. 홍콩, 동남아 등 해외 사업 강화로 신규 수익원 확보 기대
- 편의점: 1~2인 가구 확대에 따른 수요 기반의 고성장 지속될 전망. 다만 신규 출점 속도는 둔화될 것으로 예상. 상품력 강화를 통한 기존점성장률 (점당매출액증감률) 회복 관건

면세점 판매액 및 신장률 추이와 전망



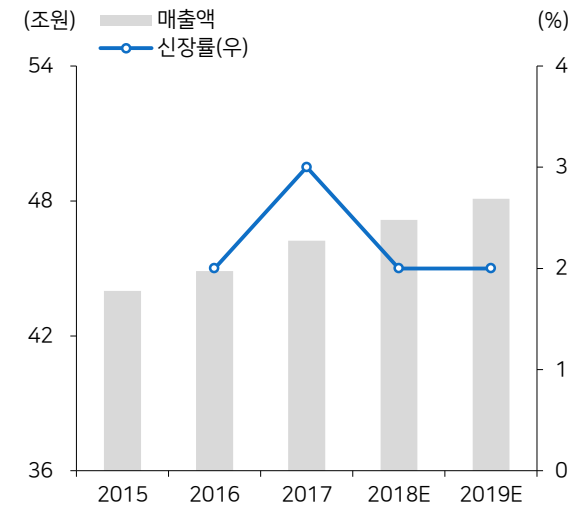
주: 18년, 19년은 메리츠증권증권 추정치
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠증권증권 리서치센터

편의점 판매액 및 신장률 추이와 전망



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

슈퍼마켓 판매액 및 신장률 추이와 전망



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

국내 유통기업 Peer

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

		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 (06/03)	(원)	159,500	147,000	84,100	300,500	185,500	34,350	42,950	94,800
시가총액	(십억원)	4,512	4,098	1,968	2,958	3,206	2,645	1,014	3,721
절대수익률 (%)	1M	-10.1	-16.3	-16.7	-12.4	-14.6	-13.2	-9.8	-17.7
	3M	-16.2	-20.0	-12.6	4.4	-12.4	-12.1	-12.4	15.4
	6M	-23.9	-25.4	-9.0	3.2	-2.8	-9.1	-15.1	10.1
	1Y	-26.8	-41.8	-24.0	-31.6	3.5	-8.4	-43.5	-23.4
	YTD	-24.2	-21.1	-6.4	16.4	-8.6	-16.0	-8.0	23.7
초과수익률 (%p)	1M	-2.8	-8.9	-9.3	-5.0	-7.3	-5.8	-2.4	-10.4
	3M	-9.4	-13.2	-5.8	11.2	-5.6	-5.3	-5.5	22.2
	6M	-23.2	-24.6	-8.2	4.0	-2.1	-8.3	-14.4	10.9
	1Y	-13.0	-28.0	-10.3	-17.8	17.3	5.3	-29.7	-9.6
	YTD	-24.4	-21.3	-6.6	16.2	-8.8	-16.3	-8.3	23.4
PER (X)	2018	-10.9	11.3	8.9	10.5	22.9	25.9	12.9	27.3
	2019E	16.4	13.0	8.6	3.5	18.6	20.6	9.6	22.6
	2020E	14.3	11.4	7.6	10.8	17.2	16.3	9.1	18.0
PBR (X)	2018	0.3	0.6	0.5	0.7	6.8	1.5	0.5	4.0
	2019E	0.2	0.5	0.5	0.7	5.0	1.2	0.5	4.1
	2020E	0.2	0.5	0.4	0.7	4.0	1.2	0.5	3.4
ROE (%)	2018	-4.5	5.5	5.9	6.9	33.9	5.9	5.7	15.4
	2019E	2.3	3.8	5.4	21.7	29.6	6.0	6.7	19.6
	2020E	2.6	4.2	5.8	6.2	26.3	7.3	5.5	20.4
매출액성장률 (%)	2018	-0.6	9.9	0.8	33.9	515.3	5.1	0.3	34.1
	2019E	1.5	14.4	12.3	18.2	4.5	4.6	5.5	15.7
	2020E	1.9	5.3	10.0	7.1	4.0	3.7	4.0	10.3
영업이익성장률 (%)	2018	-25.5	-20.9	-9.4	15.0	615.1	8.8	-10.1	186.0
	2019E	9.5	-22.4	-4.9	4.8	6.5	11.4	-13.9	52.6
	2020E	4.6	15.9	15.1	15.5	10.6	10.3	6.4	21.9
순이익성장률 (%)	2018	299.5	-26.9	-5.8	33.4	450.7	2.0	-42.4	336.0
	2019E	-150.4	-29.9	-4.6	204.7	11.9	6.4	23.2	49.6
	2020E	14.5	14.3	13.3	-63.6	8.1	26.7	5.5	25.3
영업이익률 (%)	2018	3.4	2.7	19.2	7.7	3.3	2.1	4.5	4.4
	2019E	3.6	1.8	16.2	6.8	3.3	2.2	3.7	5.8
	2020E	3.7	2.0	17.0	7.3	3.6	2.3	3.8	6.5
순이익률 (%)	2018	-3.1	2.6	12.8	5.5	2.7	1.4	2.1	2.3
	2019E	1.5	1.6	10.9	14.2	2.9	1.4	2.4	3.0
	2020E	1.7	1.8	11.2	4.8	3.0	1.7	2.5	3.4

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 유통기업 Peer

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

		WAL-MART	COSTCO	MACY'S	SEVEN&I HOLDINGS	LAWSON	FAMILYMART	BESTBUY	YAMADADENKI
Ticker		WMT US	COST US	MUS	3382 JP	2651 JP	8028 JP	BBY US	9831 JP
국가		미국	미국	미국	일본	일본	일본	미국	일본
현재주가(05/31)	(현지통화)	101.4	239.6	20.6	3,643.0	5,020.0	2,601.0	62.7	506.0
시가총액	(백만달러)	290,841	105,370	6,354	29,835	4,650	12,162	16,790	4,517
절대수익률 (%)	1M	-0.8	-2.2	-12.6	-5.0	-2.3	-11.9	-15.8	-3.6
	3M	3.6	9.8	-15.7	-25.1	-24.9	-17.6	-8.3	-3.4
	6M	5.6	4.1	-38.2	-25.1	-30.5	-34.6	-1.5	-5.3
	1Y	25.6	22.1	-38.1	-22.4	-25.7	-6.2	-5.7	-7.8
	YTD	10.1	18.2	-29.8	-22.6	-25.7	-24.3	19.2	-1.3
초과수익률 (%p)	1M	5.5	5.6	-6.3	0.6	3.3	-6.3	-9.4	2.0
	3M	4.2	10.6	-15.0	-24.5	-24.3	-17.0	-7.6	-2.7
	6M	4.8	1.9	-38.9	-26.0	-31.3	-35.5	-2.3	-6.2
	1Y	21.9	20.8	-41.9	-22.4	-25.7	-6.1	-9.5	-7.8
	YTD	-0.7	5.4	-40.6	-33.9	-37.0	-35.6	8.4	-12.7
PER (X)	2018	19.5	32.9	7.9	21.3	26.4	73.1	11.1	30.0
	2019E	21.0	29.4	6.6	14.8	26.3	26.3	11.1	15.3
	2020E	20.1	28.1	7.0	13.4	19.0	25.0	10.5	15.0
PBR (X)	2018	3.6	8.0	1.3	1.7	2.4	2.8	5.2	0.7
	2019E	3.8	7.2	0.9	1.2	1.8	2.2	4.6	0.7
	2020E	3.6	6.3	0.9	1.2	1.7	2.1	4.4	0.7
ROE (%)	2018	8.9	26.6	18.2	8.2	9.3	8.2	42.3	2.5
	2019E	14.1	25.4	20.3	8.0	10.1	7.9	42.6	3.2
	2020E	18.6	25.4	14.6	8.5	6.9	8.5	43.9	4.7
매출액성장률 (%)	2018	2.8	9.7	0.4	15.6	10.0	-51.2	1.7	1.6
	2019E	2.3	7.9	-2.9	23.9	151.5	-14.6	1.7	4.4
	2020E	3.3	7.0	0.2	1.2	2.3	6.0	1.4	0.5
영업이익성장률 (%)	2018	21.0	10.3	-1.9	6.0	-6.9	-22.7	1.1	-28.2
	2019E	-21.8	8.0	-3.5	3.7	-0.5	32.5	2.1	48.9
	2020E	3.0	7.2	-6.1	3.5	1.2	14.3	1.9	0.5
순이익성장률 (%)	2018	-32.4	17.0	-29.2	13.0	-3.8	36.0	9.7	-37.3
	2019E	111.1	14.6	n/a	7.4	-24.7	11.0	2.0	30.4
	2020E	-7.0	4.7	n/a	10.6	38.5	5.4	0.5	2.1
영업이익률 (%)	2018	5.4	3.2	5.7	7.5	21.1	8.1	4.6	1.7
	2019E	4.1	3.2	5.7	6.3	8.3	12.5	4.6	2.5
	2020E	4.1	3.2	5.3	6.4	8.2	13.5	4.6	2.5
순이익률 (%)	2018	1.3	2.2	4.3	3.7	8.9	7.4	3.5	1.3
	2019E	2.7	2.4	n/a	3.2	2.7	9.5	3.5	1.7
	2020E	2.4	2.3	3.8	3.5	3.6	9.5	3.4	1.7

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주요 글로벌 유통 기업, 최근 주가 동향

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

Walmart



Best Buy



Seven&I Holdings



Macy's



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

Walmart 연간 실적 추이

(백만달러)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	476,294.0	485,651.0	482,130.0	485,873.0	500,343.0	514,405.0	526,640.0	544,119.3
영업이익	26,872.0	27,147.0	24,105.0	22,764.0	20,437.0	21,957.0	21,672.0	22,321.2
세전이익	24,656.0	24,799.0	21,638.0	20,497.0	15,123.0	11,460.0	19,329.1	19,936.9
순이익	16,022.0	16,363.0	14,694.0	13,643.0	9,862.0	6,670.0	14,083.1	13,098.8
성장률 (%YoY)								
매출액	1.6	2.0	-0.7	0.8	3.0	2.8	2.4	3.3
영업이익	-3.1	1.0	-11.2	-5.6	-10.2	7.4	-1.3	3.0
세전이익	-3.9	0.6	-12.7	-5.3	-26.2	-24.2	68.7	3.1
순이익	-5.7	2.1	-10.2	-7.2	-27.7	-32.4	111.1	-7.0
수익성 (%)								
영업이익률	5.6	5.6	5.0	4.7	4.1	4.3	4.1	4.1
세전이익률	5.2	5.1	4.5	4.2	3.0	2.2	3.7	3.7
순이익률	3.4	3.4	3.0	2.8	2.0	1.3	2.7	2.4
PER (배)	14.8	17.0	15.1	15.4	24.1	19.5	21.2	20.2
PBR (배)	3.2	3.4	2.6	2.6	4.0	3.8	3.9	3.7
EV/EBITDA (배)	8.1	8.7	7.5	7.4	11.4	10.1	11.3	11.0
ROE (%)	21.0	20.8	18.1	17.2	12.7	8.9	18.6	18.9
EPS (달러)	4.9	5.1	4.6	4.4	3.3	2.3	5.0	5.1
BPS (달러)	23.6	25.2	25.5	25.5	26.4	25.2	26.4	27.8

주: GAAP, 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Walmart 분기별 실적 추이

(백만달러)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E
매출액	130,936.0	117,542.0	123,355.0	123,179.0	136,267.0	122,690.0	128,028.0	124,894.0	138,793.0	123,925.0	130,021.4	128,743.1
영업이익	6,205.0	5,237.0	5,969.0	4,764.0	4,467.0	5,154.0	5,750.0	4,986.0	6,067.0	4,945.0	5,541.2	4,917.9
세전이익	5,650.0	4,674.0	4,606.0	2,879.0	2,964.0	2,822.0	398.0	2,576.0	5,664.0	5,157.0	4,913.9	4,289.5
순이익	3,757.0	3,039.0	2,899.0	1,749.0	2,175.0	2,134.0	-861.0	1,710.0	3,687.0	3,842.0	3,494.1	3,087.4
성장률 (%YoY)												
매출액	1.0	1.4	2.1	4.2	4.1	4.4	3.8	1.4	1.9	1.0	1.6	3.1
영업이익	-6.6	-0.7	-3.2	-6.9	-28.0	-1.6	-3.7	4.7	35.8	-4.1	-3.6	-1.4
세전이익	-7.3	-0.8	-17.7	-36.5	-47.5	-39.6	-91.4	-10.5	91.1	82.7	1,134.6	66.5
순이익	-17.9	-1.3	-23.2	-42.4	-42.1	-29.8	적전	-2.2	69.5	80.0	505.8	80.5
수익성 (%)												
영업이익률	4.7	4.5	4.8	3.9	3.3	4.2	4.5	3.8	4.4	3.9	4.2	3.7
세전이익률	4.3	4.0	3.7	2.3	2.2	2.3	0.3	3.3	4.0	3.4	3.8	3.2
순이익률	2.9	2.6	2.4	1.4	1.6	1.7	-0.7	2.4	2.8	2.4	2.7	2.2

주: GAAP, 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

Best Buy 연간 실적 추이

(백만달러)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	40,611.0	40,339.0	39,528.0	39,403.0	42,151.0	42,879.0	43,580.3	44,207.5
영업이익	1,144.0	1,450.0	1,375.0	1,854.0	1,843.0	1,900.0	2,016.7	2,054.3
세전이익	1,083.0	1,387.0	1,310.0	1,816.0	1,817.0	1,888.0	1,994.2	2,036.3
순이익	532.0	1,233.0	897.0	1,228.0	1,000.0	1,464.0	1,517.3	1,524.6
성장률 (%YoY)								
매출액	2.0	-0.7	-2.0	-0.3	7.0	1.7	1.6	1.4
영업이익	흑전	26.7	-5.2	34.8	-0.6	3.1	6.1	1.9
세전이익	흑전	28.1	-5.6	38.6	0.1	3.9	5.6	2.1
순이익	흑전	131.8	-27.3	36.9	-18.6	46.4	3.6	0.5
수익성 (%)								
영업이익률	2.8	3.6	3.5	4.7	4.4	4.4	4.6	4.6
세전이익률	2.7	3.4	3.3	4.6	4.3	4.4	4.6	4.6
순이익률	1.3	3.1	2.3	3.1	2.4	3.4	3.5	3.4
PER (배)	11.3	13.5	10.5	12.4	16.1	11.1	11.4	10.8
PBR (배)	2.0	2.5	2.1	2.9	5.6	4.7	4.8	4.5
EV/EBITDA (배)	3.7	4.8	3.7	4.4	7.3	5.6	7.0	6.9
ROE (%)	15.1	27.5	19.1	27.0	24.0	42.3	43.9	42.4
EPS (달러)	1.6	3.5	2.6	3.9	3.3	5.3	5.7	5.9
BPS (달러)	11.5	14.2	13.5	15.1	12.8	12.4	13.5	14.2

주: GAAP, 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Best Buy 분기별 실적 추이

(백만달러)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E
매출액	13,482.0	8,528.0	8,940.0	9,320.0	15,363.0	9,109.0	9,379.0	9,590.0	14,801.0	9,142.0	9,555.8	9,791.9
영업이익	881.0	300.0	321.0	350.0	872.0	265.0	335.0	322.0	978.0	334.0	359.4	336.8
세전이익	873.0	292.0	310.0	342.0	873.0	257.0	329.0	330.0	972.0	330.0	351.1	330.4
순이익	607.0	188.0	209.0	239.0	364.0	208.0	244.0	277.0	735.0	265.0	265.7	255.7
성장률 (%YoY)												
매출액	-1.0	1.0	4.8	4.2	14.0	6.8	4.9	2.9	-3.7	0.4	1.9	2.1
영업이익	14.3	-19.4	11.1	12.2	-1.0	-11.7	4.4	-8.0	12.2	26.0	7.3	4.6
세전이익	16.4	-18.9	11.1	12.5	0.0	-12.0	6.1	-3.5	11.3	28.4	6.7	0.1
순이익	26.7	-17.9	5.6	23.2	-40.0	10.6	16.7	15.9	101.9	27.4	8.9	-7.7
수익성 (%)												
영업이익률	6.5	3.5	3.6	3.8	5.7	2.9	3.6	3.4	6.6	3.7	3.8	3.4
세전이익률	6.5	3.4	3.5	3.7	5.7	2.8	3.5	3.4	6.6	3.6	3.7	3.4
순이익률	4.5	2.2	2.3	2.6	2.4	2.3	2.6	2.9	5.0	2.9	2.8	2.6

주: GAAP, 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

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

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

Seven&I Holdings 연간 실적 추이

(백만달러)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	47,012.9	46,289.6	40,548.5	42,978.3	43,161.7	49,886.8	62,129.9	63,126.4
영업이익	3,412.7	3,180.7	2,920.2	3,372.3	3,516.1	3,727.5	3,898.1	4,049.9
세전이익	3,127.1	2,873.7	2,517.8	2,012.5	2,480.7	2,874.5	3,136.9	3,420.3
순이익	1,765.2	1,602.5	1,333.9	894.9	1,626.3	1,838.4	2,017.2	2,226.1
성장률 (%YoY)								
매출액	-7.3	-1.5	-12.4	6.0	0.4	15.6	24.5	1.6
영업이익	-5.6	-6.8	-8.2	15.5	4.3	6.0	4.6	3.9
세전이익	-2.7	-8.1	-12.4	-20.1	23.3	15.9	9.1	9.0
순이익	4.5	-9.2	-16.8	-32.9	81.7	13.0	9.7	10.4
수익성 (%)								
영업이익률	7.3	6.9	7.2	7.8	8.1	7.5	6.3	6.4
세전이익률	6.7	6.2	6.2	4.7	5.7	5.8	5.0	5.4
순이익률	3.8	3.5	3.3	2.1	3.8	3.7	3.2	3.5
PER (배)	19.2	23.4	24.7	40.2	21.8	21.3	15.0	13.6
PBR (배)	1.6	1.8	1.7	1.7	1.6	1.7	1.3	1.2
EV/EBITDA (배)	7.0	7.7	7.0	6.6	6.1	6.6	5.1	4.9
ROE (%)	8.8	7.9	6.9	4.1	7.6	8.2	8.5	8.8
EPS (달러)	2.0	1.8	1.5	1.0	1.8	2.1	2.3	2.5
BPS (달러)	23.3	21.7	23.8	23.6	25.7	25.6	27.4	28.9

주: GAAP, 2월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Seven&I Holdings 분기별 실적 추이

(백만달러)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E
매출액	10,721.0	10,949.4	10,457.8	10,801.0	10,532.2	11,377.8	12,015.6	12,738.4	12,447.2	12,657.4	14,326.6	15,554.4
영업이익	884.1	790.0	752.6	994.0	903.4	866.7	801.3	1,021.3	928.3	971.9	788.7	1,045.2
세전이익	724.5	396.5	507.0	822.5	846.5	301.9	655.1	772.7	756.1	687.2	781.7	1,032.6
순이익	401.8	185.0	300.8	502.7	533.5	288.3	397.9	527.4	487.1	423.1	414.0	570.9
성장률 (%YoY)												
매출액	5.9	3.8	4.5	-3.9	-1.8	3.9	14.9	17.9	18.2	11.2	19.2	22.1
영업이익	20.7	2.3	2.1	2.9	2.2	9.7	6.5	2.8	2.8	12.1	-1.6	2.3
세전이익	9.4	-33.9	-25.1	297.2	16.8	-23.8	29.2	-6.1	-10.7	127.6	19.3	33.6
순이익	18.7	-38.4	-23.0	흑전	32.8	55.8	32.3	4.9	-8.7	46.8	4.1	8.3
수익성 (%)												
영업이익률	8.2	7.2	7.2	9.2	8.6	7.6	6.7	8.0	7.5	7.7	5.5	6.7
세전이익률	6.8	3.6	4.8	7.6	8.0	2.7	5.5	6.1	6.1	5.4	5.5	6.6
순이익률	3.7	1.7	2.9	4.7	5.1	2.5	3.3	4.1	3.9	3.3	2.9	3.7

주: GAAP, 2월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

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

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

Macy's 연간 실적 추이

(백만달러)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	27,931.0	28,105.0	27,079.0	26,566.0	25,641.0	25,739.0	24,991.9	25,044.7
영업이익	2,678.0	2,800.0	2,039.0	1,372.0	1,864.0	1,738.0	1,423.1	1,339.6
세전이익	2,290.0	2,390.0	1,678.0	966.0	1,516.0	1,420.0	1,257.8	1,212.3
순이익	1,486.0	1,526.0	1,072.0	628.0	1,566.0	1,108.0	N/A	949.5
성장률 (%YoY)								
매출액	0.9	0.6	-3.7	-1.9	-3.5	0.4	-2.9	0.2
영업이익	0.6	4.6	-27.2	-32.7	35.9	-6.8	-18.1	-5.9
세전이익	8.9	4.4	-29.8	-42.4	56.9	-6.3	-11.4	-3.6
순이익	11.3	2.7	-29.8	-41.4	149.4	-29.2	N/A	N/A
수익성 (%)								
영업이익률	9.6	10.0	7.5	5.2	7.3	6.8	5.7	5.3
세전이익률	8.2	8.5	6.2	3.6	5.9	5.5	5.0	4.8
순이익률	5.3	5.4	4.0	2.4	6.1	4.3	N/A	3.8
PER (배)	13.4	14.5	12.0	10.5	6.4	7.9	6.8	7.2
PBR (배)	3.1	4.0	3.0	2.0	1.3	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	6.6	7.0	6.2	5.9	4.2	4.3	5.6	5.8
ROE (%)	24.2	26.2	22.3	14.6	30.9	18.2	14.7	13.2
EPS (달러)	3.9	4.3	3.3	2.0	5.1	3.6	3.2	3.1
BPS (달러)	17.1	15.8	13.7	14.4	18.8	20.9	22.0	23.1

주: GAAP, 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Macy's 분기별 실적 추이

(백만달러)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E
매출액	8,723.0	5,511.0	5,803.0	5,426.0	8,901.0	5,698.0	5,758.0	5,589.0	8,695.0	5,676.0	5,587.5	5,399.6
영업이익	833.0	219.0	282.0	118.0	1,246.0	238.0	303.0	147.0	1,050.0	203.0	240.3	90.9
세전이익	744.0	145.0	168.0	37.0	1,167.0	183.0	197.0	74.0	966.0	163.0	199.4	56.4
순이익	486.0	78.0	111.0	30.0	1,347.0	139.0	166.0	62.0	740.0	136.0	149.4	36.9
성장률 (%YoY)												
매출액	-1.6	-7.2	-5.3	-6.2	2.0	3.4	-0.8	3.0	-2.3	-0.4	-3.0	-3.4
영업이익	-11.0	-24.5	187.8	-21.9	49.6	8.7	7.4	24.6	-15.7	-14.7	-20.7	-38.2
세전이익	-11.7	-23.7	1,580.0	68.2	56.9	26.2	17.3	100.0	-17.2	-10.9	1.2	-23.8
순이익	-10.7	-37.1	2,120.0	114.3	177.2	78.2	49.5	106.7	-45.1	-2.2	-10.0	-40.5
수익성 (%)												
영업이익률	9.5	4.0	4.9	2.2	14.0	4.2	5.3	2.6	12.1	3.6	4.7	4.7
세전이익률	8.5	2.6	2.9	0.7	13.1	3.2	3.4	1.3	11.1	2.9	3.5	3.5
순이익률	5.6	1.4	1.9	0.6	15.1	2.4	2.9	1.1	8.5	2.4	2.7	2.7

주: GAAP, 1월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈

18

Part II

유통산업의 De-rating

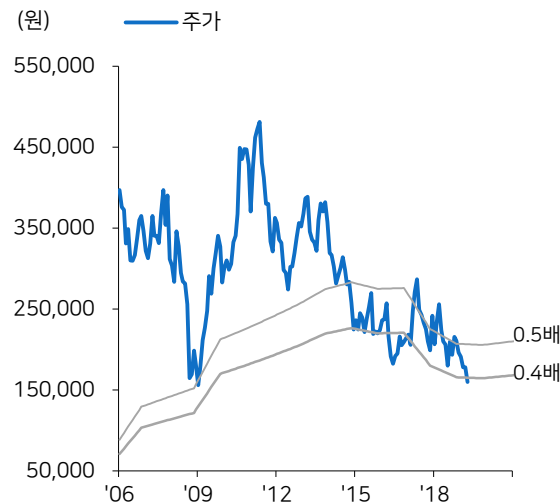
유통기업의 '자산가치'에 대한 신뢰 훼손, 역사적 PBR 최하단에도 추가 하락

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

유통업의 De-rating, 역사적 PBR 최하단 무의미?

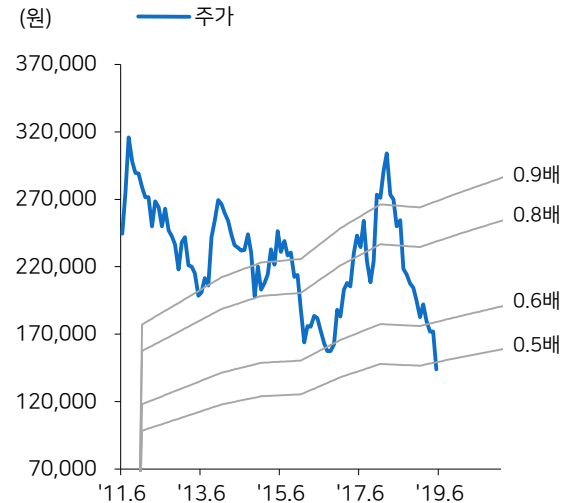
- 유통기업들의 De-rating이 심화되고 있음. 유통기업의 재무제표상 유형자산으로 분류된 오프라인 매장의 장부가치에 대한 신뢰가 훼손
- 오프라인 매장 투자 (Capex) 대비 투자 효율성 하락이 가장 큰 원인. 물링의 경험이 중요해지면서 복합쇼핑몰 등의 Capex는 기존 백화점 대비 3배가 넘지만 창출되는 매출액은 비슷한 수준에 불과
- 인건비 및 임차료 상승 등 오프라인 매장을 운영하기 위한 관련 비용들은 가파르게 상승하고 있다는 점 또한 부정적으로 작용

롯데쇼핑 PBR Band



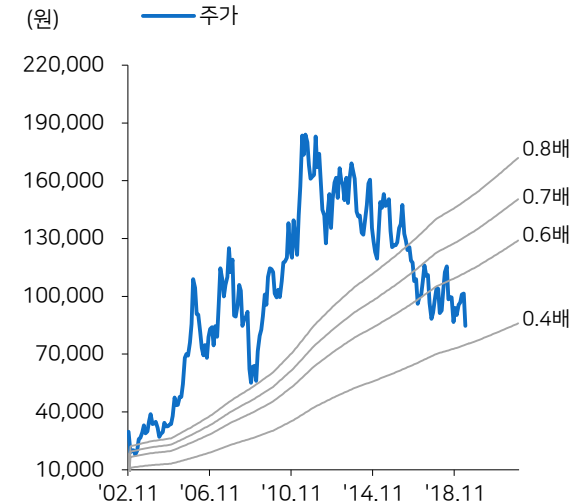
자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

이마트 PBR Band



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

현대백화점 PBR Band



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

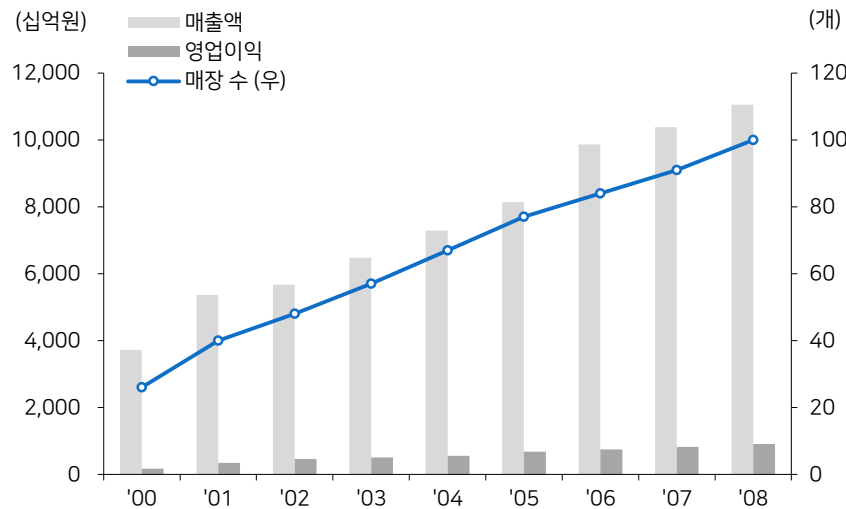
유통업종 PER Valuation, '성장률 변화'에 민감

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

과거 소비 트렌드에 따라 유통업종 주가 프리미엄 뚜렷한 방향성 나타내

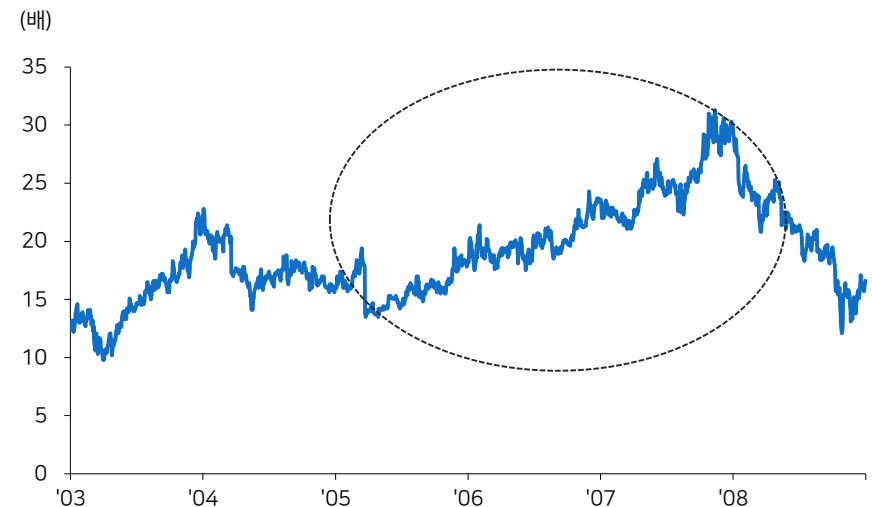
- 역사적으로 유통기업의 PER 밸류에이션은 구조적인 소비 트렌드에 따른 성장률 변화에 뚜렷한 방향성을 나타냈음
- 일례로 이마트 (구, 신세계)가 2000년대 초 개인대형슈퍼들을 할인점이라는 기업화된 비즈니스 모델로 흡수시키면서 매장 수 증가와 함께 고성장이었고 주가 프리미엄도 PER 14.5배에서 31.5배까지 확대
- 백화점 또한 2009~2011년 명품 고성장 시기에, 홈쇼핑은 2011~2013년 패션/이미용품 등 고마진상품 비중 확대와 모바일의 구조적 성장성이 부각되면서 프리미엄이 강화. 편의점은 2015년 담뱃값 인상과 즉석식품 확대로 성장성이 부각되면서 밸류에이션 상승

이마트 (구 신세계) 실적 추이 및 매장 수 추이



자료: 이마트, 메리츠증권증권 리서치센터

이마트 (구 신세계) 과거 PER 추이



자료: FnGuide, 메리츠증권증권 리서치센터

수익 창출력 약화로 역사적 PBR 대비 PER은 상대적으로 높은 수준

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

최근 상장 유통사들의 외형 성장률 둔화로 PER 디레이팅

- 유통업종의 프리미엄 상향 요인으로는 1) 소비경기 회복에 따른 실질적인 실적 개선 2) 자체적인 경쟁력 강화에 따른 펀더멘탈 향상 3) M&A 등이 있음
- 하향 요인으로는 1) 정부의 정책 영향력 강화 2) 구조적인 소비 패러다임 변화에 따른 실적 부진 3) 경쟁 심화에 따른 수익성 악화

유통업종, 시장 평균 PER 대비 프리미엄 추이



자료: Datastream, 메리츠증권 리서치센터

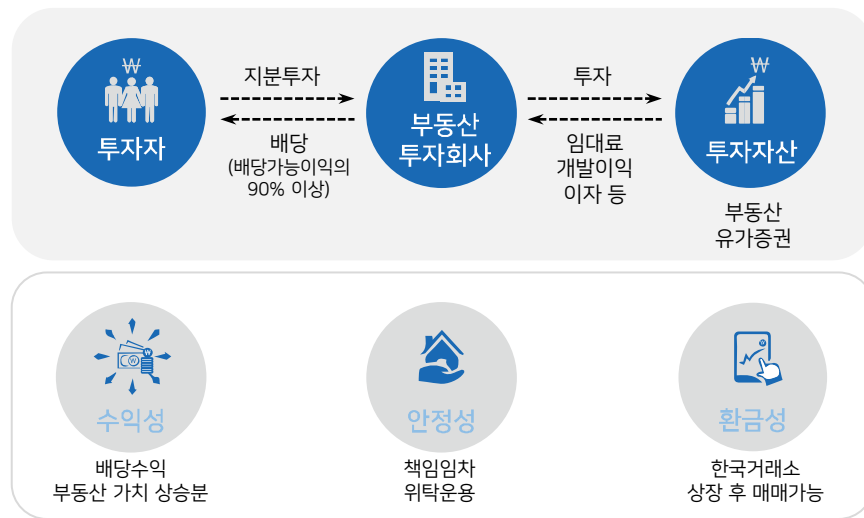
유형자산 (오프라인 매장) 유동화의 시작, REITs

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

롯데쇼핑, REITs를 통한 오프라인 매장의 유동화 시작

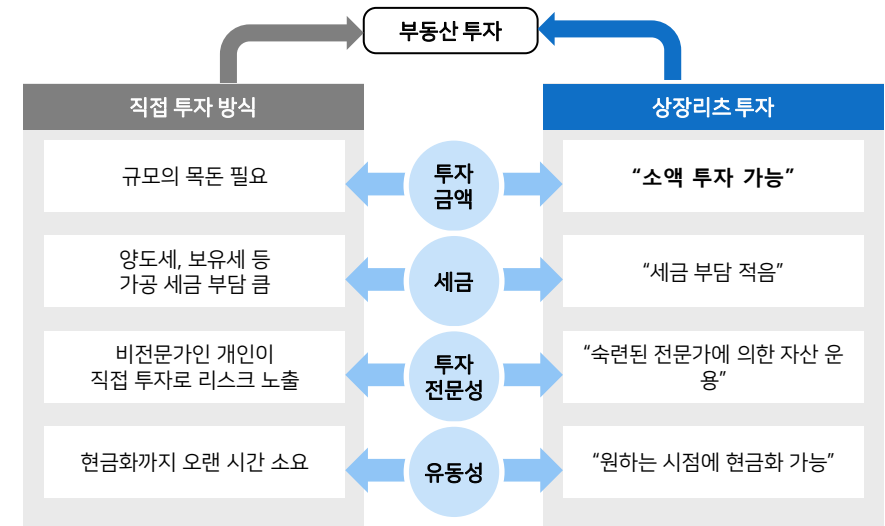
- 홈플러스리츠 실패에도 불구하고 롯데쇼핑은 홈플러스리츠 대비 작은 공모 규모로, 할인점 보다는 부동산가치가 높은 백화점 중심으로 리츠 상장 진행할 계획. 롯데백화점 강남점을 롯데리츠에 현물출자해 롯데리츠의 신주를 취득하기로 결정하였음
- 대형 유통업체들의 점포 출점 방식 또한 과거 부동산 매입에서 토지임차 개발 및 건물임차 출점으로, 지역 중심상권을 벗어나 교외 지역, 경기장 등으로 출점 지역 또한 다변화. 점포 운영방식에서도 Sales & Lease Back, 위탁운영 및 지분매입을 통한 운영권 확보 등으로 유통시설을 통해 수익을 실현하는 방식이 다양해지고 있음

리츠의 구조 및 특성



자료: 홈플러스, 메리츠증권증권 리서치센터

직접 투자 방식 대비 장점을 가진 상장리츠 투자



자료: 홈플러스, 메리츠증권증권 리서치센터

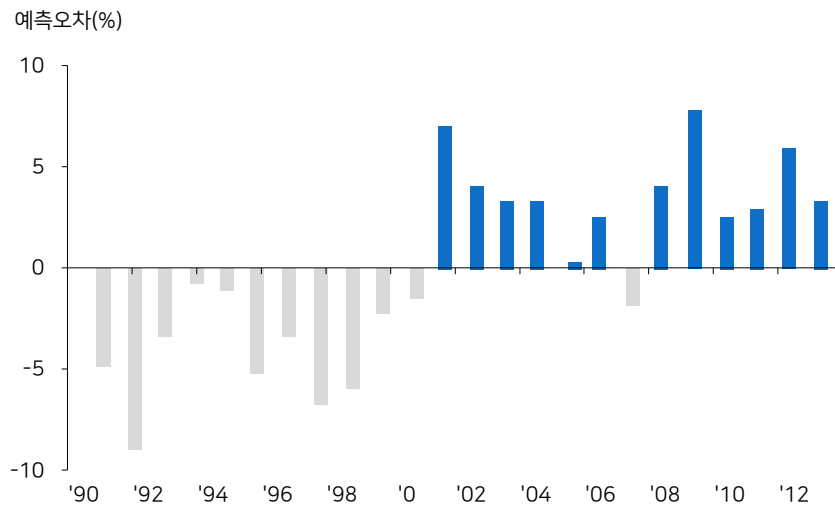
유통기업의 이익과 투자 수익률에 대한 근본적인 고민

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

이익보다 우월한 현금흐름,
'배당'의 가치로 연결 가능,
재무 정보의 유용성 하락

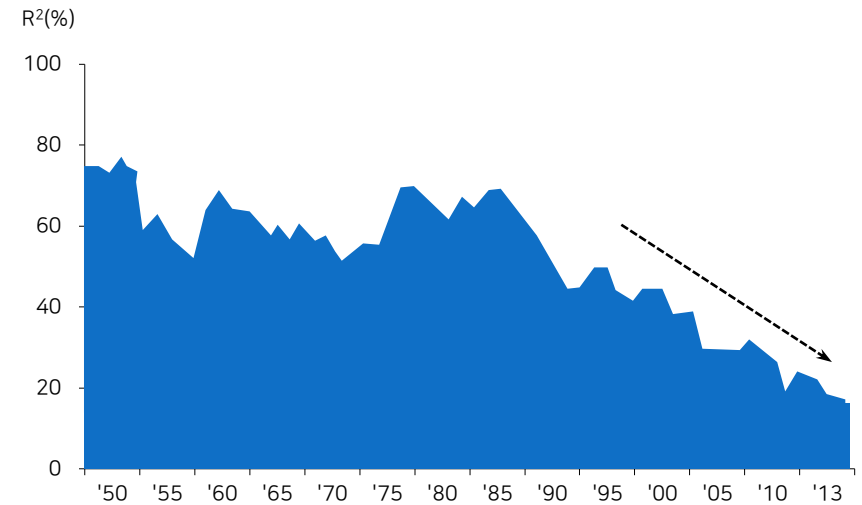
- 회계는 필요없다 (The Ending of Accounting)에서 역사적 이익과 현금흐름의 예측오차를 분석한 결과 2001년 이후 2007년을 제외하고는 현금흐름 추정치가 이익 추정치보다 정확도 면에서 우월했던 것으로 나타났음. 결론적으로 이익보다 현금흐름 정보를 활용했을 때 미래를 더 정확하게 예측할 가능성이 높다고 추론되며 배당의 가치로 연결될 수 있겠음
- 나아가 1950년~2013년까지 기업이 공시한 이익, 장부 가치와 시가총액의 회귀분석 결과 상관관계는 1980년대 중반을 기점으로 급격히 하락하였으며 2010년 이후 이익과의 상관관계 중심으로 상승하기 시작함. 장부가치와의 상관관계는 2013년까지 지속적으로 하락하였음

이익과 현금흐름의 예측오차 추이



주: 이익의 예측오차가 현금흐름의 예측오차보다 작은 경우 결과값이 음수로 나타남
자료: 회계는 필요없다, 메리츠증권증권 리서치센터

장부 가치와 시가총액과의 상관관계 (R²)



자료: 회계는 필요없다, 메리츠증권증권 리서치센터

유통 관련 회계기준의 변화 1) IFRS1115 도입으로 서비스의 가치 부각

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

고객과의 판매 계약으로부터 생기는 수익 산출, 특히 재화와 용역의 구별 강조

- 2018년 1월부터 새로운 기업 수익 인식 기준 IFRS 1115가 도입되었음
- 그동안 하나의 판매 계약으로 제품과 용역의 수익이 한번에 인식되는 사례가 많았는데 '신수익기준서'를 바탕으로 IFRS 1115가 적용되면 각 제품과 용역이 단위별로 수익이 구분되어 인식해야 함. 제품을 판매한 가격에서 고객에게 추가로 제공해야할 의무가 없는 제품에 대한 부분만 매출로 인식하고 그렇지 않은 용역과 서비스 부문은 추후에 단계별로 매출을 잡아야 함
- 소비재 산업에서 가장 주목할 부문은 각 제품과 용역이 단위별로 수익이 구분되어 인식되면서 숨겨져 있던 서비스 (용역)의 가치가 부각될 수 있겠음

IFRS1115 새로운 수익 회계 기준 주요 내용

현행 기준	재화의 판매, 용역의 제공, 이자수익, 로열티수익, 배당수익, 건설계약 등 거래 유형별로 수익인식 기준 제시해 일관성 부족
새로운 기준	모든 유형의 계약에 적용되는 5단계 수익인식모형 (계약식별 - 수행의무식별 - 거래가격 산정 - 거래가격을 수행의무에 배분 - 수행의무 이행시 수익 인식) 제시해 일관성 제고

IFRS1115 수행의무의 식별

제1115호 "고객과의 계약으로부터 생기는 수익"

재화나 용역이 구별되는가?

- 고객이 재화나 용역 그 자체에서 효익을 얻거나 쉽게 구할 수 있는 다른 자원과 함께 효익을 얻을 수 있다.
- 고객에게 재화나 용역을 이전하기로 한 약속을 다른 약속과 "별도로 식별" 해 낼 수 있다.

"별도로 식별" 가능한가?

- 재화나 용역을 투입물로 하여 결합된 산출물을 생산하는지
- 한 재화나 용역이 다른 재화나 용역을 유의적으로 변형, customize하는지
- 재화나 용역의 상호의존도, 상호관련성이 매우 높은지 (독립적으로 이전가능한지)

자료: 금융감독원, 메리츠증권증권 리서치센터

자료: 한국회계기준원, 메리츠증권증권 리서치센터

유통 관련 회계기준의 변화 2) IFRS1115 라이선스 수익 인식 구체화

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

상세한 규정이 없었던
무형자산인 라이선스의
수익인식 기준 구체화

- 한편 이전에는 상세한 규정이 없었던 라이선스에 대한 수익인식 기준을 구체화하기 시작했음
- 라이선스로는 특허권, 소프트웨어, 브랜드상표권 등이 있음
- 라이선스에 대한 접근권과 사용권을 구체화하여 경제적 효익에 대해 산출을 보수적으로 시도함

IFRS1115 고객과의 계약으로부터 생기는 라이선스 수익 인식

접근권	사용권
라이선스 기간 전체에 걸쳐 존재하는 기업의 지적재산에 접근할 권리 → 기간에 걸쳐 이행하는 수행의무로 회계처리 (진행률)	라이선스를 부여하는 시점에 존재하는 지적재산을 사용할 권리 → 한 시점에 이행하는 수행의무로 회계처리 (통제 이전 지표)
'로열티 계약' 로열티가 판매 또는 사용 기준으로 지급되는 경우 후속적으로 판매나 사용이 생길 때 수익 인식	

(주의)
'매우 가능성이 높은' 계약조건이 적용되지 아니함
유추하여 적용할 수 없음

자료: 한국회계기준원, 메리츠증권증권 리서치센터

유통 관련 회계기준의 변화 3) IFRS1116 자산의 실질적인 소유 여부 판단

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

IFRS1116은 리스 자산의 활동성에 중점을 두어 '임차료' 개념이 변화됨

- 2019년 새로운 국제회계기준 (IFRS1116) 적용으로 리스약정을 금융리스와 유사한 방식으로 자산 및 부채로 인식하게 됨
- 리스 자산의 활동성에 중점을 두어 '임차료' 개념이 운용리스에서 금융리스 형태로 변화
- 일종의 운용리스 형태로 인식되던 유통사업자들의 점포 이용에 대한 임차료 또한 리스회계 기준이 적용되면서 재무상태표 상에 자산과 부채를 인식하고 손익계산서의 임차료 (판매관리비)가 감가상각비 (판매관리비)와 이자비용 (영업외손익)으로 나누어 반영됨

IFRS15 새로운 수익 회계 기준 주요 내용

리스 활동의 중요성

리스 → 자산에 대한 접근, 자금 조달, 자산 소유권 위험에 대한 노출 감소

현행 기준서의 문제

- 대다수 리스 약정이 B/S에 나타나지 않음
- 영업용 자산과 레버리지 오도
- 거래 구조화(structuring) 유인
- 기업 간 비교가능성 저하
- 리스이용자 부채 추정 어려움

리스이용자가 리스로 제공받는 금융과 자산을 재무제표에 반영할 필요

IFRS 16 '리스' 제정

IAS 17 → IFRS16 주요 변화

IFRS 16의 주요 변경·추가 내용

- 리스이용자의 모든 리스(일부 예외 있음)의 사용권자산과 리스부채 인식
- 리스이용자의 인식 면제 규정: 단기리스, 소액자산리스
- 리스의 식별과 관련된 상세한 지침 제공
- 리스요소와 비리스요소의 구분 규정 명확화 (실무적 간편법: 구분하지 않고 모두 리스료 봄)
- 리스료의 범위 변경 (자수나 요율(이율) 관련 변동리스료, 잔존가치보충 관련 리스료
- 리스부채 재측정, 리스변경 회계처리 지침 제공
- 판매 후 리스 회계처리 변경 (자산이 판매인지를 IFRS 15에 따라 판단)
- 공시 강화

리스이용자의 재무제표에 미치는 영향

재무상태표	손익계산서	현금흐름표
사용권 자산 ↑ 리스 부채 ↑	임대비용 ↓ (리스료 > 감가상각비) 금융원가 ↑ (리스부채 이자비용)	영업활동 현금유출 ↓ 재무활동 현금유출 ↑

자료: 한국회계기준원, 메리츠증권리서치센터

자료: 한국회계기준원, 메리츠증권리서치센터

결론 1) 성장률이 강화, 회복되거나 2) 현금흐름 개선 기업 주목

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

신유통의 Re-rating과 Cash Flow의 Value-up

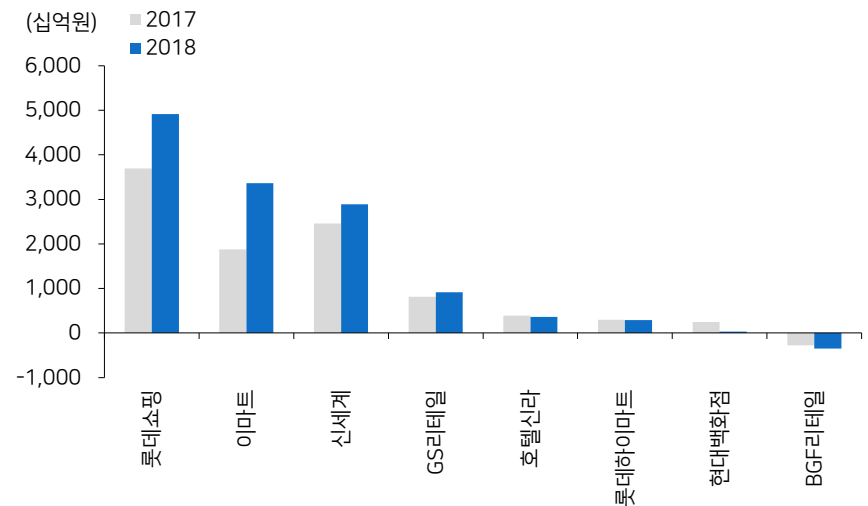
- 성장률에 따라 밸류에이션 Re-rating 지속될 수 있겠음. 매출액 성장률과 영업이익 증가률이 높은 호텔신라, 쿠팡 등 주목
- 현금흐름이 개선되고 있는 유통 기업 또한 De-rating은 제한될 수 있음. 오프라인 매장에 대한 직접적인 투자 부담이 덜한 편의점, 홈쇼핑의 현금 창출력이 상대적으로 양호한 수준

주요 유통기업 매출액 성장률 및 영업이익 증감률 비교

	매출액 성장률		영업이익증감률	
	2018	2019E	2018	2019E
호텔신라	34.1	15.7	186.1	52.6
쿠팡	36.2	27.5	37.2	47.1
다나와	-1.2	11.1	32.3	37.9
GS리테일	5.1	4.6	8.8	11.4
롯데쇼핑	-0.6	1.5	-25.5	9.5
BGF리테일	3.4	4.5	-20.9	6.6
신세계	33.9	18.2	14.9	4.8
현대백화점	2.2	9.5	-9.4	-4.9
롯데하이마트	0.3	5.5	-10.1	-13.9
이마트	9.9	14.4	-20.9	-22.4

자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

주요 유통기업 순차입금 추이



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

Part III

아시아 온라인 유통 자금 흐름과 스타트업의 활성화

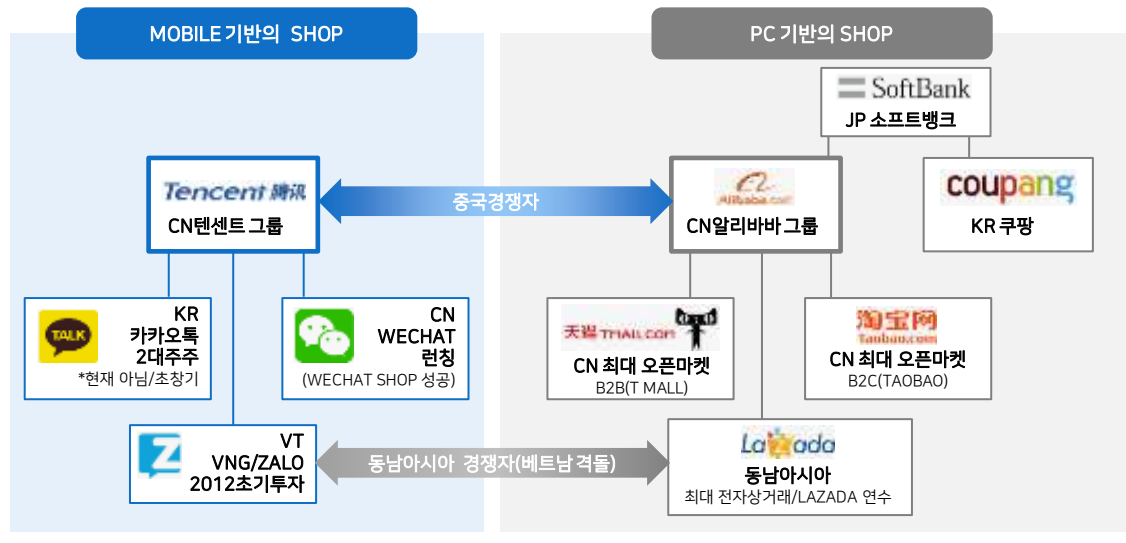
알리바바는 소프트뱅크의 투자와 함께 성장, 향후 쿠팡과의 관계 또한 주시

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

아시아 온라인 유통의 변화, 알리바바와 텐센트 양강구도 강화

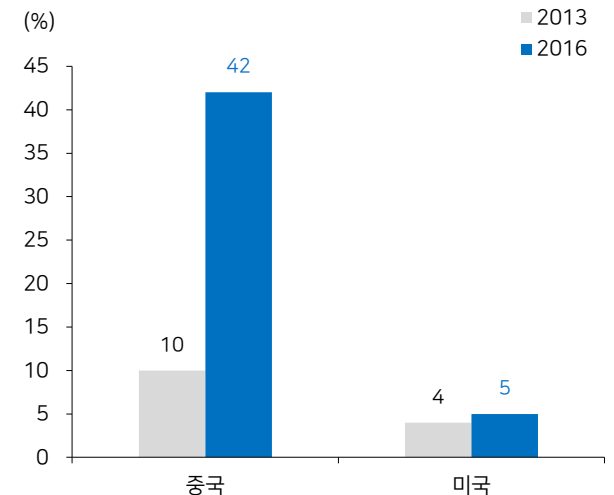
- 중국의 3대 IT기업, 바이두 (Baidu), 알리바바 (Alibaba) 및 텐센트 (Tencent)는 적극적인 M&A로 중국의 창업 생태계 발전에 크게 기여하고 있음. BAT는 동종 분야의 다수 기업에 동시 투자한 후 경쟁력이 낮은 기업의 투자를 철회하거나 일부 기업을 자회사에 편입하는 방법으로 시장 지배력을 강화함
- 중국인 라이프스타일을 담은 모바일 빅데이터를 선점하려는 중국 양대 인터넷 업체인 텐센트와 알리바바간 경쟁도 심화되고 있음
- 특히 알리바바는 소프트뱅크의 투자와 함께 크게 성장하였으며 향후 쿠팡과의 관계 또한 주시할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

아시아 전자상거래 시장 현황: 중국 유통그룹 자금 흐름도



자료: COSIN, 한국강소기업협회, 메리츠증권증권 리서치센터

전체 벤처투자 중 BAT와 FANG 비중



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

비전펀드 (Vision Fund) 개요

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

향후 20년 이상 지속될
대담하고 혁신적인, 그리고
새로운 영감을 가진 회사에
투자

- 2017년 5월 20일, 일본 소프트뱅크가 설립한 \$91.7bn 규모의 세계 역대 최대 사모펀드
- 비전펀드의 주요 수탁기업은 1) 사우디 국부펀드 Public Investment Fund(\$45bn), 2) 소프트뱅크(\$28bn), 3) UAE 국부펀드 Mubadala Investment Company(\$15bn), 4) Apple(\$1bn), 5) Foxconn, Qualcomm, Sharp(\$4bn) 등임
- 소프트뱅크는 별도로 \$6.0bn 규모의 델타펀드(Delta Fund)를 통해 중국 '디디추싱'에 투자 중(\$5.0bn), 주요 수탁기업은 소프트뱅크(\$4.4bn), Mubadala Investment Company(\$1.6bn)임
- 현재 총 7개 섹터 60개 기업에 투자 중. 권역별로는 미주 37개, 아시아 18개, EMEA 5개 기업으로 나뉨

비전펀드 포트폴리오 및 투자금액

소비재	첨단기술	헬스테크	운송, 물류
Brandless (미주) - \$240mn	Arm (EMEA) - \$8,000mn	Guardant Health (미주) - \$360mn	Alibaba Local Services (아시아) - \$4,000mn
Coupang (아시아) - \$2,000mn	Automation Anywhere (미주) - \$300mn	Ping An Good Doctor (아시아) - \$400mn	Auto1 (EMEA) - \$561mn
Fanatics (미주) - \$1,000mn	Brain Corp (미주) - \$114mn	Ping An HealthKconnect (아시아) - \$1,550mn	Delhivery (아시아) - \$413mn
FirstCry (아시아) - \$150mn	Improbable (EMEA) - \$500mn	Relay Therapeutics (미주) - \$400mn	DiDi (아시아) - \$5,600mn
GetYourGuide (EMEA) - \$484mn	Light (미주) - \$121mn	Roivant Sciences (미주) - \$1,100mn	DoorDash (미주) - \$535mn
Klook (아시아) - \$225mn	Nvidia (미주) - \$5,000mn	Vir (미주) - \$500mn	Fair (미주) - \$385mn
Oyo (아시아) - \$1,050mn	Petuum (미주) - \$93mn	Zymergen (미주) - \$400mn	Flexport (미주) - \$1,000mn
Plenty (미주) - \$200mn			Full Truck Alliance (아시아) - \$1,000mn
Tokopedia (아시아) - \$1,100mn			Getaround (미주) - \$300mn
Wag! (미주) - \$300mn			GM Cruise (미주) - \$2,250mn
엔터프라이즈	부동산	핀테크	Grab (아시아) - \$2,500mn
Cambridge Mobile Telematics (미주) - \$500mn	Clutter (미주) - \$200mn	Greensill (EMEA) - \$800mn	Grofers (아시아) - \$62mn
Cohesity (미주) - \$250mn	Compass (미주) - \$850mn	Kabbage (미주) - \$250mn	Guazi (아시아) - \$1,500mn
Globality (미주) - \$100mn	Katerra (미주) - \$865mn	OneConnect (아시아) - \$650mn	Loggi (미주) - \$111mn
MapBox (미주) - \$164mn	OpenDoor (미주) - \$400mn	Paytm (아시아) - \$1,845mn	Nauto (미주) - \$159mn
OSIsoft (미주) - \$250mn	View (미주) - \$1,100mn	Policy Bazaar (아시아) - \$150mn	Nuro (미주) - \$940mn
Slack (미주) - \$250mn	WeWork (미주) - WeWork China 포함 \$5,400	ZhongAn Insurance (아시아) - \$200mn	ParkJockey (미주) - \$1,000mn
			Uber (미주) - \$9,250mn

자료: Softbank, 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

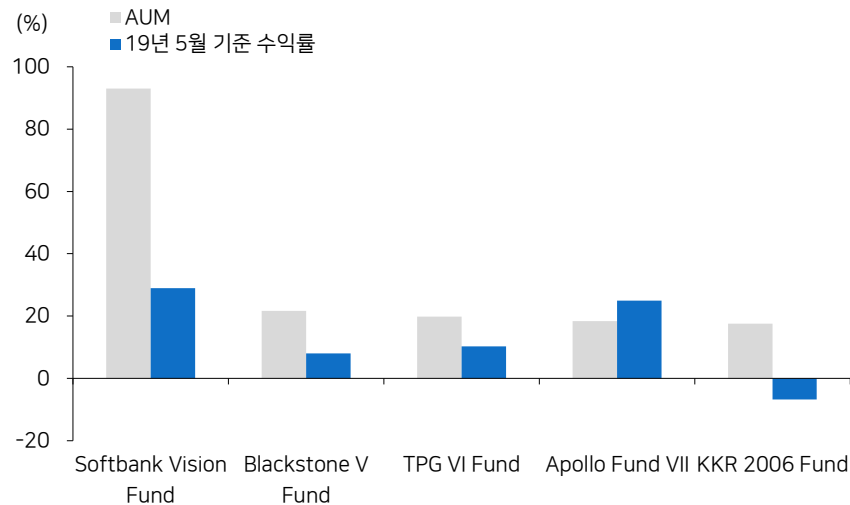
비전펀드 투자 결과 및 최근 이슈

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

쿠팡, 2018년 11월 비전펀드 20억달러 투자 추가 유치

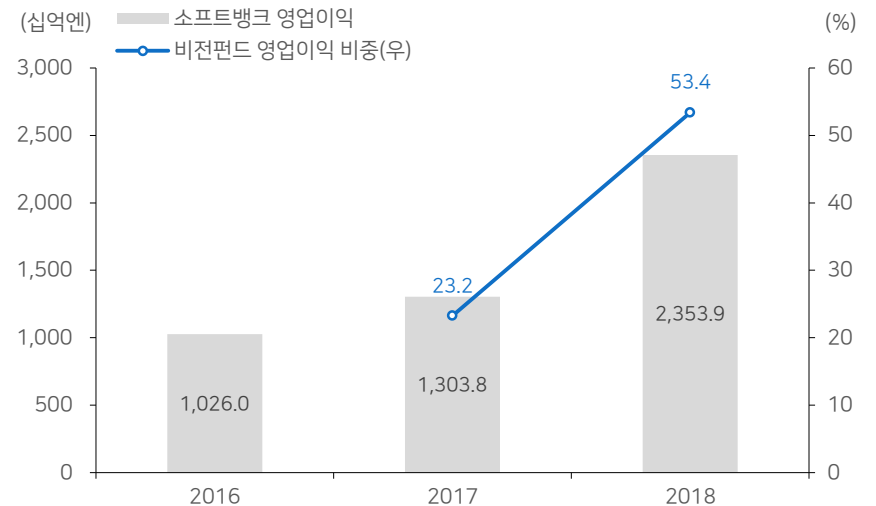
- 비전펀드의 대표적 투자 성공 사례는 1) 2018년 초 미국 Uber 지분 15% 취득(\$7.7bn) → 최근 IPO 이후 현재 지분가치 약 \$11.5bn, 2) 2017년 8월 인도 이커머스업체 Flipkart 지분 21% 취득(\$2.5bn) → 2018년 8월 미국 Walmart에 전량 처분(\$4.0bn)한 것임
- 초기 비전펀드는 Nvidia, ARM 등 기술주 중심의 투자를 진행했으나 최근 들어 운송/물류 섹터 글로벌 기업 투자를 늘리는 모습을 보임
- 올해 3월 비전펀드는 운용자산 (AUM)의 약 70%를 투자금으로 소진. 최근 손정의 회장은 비전펀드 IPO 계획 및 100조원 규모의 새로운 펀드 조성 계획 등을 발표함
- 쿠팡은 '15년 소프트뱅크로부터 10억달러 투자 유치 후, '18년 11월 비전펀드 20억달러 투자 추가 유치

글로벌 주요 PEF 투자수익률 비교



주: Net Blended IRR 기준
자료: Bloomberg, Factset, 메리츠증권증권 리서치센터

소프트뱅크 내 비전펀드 이익비중



주: 3월 결산, 델타펀드 합산 기준
자료: Softbank, 메리츠증권증권 리서치센터

마이크로 소비, 패러다임의 변화

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

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

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

기업의 패러다임 변화

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

자료: 스몰 비즈니스 헤드 스타트, 메리츠증권증권 리서치센터

필립 코틀러의 마켓 4.0

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

자료: 스몰 비즈니스 헤드 스타트, 메리츠증권증권 리서치센터

디지털 전환은 스타트업들에게 기존 기업과 동등한 위치에서 새로운 비즈니스 기회 제공

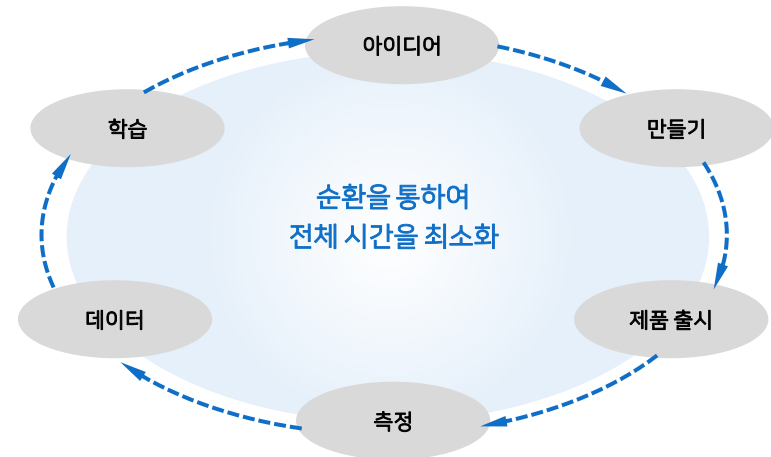
- 스타트업은 혁신적 기술과 아이디어를 보유한 설립된 지 얼마되지 않은 창업기업. 스타트업은 자체적인 비즈니스 모델을 가지고 있는 작은 그룹이나 프로젝트형 회사로 혁신을 바탕으로 고성장과 고부가가치 창출을 목표로 함
- 디지털 전환은 스타트업들에게 기존 기업과 동등한 위치에서 디지털 주도권을 획득하여 새로운 비즈니스를 선도할 수 있는 기회를 제공함
- 린스타트업은 아이디어를 빠르게 시제품으로 만들어 시장에 대한 가정을 테스트하고 고객의 피드백을 수렴한 후 다음 제품의 개선에 반영하는 전략, 핵심은 시간, 비용 등 모든 면에서 낭비를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

린스타트업의 개념



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

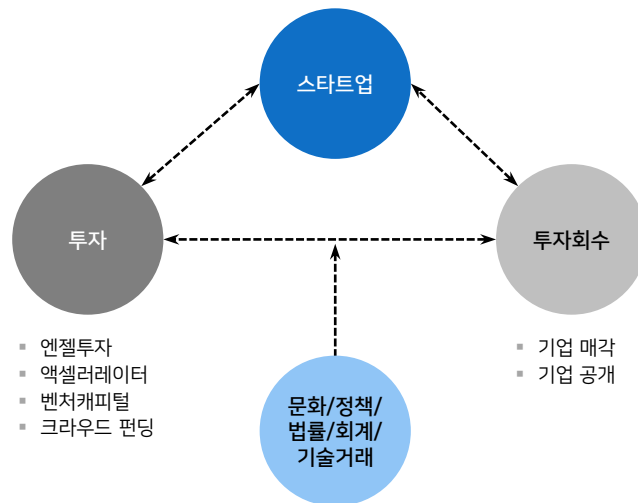
스타트업의 Valuation: IPO 뿐만 아니라 M&A 등으로 기업가치 평가

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

비즈니스 모델이 기업가치 평가의 핵심

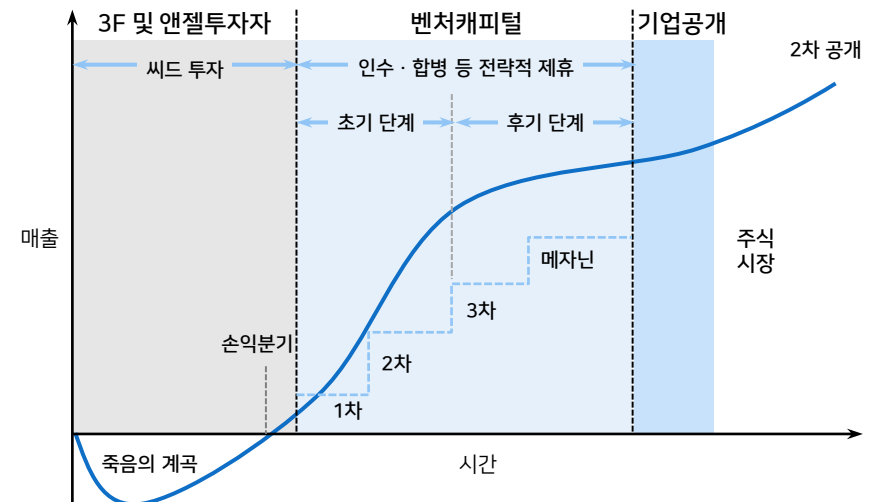
- 소비 트렌드 변화로 다양한 형태의 새로운 비즈니스 모델 등장, 거대 기업이 진입하기 어려워 스타트업에게 기회, 가치 사슬의 해체와 재구축을 통한 산업 구조의 변화를 이끌어내기도 함
- 비즈니스 모델이 기업가치 평가의 핵심. 비즈니스 모델이란 바로 기업이 수익을 내는 방법이며 고객에 전달되는 가치가 담겨 있어야 함. 소비자는 자신에게 유용한 가치가 전달되어야 지갑을 열게 됨
- 투자할 만한 스타트업: 성장 여력, 확장 가능성, 수익성, 지속 가능성 점검

스타트업 생태계



주: Net Blended IRR 기준
자료: Bloomberg, Factset, 메리츠증권증권 리서치센터

스타트업 투자 단계



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권증권 리서치센터

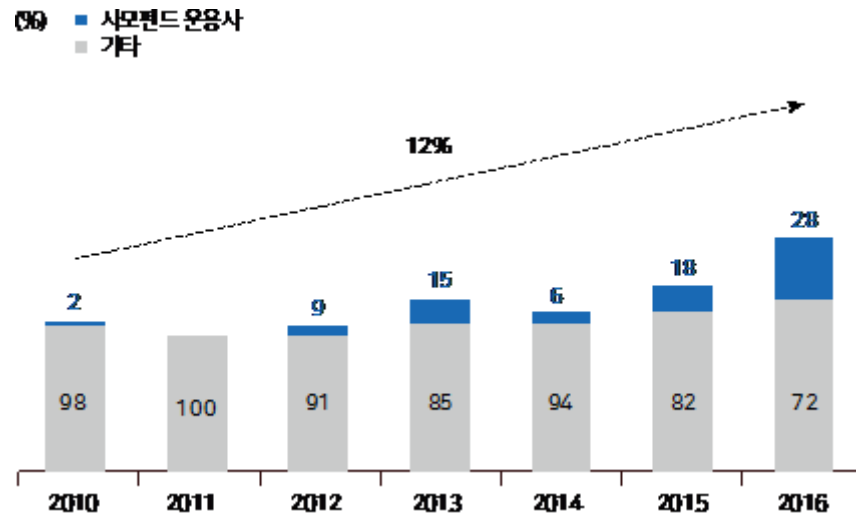
스타트업의 성장으로 글로벌 소비재 및 유통산업 내 인수합병 거래 증가

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

단순한 규모 확장 보다는 비즈니스 혁신형 M&A 추구

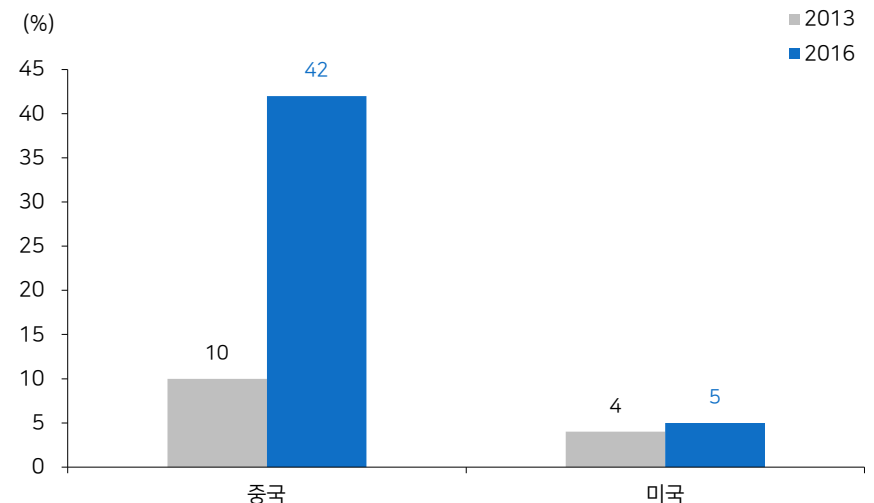
- 2010년 이후 글로벌 소비재 및 유통산업에서 인수합병 거래액은 연평균 12.5% 증가하고 있음. 향후 글로벌 소비재 및 유통산업에서 인수합병은 다양한 방식으로 전개될 전망. 저성장 시대에 인수합병은 글로벌 기업이 자본 증대 및 재무 건전성을 확보할 수 있는 수단이 됨
- 중국의 3대 IT기업, 바이두 (Baidu), 알리바바 (Alibaba) 및 텐센트 (Tencent)는 적극적인 M&A로 중국의 창업 생태계 발전에 크게 기여하고 있음. BAT는 동종 분야의 다수 기업에 동시 투자한 후 경쟁력이 낮은 기업의 투자를 철회하거나 일부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

소비재 및 유통산업 인수합병에서 사모펀드 운용사 거래비중



자료: 리테일매거진, 메리츠증권증권 리서치센터

전체 벤처투자 중 BAT와 FANG 비중



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

스타트업 활성화로 기업가치 산출 방식 또한 보다 정교화될 것으로 판단됨

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

대체투자 활성화로 비교 사례
 많아지면서 기업가치 산출의
 객관성 상승 효과 기대

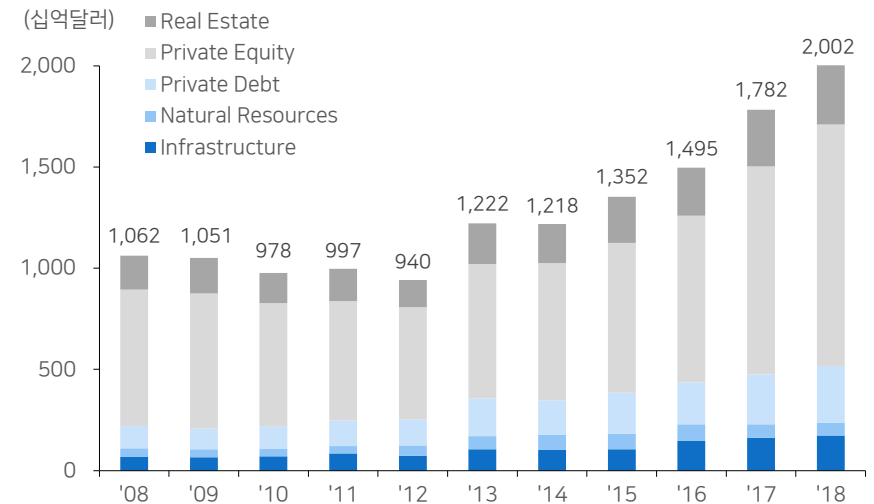
- 대체투자 시장의 변화, Market Specialized 분화되면서 다양한 Small-middle 사이즈의 Deal 확대 예상.
 막대한 유동성과 함께 비교 사례가 많아지면서 스타트업의 기업가치 산출 방식도 보다 정교화될
 것으로 판단됨
- Venture Capital들은 주식 유통시장과 연계된 다양한 투자수익 창출 기회를 모색하는 가운데
 밸류에이션 객관성 상승 효과 기대

투자 유치에 따른 지분구조의 변화 시뮬레이터



자료: ownyourventure, 메리츠증권증권 리서치센터

대체투자 시장 연간 투자대기자금 추이



자료: BlackRock, 메리츠증권증권 리서치센터

향후 주목할만한 유통 스타트업 1) 온라인 직구 2) 물류 서비스

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

온라인 직구 플랫폼과 미래의 유통 물류 인프라, 풀필먼트 관련 스타트업에 주목

- 전세계적으로 크로스보더 쇼핑의 성장 핵심 화두. 온라인 해외직구 시장의 성장은 핵심 소비층인 글로벌 밀레니얼 세대의 소비패턴 변화와 함께 함. 2017년 기준 국내 소비자들은 주로 대행서비스(54.8%)를 통해 해외 상품을 직접 구매했음. 중국 정부의 관세 인하가 지속되고 있는 가운데 해외 상품 및 해외 브랜드에 대한 중국 소비자들의 니즈도 계속 커지고 있음
- 온라인 쇼핑 성장과 함께 실시간 입출고 및 재고관리가 가능한 풀필먼트 전문 서비스 관련 기업들이 등장하고 있음. 클라우드 기반의 시스템 운영으로 출고량 변동 등에 유동적인 대응이 가능하며 소규모 사업자들도 아웃소싱 서비스로 이용 가능

향후 주목할만한 유통 스타트업 요약

	코리아센터	비투링크	메쉬코리아	마이창고	위킵
세부 업종	임대형 온라인 쇼핑몰, 이커머스 창업 및 역직구 플랫폼 등	K-뷰티 전문 글로벌 유통 서비스	물류관리 및 물류 인프라 서비스	다품종소량 물류대행(4PL)	다품종소량 물류대행(4PL)
주요 특징	해외직구 대행 플랫폼 국내시장 1위, 국내 온라인 쇼핑몰 구축 서비스 시장 점유율 2위	중국, 동남아시아, 북미지역 내 40여 개 온·오프라인 파트너 채널로 K-뷰티 150여 개 브랜드 공급 중 (글로벌 K-뷰티 유통 업체 중 가장 넓은 커버리지 보유)	전체 직원 중 개발자 비중이 타사 대비 높고, 이를 통해 쌓은 IT 경쟁력 기반 차별화된 솔루션 보유	리얼타임 커뮤니케이션 기술 기반 자체 창고관리 SW, '마이창고 1.0'을 통한 Cloud Fulfillment & Warehousing 서비스 제공	국내 38개 쇼핑몰과 연동된 FBW(Fulfillment By Wekeep) 솔루션 기반 자동주문수집, 송장전송, 포장배송, CS통합관리 등 통합 제공
실적 ('18년 결산 기준)	- 연결 기준 매출 1,897억원 (+42.4% YoY) - 당기순이익 49억원 (+4.8% YoY)	- 매출 500억원(+34.6% YoY) - 당기순이익 22억원 (+797.9% YoY)으로 흑자 전환	- 매출 731.5억원(+143% YoY) - 당기순손실 164.4억원 (-7.4% YoY)으로 적자 지속	- 매출 약 +700% YoY 성장한 것으로 추산	N/A

자료: 각 사, 언론 보도, DART, 메리츠증권증권 리서치센터

[코리아센터]

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

회사 소개	(주)코리아센터 - '00년 국내 최초 설립된 임대형 쇼핑몰 ASP 운영과 이커머스 창업 및 역지구, 국내외 쇼핑몰 제작, 해외배송대행 등 통합솔루션 서비스 업체
특징	2018년 연결기준 매출 1,897억원(+42.4% YoY), 당기순이익 49억원(+4.8% YoY) 기록 - 국내 업계 최초 Title 보유 - 사업 플랫폼 중 메이크샵(온라인 쇼핑몰 구축 서비스 국내 M/S 2위 '카페24' 다음 점유율 보유) 몰테일(해외직구 대행 플랫폼 국내 시장 1위)이 대표적 Cash-cow - 테일리스트(TailList) 1Q19 매출액 역대 최고치 전년대비 93.2% 증가 - 이커머스 창업 솔루션, 역지구, 이커머스 플랫폼 제작, 해외배송대행 등 총 7개 온라인 플랫폼 운영 중
수익 구조	쇼핑몰 직접운영 수익, 이커머스 플랫폼 제작, 해외배송대행 수수료 등
주요 이슈	'18년 수인베스트먼트캐피탈 260억원, 다수 VC & 캐피탈 700억원 Pre-IPO 투자 유치 (960억원) '18년 6월 써머스플랫폼(구.에누리닷컴) 1,000억원에 인수 '19년 1월 11번가 Pre-IPO 투자 유치 (275억원) '19년 1월 '2018 국가도메인 고객만족 우수기업' 선정 '19년 4월 25일 코스닥상장예심 신청 완료, 하반기 상장 추진
기타	2018년 수인베스트먼트캐피탈 투자 유치가 설립 이후 최초 투자임 - 현재 예상 기업가치 8,000억원~1조원 수준 거론 1Q19 현재 기준 메이크샵 사업부문의 전체 매출 비중 약 30%



자료: 코리아센터, 언론 보도, DART, THEVC Alpha, 메리츠증권 리서치센터

[비투링크]

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

회사 소개	(주)비투링크 - '14년 설립되어 한국화장품 브랜드와 전세계 유통 채널을 연결해주는 글로벌 디스트리뷰팅 (Global Distributing) 서비스 제공
특징	2018년 매출 500억원(+34.6% YoY) 기록, 당기순이익 22억원(+797.9% YoY)으로 흑자 전환 - 뷰티 제품 전문 해외시장 유통 아웃소싱 업체 - 자체 개발한 API 시스템을 통해 확보한 종합적 시장 데이터를 기반으로 브랜드별 맞춤형 서비스 제공 - 현재 티몰, 카올라, 징둥닷컴, VIP, 샤오홍슈 등 중국 내 32만여 개 온라인스토어, 7만여 개 브랜드, 528만여 개 상품을 매일 모니터링하여 이를 경쟁사와 비교 분석해주는 서비스 또한 제공 - 중국, 동남아시아, 북미지역 내 40여 개 온·오프라인 파트너 채널로 K-뷰티 150여 개 브랜드 공급 중 (글로벌 K-뷰티 유통 업체 중 가장 넓은 커버리지 보유) - 주요 고객사로 LG생활건강, JM Solution, The SAEM 및 파트너 채널로는 Costco, Vip.com, LAZADA 등 보유 중
수익 구조	타겟 시장과 채널 등에 따라 brand by brand로 가격 설정
주요 이슈	'14년 9월 DSC인베스트먼트 Seed 투자 유치 (3억원) '15년 1월 DSC인베스트먼트 pre-A 투자 유치 (10억원) '15년 9월 KTB네트워크 Series-A 투자 유치 (30억원) '15년 11월 중국 DT캐피탈파트너스 Series-A 투자 유치 (13억원) '16년 2월 중소기업은행, IBK투자증권, SK증권 Series-B 투자 유치 (50억원) '16년 12월 천연화장품 브랜드 '스킨천사' 인수 '17년 7월 미국향 K-뷰티 1위 업체 BCC코리아 인수 '18년 12월 한국산업은행, 프리미어파트너스, 포스코기술투자, 델타인베스트먼트, 산업은행, 케이프투자증권 한국콜마홀딩스, 멕시코 엔젤벤처스 Series-C 투자 유치 (169억원)
기타	누적 투자 유치 금액 273억원



자료: 비투링크, DART, THEVC Alpha, 메리츠증권증권 리서치센터

[메쉬코리아]

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

회사 소개	(주)메쉬코리아 - '13년 설립된 통합 자체 개발 기술 기반 물류관리 솔루션, 실시간 배송, 도심거점 배송, 신선식품 위탁배송 등 물류 인프라 서비스 업체
특징	2018년 매출 731.5억원(+143% YoY) 기록, 당기순손실 164.4억원(-7.4% YoY)으로 적자 지속 - 전체 직원 중 개발자 비중이 타사 대비 높고, 이를 통해 쌓은 IT 경쟁력 기반 차별화된 솔루션 보유 - 계약 자영업자에게 세금계산서 발행 등 계약 이행사항(서비스 품질, 배송 등) 이슈 케어 노력 - 주요 고객사 어니스트비, 이마트, CJ대한통운 등
수익 구조	오프라인 상점과 직접 계약 후 배달건당 약 3,000원의 배달대행료 수입 및 솔루션 제공 수익
주요 이슈	'13년 1월 솔본인베스트먼트 Seed 투자 유치 (13억원) '15년 1월 솔본인베스트먼트 등 3개사 Series-A 투자 유치 (25억원) '15년 8월 산은캐피탈, 일본 SVI인베스트먼트 Series-B 투자 유치 (40억원) '15년 10월 휴맥스홀딩스 Series-B 투자 유치 (20억원) '16년 4월 국제약품, 산은캐피탈, 휴맥스홀딩스 Series-B 투자 유치 (66억원) '16년 7월 휴맥스홀딩스 Series-C 투자 유치 (80억원) '17년 7월 네이버 Series-D 투자 유치 (240억원) '18년 7월 현대자동차, 미래에셋캐피탈 Series-D 투자 유치 (275억원) '18년 10월 대한민국 기업 유일 '2018 레드헤링 글로벌 100대 기업' 2년 연속 선정 '19년 1월 월매출 100억 돌파
기타	- 누적 투자 유치 금액 759억원 - 비용 절감 노력으로 전년 대비 '18년 영업손실 20억원 가량 감소했지만 금융부채평가손실인식 및 대손상각비 증가로 당기순손실 소폭 증가 (약 10억원)



자료: 메쉬코리아, DART, THEVC Alpha, 메리츠증권 리서치센터

[마이창고]

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

회사 소개	(주)마이창고 - '14년 설립되어 온라인 중소 유통사업자(소호몰 & 온라인셀러)를 위한 Cloud Fulfillment & Warehouse 등 One-stop 물류서비스를 제공하는 4PL(3PL + ICT) 업체
특징	2018년 매출액 전년 대비 약 700% 성장한 것으로 파악됨 - 다품종소량 특화 온라인 유통 물류부터 일반 물류대행 (입고, 보관, 포장, 택배 및 운송까지) 솔루션 제공 - 상온 상품 뿐만 아니라 냉장/냉동 상품 물류대행 서비스 제공 - 올해 4월, 마이창고 코스메틱 오픈 - 수도권 전역에 제휴물류창고 보유 중, 고객의 상품 및 작업에 따라 맞춤 창고 & 서비스 제공 - 리얼타임 커뮤니케이션 기술 기반 자체 창고관리 SW, '마이창고 1.0'을 통한 Cloud Fulfillment & Warehousing 서비스 제공 - 주요 파트너사로 CJ대한통운, 롯데택배 등 보유 중
수익 구조	- 창고 보관부터 택배 포장까지 박스당 평균 1,000원 pricing - 솔루션 가격은 case by case 책정
주요 이슈	'16년 6월 파수닷컴 Seed 투자 유치 (3억원) '16년 12월 SV인베스트먼트 Series-A 투자 유치 (15억원) '16년 12월 플레이오토 업무협약 '18년 4월 클라우드 창고 제공 시스템 특허 등록 '19년 3월 코리아센터 메이크샵 업무협약
기타	- 물류창고 직접보유 않고 제휴 창고들의 공간을 나눠 임대 (단위: Pallet) - 업계 전반 경쟁심화로 수익성이 하락하고 있는 측면에서 향후 기술도입에 따른 수익성 개선 여부 주목 - 누적 투자 유치 금액 18억원



마이창고의 서비스는?

마이창고의 서비스 프로세스는 시스템화되어 운영됩니다.



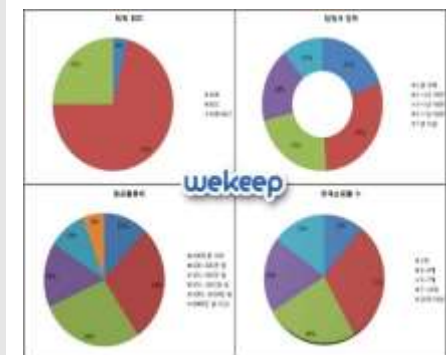
1. 창고 입고
2. 입고 검수
3. 입고 검수 결과에 따른 상품 분류
4. 상품 분류 결과에 따른 상품 보관
5. 상품 보관 결과에 따른 상품 포장
6. 상품 포장 결과에 따른 상품 배송



1. 출고 검수
2. 출고 검수 결과에 따른 상품 분류
3. 상품 분류 결과에 따른 상품 보관
4. 상품 보관 결과에 따른 상품 포장
5. 상품 포장 결과에 따른 상품 배송

자료: 마이창고, THEVC Alpha, 메리츠증권증권 리서치센터

회사 소개	위킵(주) - '13년 설립된 온·오프라인 상품 유통 커머스 업체의 통합 물류대행 및 솔루션 제공 스타트업
특징	- 물류량과 관계없이 다품종소량에 특화된 물류프로세스 구축 11번가, 지마켓, 쿠팡, 티몬 등 국내 38개 쇼핑몰과 연동된 FBW(Fulfillment By Wekeep) 솔루션 기반 자동주문수집, 송장전송, 포장배송, CS통합관리 등 통합서비스 제공 - 열정 있는 청년 우선 채용, 솔루션교육과 물류교육 등 전문매니저 양성 노력으로 서비스 품질 제고 노력 중 - 타사 3PL 이용비와 동사 이용비 비교 서비스 제공 - 솔루션 혜택 3가지: 솔루션 무료 제공, 복수 아이디 생성, 매뉴얼 제공 및 교육 - 기존 핀테크 사업에 기반, 자사 물류센터에 보관한 상품 담보 금융서비스 제공 - B2C 비중 전체의 71% 차지
수익 구조	- 품목, 물량, 이용서비스 등에 따라 case by case로 가격 설정 - 평균물류비 500만원 이하 소요가 전체 주문 비중의 69% 차지
주요 이슈	'17년 기존 핀테크 사업체제에서 물류사업 추가 전환 '18년 10월 '2018 인천광역시 청년고용 우수기업' 선정 '18년 11월 '2018 우수중소물류기업' 선정 '18년 12월 '2018 한국물류신문어워드 신인상' 선정 '19년 3월 '이커머스 기업 200호' 계약 유치 '19년 4월 '물류품질팀' 신설로 물류 업그레이드 노력
기타	- 자체 물류센터 2곳 보유(인천 소재) - 순수 최대주주 및 설립자 자본으로만 운영 중



자료: 위킵, 언론 보도, 메리츠증권증권 리서치센터

기업분석

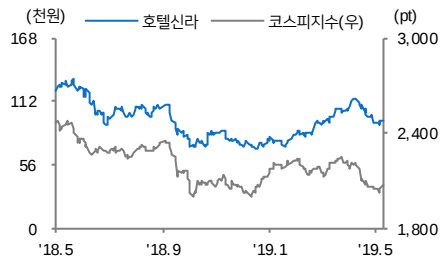
종목	투자판단	적정주가
호텔신라(008770)	Buy	135,000원
신세계(004170)	Buy	400,000원
쿠쿠홈시스(284740)	Not Rated	-
다나와(119860)	Not Rated	-

호텔신라(008770) 중국 신유통과 연계된 럭셔리 소비 성장 수혜

Analyst 양지혜 02. 6454-4873
Jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	135,000원	
현재주가 (6월 3일)	94,800원	
상승여력	42.4%	
KOSPI	2,067.85pt	
시가총액	37,207억원	
발행주식수	3,925만주	
유동주식비율	77.22%	
외국인비중	28.01%	
52주 최고/최저가	132,000원/69,500원	
평균거래대금	592.5억원	
주요주주(%)		
삼성생명보험 외 5인	17.34	
국민연금	13.74	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-16.5	-11.3
6개월	10.1	13.5
12개월	-25.9	-12.6
주가그래프		



상위 면세사업자 중심으로 과점화되는 가운데 중국 신유통과 연계된 럭셔리 소비 성장 지속될 전망

- 2019년 매출액 +15.7% YoY (시내 +17.9%, 공항 +15.4%, 호텔레저 +6.1%), 영업이익 +52.6% YoY 증가 전망
- 2019년 중국 전자상거래법 시행 이후 상위 면세사업자 중심으로 웨이상 수요 집중
- 특히 대형 타이구들은 가격 경쟁력 뿐만 아니라 명품 브랜드 소싱 능력에 따라서 주문을 집중하며 롯데와 신라의 경우 해외 면세점을 운영하고 있어 글로벌 럭셔리 브랜드 본사와 직접적인 협상을 통해 소싱하기 때문에 국내 사업자 대비 우위를 나타냄
- 글로벌 럭셔리 기업들 또한 브랜드 홍보 및 중국 위챗 등 신유통과 연계된 효과적인 중국 3~4선 도시 진출을 위한 면세점 성장 전략을 강화하면서 호텔신라의 수혜 예상
- 하반기 시내 면세점 증축 구체화 및 신규 입찰 이슈 부각 예상

해외 의미있는 손익 개선 주목

- 1분기 해외법인 합산 50억원 영업이익 기록, 2019년 연간 해외법인 첫 흑자 예상. 홍콩 현지 중국인 공항 이용객 증가와 싱가포르 공항 효율성 향상으로 해외법인의 실적 개선이 더욱 뚜렷할 전망

투자의견 Buy와 적정주가 135,000원 유지

- 적정주가는 2019년 예상 EPS에 적정 PER 27배 (글로벌 명품업체 평균) 적용하여 산출

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	3,514.7	73.1	25.3	637	-9.2	16,687	133.3	5.1	26.0	3.8	232.1
2018	4,713.7	209.1	110.3	2,803	340.2	19,110	27.3	4.0	12.0	15.4	201.1
2019E	5,456.1	319.1	165.0	4,196	49.7	22,903	22.6	4.1	9.0	19.6	301.4
2020E	6,020.0	389.1	206.7	5,258	25.3	27,737	18.0	3.4	8.1	20.4	250.1
2021E	6,561.8	433.1	250.8	6,382	21.4	33,675	14.9	2.8	7.5	20.4	207.1

호텔신라 세부 실적 추이

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

(십억원)	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	4,713.6	5,456.0	6,019.9	1,125.5	1,174.9	1,220.4	1,192.8	1,343.2	1,354.2	1,391.0	1,367.6
증가율 (% YoY)	34.1	15.7	10.3	28.1	46.7	29.4	33.7	19.3	15.3	14.0	14.7
TR	4,233.6	4,946.6	5,482.6	1,013.7	1,054.9	1,093.5	1,071.5	1,225.2	1,225.4	1,257.5	1,238.4
시내점	2,441.0	2,878.0	3,165.8	581.4	613.2	625.5	620.9	721.0	717.4	719.3	720.2
공항점	1,792.6	2,068.5	2,316.8	432.3	441.7	468.0	450.6	504.2	508.0	538.2	518.2
호텔&레저	480.0	509.4	537.4	111.8	120.0	126.9	121.3	118.0	128.8	133.4	129.2
서울	155.7	157.5	159.8	34.0	39.6	39.5	42.6	34.2	40.0	40.3	43.0
제주	74.0	77.6	82.2	16.4	19.4	23.7	14.5	16.5	20.6	25.4	15.2
기타	129.1	145.7	160.2	28.7	31.8	33.5	35.1	30.2	36.6	38.5	40.4
레저	112.6	126.2	135.1	29.4	28.8	26.6	27.8	34.7	31.7	29.3	30.6
증가율 (% YoY)											
TR	37.7	16.8	10.8	29.5	52.6	32.5	38.0	20.9	16.2	15.0	15.6
시내점	31.3	17.9	10.0	22.0	54.0	22.7	30.7	24.0	17.0	15.0	16.0
공항점	47.5	15.4	12.0	41.2	50.7	48.5	49.8	16.6	15.0	15.0	15.0
호텔&레저	9.2	6.1	5.5	16.6	9.4	7.5	4.7	5.5	7.3	5.1	6.5
서울	7.2	1.2	1.5	13.0	6.2	7.0	4.2	0.6	1.0	2.0	1.0
제주	-3.1	4.9	5.9	1.9	-2.5	0.9	-14.2	0.6	6.0	7.0	5.0
기타	5.2	12.8	10.0	17.6	10.4	-2.9	0.3	5.2	15.0	15.0	15.0
레저	18.3	12.1	7.0	16.2	21.5	15.2	20.3	18.0	10.0	10.0	10.0
비중 (%)											
TR	89.8	90.7	91.1	90.1	89.8	89.6	89.8	91.2	90.5	90.4	90.6
시내점	51.8	52.7	52.6	51.7	52.2	51.3	52.1	53.7	53.0	51.7	52.7
공항점	38.0	37.9	38.5	38.4	37.6	38.3	37.8	37.5	37.5	38.7	37.9
호텔&레저	10.2	9.3	8.9	9.9	10.2	10.4	10.2	8.8	9.5	9.6	9.4
서울	3.3	2.9	2.7	3.0	3.4	3.2	3.6	2.5	3.0	2.9	3.1
제주	1.6	1.4	1.4	1.5	1.7	1.9	1.2	1.2	1.5	1.8	1.1
기타	2.7	2.7	2.7	2.5	2.7	2.7	2.9	2.2	2.7	2.8	3.0
레저	2.4	2.3	2.2	2.6	2.5	2.2	2.3	2.6	2.3	2.1	2.2
매출원가	2,462.3	2,998.1	3,289.6	594.1	600.2	631.0	637.0	752.5	731.3	755.3	759.0
증가율 (% YoY)	4.2	21.8	9.7	0.6	16.9	27.1	25.6	26.7	21.8	19.7	19.2
매출원가율 (%)	52.2	55.0	54.6	52.8	51.1	51.7	53.4	56.0	54.0	54.3	55.5
매출총이익	2,251.3	2,457.9	2,730.4	531.4	574.7	589.3	555.8	590.7	622.9	635.7	608.6
증가율 (% YoY)	36.6	9.2	11.1	84.4	100.0	32.0	44.4	11.1	8.4	7.9	9.5
매출총이익률 (%)	47.8	45.0	45.4	47.2	48.9	48.3	46.6	44.0	46.0	45.7	44.5
판매비	2,042.2	2,138.8	2,341.2	487.2	505.3	521.4	528.3	509.0	525.2	544.7	559.9
증가율 (% YoY)	29.6	4.7	9.5	15.8	37.0	25.2	43.0	4.5	4.0	4.5	6.0
판매비율 (%)	43.3	39.2	38.9	43.3	43.0	42.7	44.3	37.9	38.8	39.2	40.9
영업이익	209.1	319.1	389.1	44.2	69.5	68.0	27.5	81.7	97.7	91.0	48.7
증가율 (% YoY)	186.3	52.6	22.0	341.7	301.7	124.3	77.2	85.0	40.6	33.8	77.1
영업이익률 (%)	4.4	5.8	6.5	3.9	5.9	5.6	2.3	6.1	7.2	6.5	3.6
TR	196.1	308.0	357.7	47.6	64.0	59.4	25.1	82.2	91.9	88.0	45.8
증가율 (% YoY)	235.2	57.0	16.2	181.7	680.5	152.8	153.5	72.7	43.6	48.2	82.6
영업이익률 (%)	4.6	6.2	6.5	4.7	6.1	5.4	2.3	6.7	7.5	7.0	3.7
호텔&레저	13.0	11.1	31.4	-3.4	5.5	8.6	2.4	-0.5	5.8	2.9	2.9
증가율 (% YoY)	-10.8	-14.6	182.1	적자	-39.6	26.0	-57.3	적자	5.8	-65.8	20.6
영업이익률 (%)	2.7	2.2	5.8	-3.1	4.6	6.8	2.0	-0.4	4.5	2.2	2.2

자료: 호텔신라, 메리츠증권증권 리서치센터

호텔신라(008770)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,514.7	4,713.7	5,456.1	6,020.0	6,561.8
매출액증가율 (%)	-5.4	34.1	15.7	10.3	9.0
매출원가	1,866.1	2,462.2	2,998.2	3,289.6	3,569.6
매출총이익	1,648.7	2,251.5	2,457.9	2,730.4	2,992.2
판매관리비	1,575.6	2,042.4	2,138.8	2,341.3	2,559.1
영업이익	73.1	209.1	319.1	389.1	433.1
영업이익률	2.1	4.4	5.8	6.5	6.6
금융손익	-14.8	-7.7	-65.1	-86.1	-77.8
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.5	-54.4	-28.0	-20.0	-15.0
세전계속사업이익	44.8	147.0	226.0	283.1	340.3
법인세비용	19.5	36.7	61.0	76.4	89.6
당기순이익	25.3	110.3	165.0	206.6	250.8
지배주주지분 순이익	25.3	110.3	165.0	206.7	250.8
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,167.7	1,272.2	1,644.5	1,907.8	2,189.0
현금및현금성자산	474.4	281.9	616.3	773.3	952.4
매출채권	77.1	94.8	99.5	109.8	119.7
재고자산	469.1	703.6	678.7	748.8	816.2
비유동자산	1,051.5	1,031.6	2,035.5	1,978.9	1,949.4
유형자산	693.1	696.9	586.3	509.1	457.7
무형자산	43.8	48.0	34.5	24.8	17.9
투자자산	286.4	252.8	291.8	321.9	350.9
자산총계	2,219.2	2,303.7	3,680.0	3,886.7	4,138.4
유동부채	879.4	1,002.7	1,391.6	1,450.6	1,510.8
매입채무	241.0	284.2	303.9	335.3	365.5
단기차입금	21.6	9.8	9.8	9.8	9.8
유동성장기부채	200.0	150.0	130.0	110.0	90.0
비유동부채	671.7	536.0	1,371.6	1,325.9	1,280.1
사채	648.6	499.1	449.1	399.1	349.1
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,551.0	1,538.7	2,763.2	2,776.6	2,790.8
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	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
이익잉여금	381.6	475.4	627.1	820.5	1,058.0
비지배주주지분	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
자본총계	668.1	765.1	916.8	1,110.1	1,347.6

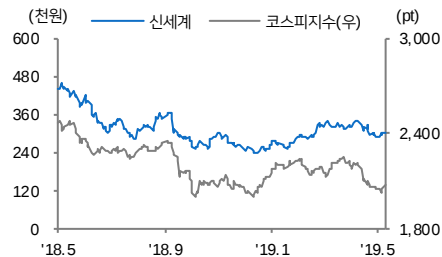
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	207.2	153.9	807.3	433.3	449.1
당기순이익(손실)	25.3	110.3	165.0	206.6	250.8
유형자산상각비	58.1	62.3	175.7	137.1	111.4
무형자산상각비	13.3	12.3	13.5	9.7	7.0
운전자본의 증감	66.4	-117.3	378.7	-20.6	-15.6
투자활동 현금흐름	-162.1	-102.8	-1,196.1	-92.5	-91.2
유형자산의증가(CAPEX)	-64.9	-77.8	-65.0	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-82.9	33.6	-38.9	-30.2	-29.0
재무활동 현금흐름	85.3	-244.7	723.2	-183.7	-178.8
차입금의 증감	118.6	-211.3	811.0	-70.0	-70.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	127.8	-192.5	334.4	157.1	179.1
기초현금	346.7	474.4	281.9	616.3	773.3
기말현금	474.4	281.9	616.3	773.3	952.4
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	89,551	120,099	139,014	153,383	167,188
EPS(지배주주)	637	2,803	4,196	5,258	6,382
CFPS	3,964	7,339	12,236	13,146	13,668
EBITDAPS	3,682	7,229	12,949	13,655	14,051
BPS	16,687	19,110	22,903	27,737	33,675
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	133.3	27.3	22.6	18.0	14.9
PCR	21.4	10.4	7.7	7.2	6.9
PSR	0.9	0.6	0.7	0.6	0.6
PBR	5.1	4.0	4.1	3.4	2.8
EBITDA	144.5	283.7	508.2	536.0	551.5
EV/EBITDA	26.0	12.0	9.0	8.1	7.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.8	15.4	19.6	20.4	20.4
EBITDA 이익률	4.1	6.0	9.3	8.9	8.4
부채비율	232.1	201.1	301.4	250.1	207.1
금융비용부담률	0.6	0.4	1.4	1.7	1.5
이자보상배율(x)	3.3	11.3	4.3	3.9	4.5
매출채권회전율(x)	36.0	54.8	56.1	57.5	57.2
재고자산회전율(x)	7.5	8.0	7.9	8.4	8.4

신세계(004170) 럭셔리를 잘 아는 기업

Analyst 양지혜 02. 6454-4873
Jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	400,000원	
현재주가 (6월 3일)	300,500원	
상승여력	33.1%	
KOSPI	2,067.85pt	
시가총액	29,585억원	
발행주식수	985만주	
유동주식비율	71.85%	
외국인비중	28.34%	
52주 최고/최저가	445,000원/236,500원	
평균거래대금	215.0억원	
주요주주(%)		
이명희 외 2인	28.06	
국민연금	14.02	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-10.6	-5.0
6개월	2.2	5.4
12개월	-32.5	-20.4
주가그래프		



명품 라인업으로 백화점 핵심 경쟁력 확보, 연결 자회사 신세계DF 및 신세계인터내셔널 등도 호조 예상

- 인천점 이탈 및 온라인 사업의 통합법인 이관에도 불구하고 백화점의 양호한 기존점성장을 지속 예상
- 연결 자회사 신세계DF 또한 시내 면세점 호조와 공항 면세점 손실폭 축소로 특히 하반기 이익 턴어라운드가 가시화되면서 2019년 매출액 2조 9,116억원 (+45% YoY), 영업이익 524억원 (+39% YoY)을 기록할 전망
- 신세계인터내셔널은 비디비치 브랜드의 폭발적인 성장 뿐만 아니라 국내 대표 럭셔리 유통 기업으로서 메가 브랜드들을 지속적으로 키워내면서 2019년 매출액 1조 4,598억원 (+15.5% YoY), 영업이익 1,006억원 (+81.2% YoY)이 예상됨

투자의견 Buy와 적정주가 400,000원 유지

- 적정주가는 백화점과 면세점의 영업가치와 관계사 및 센트럴시티의 자산가치 합으로 산출
- 럭셔리 명품 라인업 강점을 바탕으로 상대적으로 양호한 백화점과 시내 및 공항면세점의 호실적 전망
- 백화점 인천점 이탈과 신규 공항 면세점 확대에도 1분기 시장 예상치를 상회하는 호실적을 기록한 가운데 2019년 하반기부터는 지난해 낮은 기저를 바탕으로 영업이익이 턴어라운드하면서 주가 상승 예상

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	3,871.4	345.7	182.3	18,513	-33.9	347,557	16.2	0.9	11.0	5.5	106.4
2018	5,185.7	397.4	239.0	24,274	33.4	352,367	10.5	0.7	9.9	6.9	121.9
2019E	6,131.2	416.6	843.3	85,658	204.7	436,027	3.5	0.7	10.7	21.7	134.8
2020E	6,563.8	481.3	274.7	27,897	-63.6	461,926	10.8	0.7	9.6	6.2	123.8
2021E	6,990.5	519.5	310.7	31,559	13.1	491,487	9.5	0.6	8.9	6.6	114.6

신세계 SOTP Valuation

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

(십억원)		비고
백화점 별도 NOPLAT	173	12개월 Forward 기준
멀티플 (X)	11	유통업종 평균 PER
신세계DF (면세점) NOPLAT	50	12개월 Forward 기준
멀티플 (X)	32	아시아 소비재 평균 PER
영업가치	3,505	
삼성생명 (지분율 2.2%)	249	시가 대비 30% 할인
신세계인터내셔널 (지분율 45.8%)	700	시가 대비 30% 할인
센트럴시티	1,053	장부가액
신세계동대구복합환승센터	276	장부가액
관계기업 합 (신세계사이먼 등)	297	장부가액
순차입금	2,161	연결기준 (리스부채 제외)
자산가치	415	
기업가치	3,921	
주식수 (천주)	9,845	
적정주가 (원)	398,232	
메리츠종금증권 적정주가 (원)	400,000	

자료: 신세계, 메리츠종금증권 리서치센터

신세계 연결기준 분기별 실적 현황

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	3,871.4	1,097.9	1,182.7	1,359.3	1,537.4	5,181.9	1,518.0	1,455.5	1,554.8	1,602.9	6,131.2
증가율(% YoY)	31.3	19.8	34.9	38.0	40.7	33.9	38.3	23.1	14.4	4.3	18.3
신세계 (별도기준)	1,665.5	425.7	413.7	432.0	467.8	1,739.2	375.0	345.0	377.7	405.6	1,503.3
신세계인터내셔널	1,102.0	304.4	283.4	311.8	363.8	1,263.4	365.9	329.3	354.1	410.6	1,459.8
신세계동대구	163.0	41.6	40.4	43.0	49.3	174.3	45.5	43.2	45.6	52.3	186.6
센트럴시티	257.0	44.8	46.6	57.0	68.4	216.8	66.0	62.9	65.6	71.8	266.3
신세계DF	920.0	339.5	444.6	579.3	645.0	2,008.4	703.3	725.1	767.2	716.0	2,911.6
까사미아			31.1	24.4	26.5	82.0	27.3	30.0	25.0	30.0	112.3
비중(%)											
신세계 (별도기준)	43.0	38.8	35.0	31.8	30.4	33.6	24.7	23.7	24.3	25.3	24.5
신세계인터내셔널	28.5	27.7	24.0	22.9	23.7	24.4	24.1	22.6	22.8	25.6	23.8
신세계동대구	4.2	3.8	3.4	3.2	3.2	3.4	3.0	3.0	2.9	3.3	3.0
센트럴시티	6.6	4.1	3.9	4.2	4.4	4.2	4.3	4.3	4.2	4.5	4.3
신세계DF	23.8	30.9	37.6	42.6	42.0	38.8	46.3	49.8	49.3	44.7	47.5
까사미아			2.6	1.8	1.7	1.6	1.8	2.1	1.6	1.9	1.8
증가율(% YoY)											
신세계 (별도기준)	1.3	2.7	3.4	7.0	4.6	4.4	-11.9	-16.6	-12.6	-13.3	-13.6
신세계인터내셔널	7.8	11.9	18.6	15.9	13.0	14.6	20.2	16.2	13.6	12.9	15.5
신세계동대구	1258.3	4.0	12.2	10.3	2.7	6.9	9.4	7.0	6.0	6.0	7.0
센트럴시티	13.2	-28.9	-26.0	-10.9	2.1	-15.6	47.3	35.0	15.0	5.0	22.8
신세계DF	198.7	85.5	132.8	113.8	134.5	118.3	107.2	63.1	32.4	11.0	45.0
까사미아								-3.5	2.5	13.2	37.0
매출원가	1,559.3	466.8	525.7	613.3	645.6	2,249.4	721.3	698.6	746.3	724.5	2,890.7
증가율(% YoY)	47.5	31.7	55.4	44.3	46.2	44.3	54.5	32.9	21.7	12.2	28.5
매출원가율(%)	40.3	42.5	44.5	45.1	42.0	43.4	47.5	48.0	48.0	45.2	47.1
매출총이익	2,312.1	631.1	657.0	746.0	891.8	2,932.5	796.7	756.9	808.5	878.4	3,240.4
증가율(% YoY)	22.3	12.3	22.0	33.2	36.9	26.8	26.2	15.2	8.4	-1.5	10.5
매출총이익률(%)	59.7	57.5	55.5	54.9	58.0	56.6	52.5	52.0	52.0	54.8	52.9
판관비	1,966.4	517.9	577.0	675.0	758.0	2,535.5	686.7	676.8	723.0	737.3	2,823.8
증가율(% YoY)	20.0	6.9	16.1	38.9	51.9	28.9	32.6	17.3	7.1	-2.7	11.4
판관비율(%)	50.8	47.2	48.8	49.7	49.3	48.9	45.2	46.5	46.5	46.0	46.1
영업이익	345.7	113.3	80.0	70.2	133.8	397.0	110.0	80.1	85.5	141.1	416.6
증가율(% YoY)	37.5	45.9	93.7	-5.5	-12.2	14.8	-2.9	0.1	21.8	5.4	4.9
영업이익률(%)	8.9	10.3	6.8	5.2	8.7	7.7	7.2	5.5	5.5	8.8	6.8
신세계 (별도기준)	219.8	59.2	42.0	47.0	94.2	242.4	53.3	40.2	44.0	82.6	220.1
신세계인터내셔널	25.0	11.8	14.3	11.5	17.9	55.5	29.2	24.7	21.2	25.5	100.6
신세계동대구	(8.0)	1.9	(0.5)	2.3	7.0	10.7	4.7	0.9	2.7	6.8	15.1
센트럴시티	93.0	16.1	4.8	17.2	25.9	64.0	21.4	18.9	20.0	21.5	81.8
신세계DF	15.0	23.6	22.6	(3.2)	(5.3)	37.7	12.6	13.0	13.8	13.1	52.4
까사미아			2.7	(1.0)	(3.1)	(1.4)	(1.1)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	(4.1)

자료: 신세계, 메리츠증권 리서치센터

신세계 별도기준 분기별 실적 현황

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
총매출액	4,634.2	1,180.7	1,088.7	1,060.8	1,220.6	4,550.8	957.8	932.5	944.2	1,096.2	3,930.7
증가율 (% YoY)	4.6	4.2	-2.0	-3.8	-5.2	-1.8	-18.9	-14.3	-11.0	-10.2	-13.6
매출액 (회계기준, 순매출)	1,665.5	425.7	413.7	432.0	467.8	1,739.2	375.0	345.0	377.7	405.6	1,503.3
증가율 (% YoY)	1.3	2.7	3.4	7.0	4.6	4.4	-11.9	-16.6	-12.6	-13.3	-13.6
순매출액/총매출액 %	35.9	36.1	38.0	40.7	38.3	34.7	39.2	37.0	40.0	37.0	34.7
백화점 총매출액	3,621.7	920.0	902.2	916.0	1,050.8	3,784.8	856.8	830.0	842.7	977.2	3,506.8
증가율 (% YoY)	1.3	3.4	5.0	6.9	3.5	4.5	-6.9	-8.0	-8.0	-7.0	-7.3
비중 (% 총매출액 기준)	78.2	77.9	82.9	86.3	86.1	83.2	89.5	89.0	89.3	89.1	89.2
동일점포성장률 (% YoY)	2.4	4.2	5.0	6.5	1.7	4.4	5.4	3.5	3.0	2.0	3.5
온라인 총매출액	1,012.5	261.0	186.5	145.0	169.9	766.1	101.0	102.6	101.5	118.9	424.0
증가율 (% YoY)	18.3	7.4	-26.0	-41.1	-37.6	-24.3	-61.3	-45.0	-30.0	-30.0	-44.7
비중 (% 총매출액 기준)	21.8	22.1	17.1	13.7	13.9	16.8	10.5	11.0	10.7	10.8	10.8
매출원가	351.0	87.6	80.7	93.0	84.3	345.6	69.2	54.7	73.1	71.5	268.5
증가율 (% YoY)	-8.5	-2.2	0.8	1.8	-6.3	-1.5	-21.0	-32.2	-21.4	-15.1	-22.3
매출원가율 (%)	21.1	20.6	19.5	21.5	18.0	19.9	18.5	15.9	19.4	17.6	17.9
매출총이익	1,314.5	338.1	333.0	339.0	383.5	1,393.6	305.8	290.3	304.6	334.0	1,234.8
증가율 (% YoY)	4.3	4.0	4.1	8.6	7.3	6.0	-9.6	-12.8	-10.1	-12.9	-11.4
매출총이익률 (%)	78.9	79.4	80.5	78.5	82.0	80.1	81.5	84.1	80.6	82.4	82.1
판관비	1,094.7	278.9	291.1	292.0	289.3	1,151.3	252.4	250.1	260.6	251.5	1,014.6
증가율 (% YoY)	3.1	2.2	2.6	7.1	8.9	5.2	-9.5	-14.1	-10.8	-13.1	-11.9
판관비중 (%)	65.7	65.5	70.4	67.6	61.8	66.2	67.3	72.5	69.0	62.0	67.5
영업이익	219.8	59.2	42.0	47.0	94.2	242.4	53.3	40.2	44.0	82.6	220.1
증가율 (% YoY)	11.1	13.7	16.0	18.5	2.6	10.3	-10.0	-4.3	-6.4	-12.3	-9.2
영업이익률 (%)	13.2	13.9	10.2	10.9	20.1	13.9	14.2	11.6	11.6	20.4	14.6
백화점 영업이익	220.2	57.0	40.0	47.0	92.2	237.1	49.5	34.9	39.6	78.2	202.1
증가율 (% YoY)	6.9	11.8	8.1	14.6	0.8	7.7	-13.2	-12.8	-15.7	-15.2	-14.7
이익률 (%) (총매출액 대비)	6.1	6.2	4.4	5.1	8.8	6.3	5.8	4.2	4.7	8.0	5.8
온라인 영업이익	(0.4)	2.0	2.0	0.0	2.0	5.2	3.8	5.3	4.4	4.4	17.9
증가율 (% YoY)	적지	100.0	n/a	n/a	400.0	흑전	90.0	165.8	n/a	119.8	244.3
이익률 (%) (총매출액 대비)	0.0	0.8	1.1	0.0	1.2	0.7	3.8	5.2	4.3	3.7	4.2

자료: 신세계, 메리츠증권 리서치센터

신세계 DF (면세점 실적 추정)

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
신세계DF 매출	920.0	339.5	444.6	579.3	645.0	2,008.4	703.3	725.1	767.2	716.0	2,911.6
명동		314.5	346.0	369.3	333.2	1,363.0	378.7	415.1	443.2	385.0	1,622.0
센텀			30.0	40.0	42.0	112.0	24.0	25.0	26.0	25.0	100.0
강남				40.0	55.4	95.4	64.8	65.0	67.0	66.0	262.8
인천 T1			40.0	100.0	185.5	325.5	206.4	190.0	200.0	210.0	806.4
인천 T2		25.0	25.0	30.0	28.9	108.9	29.5	30.0	31.0	30.0	120.5
신세계DF 영업이익	15.0	23.6	22.6	(3.2)	(5.3)	37.7	12.6	13.0	13.8	13.1	52.4
이익률 (%) (매출액 대비)	1.6	7.0	5.1	-0.6	-0.8	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
시내면세점 영업이익률		7.5	8.1	1.3	0.2	3.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
공항면세점 영업이익률			-12.0	-6.9	-2.9	-5.3	-0.6	-1.0	-1.0	-0.5	-0.8
시내 영업이익		23.6	30.5	5.8	0.9	60.7	14.0	15.2	16.1	14.3	59.5
공항 영업이익		0.0	-7.8	-9.0	-6.2	-23.0	-1.4	-2.2	-2.3	-1.2	-7.1

자료: 신세계, 메리츠증권 리서치센터

신세계(004170)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,871.4	5,185.7	6,131.2	6,563.8	6,990.5
매출액증가율 (%)	31.3	33.9	18.2	7.1	6.5
매출원가	1,559.4	2,291.6	2,890.7	3,071.8	3,264.5
매출총이익	2,312.1	2,894.1	3,240.4	3,492.0	3,725.9
판매관리비	1,966.4	2,496.7	2,823.8	3,010.7	3,206.4
영업이익	345.7	397.4	416.6	481.3	519.5
영업이익률	8.9	7.7	6.8	7.3	7.4
금융손익	-92.5	-51.1	-84.3	-92.0	-81.7
종속/관계기업손익	21.1	20.1	820.0	20.0	20.0
기타영업외손익	17.1	-11.5	5.0	5.0	5.0
세전계속사업이익	291.4	354.8	1,157.3	414.3	462.8
법인세비용	77.7	70.0	289.3	98.6	105.7
당기순이익	213.6	284.9	868.0	315.7	357.1
지배주주지분 순이익	182.3	239.0	843.3	274.7	310.7
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,269.1	1,836.9	2,652.4	2,664.3	2,902.6
현금및현금성자산	175.5	352.5	1,110.1	1,013.2	1,144.2
매출채권	249.1	269.8	340.6	364.7	388.4
재고자산	463.9	916.5	875.9	937.7	998.6
비유동자산	8,882.6	9,264.4	11,085.4	11,091.0	11,011.3
유형자산	6,632.2	6,800.5	6,966.7	6,936.0	6,817.2
무형자산	296.5	425.1	403.1	385.5	371.5
투자자산	995.8	1,087.2	764.2	818.1	871.3
자산총계	10,151.7	11,101.3	13,737.8	13,755.4	13,913.9
유동부채	2,892.1	3,244.9	3,020.5	2,817.7	2,715.5
매입채무	86.6	154.9	142.7	152.8	162.7
단기차입금	245.2	778.5	578.5	378.5	278.5
유동성장기부채	1,005.6	531.1	481.1	431.1	381.1
비유동부채	2,340.1	2,854.3	4,866.9	4,791.2	4,714.4
사채	1,099.9	1,330.9	1,230.9	1,130.9	1,030.9
장기차입금	197.7	527.0	477.0	427.0	377.0
부채총계	5,232.2	6,099.1	7,887.4	7,608.9	7,430.0
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	399.5	397.5	397.5	397.5	397.5
기타포괄이익누계액	413.3	269.5	269.5	269.5	269.5
이익잉여금	2,246.0	2,439.2	3,262.8	3,517.8	3,808.9
비지배주주지분	1,497.8	1,533.1	1,557.7	1,598.7	1,645.2
자본총계	4,919.5	5,002.2	5,850.5	6,146.5	6,484.0

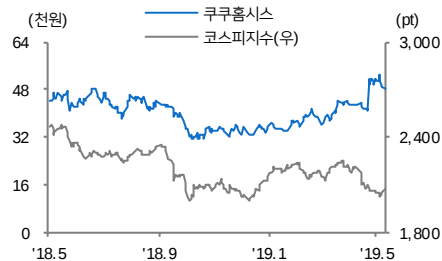
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	389.9	331.3	1,354.5	679.2	706.2
당기순이익(손실)	213.6	284.9	868.0	315.7	357.1
유형자산상각비	252.0	279.7	333.8	330.7	318.8
무형자산상각비	17.1	22.3	22.0	17.6	14.1
운전자본의 증감	-102.3	-281.0	130.7	15.2	16.2
투자활동 현금흐름	-304.8	-592.6	-2,179.0	-357.1	-256.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-395.6	-388.7	-500.0	-300.0	-200.0
투자자산의 감소(증가)	45.4	-91.4	323.1	-53.9	-53.2
재무활동 현금흐름	12.0	438.4	1,582.1	-419.0	-319.0
차입금의 증감	25.6	599.9	1,601.8	-399.3	-299.3
자본의 증가	-0.4	-2.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	97.2	177.0	757.6	-96.9	130.9
기초현금	78.3	175.5	352.5	1,110.1	1,013.2
기말현금	175.5	352.5	1,110.1	1,013.2	1,144.2
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	393,230	526,723	622,760	666,702	710,038
EPS(지배주주)	18,513	24,274	85,658	27,897	31,559
CFPS	66,004	74,832	162,251	86,805	89,120
EBITDAPS	62,448	71,028	78,454	84,265	86,580
BPS	347,557	352,367	436,027	461,926	491,487
DPS	1,250	2,000	2,000	2,000	2,000
배당수익률(%)	0.4	0.8	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	16.2	10.5	3.5	10.8	9.5
PCR	4.5	3.4	1.9	3.5	3.4
PSR	0.8	0.5	0.5	0.5	0.4
PBR	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
EBITDA	614.8	699.3	772.4	829.6	852.4
EV/EBITDA	11.0	9.9	10.7	9.6	8.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	6.9	21.7	6.2	6.6
EBITDA 이익률	15.9	13.5	12.6	12.6	12.2
부채비율	106.4	121.9	134.8	123.8	114.6
금융비용부담률	2.0	1.6	1.9	2.0	1.7
이자보상배율(x)	4.5	4.7	3.6	3.7	4.3
매출채권회전율(x)	17.0	20.0	20.1	18.6	18.6
재고자산회전율(x)	9.0	7.5	6.8	7.2	7.2

쿠쿠홈시스(284740) 코쿠닝 시대, 성공적인 렌탈 카테고리 다변화

Analyst 양지혜 02. 6454-4873
Jihye.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가(12개월)	-
현재주가 (6월 3일)	48,050원
상승여력	-
KOSPI	2,067.85pt
시가총액	10,781억원
발행주식수	2,244만주
유동주식비율	24.44%
외국인비중	9.65%
52주 최고/최저가	52,900원/31,200원
평균거래대금	17.8억원
주요주주(%)	
구분학 외 4인	75.44
국민연금	5.02
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	12.0 19.0
6개월	38.5 42.8
12개월	8.0 27.4
주가그래프	



안정적인 렌탈 사업 특성상 하반기에도 고성장 지속될 전망

- 2019년 국내 내수 매출액 3,454억원 (+15% YoY), 영업이익 624억원 (+24.6% YoY) 예상. 정수기 뿐만 아니라 공기청정기, 매트리스 등의 안정적인 계정수 증가와 함께 양호한 실적 전망
- 해외 말레이시아는 매출액 1,879억원 (+58.6% YoY), 영업이익 328억원 (+88.3% YoY) 고성장 예상. 말레이시아의 매출액기여도와 영업이익기여도는 각각 35%, 33%에 이를 전망

새로운 형태의 다양한 생활가전 등장, 성공적인 렌탈 카테고리 다변화

- '코쿠닝'이란 안락하고 안전한 공간에 칩거하며 자신만의 생활을 즐기는 소비 패턴을 의미. 최근 온라인 쇼핑 증가와 함께 주거의 관념이 변화하면서 집은 모든 것을 활동하는 공간으로 진화하고 있음
- 이러한 변화로 집안 소비가 증가하면서 새로운 형태의 다양한 생활가전이 등장하고 있으며 쿠쿠홈시스 또한 꾸준한 신제품 출시와 함께 기술적 차별화로 안정적 고성장이 지속될 전망

아시아 렌탈 비즈니스 높은 성장 잠재력에 주목

- 2018년부터 인도네시아, 인도 등 말레이시아 이외 시장 진출 시작. 2019년 베트남 정수기 진출. 중장기 인도네시아 및 베트남, 인도 등에서의 의미있는 성과 기대

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	30.3	5.0	2.3	101		15,668	0.0	0.0	-2.9	0.6	19.6
2018	418.8	67.5	34.4	1,534	1,473.5	16,568	23.1	2.1	6.2	9.5	35.0
2019E	533.9	99.3	62.7	2,792	81.3	18,688	17.2	2.6	5.6	15.8	32.6
2020E	672.7	119.4	79.7	3,551	27.2	21,433	13.5	2.2	5.2	17.7	31.8
2021E	777.3	136.3	96.4	4,296	21.0	24,762	11.2	1.9	4.6	18.6	29.8

쿠쿠홈시스 연간 실적 추이

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	123.2	180.9	235.9	307.5	418.8	533.9	672.7	777.3
증가율 (% YoY)		46.8	30.4	30.4	36.2	27.5	26.0	15.5
국내	123.2	180.9	235.9	252.9	300.3	345.4	382.9	403.0
증가율 (% YoY)				7.2	18.7	15.0	10.8	5.3
계정수 (천대)	650	800	1,030	1,170	1,330	1,476	1,580	1,659
증가율 (% YoY)		23.1	28.8	13.6	13.7	11.0	7.0	5.0
해외 (말레이시아 등)			19.6	54.6	118.5	187.9	289.8	374.2
증가율 (% YoY)				178.6	117.0	58.6	54.2	29.1
계정수 (천대)		12	73	250	560	784	1,050	1,350
증가율 (% YoY)			508.3	242.5	124.0	40.0	33.9	28.6
매출원가	48.9	73.1	96.0	119.9	159.1	218.4	272.4	310.9
증가율 (% YoY)		49.5	31.3	24.9	32.7	37.2	24.8	14.1
매출원가율 (%)	39.7	40.4	40.7	39.0	38.0	40.9	40.5	40.0
매출총이익	74.3	107.8	139.9	187.6	259.7	315.6	400.3	466.4
증가율 (% YoY)		45.1	29.8	34.1	38.4	21.5	26.8	16.5
매출총이익률 (%)	60.3	59.6	59.3	61.0	62.0	59.1	59.5	60.0
판관비	67.5	91.6	102.1	138.4	192.1	216.2	280.9	330.1
증가율 (% YoY)		35.7	11.6	35.5	38.9	12.5	29.9	17.5
판관비율 (%)	54.7	50.6	43.3	45.0	45.9	40.5	41.8	42.5
영업이익	6.9	16.2	37.7	49.2	67.5	99.3	119.4	136.3
증가율 (% YoY)		136.8	132.7	30.4	37.2	47.1	20.1	14.2
영업이익률 (%)	5.6	9.0	16.0	16.0	16.1	18.6	17.7	17.5
국내	6.9	16.2	37.7	40.8	50.1	62.4	67.8	69.3
증가율 (% YoY)		136.8	132.7	8.2	22.7	24.6	8.6	2.3
영업이익률 (%)	5.6	9.0	16.0	16.2	16.7	18.1	17.7	17.2
해외 (말레이시아)		-0.2	-1.4	8.4	17.4	32.8	51.6	67.0
증가율 (% YoY)			494.4	-709.7	108.1	88.3	57.3	29.9
영업이익률 (%)			-7.0	15.3	14.7	17.4	17.8	17.9

주: 2017년 이전은 별도기준 추정, 2018년부터 연결기준
자료: 쿠쿠홈시스, 메리츠증권증권 리서치센터

쿠쿠홈시스 분기별 실적 추이

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	93.4	100.1	109.8	115.6	131.2	127.0	134.4	141.4
증가율 (% YoY)		33	35.9	35.4	40.4	26.9	22.4	22.4
국내	69.7	73.3	73.9	79.0	89.5	82.9	83.6	89.5
증가율 (% YoY)		12.6	16.0	20.7	28.4	13.1	13.1	13.2
계정수 (천대)	1,210	1,260	1,290	1,330	1,382	1,411	1,445	1,476
증가율 (% YoY)					14.2	12.0	12.0	11.0
해외 (말레이시아 등)	23.5	26.7	35.7	32.6	41.1	44.1	50.7	52.0
증가율 (% YoY)		152.6	121.2	59.8	74.9	65.0	42.1	59.6
계정수 (천대)	320	400	500	560	618	660	725	784
증가율 (% YoY)					93.1	65.0	45.0	40.0
매출원가	35.3	36.4	40.5	47.0	58.4	51.3	53.5	55.2
증가율 (% YoY)					65.8	40.9	32.1	17.4
매출원가율 (%)	37.7	36.4	36.9	40.7	44.6	40.4	39.8	39.0
매출총이익	58.2	63.6	69.3	68.6	72.7	75.7	80.9	86.3
증가율 (% YoY)					25.0	18.9	16.8	25.8
매출총이익률 (%)	62.3	63.6	63.1	59.3	55.4	59.6	60.2	61.0
판관비	41.0	45.6	48.7	56.8	40.7	52.4	55.2	67.9
증가율 (% YoY)					- 0.8	15.0	13.3	19.5
판관비율 (%)	43.9	45.6	44.4	49.2	31.0	41.3	41.1	48.0
영업이익	17.2	18.0	20.5	11.8	32.1	23.2	25.7	18.4
증가율 (% YoY)		91.7	74.7	17.7	86.5	28.8	25.1	56.0
영업이익률 (%)	18.4	18.0	18.7	10.2	24.4	18.3	19.1	13.0
국내	12.3	11.7	12.4	13.7	19.3	14.2	14.2	14.8
증가율 (% YoY)		91.7	28.1	50.3	56.9	21.1	14.2	8.0
영업이익률 (%)	17.6	16.0	16.8	17.3	21.5	17.1	17.0	16.5
해외 (말레이시아)	4.9	4.8	7.5	-1.5	8.7	9.1	11.4	3.6
증가율 (% YoY)		91.7	268.5	적자전환	76.6	88.9	53.0	흑자전환
영업이익률 (%)	20.9	18.0	20.9	-4.5	21.1	20.6	22.6	7.0

자료: 쿠쿠홈시스, 메리츠증권 리서치센터

쿠쿠홈시스(284740)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	30.3	418.8	533.9	672.7	777.3
매출액증가율 (%)		1,282.1	27.5	26.0	15.5
매출원가	12.1	159.1	218.4	272.5	310.9
매출총이익	18.2	259.7	315.6	400.3	466.4
판매관리비	13.2	192.1	216.2	280.9	330.1
영업이익	5.0	67.5	99.3	119.4	136.3
영업이익률	16.5	16.1	18.6	17.7	17.5
금융손익	0.1	-1.6	-2.3	1.5	5.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.1	-18.4	-6.0	-5.0	-4.0
세전계속사업이익	4.0	47.5	91.1	115.8	137.5
법인세비용	1.6	9.4	21.9	27.8	31.0
당기순이익	2.4	38.2	69.2	88.0	106.5
지배주주지분 순이익	2.3	34.4	62.7	79.7	96.4
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	175.6	205.1	332.4	463.5	592.1
현금및현금성자산	14.6	21.9	116.6	209.4	304.8
매출채권	35.2	37.4	46.3	58.3	67.4
재고자산	44.6	42.2	55.3	69.7	80.5
비유동자산	253.9	307.5	243.0	200.5	172.1
유형자산	182.9	230.7	166.8	124.2	95.8
무형자산	3.3	3.3	3.3	3.2	3.2
투자자산	5.6	0.9	0.3	0.4	0.5
자산총계	429.5	512.6	575.4	664.0	764.2
유동부채	55.4	106.6	108.0	118.0	126.8
매입채무	13.0	26.7	25.3	31.9	36.9
단기차입금	0.0	32.0	30.0	28.0	26.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.0	26.3	33.5	42.2	48.7
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	132.8	141.5	160.2	175.5
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	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6
이익잉여금	1.8	24.6	72.2	133.8	208.5
비지배주주지분	7.6	8.0	14.6	22.9	33.1
자본총계	359.2	379.7	433.9	503.8	588.6

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	5.2	-33.3	115.0	125.8	131.6
당기순이익(손실)	2.4	38.2	69.2	88.0	106.5
유형자산상각비	4.3	62.4	78.9	57.6	43.4
무형자산상각비	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-6.3	-168.1	-33.1	-19.9	-18.4
투자활동 현금흐름	-0.8	18.9	-15.1	-15.9	-16.1
유형자산의증가(CAPEX)	-0.1	-1.4	-15.0	-15.0	-15.0
투자자산의감소(증가)	-5.6	4.7	0.6	-0.1	-0.1
재무활동 현금흐름	0.0	21.6	-5.3	-17.1	-20.1
차입금의 증감	0.1	32.1	-2.0	-2.0	-2.0
자본의 증가	350.3	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	4.4	7.3	94.6	92.8	95.4
기초현금	10.2	14.6	21.9	116.6	209.4
기말현금	14.6	21.9	116.6	209.4	304.8
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	1,351	18,665	23,797	29,982	34,642
EPS(지배주주)	101	1,534	2,792	3,551	4,296
CFPS	489	6,402	7,677	7,665	7,832
EBITDAPS	414	5,792	7,945	7,888	8,011
BPS	15,668	16,568	18,688	21,433	24,762
DPS	0	560	672	806	968
배당수익률(%)	0.0	1.6	1.4	1.7	2.0
Valuation(Multiple)					
PER	0.0	23.1	17.2	13.5	11.2
PCR	0.0	5.5	6.3	6.3	6.1
PSR	0.0	1.9	2.0	1.6	1.4
PBR	0.0	2.1	2.6	2.2	1.9
EBITDA	9.3	130.0	178.3	177.0	179.7
EV/EBITDA	-2.9	6.2	5.6	5.2	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	0.6	9.5	15.8	17.7	18.6
EBITDA 이익률	30.7	31.0	33.4	26.3	23.1
부채비율	19.6	35.0	32.6	31.8	29.8
금융비용부담률	0.0	0.6	0.9	0.7	0.5
이자보상배율(x)	14,993.0	26.8	20.4	26.2	32.1
매출채권회전율(x)	0.9	11.5	12.8	12.9	12.4
재고자산회전율(x)	0.7	9.7	10.9	10.8	10.3

Not Rated

적정주가(12개월)		-
현재주가 (6월 3일)		26,100원
상승여력		-
KOSDAQ		697.50pt
시가총액		3,413억원
발행주식수		1,307만주
유통주식비율		46.54%
외국인비중		15.32%
52주 최고/최저가		28,300원/14,150원
평균거래대금		18.8억원
주요주주(%)		
성장현 외 4인		52.12
타이거자산운용투자자문		5.03
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	13.5	23.9
6개월	50.0	52.6
12개월	41.8	79.6
주가그래프		



가격비교 서비스를 기반으로 성장한 온라인 쇼핑 포털 기업

- 가격비교 서비스를 기반으로 성장한 온라인 쇼핑 포털 기업, 다나와 사이트를 통해 특정상품을 검색해서 비교, 구매하게 되면 오픈마켓 및 대형몰로부터 1.5~2%의 수수료를 수취하는 구조
- 경기 둔화에도 온라인은 가격 경쟁력을 갖춘 채널로서 오프라인으로부터의 이동이 이어지고 있으며 온라인 사업자들 간의 경쟁이 심화되면서 가격비교 서비스에 대한 수요도 지속적으로 증가하고 있음. 동사는 특히 PC 및 IT카테고리에서 최저가 매칭률이 높다는 데에 강점이 있음

연평균 20%대의 꾸준한 이익 증가 대비 상대적 저평가

- 제휴쇼핑사업: 2015년 이후 전략적으로 일반상품, 생활가전 카테고리 등을 확대하면서 거래대금 증가, 지난해 여행서비스, 식품 등도 추가하였으며 2019년에도 27.9%의 고성장 지속될 전망
- 광고사업: 제휴쇼핑사업을 통한 고객 트래픽 증가로 배너 및 디스플레이 광고매출도 안정적 성장 예상
- 판매수수료: 새로운 PC게임들이 출시되면서 조립PC사업 및 AS관련 매출도 꾸준히 증가
- 기타 정보이용료 등: 다나와자동차 등 아직 오프라인 기반의 다양한 비대칭 정보 카테고리에서 온라인화에 따른 기회 모색

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	107.6	15.2	13.5	1,034	51.2	5,877	13.2	2.3	8.1	19.0	20.8
2018	106.3	20.2	16.4	1,255	21.3	6,879	12.2	2.2	6.9	19.7	20.5
2019E	118.1	27.8	22.6	1,730	37.8	8,254	15.1	3.2	8.9	22.9	21.7
2020E	129.5	31.6	25.8	1,974	14.1	9,833	13.2	2.7	7.3	21.8	19.6
2021E	139.9	35.0	28.8	2,203	11.6	11,612	11.8	2.2	6.0	20.5	17.7

다나와 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
연결 매출액 (영업수익)	107.6	21.7	22.7	27.6	34.29	106.3	26.7	25.6	29.4	36.3	118.1
증가율 (% YoY)	67.1	-28.6	32.2	6.0	0.9	-1.2	23.2	12.6	6.7	6.0	11.1
매출액(별도)	42.4	13.4	13.7	12.8	13.1	53.0	15.4	15.2	14.6	15.5	60.8
증가율 (% YoY)	30.9	29.6	39.8	17.1	15.3	24.9	15.3	11.1	14.4	18.4	14.8
사업부별											
제휴쇼핑	13.3	3.9	4.0	4.0	4.5	16.3	5.7	4.8	4.7	5.6	20.9
광고사업	12.3	3.7	3.8	3.9	3.3	14.6	3.6	4.2	4.2	3.6	15.6
판매수수료	12.3	4.2	4.3	3.8	4.3	16.6	4.7	4.7	4.4	5.1	18.9
정보이용료 등	4.6	1.6	1.6	1.3	1.2	5.6	1.4	1.5	1.3	1.2	5.4
연결자회사											
제품매출	65.8	8.3	9.5	14.0	20.2	51.9	10.5	9.6	14.0	20.0	54.1
DPG매출				0.9	0.8	1.7	0.8	0.8	0.8	0.8	3.2
증가율 (% YoY)											
사업부별											
제휴쇼핑	36.8	19.3	22.5	16.4	33.2	22.9	47.5	20.0	20.0	25.0	27.9
광고사업	17.0	12.1	32.4	25.0	7.7	19.0	-2.2	10.0	10.0	10.0	7.0
판매수수료	36.9	45.6	57.7	21.3	21.5	35.1	11.8	10.0	15.0	20.0	14.2
정보이용료 등	41.5	81.1	70.8	-2.8	-18.5	23.5	-9.8	-5.0	0.0	0.0	-4.2
연결자회사											
제품매출	105.4	-58.4	25.7	-7.6	-12.8	-21.1	26.3	1.6	0.2	-0.9	4.2
DPG매출									-9.7	-5.2	87.2
비중 (%)											
사업부별											
제휴쇼핑	12.3	18.0	17.4	14.3	13.2	15.4	21.5	18.6	16.1	15.5	17.7
광고사업	11.4	16.8	16.9	14.0	9.6	13.7	13.4	16.5	14.4	9.9	13.2
판매수수료	11.4	19.6	18.7	13.9	12.4	15.6	17.7	18.3	15.0	14.1	16.0
정보이용료 등	4.2	7.2	7.2	4.6	3.4	5.3	5.3	6.0	4.3	3.2	4.6
연결자회사											
제품매출	61.2	38.5	41.6	50.6	58.8	48.9	39.5	37.5	47.5	55.0	45.8
DPG매출	0.0	0.0	0.0	3.2	2.5	1.6	3.1	3.1	2.7	2.2	2.7
영업비용	149.97	16.27	3.55	64.13	47.3	131.26	19.37	18.9	23.3	28.7	90.3
증가율 (% YoY)	168.4	-37.5	-75.5	-528.7	-62.0	-12.5	19.1	433.5	-63.7	-39.3	-31.2
비율 (%)	139.4	75.0	15.6	232.4	138.0	123.5	72.5	74.0	79.0	79.0	76.4
영업이익	15.2	5.4	4.9	4.59	5.31	20.2	7.3	6.7	6.2	7.6	27.8
증가율 (% YoY)	78.7	24.9	77.7	20.5	21.2	32.3	35.8	37.2	34.7	43.7	37.9
영업이익률 (%)	14.2	25.0	21.3	16.6	15.5	19.0	27.5	26.0	21.0	21.0	23.6

자료: 다나와, 메리츠증권증권 리서치센터

다나와(119860)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	107.6	106.3	118.1	129.5	139.9
매출액증가율 (%)	67.1	-1.2	11.1	9.7	8.0
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	107.6	106.3	118.1	129.5	139.9
판매관리비	92.4	86.1	90.3	97.9	104.9
영업이익	15.2	20.2	27.8	31.6	35.0
영업이익률	14.2	19.0	23.6	24.4	25.0
금융손익	1.0	1.0	1.2	1.5	1.9
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.7	-0.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	15.5	20.9	29.0	33.1	36.8
법인세비용	2.0	4.5	6.4	7.3	8.1
당기순이익	13.5	16.4	22.6	25.8	28.8
지배주주지분 순이익	13.5	16.4	22.6	25.8	28.8
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	67.0	72.6	99.7	122.1	146.9
현금및현금성자산	17.4	16.8	39.1	55.6	75.2
매출채권	9.1	11.9	11.6	12.8	13.8
재고자산	3.6	3.4	3.9	4.2	4.6
비유동자산	25.9	35.8	31.7	31.7	31.7
유형자산	5.8	9.6	12.6	12.7	12.7
무형자산	2.5	4.2	3.9	3.7	3.5
투자자산	10.2	8.9	2.0	2.2	2.4
자산총계	92.8	108.4	131.3	153.8	178.6
유동부채	14.8	16.8	18.7	20.4	21.9
매입채무	4.8	4.4	5.1	5.6	6.0
단기차입금	0.1	0.9	0.9	0.9	0.9
유동성장기부채	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	1.2	1.7	4.8	4.8	4.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
부채총계	16.0	18.5	23.4	25.2	26.8
자본금	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	16.3	16.3	16.3	16.3	16.3
기타포괄이익누계액	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
이익잉여금	56.0	69.3	87.2	107.9	131.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	-0.0	-0.0
자본총계	76.9	90.0	107.9	128.5	151.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	17.1	16.6	25.5	27.2	30.3
당기순이익(손실)	13.5	16.4	22.6	25.8	28.8
유형자산상각비	0.5	1.1	2.0	2.0	2.0
무형자산상각비	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
운전자본의 증감	-0.9	-5.1	0.9	-0.6	-0.5
투자활동 현금흐름	-0.5	-15.2	-2.0	-6.0	-5.6
유형자산의증가(CAPEX)	-2.1	-2.0	-5.0	-2.0	-2.0
투자자산의감소(증가)	-0.3	1.2	6.9	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	-4.1	-2.0	-1.2	-4.6	-5.2
차입금의 증감	1.0	0.7	2.9	0.0	0.0
자본의 증가	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	12.5	-0.6	22.3	16.6	19.6
기초현금	4.9	17.4	16.8	39.1	55.6
기말현금	17.4	16.8	39.1	55.6	75.2
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	8,230	8,130	9,033	9,905	10,697
EPS(지배주주)	1,034	1,255	1,730	1,974	2,203
CFPS	1,456	1,844	2,294	2,580	2,840
EBITDAPS	1,216	1,638	2,294	2,580	2,840
BPS	5,877	6,879	8,254	9,833	11,612
DPS	230	320	360	400	430
배당수익률(%)	1.7	2.1	1.4	1.5	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	13.2	12.2	15.1	13.2	11.8
PCR	9.3	8.3	11.4	10.1	9.2
PSR	1.7	1.9	2.9	2.6	2.4
PBR	2.3	2.2	3.2	2.7	2.2
EBITDA	15.9	21.4	30.0	33.7	37.1
EV/EBITDA	8.1	6.9	8.9	7.3	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	19.0	19.7	22.9	21.8	20.5
EBITDA 이익률	14.8	20.1	25.4	26.0	26.5
부채비율	20.8	20.5	21.7	19.6	17.7
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
이자보상배율(x)	188.6	279.2	176.3	139.7	154.7
매출채권회전율(x)	14.1	10.2	10.0	10.6	10.5
재고자산회전율(x)	42.2	30.5	32.5	31.9	31.7

Part IV

화장품업종 2019년 상반기 Review & 하반기 전망

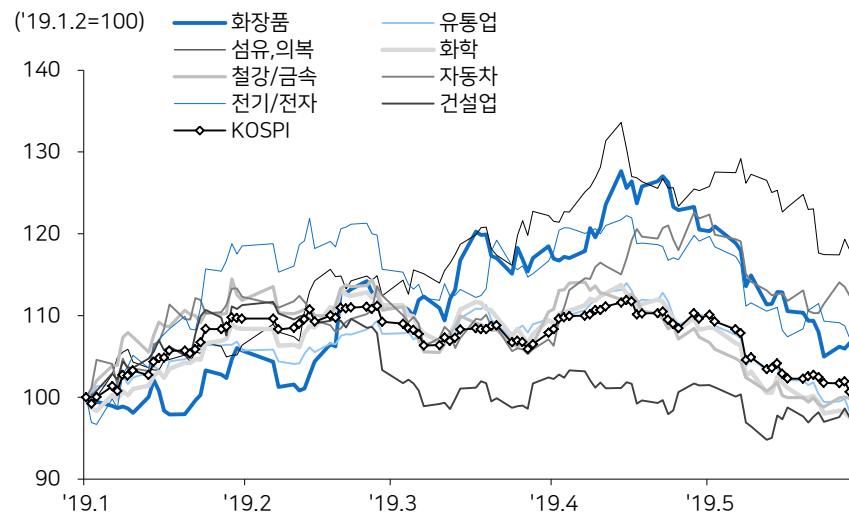
중국 위안화 강세 전환 및 중국 경기지표 개선과 함께 주가 상승

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

2019년 상반기 화장품업종 Review: 중국 경기지표 개선과 함께 반등하면서 전체 주식시장 대비 Outperform

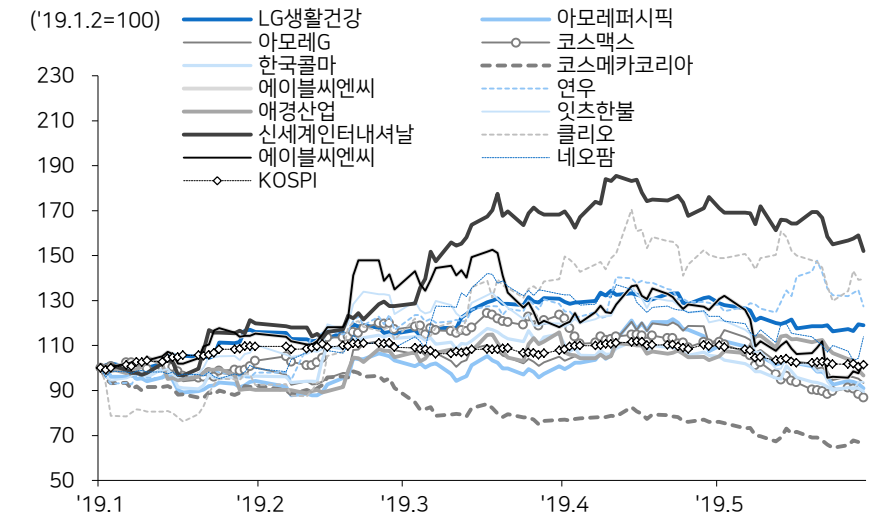
- 2019년 상반기 중국 매크로 환경 개선과 함께 주가 반등. 특히 면세점 매출 호조로 중국 전자상거래법에 대한 우려감이 해소되면서 신세계인터내셔널, LG생활건강 등 럭셔리 및 프리미엄 브랜드 업체 중심으로 주가 상승폭이 두드러짐
- 클리오 또한 자체적인 신제품 효과 및 채널 구조조정에 대한 수익 정상화 기대로 주가 상승하였으며 연우는 수출 확대에 내수 부진 극복과 실적 턴어라운드 기대감으로 주가 상승하였음. 상대적으로 H스 중심으로 실적 부진이 지속되었던 아모레퍼시픽과 지난해 대비 해외 성장률 둔화 우려감으로 한국콜마, 코스맥스 등 화장품 ODM 업체들의 주가 상승폭이 제한적이었음

2019년 상반기 업종별 지수 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

2019년 상반기 화장품 종목별 주가 추이



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

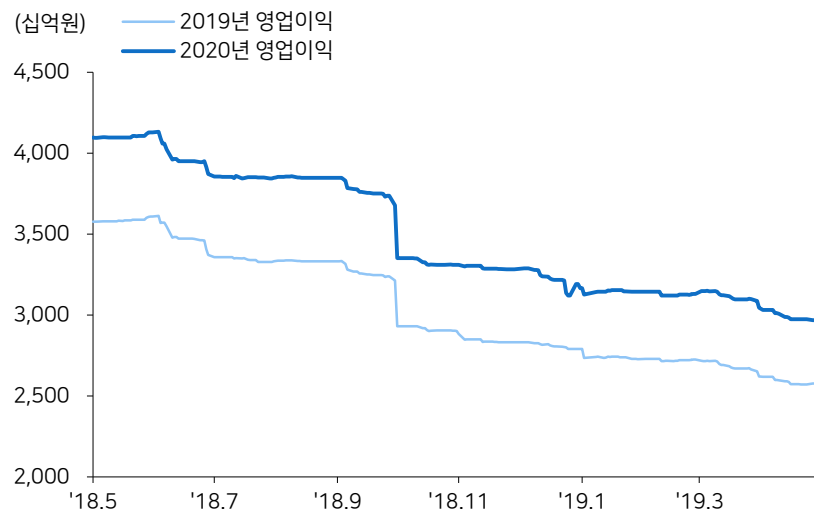
2019년 실적 추정치 하향 지속

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

2019년 실적 추정치 하향 지속, 아모레퍼시픽의 부진 영향

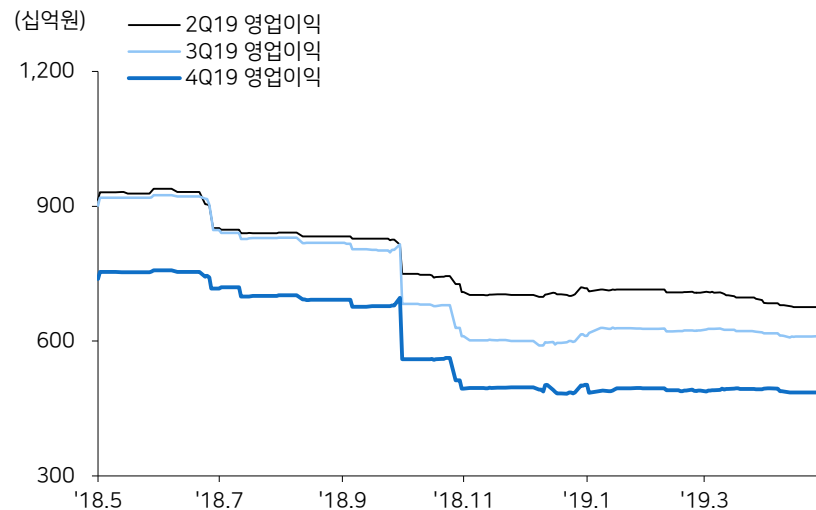
- 화장품업종의 시장 컨센서스는 지속적인 하향 추세임. 특히 2018년 하반기 아모레퍼시픽과 아모레G의 어닝 쇼크로 실적 추정치가 크게 하향 조정되었으며 2019년 추가적인 하향폭은 제한적이었음. 다만 개별 종목별 실적 차별화에 주의할 필요가 있겠음
- LG생활건강, 네오팜 등 일부 화장품업체들의 실적은 양호했으나 아모레퍼시픽을 비롯한 전반적인 중소형 화장품 기업들의 실적 추정치는 하향 추세를 나타내고 있음

화장품업종 연간 영업이익 컨센서스



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

화장품업종 분기별 영업이익 컨센서스



자료: Quantwise, 메리츠증권증권 리서치센터

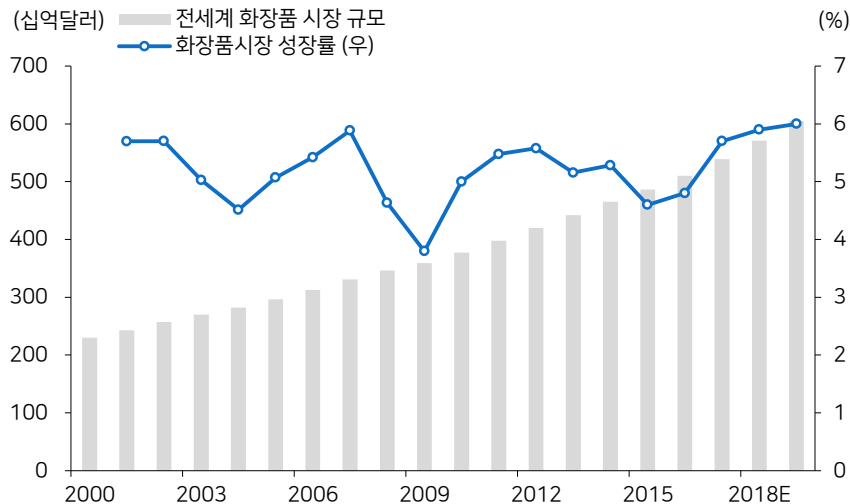
외부 변수에 따른 밸류에이션 (주가 프리미엄) 영향이 큼

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

글로벌 화장품 시장, 유가 및 환율 외부변수 실적 영향 미미

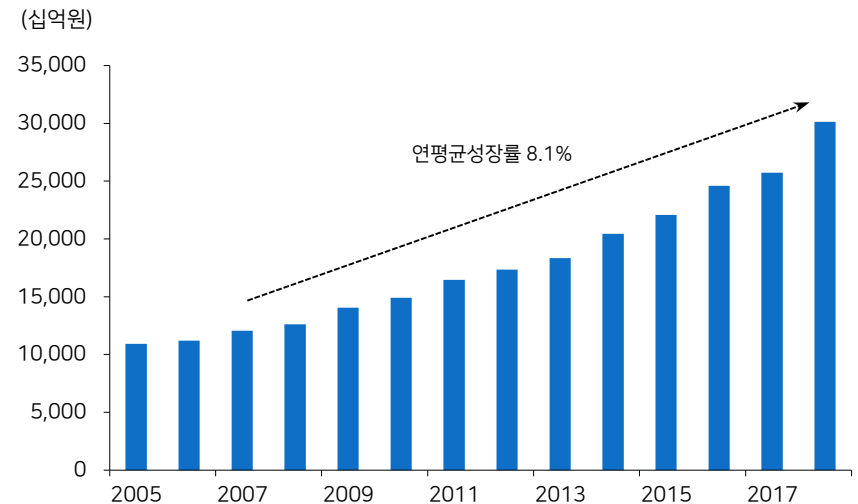
- Euromonitor에 따르면 전세계 화장품 시장은 연평균 5~6% 성장률로 꾸준히 성장하였으며 한국 화장품 시장도 연평균 7~8%의 글로벌 시장 대비 높은 수준이 지속됨. 특히 2008년 금융위기에도 전세계 화장품 시장은 4% 성장하여 경기 변화에 영향이 크지 않았음
- 다만 화장품업종의 주가 프리미엄이 매크로 환경에 크게 영향을 받음. 고PER의 특성상 금리 인상이 급격히 이루어지는 경우 주가 변동성이 크며 중국 위안화와 중국 경기지표 및 증시 흐름과 주가의 연동성도 높은 편임

글로벌 화장품/생활용품 시장규모 및 증가율



자료: Euromonitor, 메리츠증권 리서치센터 추정

국내 화장품 소매판매액 추이 (면세점, 온라인 역직구 포함)



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

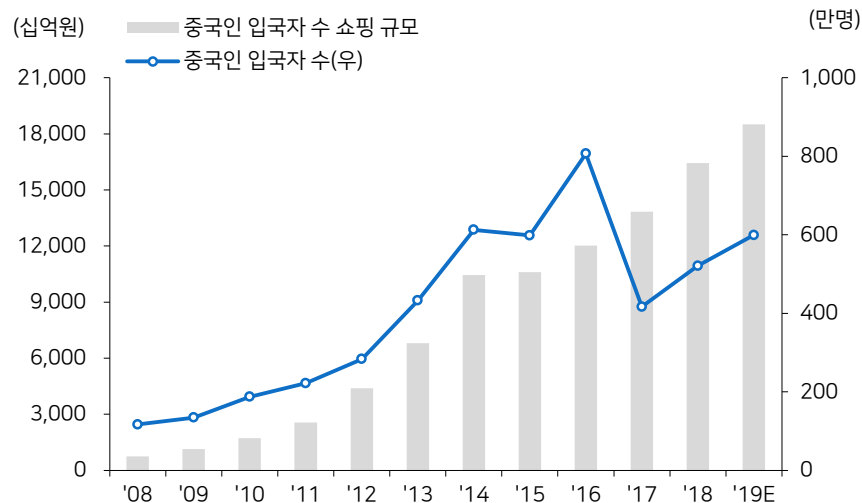
중국인 입국자 수 꾸준한 증가 vs. 중국향 수출 성장률 둔화

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

하반기 화장품 업종 전망

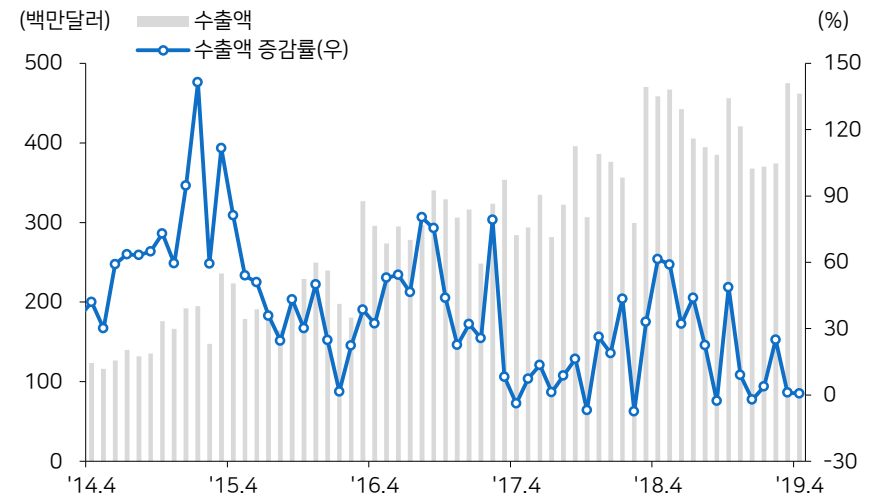
- 면세점을 비롯한 중국 인바운드 소비 회복 기대감은 화장품업종 주가에 긍정적으로 작용한 전망. 중국 매스 시장 중심으로 화장품 소매판매액 및 중국향 수출 성장률이 둔화되고 있어 소비 트렌드 변화에 따른 종목별 선별이 중요함
- 중장기 중국 이외 해외 성과에 주목할 수 있겠음. 미국, 유럽 및 동남아 지역에서의 실적 기여도 확대 가능성. 새로운 카테고리 확장이나 M&A 등 신규 사업 성과 또한 기대

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

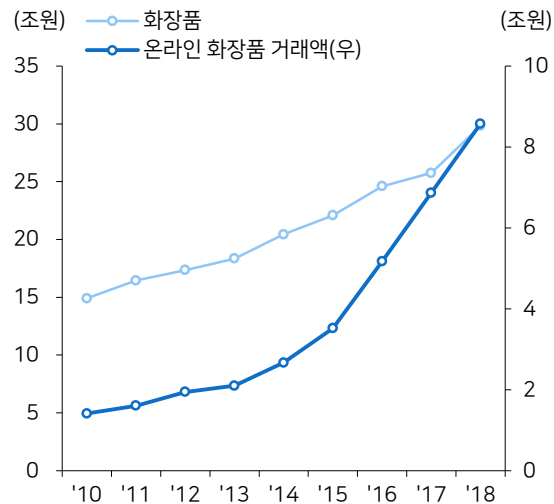
온라인 만으로도 자체적인 유통 생태계를 구축하며 진화

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

2019년 하반기 주목해야 할 국내 소비 트렌드

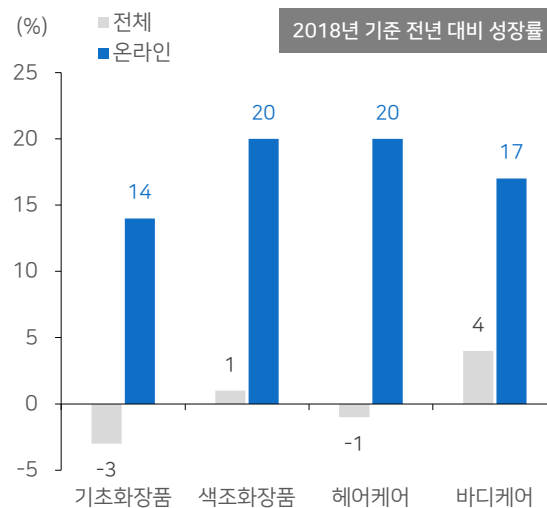
- 온라인으로 구매 집중도가 심화되고 있음. 아는 제품을 습관적으로 구매하는 목적성 구매에서 벗어나 새로움과 편의를 추구하며 온라인을 더 자주 구매하고 더 많이 활용하기 시작함
- 이러한 변화는 온라인 인프라 발달 및 서비스 향상과 함께 나타남. 특히 모바일 기반 지불방법 개선 및 배달 서비스 진화로 온라인은 자체적인 생태계를 구축하게 되었음
- 최근 부상하고 있는 구독경제 및 서비스 또한 고객 충성도 강화와 새로운 경험을 안겨줄 것으로 기대됨

연간화장품 소매판매액 vs 온라인화장품 거래액



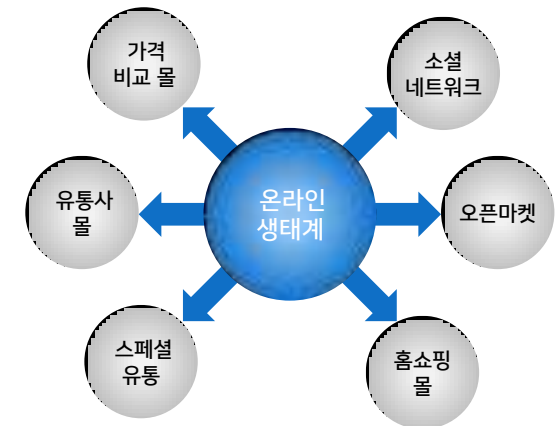
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 세그먼트별 전체 vs. 온라인 성장을 비교



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

온라인 유통 생태계 구축



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

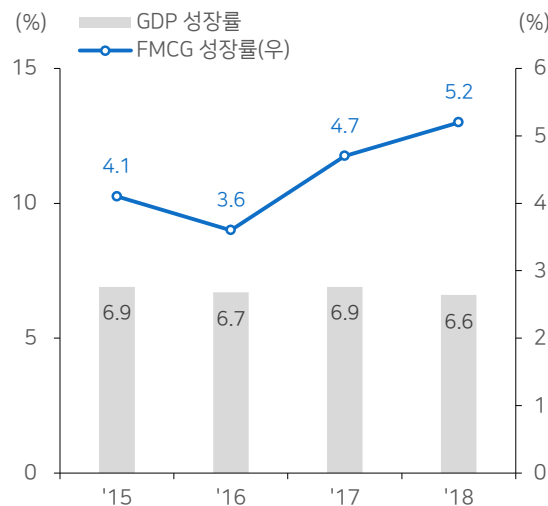
화장품이 중국 온라인의 성장을 견인, 프리미엄화

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

2019년 하반기 주목해야 할 중국 소비 트렌드

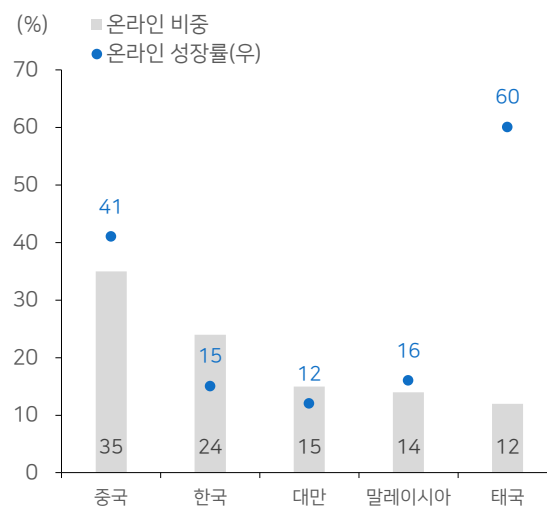
- 중국 소비재 시장의 프리미엄화가 가속화되고 있으며 매스 화장품 시장에서는 중국 로컬 브랜드가 강세를 보이고 있지만 프리미엄 고가 스킨케어 시장은 해외 유명 브랜드를 선호하는 것으로 나타남
- 전 연령대에서 소비가 확대되고 있지만 특히 젊은 여성들이 중국 화장품 시장의 핵심 구매층. 특히 온라인 채널에서 뷰티 제품의 구매는 지속적으로 증가. 끊임없이 온라인 쇼핑 행사가 이어짐에 따라 중국 소비자는 꾸준하게 소비를 늘리고 있음
- 특히 3~4선 하위도시에서의 온라인의 저력이 강화됨. 글로벌 대형 브랜드는 넓은 저변으로 온라인에 침투하고 있으며 신흥 브랜드는 하위 도시의 온라인 성장 모멘텀에 기반하고 있음

중국 GDP vs. 개인용품 성장률 비교



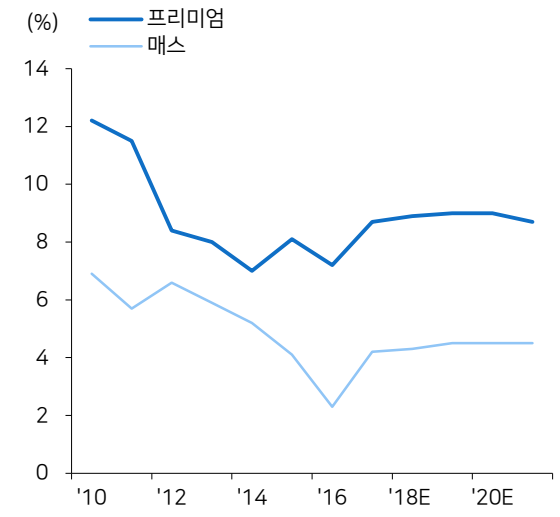
자료: 중국산업정보, 메리츠증권증권 리서치센터

아시아 국가별 온라인 비중 및 성장을 비교



자료: KOTRA, Euromonitor, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 프리미엄 vs 매스 생활소비재 성장률



자료: Euromonitor, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 화장품기업 Peer

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

		아모레퍼시픽	아모레G	LG생활건강	코스맥스	한국콜마	네오팜
Ticker		090430 KS	002790 KS	051900 KS	192820 KS	161890 KS	092730 KS
현재주가 (06/03)	(원)	180,000	64,800	1,297,000	112,000	63,100	50,300
시가총액	(십억원)	10,523	5,343	20,257	1,126	1,410	375
절대수익률 (%)							
	1M	-13.9	-13.8	-10.1	-19.1	-14.5	-5.4
	3M	-10.5	-11.6	2.6	-23.5	-20.1	6.7
	6M	4.4	0.3	11.1	-17.3	-7.2	5.0
	1Y	-45.9	-48.4	-4.0	-33.8	-17.5	-7.6
	YTD	-14.6	-10.9	16.1	-13.8	-10.2	13.8
초과수익률 (%p)							
	1M	-6.6	-6.5	-2.8	-11.8	-7.1	2.0
	3M	-3.7	-4.8	9.4	-16.7	-13.2	13.5
	6M	5.1	1.1	11.9	-16.5	-6.4	5.8
	1Y	-32.1	-34.6	9.8	-20.0	-3.7	6.2
	YTD	-14.8	-11.1	15.9	-14.1	-10.4	13.6
PER (X)							
	2018	38.3	42.8	25.9	40.0	36.1	21.8
	2019E	31.5	33.0	25.2	23.5	22.4	20.9
	2020E	28.5	28.0	22.5	19.7	17.4	17.5
PBR (X)							
	2018	3.3	2.1	5.6	4.9	3.6	5.7
	2019E	2.7	1.8	5.5	3.7	2.9	5.2
	2020E	2.5	1.7	4.7	3.1	2.5	4.3
ROE (%)							
	2018	7.7	4.7	21.0	13.5	11.4	28.8
	2019E	7.6	5.2	21.6	16.7	13.5	27.5
	2020E	8.0	5.8	20.5	17.2	15.3	27.2
매출액성장률 (%)							
	2018	3.0	0.8	10.5	42.5	65.3	23.7
	2019E	4.1	3.5	11.7	17.0	21.1	17.9
	2020E	8.2	7.3	12.2	14.7	11.5	14.2
영업이익성장률 (%)							
	2018	-19.2	-24.9	11.8	49.0	34.3	37.1
	2019E	-7.0	1.7	12.6	25.8	50.0	15.1
	2020E	11.1	12.8	11.4	18.1	14.7	17.2
순이익성장률 (%)							
	2018	-15.7	-29.8	12.6	72.5	-10.6	32.8
	2019E	4.7	15.9	21.1	46.6	48.7	16.9
	2020E	10.5	17.7	12.0	19.7	29.3	19.4
영업이익률 (%)							
	2018	9.1	9.0	15.4	4.2	6.6	29.0
	2019E	8.2	8.9	15.5	4.5	8.2	28.3
	2020E	8.4	9.3	15.4	4.6	8.4	29.0
순이익률 (%)							
	2018	6.3	2.3	10.1	2.6	3.1	23.2
	2019E	6.3	2.6	11.0	3.2	3.8	23.0
	2020E	6.5	2.9	11.0	3.4	4.4	24.1

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

글로벌 화장품기업 Peer

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

		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 (05/31)	(현지통화)	240.4	338.6	161.0	54.0	7,787.0	16,720.0	28.4
시가총액	(백만달러)	150,804	191,058	58,272	174,842	28,777	9,360	2,760
절대수익률 (%)	1M	-1.9	-3.0	-6.0	0.8	-10.2	-17.6	-6.6
	3M	10.1	13.4	2.9	14.4	6.6	-4.3	-8.9
	6M	17.5	36.7	13.5	11.9	8.9	1.9	6.1
	1Y	18.8	16.2	9.0	16.7	-8.6	-26.8	-36.7
	YTD	21.4	32.6	24.4	15.7	13.7	0.0	3.4
초과수익률 (%p)	1M	3.3	2.3	0.3	5.5	-4.6	-12.1	-1.0
	3M	8.4	11.7	3.5	12.6	7.2	-3.6	-7.8
	6M	10.6	29.8	12.7	5.5	8.0	1.0	-6.3
	1Y	19.0	16.4	5.2	15.5	-8.6	-26.8	-32.6
	YTD	8.7	19.9	13.7	2.4	2.3	-11.4	-13.2
PER (X)	2018	28.9	20.4	31.6	13.5	44.8	31.3	33.7
	2019E	30.9	23.3	30.7	21.4	39.3	23.9	30.1
	2020E	28.7	21.4	27.7	19.4	31.6	21.6	25.1
PBR (X)	2018	4.2	4.0	11.2	10.7	6.1	5.6	3.2
	2019E	4.7	4.7	13.4	12.1	6.1	4.0	2.9
	2020E	4.4	4.2	11.7	11.5	5.3	3.5	2.7
ROE (%)	2018	15.1	20.7	24.4	74.5	14.1	18.8	9.7
	2019E	15.6	20.6	35.4	49.4	17.3	19.6	9.0
	2020E	15.5	21.0	40.9	54.0	16.9	18.0	9.9
매출액성장률 (%)	2018	8.2	14.8	15.8	-0.8	10.6	9.7	12.5
	2019E	2.5	4.6	8.0	-3.4	8.4	8.2	9.3
	2020E	5.5	6.8	6.9	4.1	8.6	7.0	12.3
영업이익성장률 (%)	2018	12.0	26.9	20.7	45.0	36.8	8.2	69.1
	2019E	5.6	8.7	12.2	-27.2	16.2	13.9	16.8
	2020E	7.4	6.7	10.0	10.1	23.5	9.5	20.3
순이익성장률 (%)	2018	13.7	23.8	-11.3	62.2	174.1	20.8	41.8
	2019E	3.4	8.3	65.1	-38.5	30.8	8.9	12.2
	2020E	8.0	9.6	14.3	12.8	24.4	10.3	19.7
영업이익률 (%)	2018	17.9	21.0	16.6	24.7	9.9	15.7	8.7
	2019E	18.4	21.9	17.2	18.6	10.6	16.6	9.3
	2020E	18.8	21.9	17.7	19.7	12.1	16.9	10.0
순이익률 (%)	2018	14.5	13.6	8.1	18.4	5.6	11.1	7.6
	2019E	14.6	14.1	12.4	11.7	6.8	11.2	7.8
	2020E	14.9	14.4	13.2	12.7	7.8	11.5	8.4

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

주요 글로벌 화장품 기업, 최근 주가 동향

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

L'Oreal



Estee Lauder



LVMH



SHISEIDO



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

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

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

L'Oreal 연간 실적 추이

(백만달러)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	29,387.8	29,933.4	26,962.1	27,578.1	29,399.5	31,816.4	32,675.6	34,462.6
영업이익	4,769.3	4,714.3	4,669.9	4,341.5	5,078.7	5,689.4	6,020.1	6,465.9
세전이익	5,217.6	5,168.3	4,969.7	4,756.2	5,340.2	6,122.6	6,430.4	6,893.3
순이익	3,929.4	6,523.1	3,660.1	3,437.6	4,046.0	4,601.0	4,756.7	5,134.5
성장률 (%YoY)								
매출액	1.7	1.9	-9.9	2.3	6.6	8.2	2.7	5.5
영업이익	-0.1	-1.2	-0.9	-7.0	17.0	12.0	5.8	7.4
세전이익	4.7	-0.9	-3.8	-4.3	12.3	14.7	5.0	7.2
순이익	6.6	66.0	-43.9	-6.1	17.7	13.7	3.4	7.9
수익성 (%)								
영업이익률	16.2	15.7	17.3	15.7	17.3	17.9	18.4	18.8
세전이익률	17.8	17.3	18.4	17.2	18.2	19.2	19.7	20.0
순이익률	13.4	21.8	13.6	12.5	13.8	14.5	14.6	14.9
PER (배)	26.5	29.1	26.6	31.5	27.1	28.9	30.9	28.7
PBR (배)	3.4	3.8	3.7	4.0	4.2	4.2	4.7	4.4
EV/EBITDA (배)	15.0	15.6	16.9	18.2	17.8	18.5	19.8	17.6
ROE (%)	13.6	22.9	15.1	12.9	14.5	15.1	15.5	15.5
EPS (달러)	6.6	11.3	6.6	6.1	7.2	8.2	8.6	9.2
BPS (달러)	52.0	44.1	45.8	46.1	53.3	55.1	57.4	61.8

주: GAAP, 12월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

L'Oreal 분기별 실적 추이

(백만달러)	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18	1H19E	2H19E
매출액	14,313.4	12,659.3	13,951.8	13,627.9	14,526.6	14,835.7	16,210.5	15,604.4	16,643.9	16,489.9
영업이익	2,567.4	2,105.4	2,124.1	2,216.4	2,580.2	2,485.9	3,084.6	2,613.5	3,212.7	2,865.2
세전이익	2,905.6	2,069.2	2,471.8	2,285.7	3,004.9	2,297.0	3,520.7	2,621.0	3,701.3	2,946.0
순이익	2,102.1	1,561.3	1,651.9	1,784.4	2,206.8	1,816.1	2,754.3	1,866.3	2,868.8	2,041.7
성장률 (%YoY)										
매출액	-6.6	-13.4	-2.5	7.7	4.1	8.9	11.6	5.2	2.7	5.7
영업이익	-3.8	2.2	-17.3	5.3	21.5	12.2	19.5	5.1	4.2	9.6
세전이익	-8.0	1.3	-14.9	10.5	21.6	0.5	17.2	14.1	5.1	12.4
순이익	-11.6	-61.8	-21.4	14.3	33.6	1.8	24.8	2.8	4.2	9.4
수익성 (%)										
영업이익률	17.9	16.6	15.2	16.3	17.8	16.8	19.0	16.7	19.3	17.4
세전이익률	20.3	16.3	17.7	16.8	20.7	15.5	21.7	16.8	22.2	17.9
순이익률	14.7	12.3	11.8	13.1	15.2	12.2	17.0	12.0	17.2	12.4

주: GAAP, 12월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Appendix. LVMH(MC FP) 연간 및 분기별 실적 추이

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

LVMH 연간 실적 추이

(백만달러)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	38,542.3	40,702.1	39,587.1	41,616.8	48,166.8	55,307.3	58,091.9	62,002.8
영업이익	7,864.9	7,221.6	7,100.7	7,638.2	9,168.8	11,638.8	12,646.2	13,495.5
세전이익	7,571.4	11,130.1	6,626.7	7,163.4	9,098.8	11,207.7	12,270.3	13,329.4
순이익	4,564.1	7,503.3	3,966.0	4,406.3	6,061.0	7,504.9	8,141.3	8,920.2
성장률 (%YoY)								
매출액	6.7	5.6	-2.7	5.1	15.7	14.8	5.0	6.7
영업이익	6.6	-8.2	-1.7	7.6	20.0	26.9	8.7	6.7
세전이익	2.8	47.0	-40.5	8.1	27.0	23.2	9.5	8.6
순이익	3.7	64.4	-47.1	11.1	37.6	23.8	8.5	9.6
수익성 (%)								
영업이익률	20.4	17.7	17.9	18.4	19.0	21.0	21.8	21.8
세전이익률	19.6	27.3	16.7	17.2	18.9	20.3	21.1	21.5
순이익률	11.8	18.4	10.0	10.6	12.6	13.6	14.0	14.4
PER (배)	19.3	11.7	20.4	22.9	23.0	20.4	23.3	21.4
PBR (배)	2.5	3.0	3.0	3.5	4.3	4.0	4.7	4.2
EV/EBITDA (배)	8.9	9.8	9.2	10.5	12.6	11.3	13.2	12.3
ROE (%)	13.4	23.2	15.5	15.7	19.4	20.7	21.0	20.4
EPS (달러)	9.1	15.0	7.9	8.8	12.1	14.9	16.2	17.6
BPS (달러)	74.1	52.5	52.6	55.4	69.3	73.5	81.0	90.6

주: GAAP, 12월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

LVMH 분기별 실적 추이

(백만달러)	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17	2H17	1H18	2H18	1H19E	2H19E
매출액	18,654.8	20,920.3	19,190.4	22,396.6	21,352.5	26,963.9	26,330.1	28,884.9	27,798.1	30,873.9
영업이익	3,231.4	3,865.8	3,254.6	4,373.6	3,839.6	5,377.0	5,542.0	6,077.4	5,939.4	6,705.5
세전이익	2,938.9	3,683.7	3,073.7	4,080.6	3,819.1	5,326.4	5,515.4	5,682.3	5,936.9	6,683.9
순이익	1,764.2	2,199.4	1,910.3	2,490.7	2,303.8	3,809.0	3,636.6	3,858.9	3,847.7	4,405.3
성장률 (%YoY)										
매출액	-2.9	-2.2	2.9	7.1	11.3	20.4	23.3	7.1	5.6	6.9
영업이익	-6.8	3.4	0.7	13.1	18.0	22.9	44.3	13.0	7.2	10.3
세전이익	-13.5	-51.5	4.6	10.8	24.2	30.5	44.4	6.7	7.6	17.6
순이익	-14.7	-58.7	8.3	13.2	20.6	52.9	57.9	1.3	5.8	14.2
수익성 (%)										
영업이익률	17.3	18.5	17.0	19.5	18.0	19.9	21.0	21.0	21.4	21.7
세전이익률	15.8	17.6	16.0	18.2	17.9	19.8	20.9	19.7	21.4	21.6
순이익률	9.5	10.5	10.0	11.1	10.8	14.1	13.8	13.4	13.8	14.3

주: GAAP, 12월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

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

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

Estee Lauder 연간 실적 추이

(백만달러)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	10,181.7	10,968.8	10,780.0	11,262.0	11,824.0	13,683.0	14,781.3	15,785.8
영업이익	1,526.0	1,827.6	1,606.0	1,610.0	1,692.0	2,052.0	2,539.9	2,792.2
세전이익	1,475.2	1,776.8	1,561.0	1,555.0	1,617.0	1,980.0	2,458.6	2,720.2
순이익	1,019.8	1,204.1	1,089.0	1,115.0	1,249.0	1,108.0	1,892.8	2,091.9
성장률 (%YoY)								
매출액	4.8	7.7	-1.7	4.5	5.0	15.7	8.0	6.8
영업이익	16.3	19.8	-12.1	0.2	5.1	21.3	23.8	9.9
세전이익	17.0	20.4	-12.1	-0.4	4.0	22.4	24.2	10.6
순이익	19.0	18.1	-9.6	2.4	12.0	-11.3	70.8	10.5
수익성 (%)								
영업이익률	15.0	16.7	14.9	14.3	14.3	15.0	17.2	17.7
세전이익률	14.5	16.2	14.5	13.8	13.7	14.5	16.6	17.2
순이익률	10.0	11.0	10.1	9.9	10.6	8.1	12.8	13.3
PER (배)	23.0	23.4	30.3	28.8	26.0	31.6	31.4	28.4
PBR (배)	7.8	7.4	8.9	9.4	8.1	11.2	13.8	12.1
EV/EBITDA (배)	13.6	12.7	16.2	17.0	17.2	20.6	19.4	17.7
ROE (%)	33.9	33.7	29.0	30.9	31.4	24.4	40.9	45.9
EPS (달러)	2.6	3.1	2.9	3.0	3.4	3.0	4.9	5.7
BPS (달러)	8.5	10.1	9.7	9.7	11.9	12.8	11.9	13.7

주: GAAP, 6월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Estee Lauder 분기별 실적 추이

(백만달러)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E
매출액	3,208.0	2,857.0	2,894.0	3,274.0	3,744.0	3,370.0	3,295.0	3,524.0	4,005.0	3,744.0	3,517.6	3,738.3
영업이익	617.0	427.0	230.0	568.0	710.0	497.0	277.0	652.0	771.0	674.0	274.3	742.0
세전이익	600.0	407.0	207.0	549.0	690.0	480.0	261.0	633.0	748.0	727.0	251.3	724.8
순이익	428.0	298.0	229.0	427.0	123.0	372.0	186.0	500.0	573.0	555.0	177.6	558.4
성장률 (%YoY)												
매출액	2.7	7.5	9.4	14.3	16.7	18.0	13.9	7.6	7.0	11.1	6.8	6.1
영업이익	-2.1	11.2	60.8	35.9	15.1	16.4	20.4	14.8	8.6	35.6	-1.0	13.8
세전이익	-2.6	10.0	59.2	36.2	15.0	17.9	26.1	15.3	8.4	51.5	-3.7	14.5
순이익	-4.3	12.5	143.6	45.2	-71.3	24.8	-18.8	17.1	365.9	49.2	-4.5	11.7
수익성 (%)												
영업이익률	19.2	14.9	7.9	17.3	19.0	14.7	8.4	18.5	19.3	18.0	9.2	19.0
세전이익률	18.7	14.2	7.2	16.8	18.4	14.2	7.9	18.0	18.7	19.4	8.3	18.4
순이익률	13.3	10.4	7.9	13.0	3.3	11.0	5.6	14.2	14.3	14.8	5.4	14.1

주: GAAP, 6월 결산

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

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

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

Shiseido 연간 실적 추이

(백만달러)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	8,202.1	7,609.3	7,109.8	7,839.9	8,964.1	9,917.8	10,751.5	11,676.8
영업이익	315.2	495.7	252.4	339.1	717.4	981.5	1,140.8	1,409.0
세전이익	-78.0	503.5	448.3	459.8	343.9	944.9	1,140.6	1,412.6
순이익	-177.7	261.1	307.8	296.0	202.9	556.2	727.7	905.6
성장률 (%YoY)								
매출액	-5.2	-7.2	-6.6	10.3	14.3	10.6	8.4	8.6
영업이익	-36.4	57.3	-49.1	34.3	111.6	36.8	16.2	23.5
세전이익	적전	흑전	-11.0	2.6	-25.2	174.8	20.7	23.8
순이익	적전	흑전	17.9	-3.8	-31.4	174.1	30.8	24.4
수익성 (%)								
영업이익률	3.8	6.5	3.6	4.3	8.0	9.9	10.6	12.1
세전이익률	-1.0	6.6	6.3	5.9	3.8	9.5	10.6	12.1
순이익률	-2.2	3.4	4.3	3.8	2.3	5.6	6.8	7.8
PER (배)	N/A	27.7	25.3	36.8	95.6	44.8	40.6	32.6
PBR (배)	1.8	2.1	2.2	3.0	5.1	6.1	6.3	5.5
EV/EBITDA (배)	10.0	8.8	13.0	16.4	17.4	18.2	18.2	15.1
ROE (%)	-5.1	8.3	9.3	8.2	5.6	14.1	16.9	18.8
EPS (달러)	-0.4	0.7	0.8	0.7	0.5	1.4	1.8	2.3
BPS (달러)	7.7	8.3	8.1	8.5	9.4	10.3	11.6	13.2

주: GAAP, 2015년까지 3월 결산, 2016년부터 12월 결산 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Shiseido 분기별 실적 추이

(백만달러)	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E
매출액	2,082.1	2,046.7	2,156.8	2,335.1	2,426.1	2,435.0	2,464.1	2,450.1	2,564.2	2,483.9	2,585.4	2,699.2
영업이익	-17.9	212.5	94.8	324.3	86.7	435.2	219.7	271.8	61.5	353.4	228.6	395.7
세전이익	-38.4	206.7	63.9	-314.9	380.1	437.6	247.2	242.2	26.0	351.6	N/A	N/A
순이익	-46.4	123.3	43.3	-322.3	351.8	266.5	172.3	146.5	-23.0	304.2	140.2	239.4
성장률 (%YoY)												
매출액	11.8	10.5	16.9	13.6	16.5	19.0	14.2	4.9	5.7	2.0	4.9	10.2
영업이익	적전	10.8	흑전	76.6	흑전	104.8	131.6	-16.2	-29.0	-18.8	4.1	45.6
세전이익	적전	-39.6	흑전	적전	흑전	111.7	286.5	흑전	-93.2	-19.6	N/A	N/A
순이익	적전	-48.0	흑전	적전	흑전	116.2	298.3	흑전	적전	14.1	-18.6	63.4
수익성 (%)												
영업이익률	-0.9	10.4	4.4	13.9	3.6	17.9	8.9	11.1	2.4	14.2	4.7	13.3
세전이익률	-1.8	10.1	3.0	-13.5	15.7	18.0	10.0	9.9	1.0	14.2	4.3	11.7
순이익률	-2.2	6.0	2.0	-13.8	14.5	10.9	7.0	6.0	-0.9	12.2	3.6	8.8

주: GAAP, 2015년까지 3월 결산, 2016년부터 12월 결산 기준

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈

18

Part V

중국 신유통이 이끄는 프리미엄 소비 성장

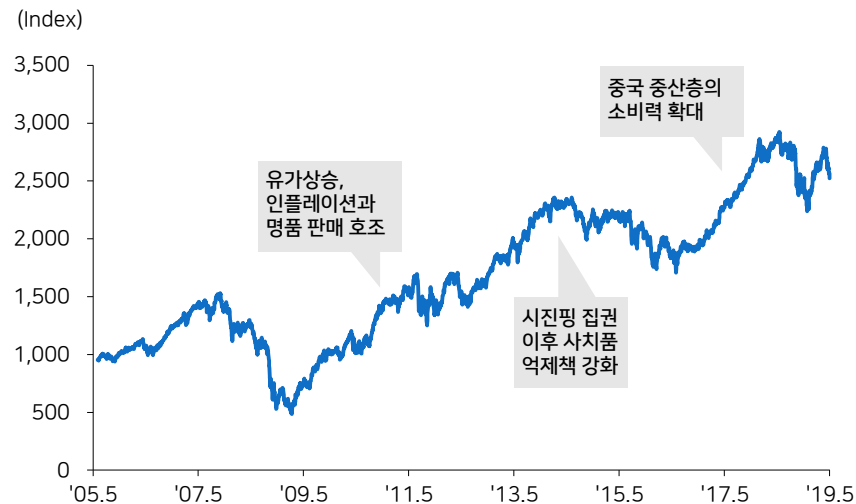
중국 하위 도시에서의 온라인 인프라 확대에 따른 럭셔리 화장품 소비 성장

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

중국 외부변수 영향 해소 관건

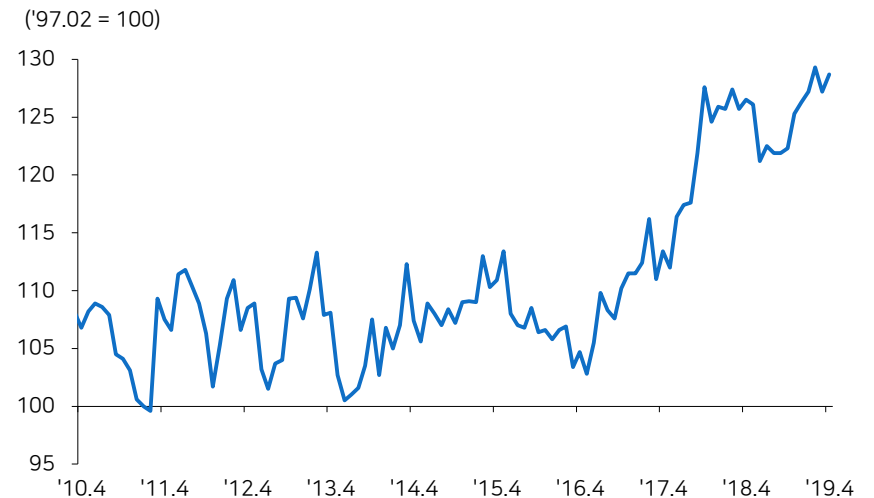
- 미중 무역분쟁 이슈에 따른 위안화 환율 및 중국 소비심리 변화에 주목. 급격한 위안화 약세나 중국 소비심리 위축까지 확대되지 않는다면 중국 관련 우려감은 점차 해소 가능
- 2018년 하반기 대비 주가 하락폭은 제한적, 위안화 약세 및 경기 둔화 우려에도 견조한 실적 성장을 이어가면서 2019년 상반기 위안화 강세 전환과 함께 주가 큰 폭으로 상승
- 특히 중국 하위 도시 (3~5선 도시)에서의 온라인 인프라 확대에 따른 구조적인 럭셔리 화장품 시장 성장 스토리 유효

S&P Global Luxury Index 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 소비자기대 지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

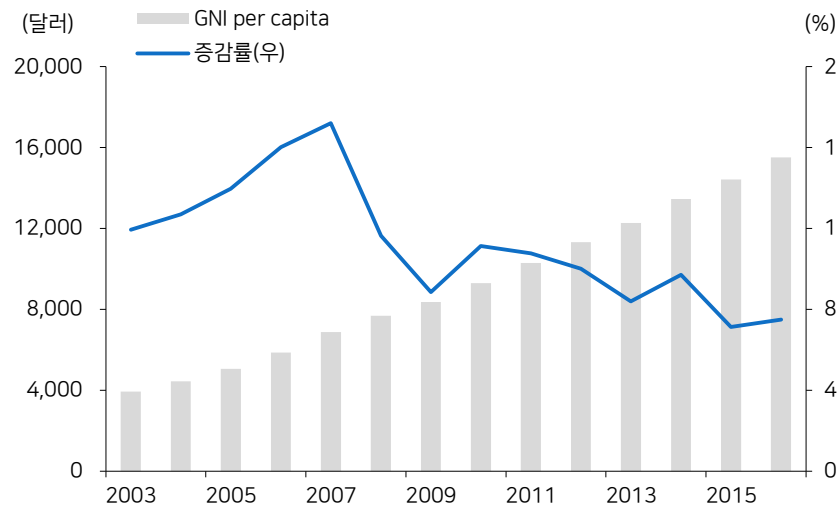
중국 중산층 소비력 확대에 따른 럭셔리 화장품 판매 호조

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

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

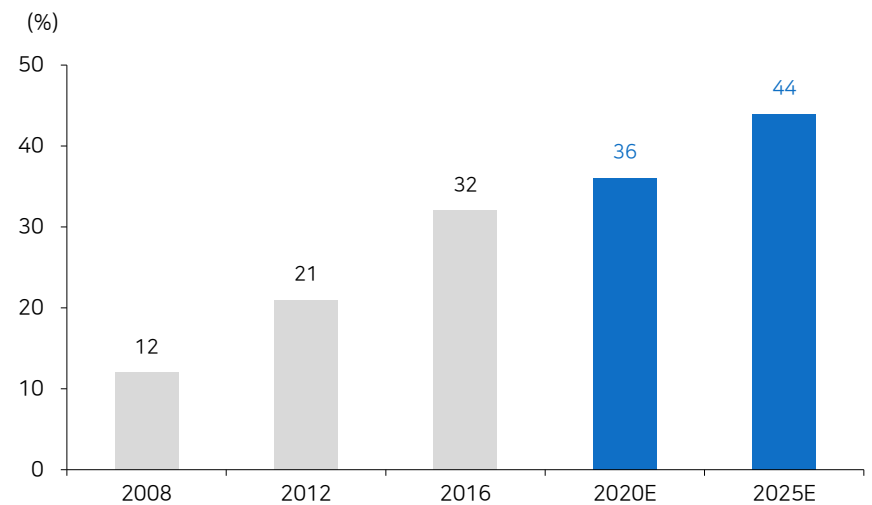
- 전세계 럭셔리 브랜드의 핵심 구매층은 중국인. 2013년 시진핑 정권 출범 이후 사치품 억제 정책으로 둔화되었던 럭셔리 소비가 2016년 말부터 다시 살아나기 시작. 2017년부터 중국 럭셔리 소비는 더욱 강해지고 있는데 이는 중국 상위층이 주도했던 과거와는 달리 중국 중산층의 소득 수준이 꾸준히 상승하면서 소비력이 확대되고 있기 때문
- 로레알, 에스테로더, LVMH 등 주요 럭셔리 화장품 업체들은 글로벌 경기 둔화와 불확실한 매크로 환경에서도 꾸준히 호실적을 달성한 가운데 하반기에도 구조적인 중국 밀레니얼 세대의 프리미엄 소비 성향 강화로 럭셔리 프리미엄 화장품의 높은 성장 예상

중국 평균소득 수준의 상승으로 중산층 소비력 확대



자료: World Bank, 메리츠증권증권 리서치센터

럭셔리 소비재 시장 내 중국인 소비자 비중



자료: 맥킨지컴퍼니, 메리츠증권증권 리서치센터

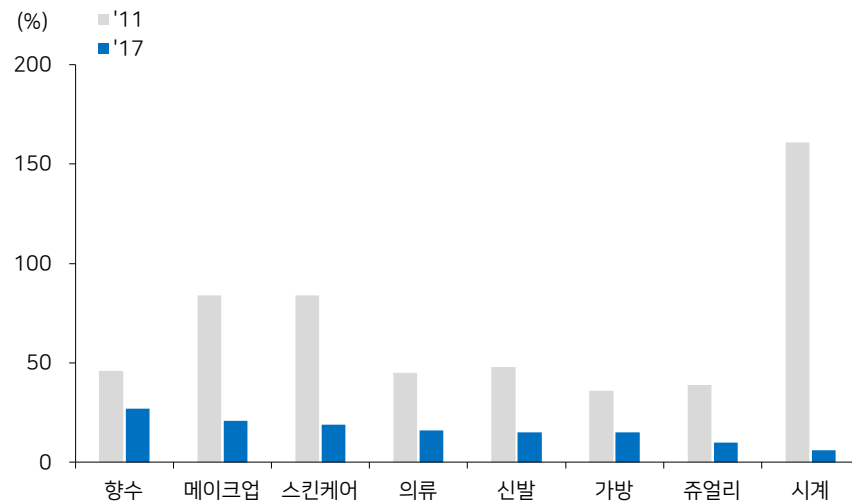
과거 중국 여유법, 중국 로컬 면세점 활성화, 중국 수입관세 인하 등 정책 시행

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

실질적인 중국 소비력 확대와 해외 브랜드에 대한 중국인들의 수요를 강화시킴

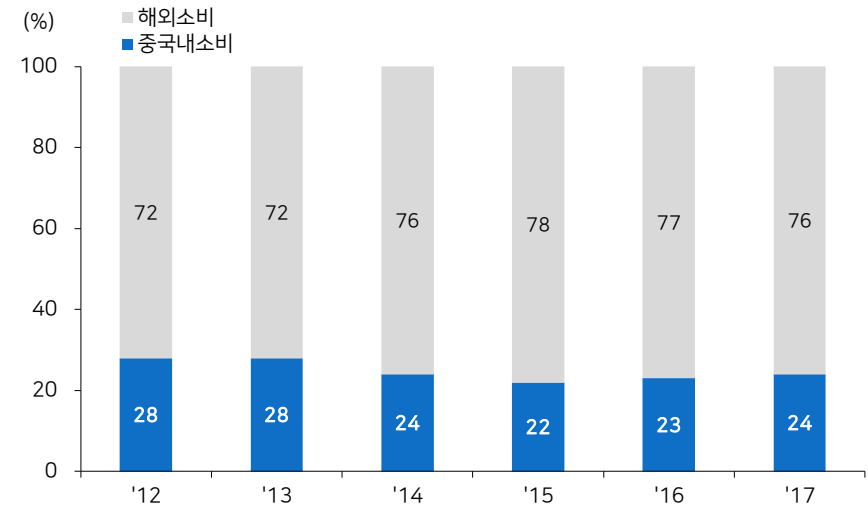
- 과거 중국 여유법 시행, 중국 로컬 면세점 활성화, 중국 수입관세 인하 등 정책 변화는 실질적으로 중국의 소비력을 확대하고 해외 브랜드에 대한 중국인들의 수요를 강화시키는 데에 기여했음
- 2018년 8월 31일 중국 제13회 전국인민대표대회 상무위원회 제5차 회의에서 <중화인민공화국 전자상거래법>이 통과되었고 2019년 1월 1일부터 시행되고 있음. 소비자 권익을 보호하기 위한 경향이 강하고 처벌 수준이 상당히 높아 일시적으로 수요가 위축될 가능성도 있지만 궁극적으로 중국 전자상거래 시장을 한단계 향상시키는 데에 기여할 전망

중국 내외 사치품 가격차이 변화 추이



자료: 차이푸품질연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 사치품 국내/외 소비비중 변화 추이



자료: 베인앤컴퍼니, 메리츠증권증권 리서치센터

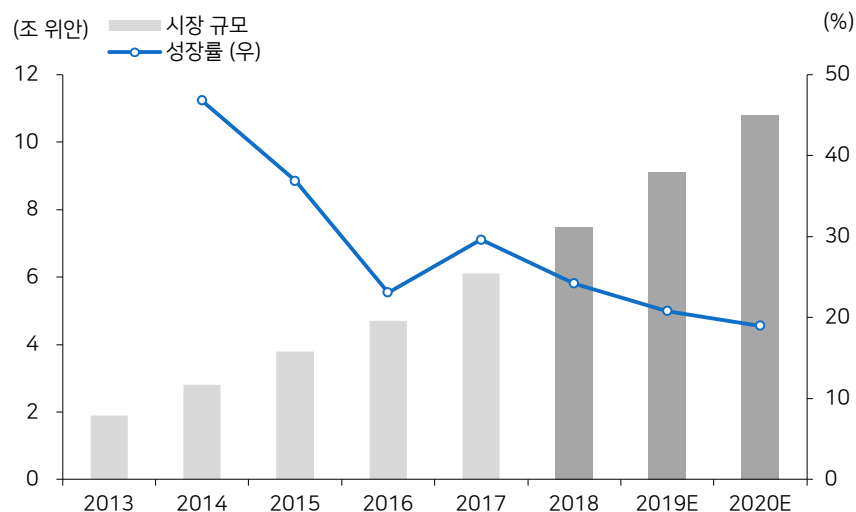
3~4도시의 온라인 침투율 확대에 따른 중국 프레스티지 시장의 성장

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

중국 전자상거래 시장 2020년까지 연평균 20% 내외의 지속 성장 전망

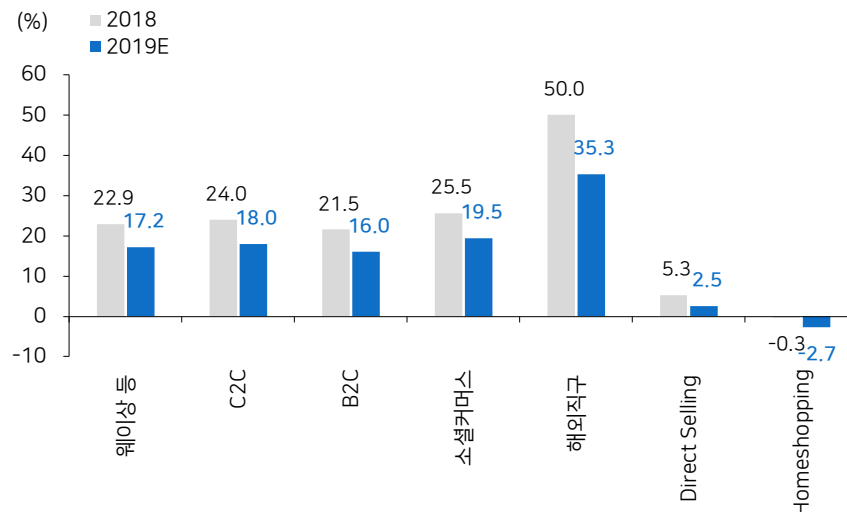
- 중국 프레스티지 화장품 시장의 성장은 경기와의 상관관계보다는 소비 패턴의 영향이 크며 중국 중산층과 젊은 소비자들의 소비력 확대로 견조한 성장이 지속될 전망
- 중국 럭셔리 시장의 구조적인 성장은 중산층의 규모 확대 (Q)와 인당 소비금액의 증가 (P), 특히 3~5선 도시의 온라인 침투율이 확대되면서 프리미엄 브랜드들의 성장이 강화될 것으로 기대됨
- 참고로 2018년 중국의 전자상거래 시장 거래 규모는 전년 동기 대비 약 24.2%의 성장한 7조 5,000억 위안(약 1,218조 원)으로 추산되며, 2020년까지 20% 내외의 성장률을 보이며 지속 성장할 전망

중국 전자상거래 시장 규모 및 성장률



자료: Euromonitor, 메리츠증권 리서치센터

중국 무점포유통 채널별 성장률 비교



자료: Euromonitor, 메리츠증권 리서치센터

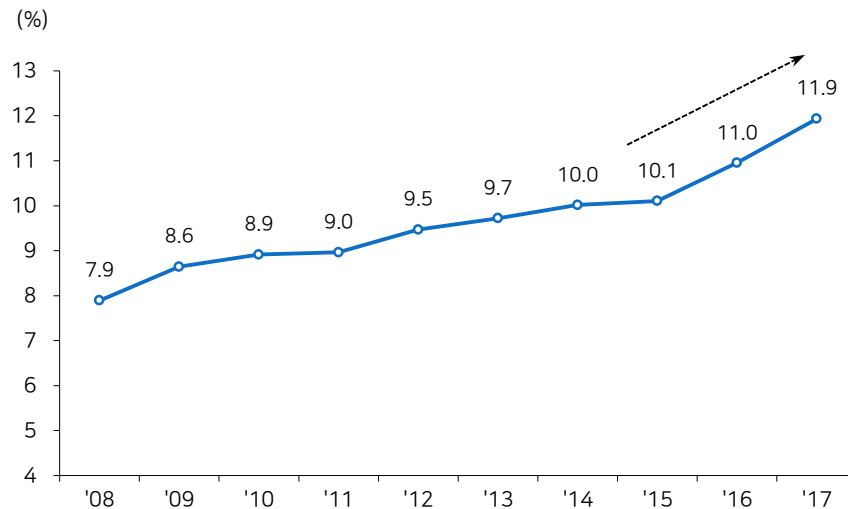
중국 서부대개발, 일대일로 정책 이후 3~4선 도시의 성장 강화

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

중국 서남부 지역 발전과 함께 중국 경제에서 차지하는 비중과 소비 영향력 상승

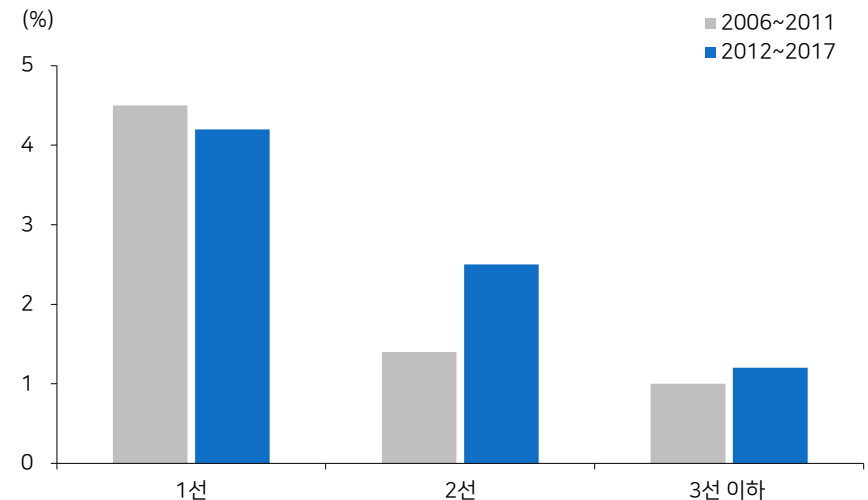
- 중국 서부대개발 정책 추진 이후 충칭 등 서남부 지역에 현대적인 산업기지가 형성되었음. 동남부 연안의 경제개발 및 동남아 등과 연계된 일대일로 프로젝트의 배후 기지 역할을 자처하며 성장 강화. 이들 지역이 중국 경제에서 차지하는 비중과 영향력 증가, 청두와 충칭이 국가 중심도시로 편입됨
- 다만 1~2선 도시 대비 3~4선 도시의 인구증가율은 낮은 수준으로 중장기적으로 고령화 추세 또한 1~2선 대비 상대적으로 빠르게 진행될 가능성이 있음. 단기적으로는 저연령대 구매자 중심으로 활성화된 SNS 전자상거래 플랫폼을 통해 하위도시 소비자들의 구매 접근성이 확대되면서 꾸준하게 소비가 늘어날 것으로 판단됨

서남4성이 중국 GDP에서 차지하는 비중



자료: Bloomberg, CEIC 메리츠증권증권 리서치센터

1~2선 도시 인구 증가율이 3~4선 도시 대비 높은 수준

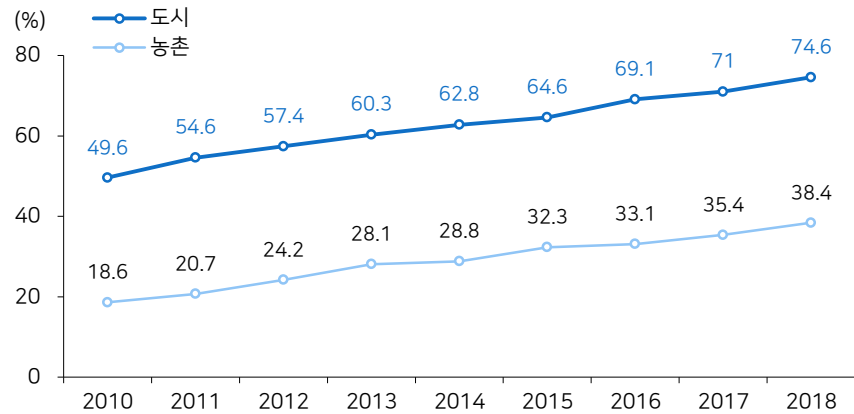


자료: CEIC, 메리츠증권증권 리서치센터

온라인 인프라 확대에 따른 3~4선 도시의 구조적인 소비력 상승

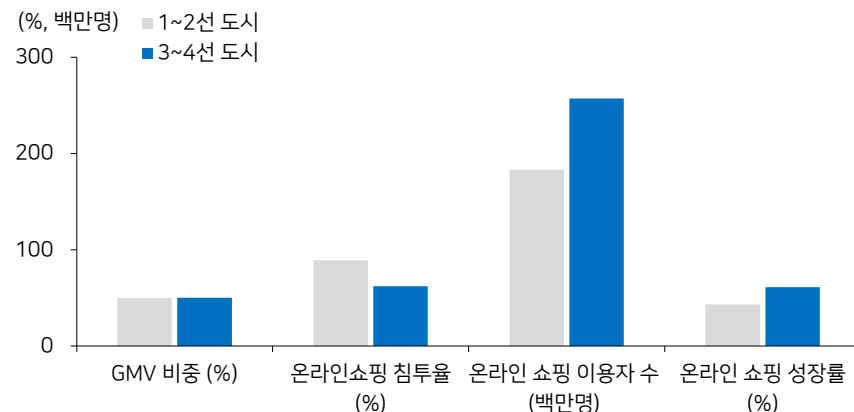
메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

중국 인터넷 침투율 추이



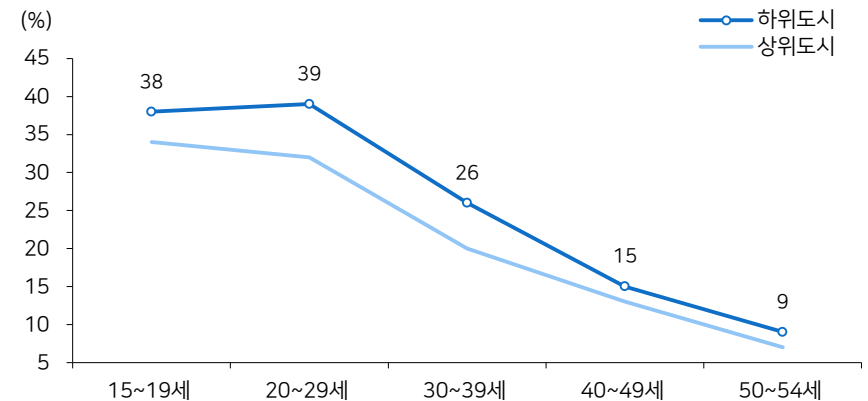
자료: CNNIC, 메리츠증권증권 리서치센터

3~4선 도시 온라인 구매 상승이 1~2선 도시 대비 높은 수준



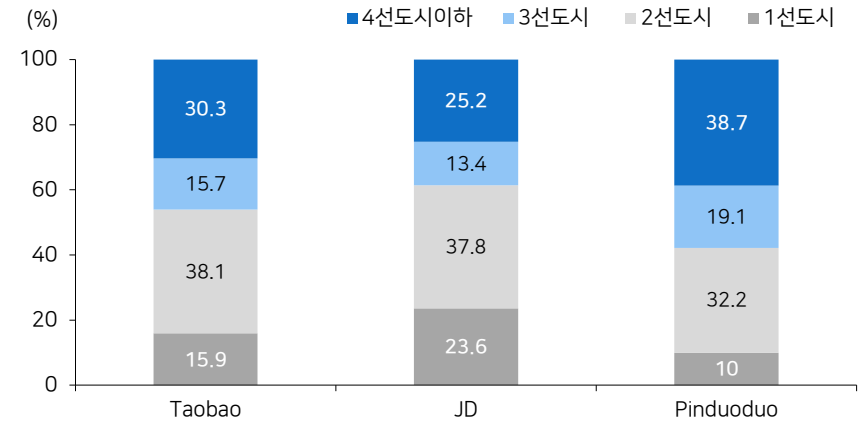
자료: 맥킨지, 메리츠증권증권 리서치센터

2018년 WeChat 플랫폼을 통한 구매경험률



자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 온라인 플레이어 지역별 비중 비교



자료: Questmobile, 메리츠증권증권 리서치센터

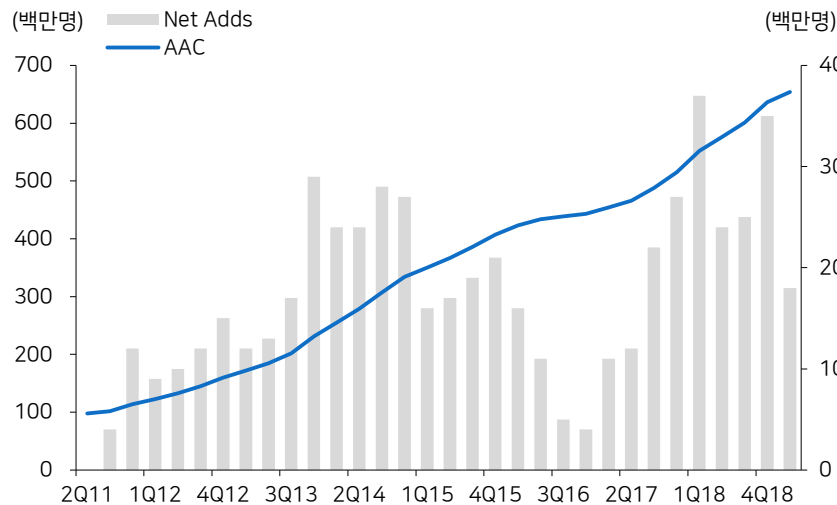
Alibaba, 3~4선 도시 침투율 확대에 따른 신규 고객 유입으로 호실적

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

Alibaba, 3~4선 도시 신규 고객 유입으로 호실적, JD.com과 핀둬둬는 프리미엄 소비 확대로 인당 소비금액 상승

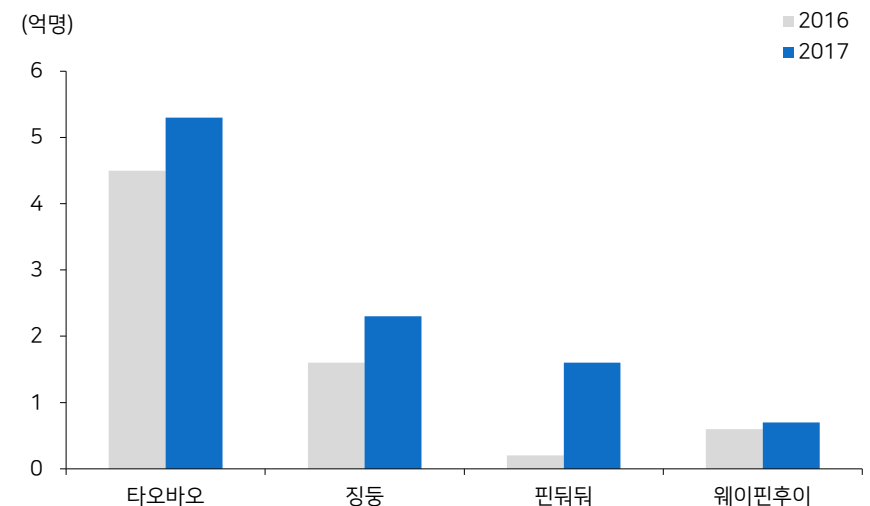
- Alibaba는 최근 실적 발표에서 지난 몇 년간 물류 인프라 투자 등으로 Low-tier 도시들로의 온라인 침투율 확대에 따른 신규 고객 유입이 GMV 증가에 기여했다고 밝힘
- JD.com은 프리미엄 해외 브랜드들과 독점적인 High-tech 제품들을 강화하면서 인당 GMV와 Gross Profit Margin이 상승하고 있음
- 핀둬둬는 Alibaba 및 JD.com 대비 인당 소비금액 및 월평균 액티브유저 수가 크게 낮은 수준이지만 빠르게 증가하고 있으며 2018년 4분기부터 특히 인당 소비금액 상승이 두드러짐

Alibaba Annual Active Customers (AAC) 추이



자료: Alibaba, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 온라인 쇼핑 앱 월평균 액티브유저 수 추이

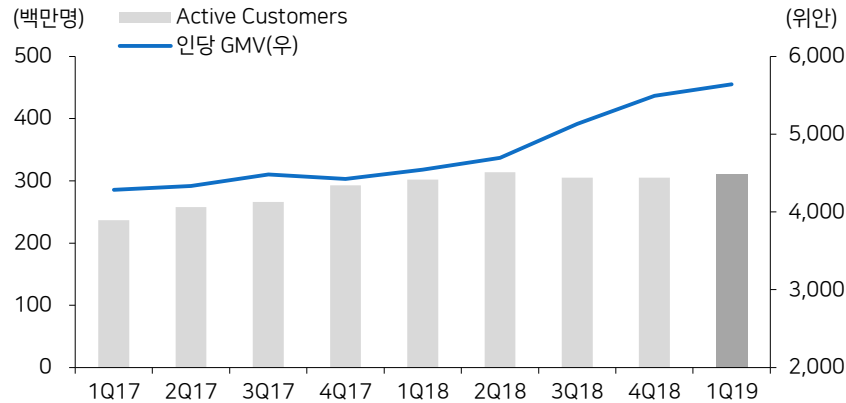


자료: 아이리서치, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 프리미엄 소비 강화로 JD.Com 및 핀뎬뎬 인당 소비 금액 확대

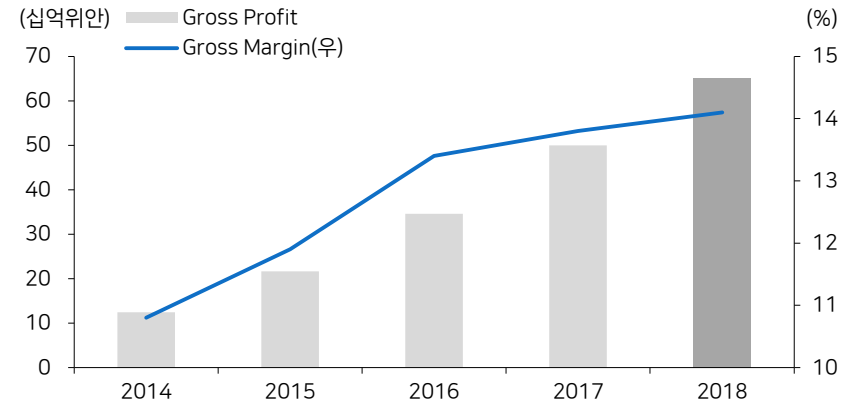
메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

JD.com Annual Active Customers 및 인당 GMV 추이



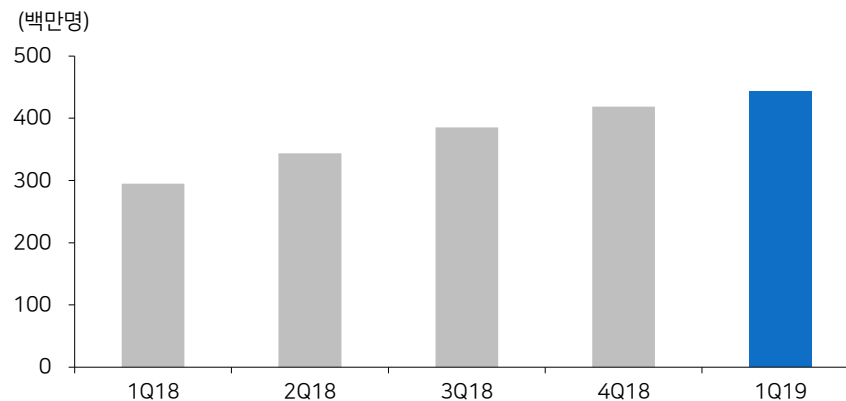
자료: JD.com, 메리츠증권증권 리서치센터

JD.com Gross Margin 개선 지속



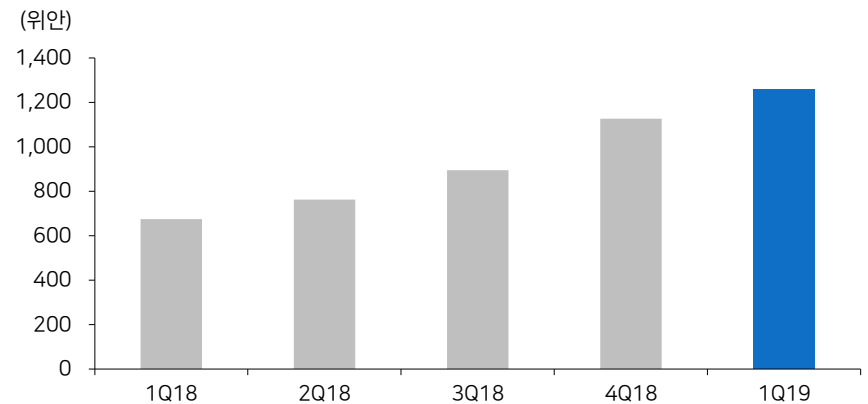
자료: JD.com, 메리츠증권증권 리서치센터

핀뎬뎬 Active Buyers 추이



자료: 핀뎬뎬, 메리츠증권증권 리서치센터

핀뎬뎬 Annual Spending Per Active Buyer 추이

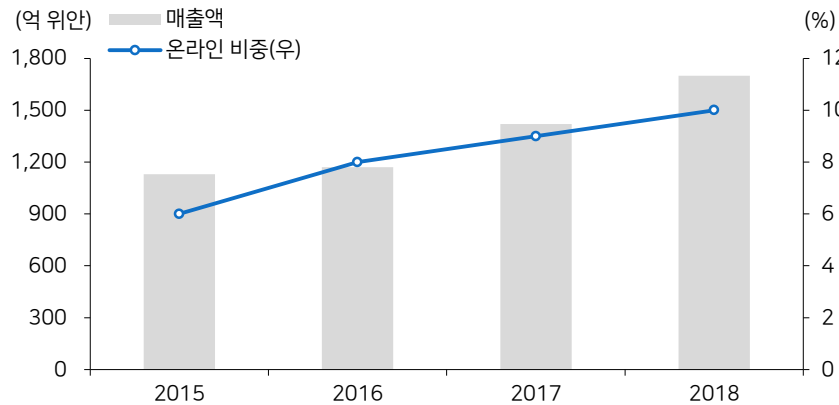


자료: 핀뎬뎬, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 Z세대 소비, 온라인 서비스 및 신규 브랜드 수요 증가

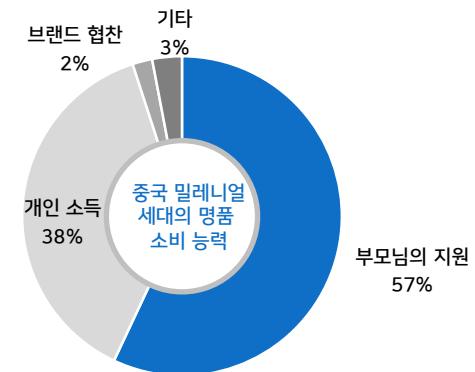
메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

명품의 온라인 판매량 증가 추이



자료: 텐센트, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 밀레니얼 세대의 명품 소비 능력



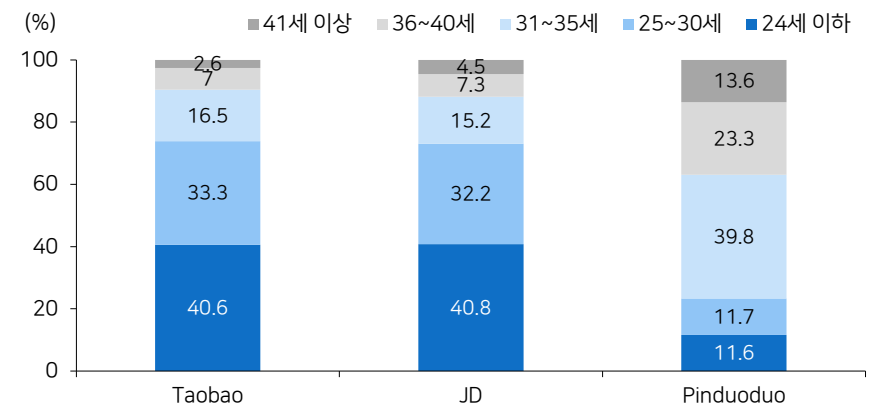
자료: 텐센트, 메리츠증권증권 리서치센터

틱톡 vs. 샤오홍슈

	틱톡	샤오홍슈
상품 종류	로컬상품	해외상품
판매시 홍보방식	섬네일 (Thumbnail) + 로고	섬네일 (Thumbnail) + 로고
컨텐츠 형태	짧은 동영상 Before & After가 확실한 상품	브랜드 비교글 리뷰 위주

자료: MEASURECHINA, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 온라인 플레이어 연령별 비중 비교

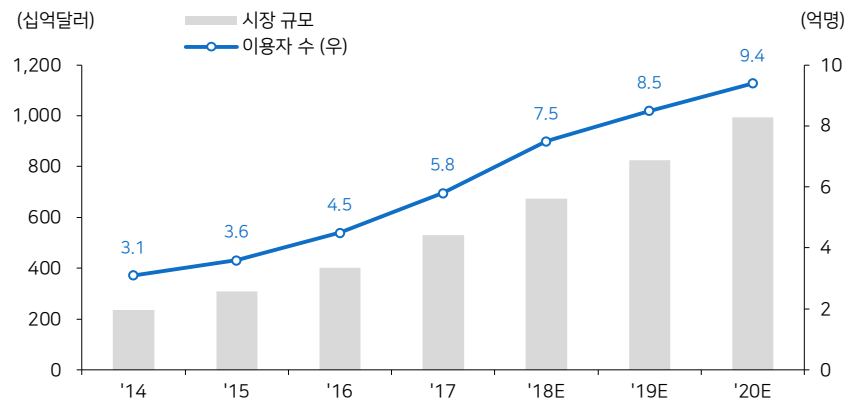


자료: Questmobile, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 유통업계 화두, 온라인 크로스보더 쇼핑의 성장

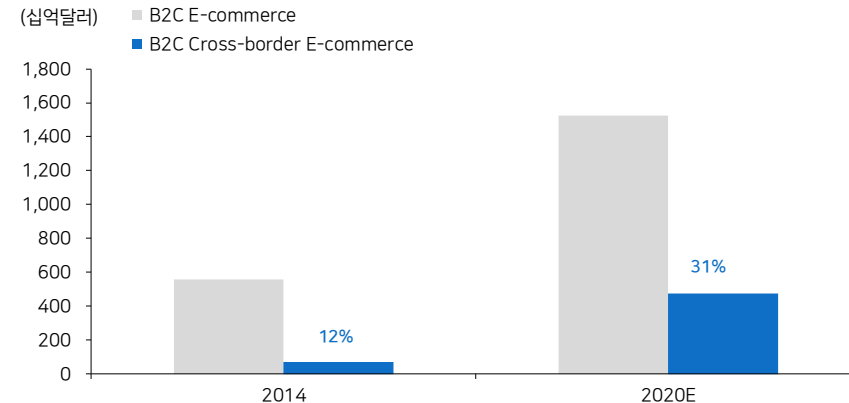
메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

전세계 해외 직구 시장의 성장



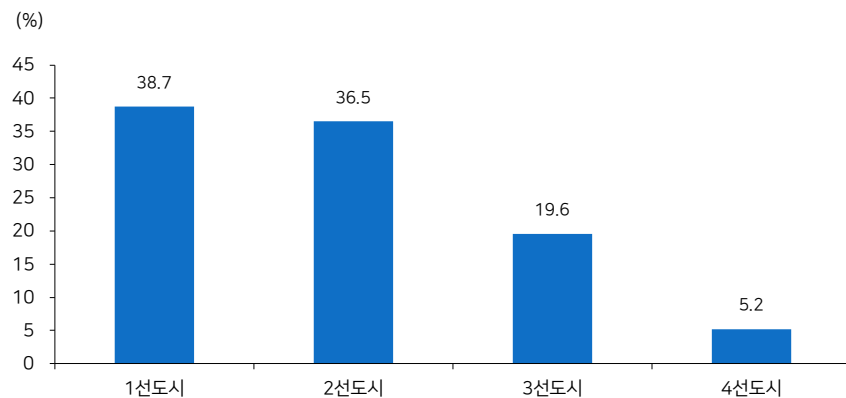
자료: Accenture & Aliresearch, 메리츠증권증권 리서치센터

아시아 지역 Cross Border E-commerce의 성장 잠재력



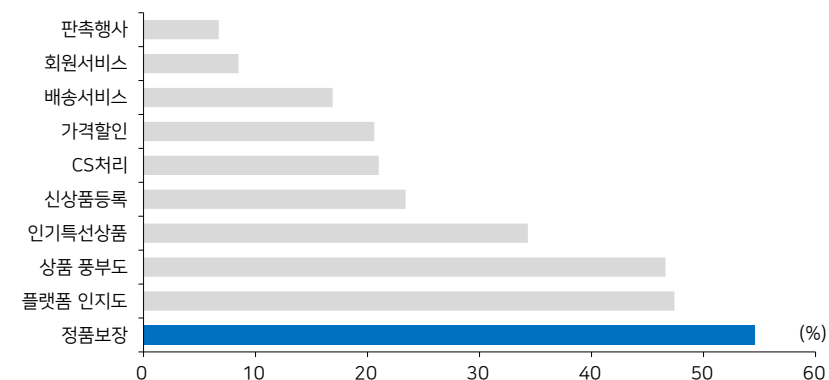
자료: Accenture & Aliresearch, 메리츠증권증권 리서치센터

도시규모별 중국 해외직구 소비자 비중



자료: iimedia, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 소비자 해외 상품 구매시 관심사항 (2017년)



자료: iimedia, 메리츠증권증권 리서치센터

Part VI

건강기능식품, 불노미생(不老美生)의 비결

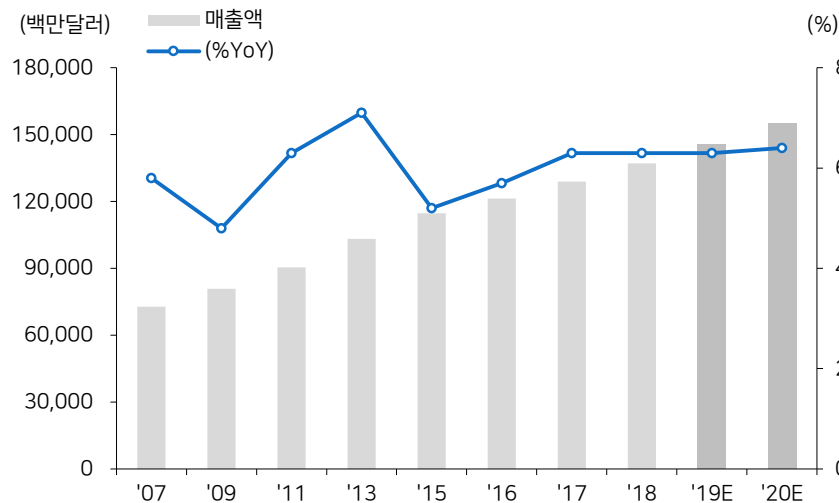
글로벌 건강기능식품 시장 동향

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

**전세계 연평균 +6.3% 성장률로
2020년 1,551억달러
(174조원)의 시장 규모 전망**

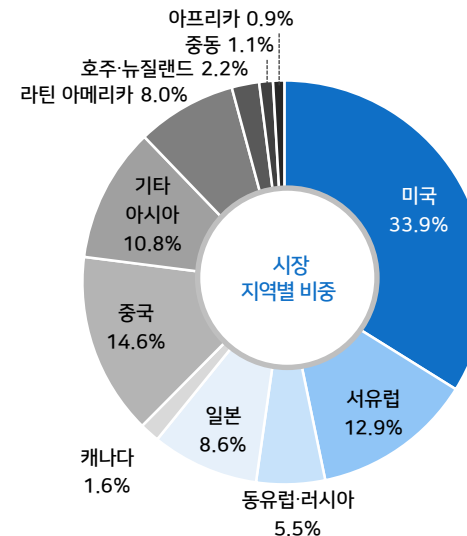
- 2017년 전세계 전체 건강기능식품 시장 규모는 1,289억달러 (원화기준 144조원)로 추산되며, 2007년부터 2017년까지 연평균 +6.6% 성장률로 성장. 향후 세계 건강식품 시장은 2018년~2020년 연평균 +6.3% 성장률로 성장세가 유지되면서 2020년에는 1,551억 달러 (원화기준 174조원)의 시장 규모가 형성될 전망
- 중국 건강기능식품 시장은 향후 연간 +11% 이상 성장할 것으로 예측되며, 2020년에는 매출액이 242억달러 (원화기준 27조원)에 이를 것으로 추산됨. 현재 중국 정부는 보건식품 관련 규정을 개선하고자 각 국의 동향 및 중국 정부의 법 개정 방향 등에 대한 다각적인 연구를 진행하고 있어 중국 정책 변화에 대한 관심이 필요함

세계 건강기능식품 시장 규모 추정



자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 건강기능식품 시장 지역별 비중



자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 건강보조식품 수입액 고성장, 까다로운 인증 절차 vs. 온라인 역직구 성장

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

중국 건강기능식품 시장규모 및 성장률

(백만달러)	'07	'09	'11	'13	'15	'16	'17E	'18E	'19E	'20E
비타민·미네랄	2,900	3,366	4,192	5,414	6,425	6,868	7,349	7,842	8,336	8,827
(%YoY)	10	6.5	12.7	13.5	7.2	6.9	7	6.7	6.3	6.9
허브·보타니칼	3,326	3,825	4,633	5,580	6,617	7,338	8,108	8,935	9,829	10,802
(%YoY)	10.9	7.1	11.6	11.4	9	9.3	9.2	9	8.8	8.6
스포츠·스페셜티 등(SMSH)	1,154	1,447	1,819	2,259	2,706	3,012	3,352	3,727	4,137	4,597
(%YoY)	19	10	12.2	11.2	10.7	11.3	11.3	11.2	11	11.1
총계	7,379	8,638	10,643	13,253	15,748	17,218	18,810	20,504	22,302	24,226
(%YoY)	19	10	12.2	11.2	10.7	11.3	11.3	11.2	11	11.1

자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 건강보조식품 국가별 수입동향

(천달러, %)		2016		2017		2018	
순위	국가	수입액	증감률	수입액	증감률	수입액	증감률
총계		1,487,188	14.6	1,823,691	22.6	2,715,949	48.9
1	호주	229,756	91.2	355,682	54.8	644,686	81.3
2	미국	339,517	9.4	374,149	10.2	602,890	61.1
3	독일	85,185	1.7	160,916	88.9	193,042	20
4	태국	110,742	30	130,559	17.9	179,980	37.9
5	일본	74,173	-4.8	70,167	-5.4	179,022	155.1
6	대만	107,035	12.8	114,280	6.8	142,143	24.4
7	한국	90,406	81.7	55,098	-39.1	80,407	45.9
8	네덜란드	56,600	-35.1	63,653	12.5	72,856	14.5
9	캐나다	45,850	48.3	44,421	-3.1	71,656	61.3
10	홍콩	31,004	23.6	35,885	15.7	66,686	85.8

자료: 한국무역협회, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 건강기능식품 등록 및 인증제도

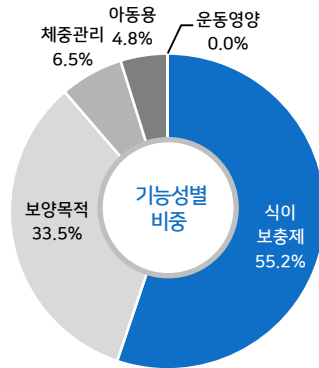
구분	취급 부처	등록	인증
수입산	CFDA	최초로 수입되는 비타민, 미네랄 등 영양소, 보충제 건강기능식품 (원료 사용량, 기능, 국가 표준 등의 요구에 부합되는 제품에 한함)	① 건강기능식품원료목록 이외의 원료 사용 ② 최초로 수입되는 건강기능식품 (단 비타민, 미네랄 등 영양소 보충제 제외)
	CFDA	-	건강기능식품원료목록 외 원료 사용
중국산	지역별 CFDA	건강기능식품원료목록 내 원료 사용	-

자료: CFDA, 메리츠증권증권 리서치센터

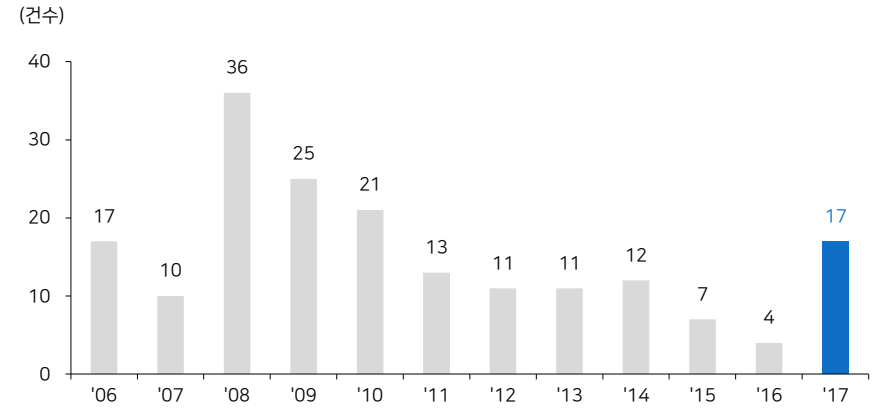
중국 건강보조식품 수입액 고성장, 까다로운 인증 절차 vs. 온라인 역직구 성장

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

중국 건강기능식품 기능성별 비중



중국 수입산 보건식품 연도별 인증 현황



자료: 전망산업연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

자료: CFDA, 메리츠증권증권 리서치센터

중국 건강보조식품 대표기업

브랜드		국가	소개
암웨이 (Amway)		미국	1995년 중국에 진입. 31개 성에서 판매 중 - 암웨이(중국)의 총 투자액은 2억2000만 달러에 달함. 본사는 광저우에 위치, 건강보조식품부터 헤어케어제품까지 약 187개 제품을 생산함
스위스 (Swisse)		호주	- 스위스는 호주에서 가장 유명하고 50년이 넘는 오래된 전통을 가진 회사 2017년부터 중국에서 대형쇼핑몰, 슈퍼마켓, 약국 등 진출
인피니투스 (Infinitus)		중국	- 식품종합그룹 리린지의 자회사 우센지(Infinitus)는 홍콩 자본을 바탕으로 1992년 광저우에 설립되었으며 중국 건강보조식품의 개발, 제조, 판매에 주력 중 133개 종류의 건강보조식품을 개발했으며 중국 전역에 36개 지사와 28개 서비스 센터, 약 5천개 판매대리점 보유
바이헬스 (By-Health)		중국	1995년에 설립된 바이헬스(By-Health)는 제품의 연구개발, 제조, 판매를 전개 중. 2010년 심천거래소 상장됨 - GMP 최우수 등급인 AAA를 획득, 외부에 공정 공개 등 품질 및 브랜드에 대한 신뢰를 구축 중

자료: 코트라, 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

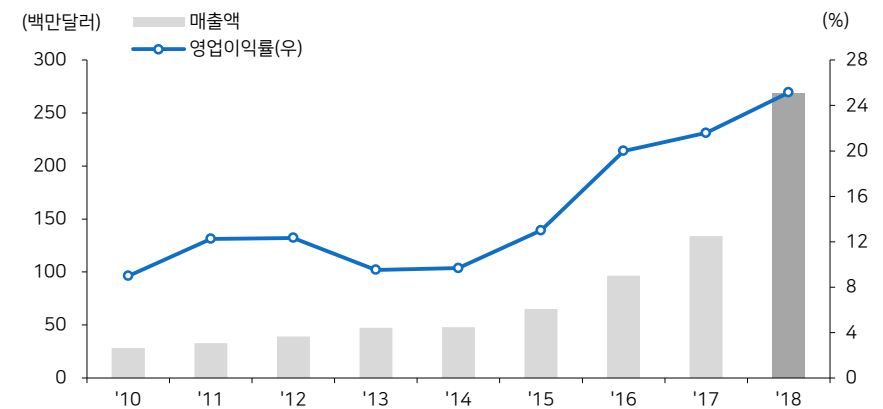
해외 건강기능식품 기업, 최근 주가 동향

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

대만 TCI 주가 추이



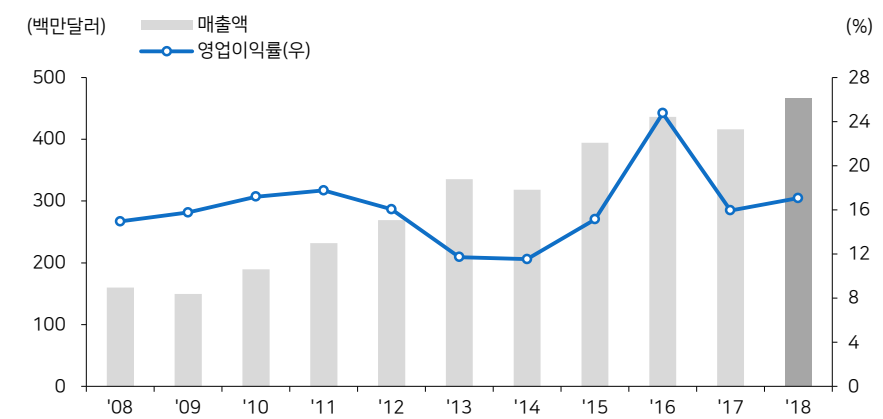
TCI 최근 10년 매출액 및 영업이익률 추이



호주 Blackmores 주가 추이



Blackmores 최근 10년 매출액 및 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

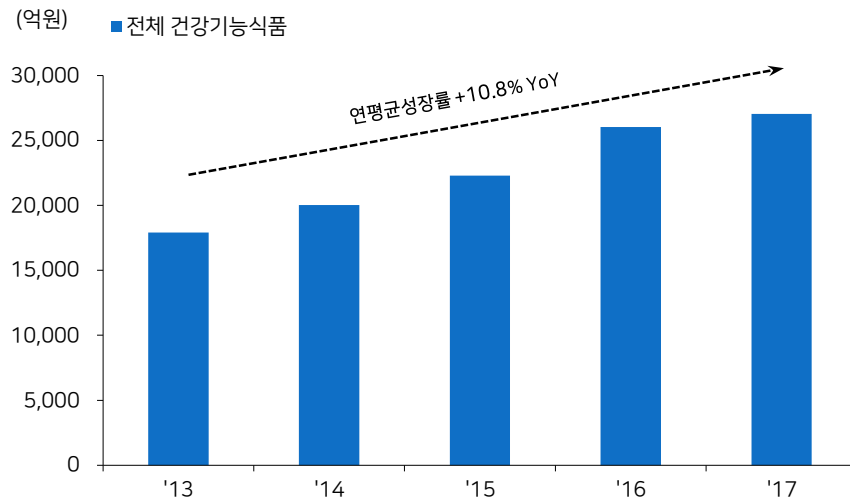
국내 건강기능식품 시장 동향

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

상위제조업체 중심으로 집중화,
연평균 성장률 10.8%

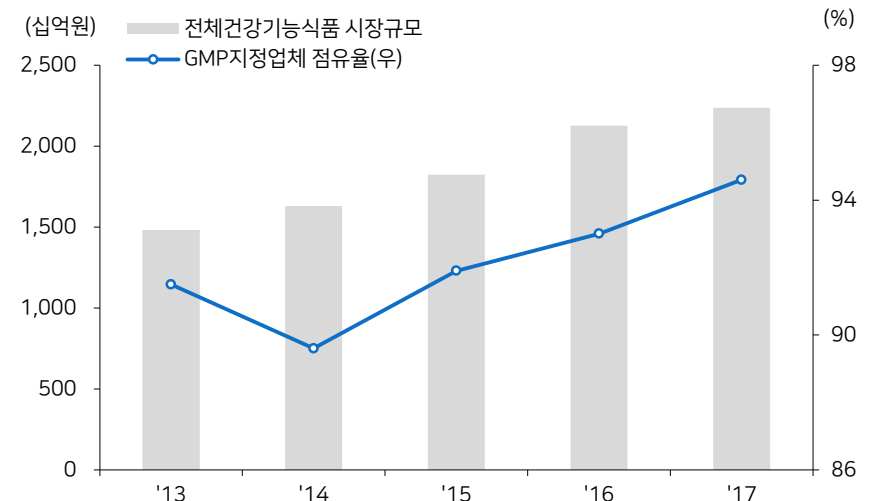
- 국내 건강기능식품 시장은 국내외 경기 둔화에도 불구하고 건강에 대한 관심이 높아지고 새로운 기능성을 찾는 다양한 계층의 소비자 욕구가 반영되면서 2013년~2017년 연평균 +10.8%의 성장세를 이어가고 있음. 식품의 연평균 성장률은 2.5%로 건강기능식품이 식품 대비 성장률이 더 높음
- 2016년 2월 우수건강기능식품제조기준 (GMP) 적용 단계적 의무화 추진으로 인해 상위 제조업체 중심으로 집중화되고 있음. 한편 2015년 이후 건강기능식품 수입액은 감소세로 전환 (2017년 - 2.2%)되었으며 수출액은 꾸준히 증가함

국내 건강기능식품 수입생산실적 기준 시장 현황



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

연도별 GMP 생산실적 기준 매출 현황



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

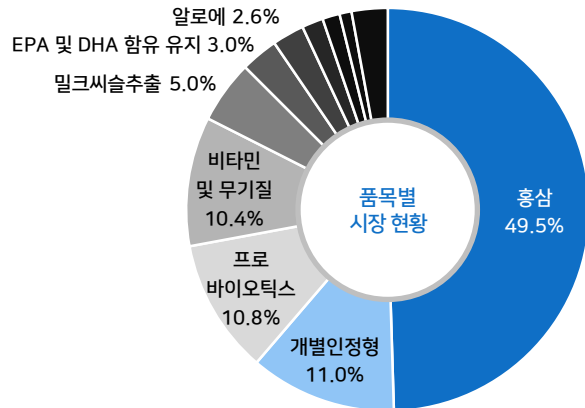
개별인정형 원료 및 품목별 현황

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

건강기능식품의 핵심은 차별화된 원료

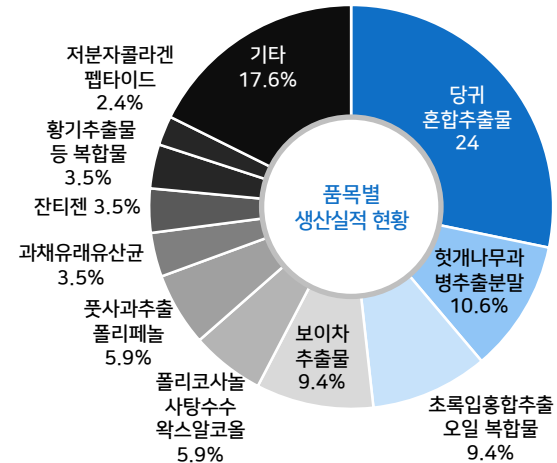
- 건강기능식품의 기능성 원료는 '고시형 원료'와 '개별인정형 원료'로 구분됨
- '고시형 원료'는 '건강기능식품 공전'에 고시되어 제조기준, 규격, 최종제품 등의 요건에 적합할 경우 별도의 인정 절차 없이 사용가능한 원료이며, '개별인정형 원료'를 이용한 제품의 성장 잠재력이 높아 많은 업체들이 원료 인정을 위해 투자하고 있음
- 그러나 오랜 개발 기간과 많은 비용이 소요되기 때문에 진입장벽이 상당히 높음. 따라서 건강기능식품 시장에서는 원료, 제조, 유통 단계 중에서 원료 부문의 부가가치가 가장 높다고 볼 수 있음

건강기능식품 품목별 시장 현황



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

개별인정형 품목별 생산실적 현황



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

연도별 개별인정형 품목별 현황 (생산금액 기준)

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

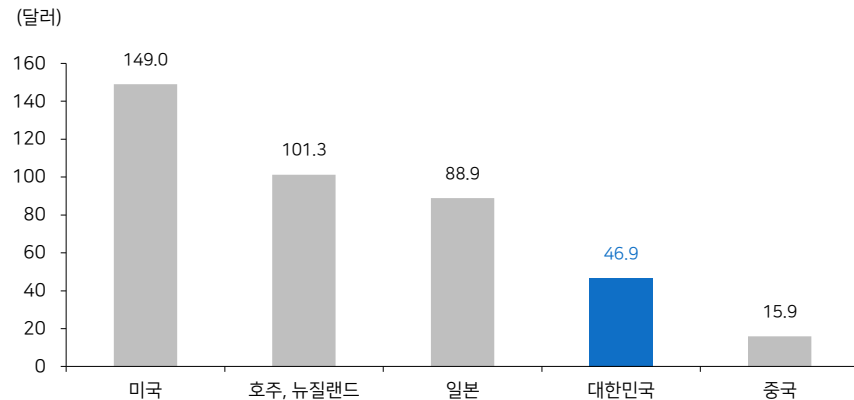
구분	2015		2016		2017	
	국내 총 생산실적	3,195	국내 총 생산실적	2,357	국내 총 생산실적	2,450
1	당귀혼합추출물	714	당귀혼합추출물	532	당귀혼합추출물	582
2	백수오 등 복합추출물	380	헛개나무과병추출분말	249	헛개나무과병추출분말	226
3	황기추출물 등 복합물	266	초록입홍합추출오일복합물	145	초록입홍합추출오일복합물	194
4	헛개나무과병추출분말	255	과채유래유산균	126	보이차추출물	185
5	미역 등 복합추출물(잔티젠)	183	황기추출물 등 복합물	98	폴리코사놀-사탕수수 왁스알코올	115
	누계(5품목)	1,798	누계(5품목)	1,147	누계(5품목)	1,302
6	와일드망고종자추출물	173	석류농축액	95	꽃사과추출폴리페놀	114
7	과채유래유산균	112	폴리코사놀-사탕수수 왁스알코올	93	과채유래유산균	77
8	초록입홍합추출오일복합물	103	미역 등 복합추출물(잔티젠)	93	미역 등 복합추출물(잔티젠)	70
9	홍경천추출물	74	꽃사과추출폴리페놀	86	황기추출물 등 복합물	67
10	핑거루트추출분말	56	와일드망고종자추출물	54	저분자콜라겐펩타이드	60
	누계(10품목)	2,316	누계(10품목)	1,568	누계(10품목)	1,690
11	나토균배양분말	54	보스웰리아추출물	48	석류농축액	55
12	락추로스파우더	52	백수오 등 복합추출물	47	PME88 메론추출물	45
13	폴리코사놀-사탕수수왁스알코올	50	돌외잎주정추출분말	46	백수오 등 복합추출물	40
14	대두배아열수추출물 등 복합물	44	콜라겐호소분해펩타이드	46	강황추출물	39
15	돌외잎주정추출분말	40	락추로스 파우더	44	대두배아열수추출물 등 복합물	39
	누계(15품목)	2,556	누계(15품목)	1,799	누계(15품목)	1,908
16	그린마떼추출물	36	나토균배양분말	39	핑거루트추출분말	38
17	밀전분유래난소화성말토덱스트린	34	강황추출물	38	보스웰리아추출물	36
18	그린커피추출물분말	33	루테인지아잔틴복합추출물	30	루테인지아잔틴복합추출물	34
19	나토배양물	33	대두배아열수추출물 등 복합물	30	돌외잎주정추출분말	32
20	강황추출물	32	말전분유래난소화성말토덱스트린	29	나토균배양분말	23
	누계(20품목)	2,724	누계(20품목)	1,965	누계(20품목)	2,071
21	기타품목	471	기타품목	392	기타품목	379

자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권리서치센터

국내 건강기능식품 시장의 성장 잠재력은?

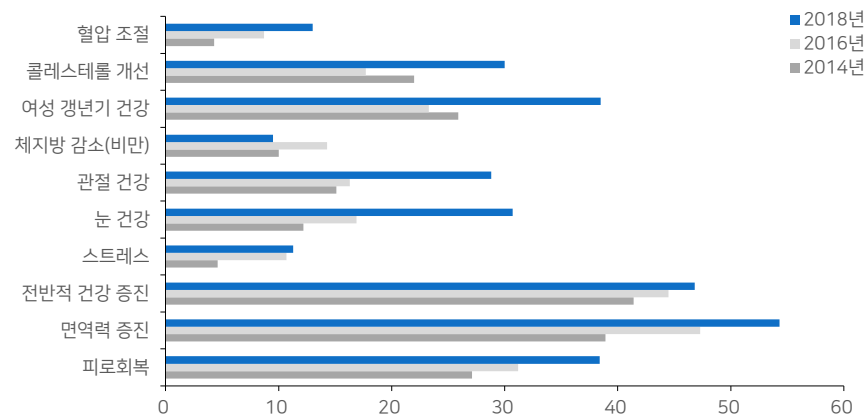
메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

1인당 건강기능식품 연간 소비액 비교



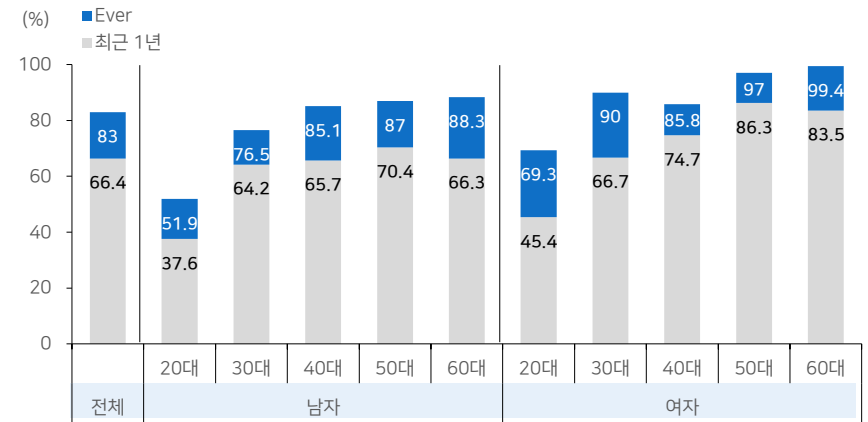
자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추산

건강기능식품 섭취를 통해 관리하는 건강 관련 문제



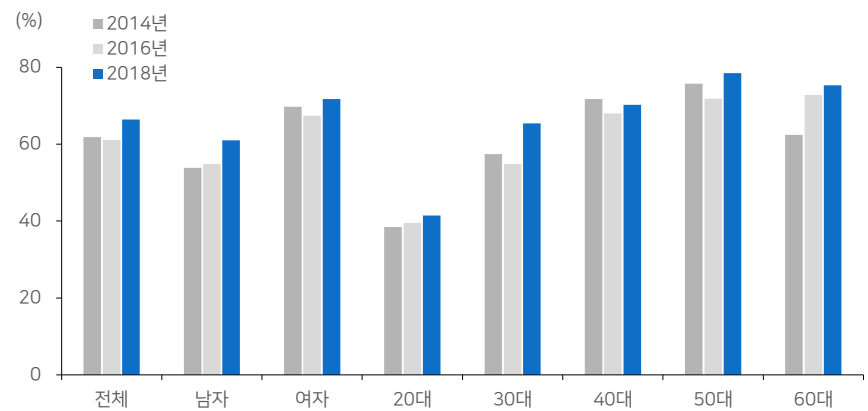
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

성별 & 연령별 건강기능식품 섭취 경험률 (2018년)



자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

연도별 건강기능식품 섭취 경험률



자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

국내 건강기능식품 채널 동향

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

온라인/다단계 등 직접판매 중심, 홈쇼핑 고단가 채널

- 유통채널별로는 인터넷몰 판매가 31.8%로 시장의 가장 많은 부분을 차지하고 있으며, 다음으로 다단계가 17.3%를 나타내고 있음
- 채널별 추세를 보면, 인터넷몰과 다단계 채널의 비중이 빠르게 증가하고 있는 반면, 할인점과 홈쇼핑 비중은 감소하고 있음. 약국 및 드럭스토어는 금액 기준 비중으로는 미미하나 건강과의 연관성을 갖는 동시에 접근성이 높은 오프라인 매장의 장점을 고려할 경우 향후 성장 추세를 주목할 필요가 있겠음

국내 건강기능식품 채널별 시장 비중

	금액기준비중(%)			평균구매액(원/가구)			구매건수기준 비중(%)		
	'16	'17	'18	'16	'17	'18	'16	'17	'18
백화점	3.7	3.1	3.1	156,636	174,543	180,238	3.3	2.0	2.0
대형할인점	13.0	11.0	7.8	79,075	81,354	67,367	24.5	21.4	15.3
슈퍼마켓	1.4	0.8	1.1	66,009	44,923	54,976	2.1	1.5	1.8
인터넷몰	25.6	30.9	31.8	153,182	164,937	159,578	26.2	34.1	35.9
다단계	11.4	14.6	17.4	527,982	349,055	419,627	6.8	11.2	12.5
방문판매	13.5	9.6	9.2	298,336	291,157	295,232	8.3	5.1	4.9
TV홈쇼핑	7.1	5.5	4.6	259,790	226,093	210,310	3.3	2.9	2.4
대리점	8.7	9.4	8.5	233,687	278,802	318,362	4.7	4.9	4.0
약국	6.0	6.4	7.9	94,604	89,497	95,316	8.7	8.5	10.9
드럭스토어	0.3	0.6	0.7	33,720	39,132	41,873	1.0	1.7	2.0
면세점	2.8	3.3	3.0	180,512	205,273	197,988	1.4	1.4	1.5
기타	6.4	4.7	5.0	158,633	105,325	124,873	9.7	5.4	6.7

주: 홈쇼핑몰의 경우 인터넷몰에 포함, 기타 채널: 재래시장, 아울렛, 유기농 전문매장, 해외직접구매(온라인 제외) 등
자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

건강기능식품 규제 혁신 구체방안 - 2019년 4월 발표 (1)

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

구분	구체 개선사항	주무 부처	계획 및 시기
1. 건강기능식품시장 진출입 활성화(4건)	1-1. 대형마트·백화점 등 건강기능식품 자유판매 허용 [현행] 관할 지자체에 신고하는 대형마트·백화점 등 사업자에 한해 건강기능식품 판매 허용(약국 제외) [개선] 모든 대형마트·백화점 등(식품위생법 상 기타 식품판매업자)에게 건강기능식품 자유판매 허용	식약처	건강기능식품법 개정안 국회제출 ('19.1월, 계류 중)
	1-2. 서류검사 대상 수입식품 선적 당시 사진 제출 허용 [현행] 서류검사 대상 제품 매 통관 시 마다 사진 제출 의무 [개선] 영업자가 국내 통관과정에서 사진 제출이 어려운 경우, 선적 당시의 사진을 제출하거나 검사담당자가 직접 확인	식약처	영업자 대상 안내문 발송 ('19.4월 예정)
	1-3. 건강기능식품 일부 기능성 삭제 시 변경신고 허용 [현행] 기능성이 일부 삭제된 경우에도 품목제조 신고를 다시 하도록 의무화 [개선] 일부 기능성이 단순 삭제된 경우 변경신고 허용	식약처	건강기능식품법 시행규칙 개정 ('19.12월 예정)
	1-4. 이력추적관리 방식을 업체별 관리로 전환 [현행] 이력추적관리를 품목별(1년 주기)로 실시 [개선] 이력추적관리를 업체별(2-3년 주기)로 실시	식약처	관련 고시 개정 ('19.9월 예정)
2. 신제품 개발 활성화를 위한 규제 개선(3건)	2-1. 건강기능식품 원료범위 확대 [현행] 건강기능식품 대상원료에서 의약품 제외 [개선] 알파-GPC(인지능력 개선), 에키네시아(면역력 증진) 등 안전성이 확보된 일부 의약품원료까지 확대	식약처	관련 고시 개정 ('19.9월 예정)
	2-2. 건강기능식품 인체적용시험 대상자 확대 [현행] 건강기능식품 임상시험 대상으로 일반인만 허용(경미한 환자 제외) [개선] 인체적용시험 대상자를 약물을 복용하지 않는 초기 질병 상태의 피험자도 포함	식약처	가이드라인 개정 ('19.5월 예정)
	2-3. 개발자의 기능성 원료 활용기간 확대 [현행] 기존 인정원료의 기능성 추가 시 1년 경과 후 식약처 고시에 등재(고시에 등재되지 않은 원료는 개발자만 제품제조·판매 가능) [개선] 기존 인정원료의 기능성 추가 시 2년 경과 후 식약처 고시에 등재	식약처	관련 고시 개정 ('19.12월 예정)
3. 기능성 표시제 개선 및 新평가기술 도입(5건)	3-1. 일반식품에 기능성 표시 허용 [현행] 건강기능식품에 한해 기능성 표시 허용 [개선] 과학적 근거가 확보된 일반식품도 기능성 표시 허용	농림부, 식약처	관련 고시 개정 ('19.12월 예정)
	3-2. 기능성 표시 일반식품도 신고만으로 제품생산 허용 [현행] 건강기능식품(고시형 원료)에 한해 신고제로 운영 [개선] 기능성 원료가 포함·표시된 일반식품도 신고제로 운영	식약처	관련 고시 개정 ('19.12월 예정)
	3-3. 신규 기능성원료 인정·신청 가이드라인 마련 [현행] 신규 기능성원료 기준·규격과 관련된 가이드라인 부재 [개선] 신규 기능성원료 기준·규격 등 관련 가이드라인 마련	식약처	관련 고시 개정 ('19.6월 예정)
	3-4. 신규 기능성원료 개발 사전협의체 신설 [현행] 신규 기능성원료 개발 관련 사전협의체 부재 [개선] 신규 기능성원료 개발단계부터 심사부서와의 소통이 가능하도록 사전협의체 신설	식약처	사전협의체 신설 ('19.6월 예정)
	3-5. 기능성원료 지표성분 원칙의 예외사유 명확화 [현행] 지표성분 원칙기준(표시량의 80~120%) 예외사유 불명확 [개선] 타당성 자료(시기별 지역별 품목(LOT)별 지표성분 함량 변화), 시험결과 등 예외사유 명확화하여 가이드라인 배포	식약처	가이드라인 마련 ('19.6월 예정)

건강기능식품 규제 혁신 구체방안 - 2019년 4월 발표 (2)

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

구분	구체 개선사항	주무 부처	계획 및 시기
4. 마케팅 경쟁력 제고 및 관리 비용 절감 (5건)	4-1. 건강기능식품 광고 대상자료 허용범위 확대 [현행] 식약처가 인정한 건강기능식품 공인검사기관 검사 결과만 광고에 활용 [개선] 타법령에 근거한 시험기관, 국가표준기본법에 근거한 업종별 분야별 전문 시험기관, 그 밖에 식약처장이 인정한 시험기관 등의 검사 결과도 광고로 활용	식약처	관련 고시 제정 (‘19.12월 예정)
	4-2. 동물실험 결과 등도 광고 허용 [현행] 공인검사기관에서 인정한 제품효과 문구만 광고 가능 [개선] 해당 제품의 동물실험 결과 등 작용기전을 활용한 광고 가능	식약처	가이드라인 개정 (‘19.12월 예정)
	4-3. 과도한 건강기능식품 표시·광고 위반 규제 개선 [현행] 기능성 표시·광고에 대한 사전심의, 허위표시·광고 시 식품표시광고법 영업정지 또는 영업허가 취소(영업소 폐쇄) 시행규칙 제정 [개선] 사전심의 폐지, 처벌수준도 일반식품과 동일한 수준으로 관련 규정 제정	식약처	식품표시광고법 시행규칙 제정 (‘19.4월 예정)
	4-4. 관련 규정 개정 후 일정기간 유예 후 시행 [현행] 건강기능식품 관련 고시 등 개정 후 바로 시행 → 대체원료 확보·개발, 라벨링 교체 등 탄력적 대응 곤란 [개선] 고시 등 개정 후 일정기간 유예 후 시행	식약처	관련 규정에 반영 확대 (‘19.4월 예정)
	4-5. 건강기능식품 및 화장품 공동보관 허용 [현행] 건강기능식품 및 화장품 관련 품질관리실 공동사용은 가능하나 창고 등 보관시설 공동사용은 불명확 [개선] 명확히 분리 또는 구획된 경우 건강기능식품 및 화장품 공동보관 허용	식약처	유권해석 (‘19.4월 예정)
5. 그외기(既)시행중인 완화책 (5건)	5-1. 수입건강기능식품 변경신고 허용 [현행] 수입 건강기능식품은 변경신고(일부 공급사 변경, 일부함량 변경 등) 불가능 *국내제조 건강기능식품은 변경신고 허용 중 [개선] 기능성에 영향이 없는 범위 내에서 수입 건강기능식품의 변경신고 허용	식약처	수입식품법 시행규칙 개정 (‘18.12월부터 시행 중)
	5-2. 수입식품 원료의 임상시험 결과서를 논문으로 대체 [현행] 수입식품도 원료의 임상시험 결과서를 제출토록 의무화 [개선] 수입 건강기능식품 원료는 임상시험 결과서를 확보하기 어려운 점을 감안하여 동일한 내용의 SCI등급 논문 제출도 인정	식약처	관련 고시 개정 (‘18.10월부터 시행 중)
	5-3. 수입식품 등 인터넷 구매대행자 시설기준 완화 [현행] 수입식품 등 인터넷 구매대행자도 일반 수입업자와 동일한 시행규칙 개정 시설요건 (독립된 사무실·창고 등) 구비 의무 존재 [개선] 수입식품 등 인터넷 구매대행자는 주택에서도 영업 허용	식약처	수입식품법 시행규칙 개정 (‘18.12월부터 시행 중)
	5-4. 건강기능식품판매업 온라인 폐업신고 허용 [현행] 건강기능식품판매업 폐업 시 관할 지자체에 직접 신고 [개선] 건강기능식품판매업도 온라인(행안부, 민원24) 폐업신고 신설	행안부	운영지침 및 시스템 개선 (‘19.3월부터 시행 중)
	5-5. EPA-DHA 함유제품의 산패관리 규제 개선 [현행] EPA-DHA 함유제품의 산패관리 규제를 원료·제품단계를 고려하지 않고 일률적으로 적용 [개선] 제조현실을 반영하여 원료성 제품과 산화방지제가 첨가된 제품에만 적용	식약처	관련 고시 개정 (‘19.2월부터 시행 중)

국내 건강기능식품 Peer

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

		콜마비엔에이치	코스맥스엔비티	셀바이오텍	에이치엘사이언스	노바렉스	뉴트리
Ticker		200130 KS	222040 KS	049960 KS	239610 KS	194700 KS	270870 KS
현재주가 (06/03)	(원)	24,400	11,950	20,950	116,000	21,550	17,800
시가총액	(백만원)	720,863	246,505	196,930	596,489	194,031	160,774
절대수익률 (%)	1M	-17.1	-9.8	-31.0	32.9	-10.4	-30.5
	3M	-18.5	-28.6	-31.8	128.0	12.5	11.9
	6M	18.6	-21.0	-26.8	165.6	27.9	n/a
	1Y	-11.5	-49.2	-49.2	251.7	n/a	n/a
	YTD	20.1	-26.8	-25.7	169.8	36.3	42.6
초과수익률 (%p)	1M	-9.8	-2.4	-23.6	40.3	-3.0	-23.2
	3M	-11.7	-21.7	-24.9	134.9	19.3	18.7
	6M	19.4	-20.3	-26.0	166.4	28.7	n/a
	1Y	2.2	-35.5	-35.4	265.5	n/a	n/a
	YTD	19.8	-27.0	-25.9	169.6	36.1	42.4
PER (배)	2018	12.2	52.6	10.9	20.1	13.5	38.3
	2019E	13.3	19.8	10.1	31.6	14.3	13.9
	2020E	11.6	14.1	9.9	23.4	12.1	10.2
PBR (배)	2018	2.9	3.7	2.0	3.5	1.8	2.3
	2019E	2.9	2.4	1.5	7.3	2.2	2.7
	2020E	2.4	2.0	1.3	5.7	1.9	2.2
ROE (%)	2018	25.9	7.3	19.8	18.7	14.5	7.8
	2019E	23.7	12.8	17.2	26.5	16.2	16.8
	2020E	22.3	15.5	15.5	27.9	16.6	19.2
매출액성장률 (%)	2018	16.6	41.8	5.3	59.5	32.6	44.4
	2019E	10.9	21.2	2.6	44.5	25.0	48.1
	2020E	7.8	18.6	6.0	29	22.1	35.0
영업이익성장률 (%)	2018	14	46.1	-1.6	19.1	14.1	115.2
	2019E	14.7	33.9	1.0	20	48.7	62.6
	2020E	10.3	20.9	5.5	20.5	14.3	35.4
순이익성장률 (%)	2018	12.8	1.6	9.4	122.4	15.0	0.0
	2019E	12.7	95.4	-1.3	45.9	47.8	466.7
	2020E	13.2	40.2	5.8	32.1	12.5	39.5
영업이익률 (%)	2018	15.1	8.7	34.7	19.2	10.5	11.4
	2019E	15.6	9.6	34.1	20.0	12.5	12.5
	2020E	16.4	9.8	34.0	20.5	11.7	12.5
순이익률 (%)	2018	12.8	3.4	31.0	17.0	8.6	2.4
	2019E	12.7	5.4	29.8	17.2	10.1	9.2
	2020E	13.2	6.4	29.8	17.6	9.3	9.5

자료: Bloomberg, Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈

18

Part VII

뷰티 서비스, New Anti-aging Care

뷰티 산업, 상품에서 서비스로 패러다임 변화

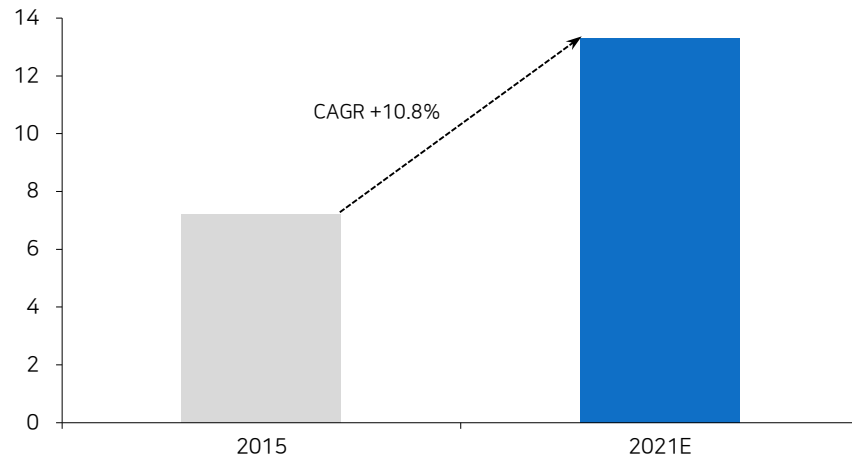
메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

고령화로 안티에이징 서비스에 대한 관심 증가 지속될 전망

- 글로벌 메디컬 에스테틱 시장은 2015년 72억달러에서 연평균 10.8% 성장하여 2021년 133억달러 (16조원)까지 확대될 전망
- 레이저 치료 및 리프팅, 독신과 필러 등 글로벌 안면미용 기술 시장 또한 2015년 34억달러에서 연평균 10.1% 성장하여 2021년 55억달러 (6조 2천억원)에 이를 것으로 예상됨

글로벌 메디컬 에스테틱 시장 전망

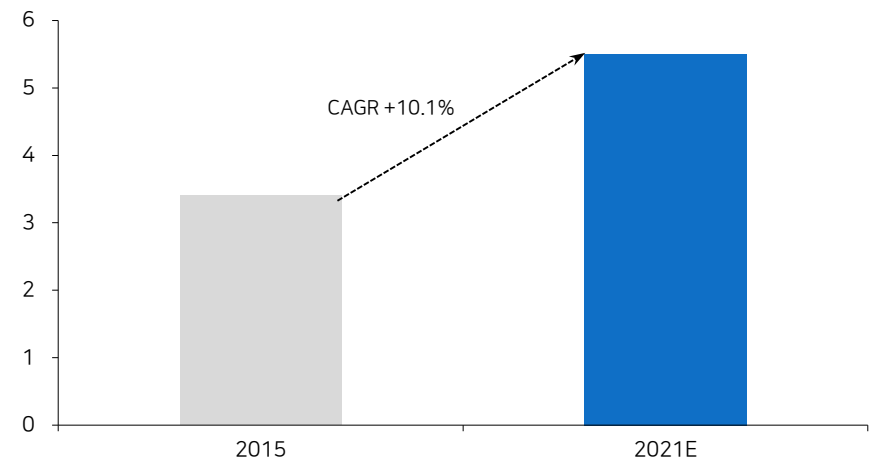
(십억달러)



자료: Markets and markets, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 안면미용 시장 전망

(십억달러)



자료: Technavio, 메리츠증권증권 리서치센터

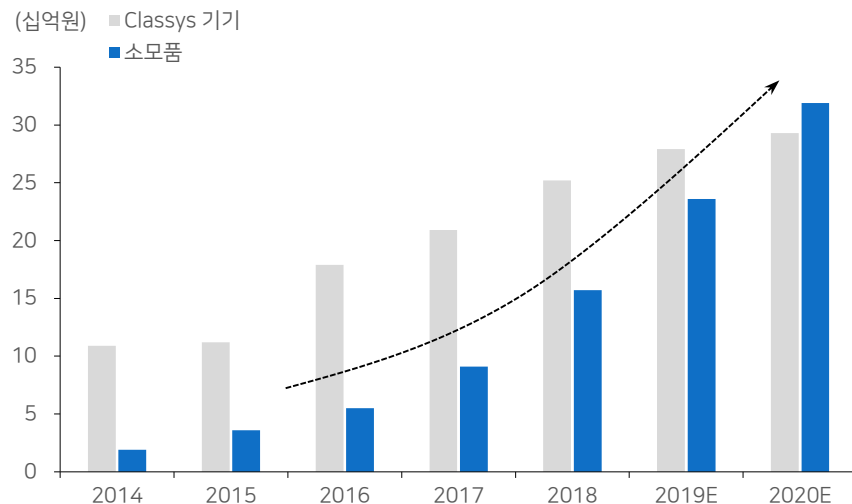
에스테틱 비즈니스 수익 모델의 진화

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

전통적인 기기 판매에서
서비스 이용에 비례하는
소모품 및 B2C 채널 확대

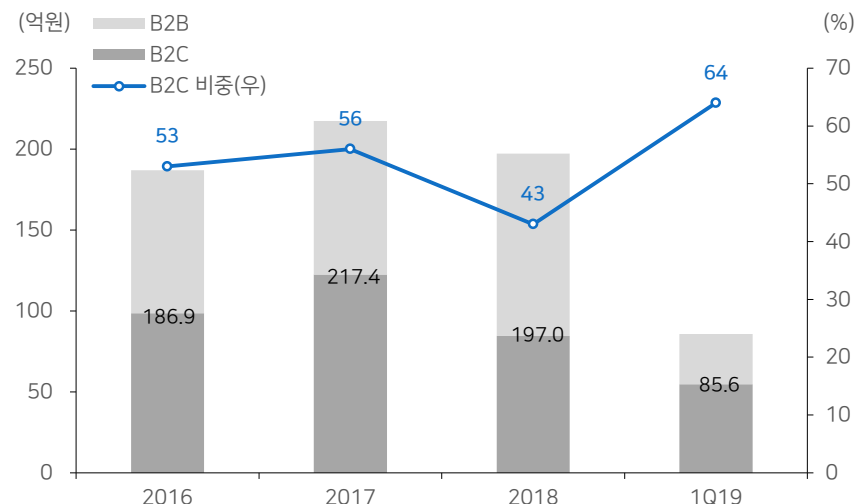
- 화장품 산업의 핵심 경쟁력이 품질 및 디자인 뿐만 아니라 서비스 영역으로 확대되고 있음. 이제 서비스는 상품의 본질이자 구매의 결정적 요인으로 작용함
- 전통적인 에스테틱 기기 판매에서 벗어나 서비스 이용에 비례하는 소모품 및 홈케어가 가능한 B2C 채널로 수익모델이 진화하고 있음

클래시스 기기 판매 vs. 소모품 판매



자료: 클래시스, 메리츠증권리서치센터

지티지웰니스 제품별 매출 비중



자료: 지티지웰니스, 메리츠증권리서치센터

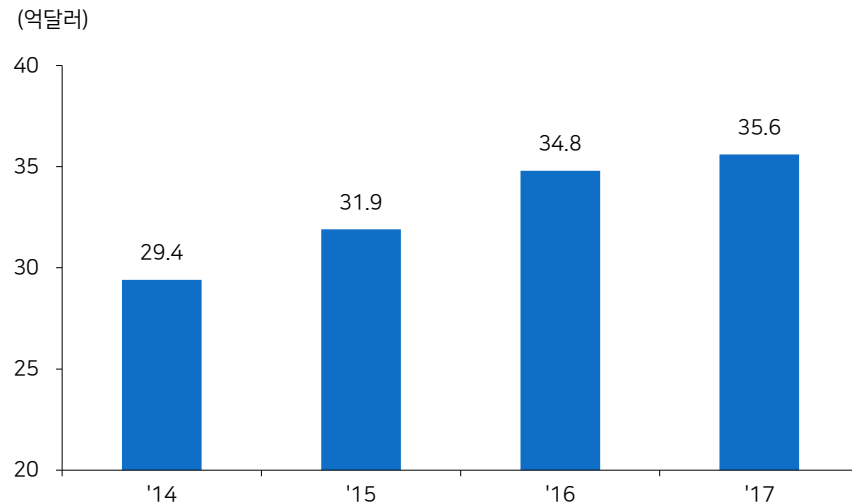
뷰티 디바이스로 에스테틱의 영역 확장

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

홈케어 시대, 뷰티 디바이스의 성장

- 에스테틱의 영역은 가성비를 강점으로 집에서 직접 관리할 수 있는 뷰티 디바이스로 확장되었음
피부과에서 사용하는 LED 에스테틱 기기의 강도를 낮추어 홈디바이스 형태로 출시한 LG프라엘이 소비자들의 큰 관심을 받고 있으며 최근에는 LED 뿐만 아니라 원적외선 및 초음파, 갈바닉 이온 등을 활용한 다양한 뷰티 디바이스가 등장하고 있음
- 나아가 디지털 뷰티란 인간의 건강한 피부와 미적 욕구를 충족하는 일련의 과정에 참여하는 모든 디지털 기반의 기기 및 기술을 의미함/ 디지털 기술의 발전은 더욱더 정교해지는 소비자의 니즈를 이해하고 분석하여 활용하는데 큰 도움이 될 것으로 예상됨

2014~2017년 글로벌 뷰티 디바이스 시장 규모



자료: 코트라, 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 피부장벽 기능을 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 피부장벽 기능을 기반으로 맞춤형 기초화장품 가내제조	색소, 홍반, 주름 측정에 기반한 맞춤형 기능성화장품 가내제조			
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

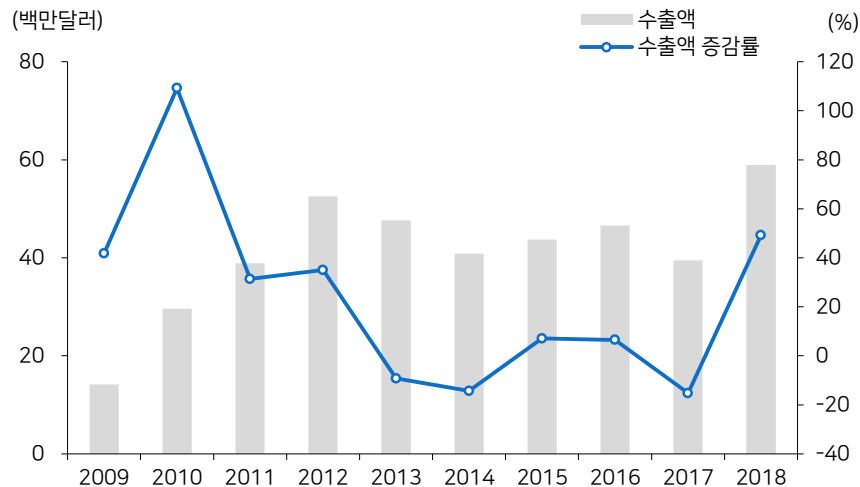
미용기기, 고가격대 유지 및 해외 수출 확대 관건

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

다른 뷰티 제품 대비
상대적으로 높은 가격, 온라인
채널 등을 통한 해외 수출 기회

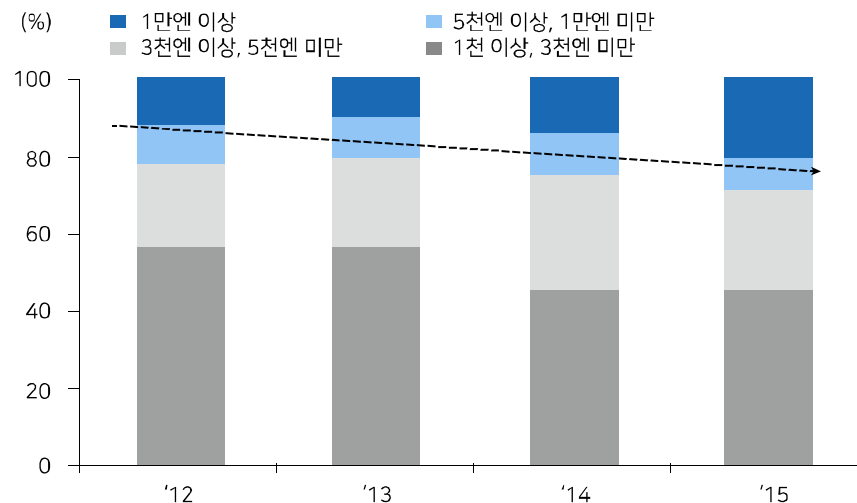
- 국내 가정용 뷰티기기 시장은 2013년 800억원에서 2018년 5,000억원까지 확대되었으며 글로벌 뷰티 전문 디바이스 시장은 4조원으로 추산됨. 화장품을 통한 일상의 뷰티 케어에 기술을 더한 뷰티 디바이스가 더해서 높은 성장이 기대됨
- 편의성에 가성비까지 갖춘 홈 뷰티 디바이스는 중국 소비자들의 이목을 사로잡으며 빠르게 성장 중. 일본의 경우 2017년 기준 일본 미용기기 시장 내 파나소닉이 47.1%의 압도적인 점유율을 차지하고 있음. 미용기기의 경우 다른 뷰티 제품에 비해 상대적으로 가격대가 높은 가운데 고가격대가 꾸준히 유지되고 프리미엄 제품 비중이 확대되고 있다는 점에 주목할 필요가 있겠음

미용기기 연간 수출액 현황: 2018년 +49.3% YoY 증가



자료: KITA, 메리츠증권증권 리서치센터

일본 고가 드라이어 판매 확대



자료: 코트라, 메리츠증권증권 리서치센터

글로벌 기능성 화장품 시장 성장의 기회

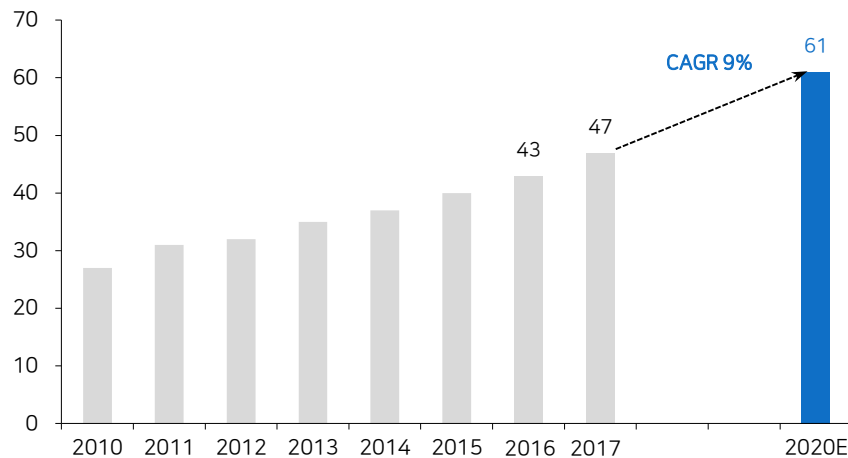
메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

1) 미세먼지와 일교차 확대 등
환경의 위협과 함께 2) 성형 &
미용 시술 이후 민감해진
피부를 관리하기 위한 케어
시장이 동반 성장

- 글로벌 화장품 시장에서 기능성 화장품이 차지하는 비중은 2012년 13%에서 2017년 16%까지 확대되었으며 지속적인 성장 추세. 국내 기능성 화장품 시장 또한 연평균 17%의 높은 성장
- 소비자들 사이에서 미세먼지의 심각성에 대한 인식이 확산되면서 국내 안티폴루션 화장품 시장은 본격화되고 있으며 한국보건산업진흥원에 따르면 최근 3년 아시아 태평양지역 안티폴루션 뷰티 및 퍼스널케어 제품 판매는 약 40% 증가함
- 전세계 성형 & 미용건수 1위를 기록하고 있는 한국은 레이저 시술 등으로 파괴된 피부세포를 재생하고 시술 효과를 보다 지속시키기 위한 더마코스메틱 브랜드들의 성장이 두드러지고 있음

기능성 화장품 글로벌 시장 규모

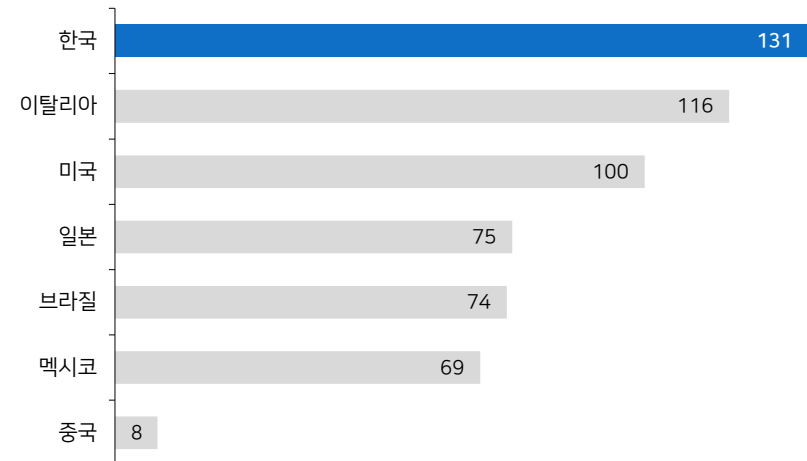
(십억달러)



자료: RNCOS, 메리츠증권증권 리서치센터

'15년 세계 성형 & 미용 건수

(인구 1만명당)

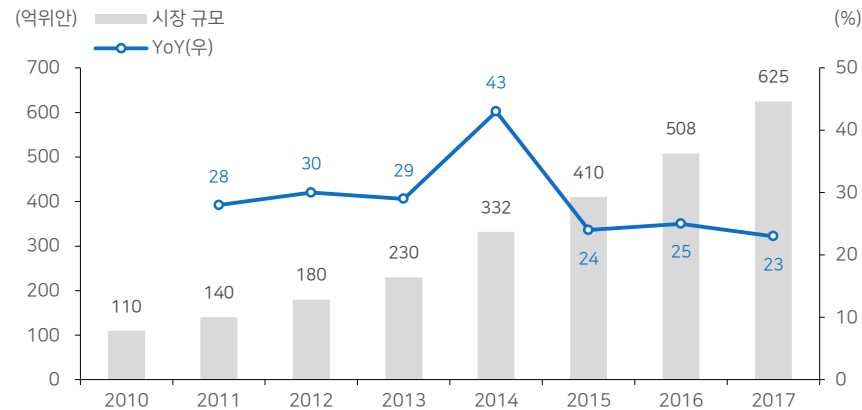


자료: 국제미용성형외과의사협회, 메리츠증권증권 리서치센터

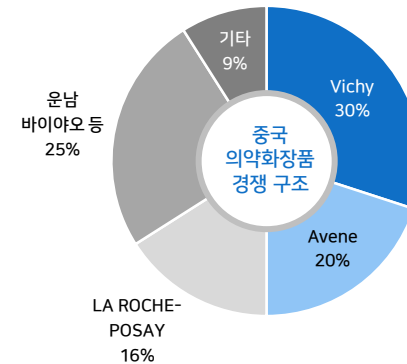
중국 의약화장품 시장의 성장

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

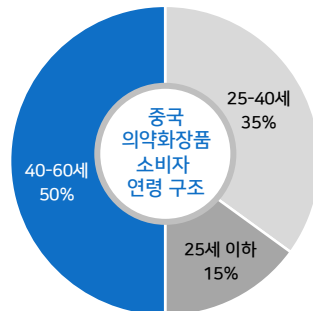
2010~2017년 중국 의약화장품 시장 규모 변화



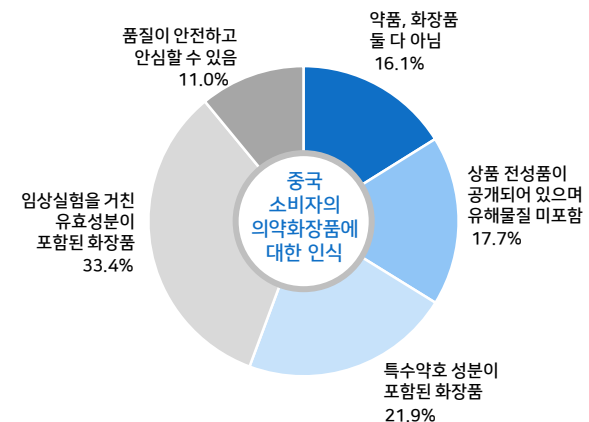
중국 의약화장품 경쟁 구조



중국 의약 화장품 소비자 연령구조



중국 소비자의 의약화장품에 대한 인식

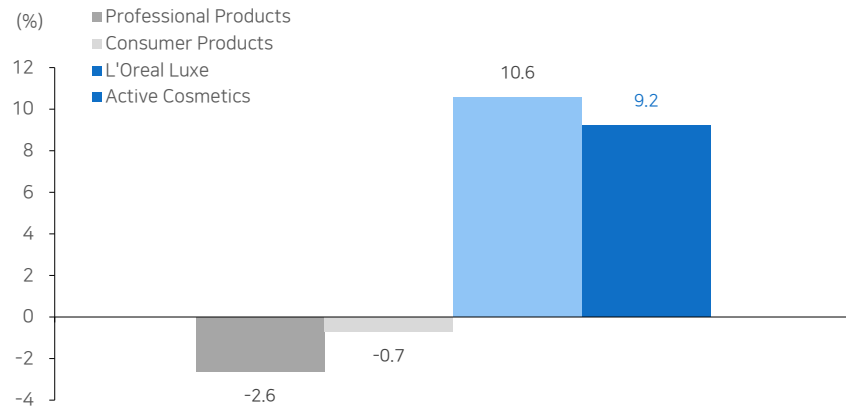


자료: 코트라, 메리츠증권증권 리서치센터

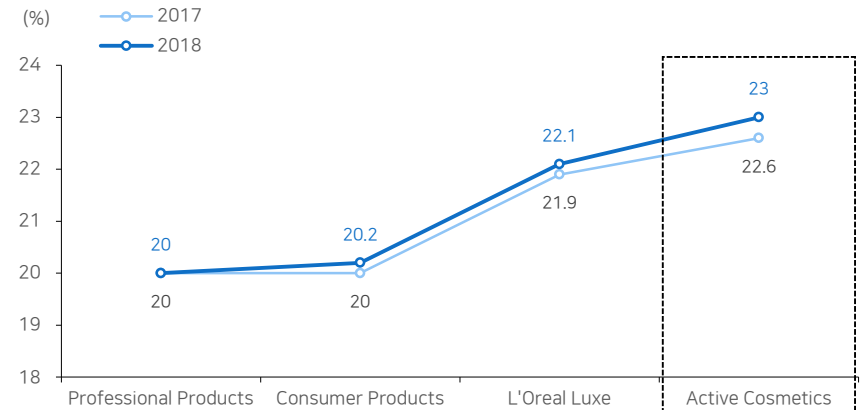
L'Oreal 더마 브랜드들의 현황 및 최근 성과

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

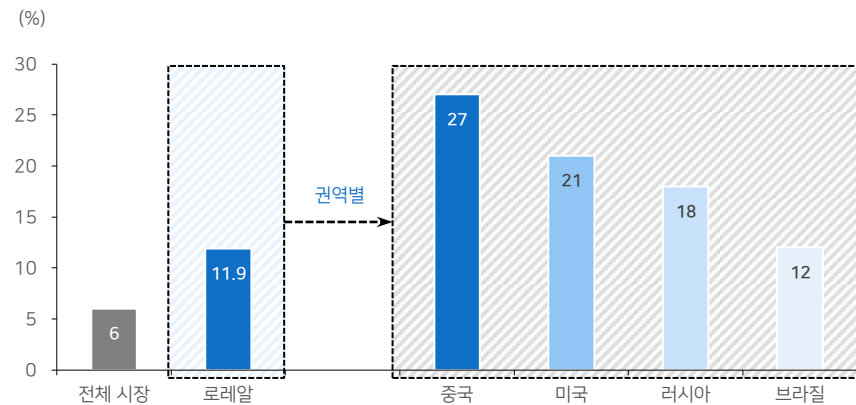
2018년 로레알 사업부별 성장률



2018년 로레알 사업부별 영업이익률



2018년 로레알 더마사업부 지역별 성장을 비교



2019년 AI 결합 및 무인매대 등을 통한 중국 진출 강화



자료: L'Oreal, 메리츠증권증권 리서치센터

기업분석

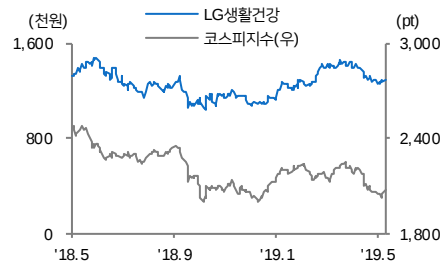
종목	투자판단	적정주가
LG생활건강(051900)	Buy	1,720,000원
신세계인터내셔널(031430)	Buy	400,000원
아모레퍼시픽(090430)	Trading Buy	200,000원
콜마비엔에이치(200130)	Not Rated	-

LG생활건강(051900) 브랜드 및 지역 다변화의 초석을 다지다

Analyst 양지혜 02. 6454-4873
Jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	1,720,000원
현재주가 (6월 3일)	1,297,000원
상승여력	32.6%
KOSPI	2,067.85pt
시가총액	202,568억원
발행주식수	1,562만주
유동주식비율	59.83%
외국인비중	45.11%
52주 최고/최저가	1,480,000원/1,044,000원
평균거래대금	425.1억원
주요주주(%)	
LG 외 3 인	34.04
국민연금	7.16
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-6.3 -0.5
6개월	8.1 11.4
12개월	-6.4 10.5
주가그래프	



2019년 하반기에도 안정적인 실적 흐름 지속될 전망

- 중국 프레스티지 성장과 함께 LG 럭셔리 브랜드 또한 중국 내 점유율 상승. 국내 중가 화장품 브랜드, 할인행사에는 제한적으로 대응하며 프리미엄 브랜드로 집중 강화
- 생활용품 국내 온오프라인 가격경쟁 심화에도 지난해 낮은 기저를 바탕으로 소폭 개선 전망. 중국 생활용품 내 신규 헤어 및 바디케어 브랜드 (온라인과 왓슨 채널 중심) 성장 긍정적

2019년 브랜드 및 지역 다변화의 초석을 다지는 한 해 예상

- 후 뿐만 아니라 숨 등 럭셔리 브랜드 다변화에 대한 투자가 지속되고 있지만 프리미엄화에 따른 원가율 개선으로 1분기 이후 영업이익률은 유지 예상
- 미국 New Avon 인수 관련 아시아 시장을 넘어 서구 시장 진출을 위한 초석을 다지는 기회로 활용할 계획. New Avon은 Direct Selling에 강점을 둔 온라인 채널 중심 회사(IT 및 물류 인프라 구축)로서 중장기 M&A 등을 통한 브랜드 확보 시 체계적으로 확장할 수 있는 기반이 되어줄 것으로 판단됨

투자의견 Buy, 적정주가 1,720,000원 유지

- 적정주가는 12MF EPS에 목표 PER 32배 (일본 및 중국 아시아 소비재 평균 수준) 유지, 적용하여 산출

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	6,105.1	930.0	606.4	37,613	6.4	169,108	31.6	7.0	18.9	21.9	55.1
2018	6,747.5	1,039.3	682.7	42,466	12.3	198,221	25.9	5.6	15.7	21.0	46.8
2019E	7,536.5	1,170.7	827.0	51,515	20.8	234,830	25.2	5.5	15.9	21.6	40.8
2020E	8,452.3	1,304.0	925.9	57,633	11.9	275,512	22.5	4.7	14.0	20.5	34.8
2021E	9,001.7	1,427.2	1,023.6	63,889	10.9	321,707	20.3	4.0	12.4	19.3	30.1

LG생활건강 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	6,105.1	1,659.2	1,652.6	1,737.2	1,698.5	6,747.5	1,874.8	1,805.1	1,867.5	1,989.1	7,536.5
증가율 (% YoY)	0.2	6.5	11.1	10.6	14.2	10.5	13.0	9.2	7.5	17.1	11.7
생활용품	1,517.7	394.7	337.2	389.5	339.8	1,461.2	401.4	343.0	395.5	346.1	1,486.0
화장품	3,279.9	947.7	953.4	954.2	1,050.1	3,905.4	1,139.6	1,085.4	1,061.4	1,323.7	4,610.1
음료	1,307.7	316.8	362.0	393.5	308.6	1,380.9	333.7	376.8	410.6	319.2	1,440.3
증가율 (% YoY)											
생활용품	-4.8	-4.5	-6.0	-7.6	4.9	-3.7	1.7	1.7	1.5	1.9	1.7
화장품	3.9	12.1	23.2	23.5	18.2	19.1	20.2	13.8	11.2	26.1	18.0
음료	-2.7	5.7	1.8	4.5	12.0	5.6	5.3	4.1	4.3	3.4	4.3
% of Sales											
생활용품	24.9	23.8	20.4	22.4	20.0	21.7	21.4	19.0	21.2	17.4	19.7
화장품	53.7	57.1	57.7	54.9	61.8	57.9	60.8	60.1	56.8	66.6	61.2
음료	21.4	19.1	21.9	22.7	18.2	20.5	17.8	20.9	22.0	16.0	19.1
매출원가	2,609.6	670.0	662.8	708.2	655.4	2,696.4	713.6	716.6	743.3	736.0	2,909.4
증가율 (% YoY)	7.2	1.6	1.9	1.9	8.4	3.3	6.5	8.1	5.0	12.3	7.9
% of Sales	42.7	40.4	40.1	40.8	38.6	40.0	38.1	39.7	39.8	37.0	38.6
판관비	2,565.5	705.5	722.6	751.5	832.3	3,011.9	839.1	790.6	816.1	1,010.4	3,456.3
증가율 (% YoY)	-7.7	10.3	19.4	20.7	19.3	17.4	18.9	9.4	8.6	21.4	14.8
% of Sales	42.0	42.5	43.7	43.3	49.0	44.6	44.8	43.8	43.7	50.8	45.9
영업이익	930.0	283.7	267.3	277.5	210.8	1,039.3	322.1	297.8	308.1	242.7	1,170.7
증가율 (% YoY)	5.6	9.2	15.1	9.7	13.9	11.7	13.5	11.4	11.0	15.1	12.7
% of Sales	15.2	17.1	16.2	16.0	12.4	15.4	17.2	16.5	16.5	12.2	15.5
생활용품	167.0	41.9	27.2	42.8	8.5	120.5	43.4	28.1	43.5	8.3	123.3
화장품	636.1	212.0	194.3	184.2	192.2	782.6	246.2	220.3	207.0	225.0	898.5
음료	127.2	29.8	45.7	50.8	9.9	136.2	32.4	48.6	53.4	10.2	144.6
% of Sales											
생활용품	11.0	10.6	8.1	11.0	2.5	8.2	10.8	8.2	11.0	2.4	8.3
화장품	19.4	22.4	20.4	19.3	18.3	20.0	21.6	20.3	19.5	17.0	19.5
음료	9.7	9.4	12.6	12.9	3.2	9.9	9.7	12.9	13.0	3.2	10.0

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

LG생활건강 채널별 세부 매출액 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
생활용품사업부	1,517.7	394.7	337.2	389.5	339.8	1,461.2	401.4	343.0	395.5	346.1	1,486.0
증가율 (% YoY)	-4.8	-4.5	-6.0	-7.6	4.9	-3.7	1.7	1.7	1.5	1.9	1.7
Exclusive Distributor	193.7	44.6	34.4	44.0	35.3	158.3	42.1	32.7	41.8	33.6	150.2
증가율 (% YoY)	-6.9	-19.5	-27.4	-19.1	-3.5	-18.3	-5.5	-5.0	-5.0	-5.0	-5.1
Modern Channel	513.3	125.9	99.8	138.7	89.7	454.1	128.4	100.8	140.0	91.5	460.8
증가율 (% YoY)	-9.8	-12.0	-14.1	-12.3	-6.5	-11.5	2.0	1.0	1.0	2.0	1.5
Raw Materials	213.5	51.5	57.5	54.9	53.9	217.8	52.5	58.7	56.0	55.0	222.1
증가율 (% YoY)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Online/Homeshopping	280.7	74.2	61.0	70.1	66.6	271.9	81.1	64.7	75.0	69.9	290.7
증가율 (% YoY)	5.2	0.9	-9.5	-9.1	6.5	-3.1	9.3	6.0	7.0	5.0	6.9
Others**	316.5	98.5	84.4	81.9	94.3	359.1	97.2	86.1	82.7	96.1	362.2
증가율 (% YoY)	-7.2	8.4	18.4	4.7	23.8	13.4	-1.3	2.0	1.0	2.0	0.9
화장품사업부	3,279.9	947.7	953.4	954.2	1,050.1	3,905.4	1,139.6	1,085.4	1,061.4	1,323.7	4,610.1
증가율 (% YoY)	3.9	12.1	23.2	23.5	18.2	19.1	20.2	13.8	11.2	26.1	18.0
Dept. Store (ex. Online dept)	181.7	47.4	45.8	39.1	41.0	173.2	44.4	44.4	37.9	39.7	166.5
증가율 (% YoY)	0.1	-1.7	-3.0	-2.6	-11.3	-4.7	-6.2	-3.0	-3.0	-3.0	-3.9
Duty Free Shops (Travel Retail)	1,038.6	338.3	349.9	391.2	404.3	1,483.7	462.7	437.4	449.9	464.9	1,814.9
증가율 (% YoY)	0.8	20.9	69.4	55.8	34.3	42.9	36.8	25.0	15.0	15.0	22.3
Home Visit	361.7	90.0	98.2	85.9	77.7	351.8	96.9	103.1	88.5	78.5	366.9
증가율 (% YoY)	9.4	-4.1	-3.9	-5.8	4.2	-2.7	7.6	5.0	3.0	1.0	4.3
Other Domestic Channels	459.7	132.5	117.9	108.9	105.0	464.3	133.8	119.1	110.0	106.0	468.9
증가율 (% YoY)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Mass (TFS including VDL,F&P)	627.2	181.6	158.7	157.5	160.7	658.6	185.3	161.8	160.7	163.9	671.7
증가율 (% YoY)	-3.4	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
Others (NEW)	611.0	157.9	182.9	171.5	261.5	773.8	216.6	219.5	214.4	470.7	1,121.2
증가율 (% YoY)	20.2	32.1	22.0	29.8	24.9	26.7	37.2	20.0	25.0	80.0	44.9
음료사업부	1,307.7	316.8	362.0	393.5	308.6	1,380.9	333.7	376.8	410.6	319.2	1,440.3
증가율 (% YoY)	-2.7	5.7	1.8	4.5	12.0	5.6	5.3	4.1	4.3	3.4	4.3
CVS	222.2	52.3	63.4	70.8	56.2	242.6	58.7	67.8	75.8	59.0	261.3
증가율 (% YoY)	-0.9	14.7	6.7	16.1	-0.1	9.2	12.4	7.0	7.0	5.0	7.7
Small Supermarket	241.0	57.0	66.6	74.0	50.0	247.6	58.7	68.6	76.2	51.5	255.0
증가율 (% YoY)	-1.5	2.8	-2.4	-0.8	17.0	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Wholesaler	359.7	90.0	100.3	105.9	85.5	381.6	95.4	107.3	114.3	90.6	407.7
증가율 (% YoY)	0.2	3.8	1.8	2.6	19.8	6.1	6.1	7.0	8.0	6.0	6.8
Others	484.7	117.5	131.8	142.8	117.0	509.1	120.8	133.1	144.3	118.1	516.3
증가율 (% YoY)	-6.1	4.8	1.8	3.6	11.1	5.0	2.8	1.0	1.0	1.0	1.4

자료: LG생활건강, 메리츠증권 리서치센터

LG생활건강(051900)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	6,105.1	6,747.5	7,536.5	8,452.3	9,001.7
매출액증가율 (%)	0.2	10.5	11.7	12.2	6.5
매출원가	2,609.7	2,696.4	2,909.4	3,307.1	3,483.7
매출총이익	3,495.5	4,051.1	4,627.0	5,145.3	5,518.0
판매관리비	2,565.4	3,011.9	3,456.3	3,841.2	4,090.9
영업이익	930.0	1,039.3	1,170.7	1,304.0	1,427.2
영업이익률	15.2	15.4	15.5	15.4	15.9
금융손익	-11.1	-6.2	-2.7	3.3	10.6
중속/관계기업손익	1.3	-1.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-59.1	-75.7	-35.0	-20.0	-20.0
세전계속사업이익	861.1	956.0	1,133.1	1,287.4	1,417.8
법인세비용	242.8	263.7	297.7	352.1	383.8
당기순이익	618.3	692.3	835.4	935.3	1,034.0
지배주주지분 순이익	606.4	682.7	827.0	925.9	1,023.6
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,513.6	1,691.2	2,198.3	2,817.8	3,567.9
현금및현금성자산	386.2	396.6	746.9	1,190.0	1,834.4
매출채권	522.8	556.1	628.0	704.4	750.1
재고자산	546.9	614.8	685.1	768.4	818.3
비유동자산	3,264.9	3,584.7	3,787.1	3,898.5	3,993.7
유형자산	1,616.6	1,813.3	1,956.6	2,083.9	2,197.1
무형자산	1,392.8	1,545.0	1,521.0	1,497.8	1,475.3
투자자산	111.3	62.8	60.0	67.2	71.6
자산총계	4,778.5	5,275.9	5,985.4	6,716.3	7,561.6
유동부채	1,245.4	1,358.9	1,373.9	1,399.6	1,401.4
매입채무	231.5	215.6	249.7	280.0	298.2
단기차입금	71.0	210.8	150.8	90.8	60.8
유동성장기부채	265.0	163.5	114.5	65.5	16.5
비유동부채	451.3	323.0	360.5	335.5	350.2
사채	249.7	99.9	49.9	-0.1	-0.1
장기차입금	18.3	7.1	6.1	5.1	4.1
부채총계	1,696.7	1,681.9	1,734.4	1,735.1	1,751.6
자본금	88.6	88.6	88.6	88.6	88.6
자본잉여금	97.3	97.3	97.3	97.3	97.3
기타포괄이익누계액	-132.8	-121.6	-121.6	-121.6	-121.6
이익잉여금	3,044.1	3,563.4	4,212.0	4,932.8	5,751.3
비지배주주지분	85.6	82.0	90.3	99.7	110.0
자본총계	3,081.8	3,594.0	4,251.0	4,981.1	5,810.0

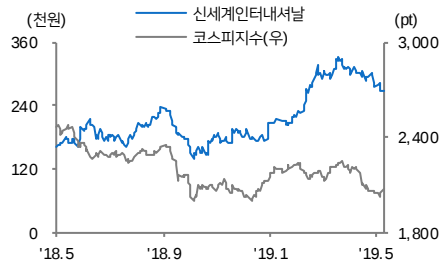
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	735.5	817.1	984.2	1,090.7	1,235.0
당기순이익(손실)	618.3	692.3	835.4	935.3	1,034.0
유형자산상각비	127.1	135.7	156.7	172.7	186.8
무형자산상각비	19.3	21.8	24.0	23.2	22.4
운전자본의 증감	-108.0	-154.4	-31.9	-40.4	-8.2
투자활동 현금흐름	-333.8	-430.3	-385.1	-309.6	-305.8
유형자산의증가(CAPEX)	-284.2	-356.3	-300.0	-300.0	-300.0
투자자산의감소(증가)	-46.3	47.1	2.9	-7.3	-4.4
재무활동 현금흐름	-351.1	-378.0	-248.8	-338.1	-284.9
차입금의 증감	-166.5	-120.1	-93.7	-159.7	-79.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	47.3	10.5	350.3	443.1	644.3
기초현금	338.9	386.2	396.6	746.9	1,190.0
기말현금	386.2	396.6	746.9	1,190.0	1,834.4
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	390,899	432,031	482,543	541,183	576,359
EPS(지배주주)	37,613	42,466	51,515	57,633	63,889
CFPS	69,483	77,656	84,291	94,755	103,494
EBITDAPS	68,922	76,622	86,532	96,035	104,774
BPS	169,108	198,221	234,830	275,512	321,707
DPS	9,000	9,250	10,638	12,233	12,233
배당수익률(%)	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	31.6	25.9	25.2	22.5	20.3
PCR	17.1	14.2	15.4	13.7	12.5
PSR	3.0	2.5	2.7	2.4	2.3
PBR	7.0	5.6	5.5	4.7	4.0
EBITDA	1,076.4	1,196.7	1,351.5	1,499.9	1,636.4
EV/EBITDA	18.9	15.7	15.9	14.0	12.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.9	21.0	21.6	20.5	19.3
EBITDA 이익률	17.6	17.7	17.9	17.7	18.2
부채비율	55.1	46.8	40.8	34.8	30.1
금융비용부담률	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0
이자보상배율(x)	66.6	102.5	142.3	218.6	372.8
매출채권회전율(x)	12.3	12.5	12.7	12.7	12.4
재고자산회전율(x)	11.3	11.6	11.6	11.6	11.3

신세계인터내셔널(031430) 글로벌 브랜드 머천다이징 No.1

Analyst 양지혜 02. 6454-4873
Jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가(12개월)	400,000원	
현재주가 (6월 3일)	266,500원	
상승여력	50.1%	
KOSPI	2,067.85pt	
시가총액	19,028억원	
발행주식수	714만주	
유통주식비율	34.86%	
외국인비중	8.39%	
52주 최고/최저가	330,000원/140,000원	
평균거래대금	140.3억원	
주요주주(%)		
신세계 외 2인	65.14	
국민연금	10.06	
주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-11.5	-6.0
6개월	54.5	59.3
12개월	57.2	85.4
주가그래프		



글로벌 브랜드 머천다이징 No.1

- 신세계인터내셔널은 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 역량 강화
- 럭셔리 소비 트렌드가 다양한 개성을 추구하고 새로운 브랜드에 대한 수요가 증가하면서 신세계인터내셔널의 화장품 사업부의 성장성 부각. 비디비치는 중국 3~4선 도시 밀레니얼 세대의 소비 트렌드를 적극적으로 반영한 핵심 아이템 5개가 모두 고성장하고 있으며, 딥디크 및 바이레도 등과 같은 신세계인터내셔널의 고급 향수 브랜드들은 국내 향수 카테고리 성장을 주도하고 있음

성공적인 화장품 사업 안착으로 수익 구조의 획기적 변화

- 비디비치 브랜드의 폭발적인 성장으로 2019년 코스메틱 사업부는 매출액 4,047억원 (+82.3% YoY), 영업이익 840억원 (+92.4% YoY) 전망. 2019년 기준 신세계인터내셔널의 화장품 이익기여도 83.5%까지 확대 예상
- 오랜 명품 소싱 노하우에 국내 대표 럭셔리 유통 기업으로서 메가 브랜드들을 지속적으로 키워내면서 높은 성장과 수익성 개선 지속될 전망

투자 의견 Buy와 적정주가 400,000원 유지

- 투자 의견 Buy와 적정주가 400,000원 유지, 적정주가는 12MF EPS에 목표 PER 30배 (아시아 소비재 평균 32배, 글로벌 의류 평균 20배의 이익기여도에 따른 가중평균)를 적용하여 산출

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	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
2018	1,262.7	55.5	57.5	8,052	138.9	76,024	24.2	2.6	17.9	11.1	80.3
2019E	1,459.9	100.6	87.2	12,215	51.2	87,389	21.8	3.0	16.3	15.0	83.6
2020E	1,615.3	124.8	103.2	14,452	18.3	100,991	18.4	2.6	13.6	15.3	70.4
2021E	1,744.6	139.6	115.5	16,175	11.9	116,316	16.5	2.3	12.1	14.9	59.2

신세계인터내셔널 연결기준 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

(십억원)	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
연결매출액	1,262.7	1,459.8	1,615.3	304.4	283.0	311.8	363.1	365.9	329.3	354.1	410.6
증가율(% YoY)	14.5	15.6	10.7	11.8	18.2	16.0	12.7	20.2	16.4	13.6	13.1
기타 자회사	141.5	148.2	158.5	39.1	27.9	28.0	46.5	38.6	29.8	30.0	49.7
증가율(% YoY)	-0.3	4.7	7.0	9.6	-1.8	1.8	-7.5	-1.4	-2.0	-2.0	-2.0
별도매출액	1,120.8	1,311.7	1,456.8	265.3	255.1	283.8	316.6	327.3	299.4	324.1	360.8
증가율(% YoY)	16.7	17.0	11.1	12.2	20.9	17.6	16.5	23.4	17.4	14.2	14.0
매출원가	559.2	608.1	666.6	142.9	119.0	145.3	152.1	148.7	131.7	159.3	168.3
증가율(% YoY)	6.0	8.7	9.6	5.6	10.2	4.0	5.1	4.0	10.7	9.7	10.7
비율(%)	44.3	41.7	41.3	46.9	42.0	46.6	41.9	40.6	40.0	45.0	41.0
매출총이익	703.0	851.8	948.8	161.5	164.0	166.5	211.0	217.2	197.6	194.7	242.2
증가율(% YoY)	22.3	21.2	11.4	18.0	24.8	28.9	18.9	34.5	20.5	16.9	14.8
판관비	647.9	751.2	823.9	149.6	150.0	155.0	193.1	188.1	172.9	173.5	216.8
증가율(% YoY)	17.9	15.9	9.7	13.0	18.1	20.9	19.4	25.7	15.2	11.9	12.3
비율(%)	51.3	51.5	51.0	49.2	53.0	49.7	53.2	51.4	52.5	49.0	52.8
연결영업이익	55.5	100.6	124.8	11.8	14.0	11.5	18.2	29.2	24.7	21.2	25.5
증가율(% YoY)	118.3	81.1	24.1	169.2	216.1	1158.5	16.0	146.5	76.4	85.1	39.8
비율(%)	4.4	6.9	7.7	4.5	5.5	4.0	5.8	8.9	8.2	6.6	7.1
별도영업이익	67.8	108.1	131.1	13.2	18.9	15.3	20.5	29.6	26.9	22.7	28.9
증가율(% YoY)	134.0	59.3	21.3	195.8	215.3	206.7	51.0	124.7	42.4	48.4	41.0
비율(%)	6.1	8.2	9.0	5.0	7.4	5.4	6.5	9.0	9.0	7.0	8.0
연결 - 개별	-12.3	-7.5	-6.3	-1.3	-4.9	-3.8	-2.3	-0.4	-2.3	-1.4	-3.4
비율(%)				-0.5	-1.9	-1.3	-0.7	-0.1	-0.8	-0.4	-0.9

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권증권 리서치센터

신세계인터내셔널 별도기준 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

(십억원)	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	1,120.8	1,311.7	1,456.8	265.3	255.1	283.8	316.6	327.3	299.4	324.1	360.8
증가율(% YoY)	16.7	17.0	11.1	12.2	20.9	17.6	16.5	23.4	17.4	14.2	14.0
해외	375.4	367.5	371.2	91.2	88.9	89.0	106.3	85.8	86.2	88.1	107.4
증가율(% YoY)	-1.4	-2.1	1.0	-2.7	-0.1	-1.4	-1.3	-5.9	-3.0	-1.0	1.0
국내	322.8	328.2	327.8	89.1	60.8	85.6	87.3	90.4	61.4	87.3	89.0
증가율(% YoY)	-16.6	1.7	-0.1	-10.2	-17.9	-15.1	-22.6	1.5	1.0	2.0	2.0
코스메틱	221.9	404.7	536.0	39.9	54.8	56.8	70.5	103.2	98.7	93.6	109.2
증가율(% YoY)		82.3	32.4					158.0	80.0	65.0	55.0
라이프스타일	200.6	211.3	221.9	45.1	50.6	52.4	52.6	48.0	53.1	55.0	55.2
증가율(% YoY)	3.9	5.3	5.0	3.8	5.3	4.4	2.2	6.5	5.0	5.0	5.0
매출원가	501.8	554.4	611.8	127.6	107.6	133.7	132.9	134.6	122.8	149.1	147.9
증가율(% YoY)	5.9	10.5	10.4	4.3	9.9	4.5	5.9	5.5	14.1	11.5	11.3
비율(%)	44.8	42.3	42.0	48.1	42.2	47.1	42.0	41.1	41.0	46.0	41.0
판관비	551.1	649.2	713.9	124.5	128.6	134.8	163.3	163.1	149.7	152.3	184.0
증가율(% YoY)	20.3	17.8	10.0	13.5	20.0	24.4	22.9	31.1	16.5	13.0	12.7
비율(%)	49.2	49.5	49.0	46.9	50.4	47.5	51.6	49.8	50.0	47.0	51.0
영업이익	67.8	108.1	131.1	13.2	18.9	15.3	20.5	29.6	26.9	22.7	28.9
증가율(% YoY)	134.0	59.3	21.3	195.8	215.3	206.7	51.0	124.7	42.4	48.4	41.0
비율(%)	6.1	8.2	9.0	14.4	21.3	17.2	19.3	34.5	31.3	25.7	26.9
해외	8.9	8.7	9.3	2.6	2.9	1.2	2.3	2.2	2.8	1.1	2.5
증가율(% YoY)	46.5	-2.2	8.0	61.5	139.5	526.6	-26.5	-14.2	-1.3	-0.6	9.5
비율(%)	2.4	2.4	2.5	2.8	3.2	1.3	2.1	2.6	3.3	1.3	2.3
국내	3.7	4.5	6.8	2.1	-0.4	-0.3	2.4	2.4	0.3	-0.9	2.7
증가율(% YoY)	-60.0	21.7	50.8	149.9	-398.6	-121.4	-65.9	16.9	-173.5	195.0	13.0
비율(%)	1.1	1.4	2.1	2.3	-0.7	-0.3	2.7	2.7	0.5	-1.0	3.0
코스메틱	43.7	84.0	110.3	7.2	12.3	10.8	13.3	24.1	19.9	18.7	21.3
증가율(% YoY)		92.4	31.3					234.2	61.8	72.9	59.8
비율(%)	19.7	20.8	20.6	18.0	22.5	19.1	18.9	20.2	20.2	20.0	19.5
라이프스타일	11.6	10.9	4.6	1.3	4.1	3.6	2.5	0.9	3.9	3.7	2.4
증가율(% YoY)	-15.2	-6.1	-57.6	-33.9	-11.1	5.1	-29.3	-31.9	-6.6	2.6	-3.9
비율(%)	5.8	5.2	2.1	3.0	8.2	6.9	4.8	1.9	7.3	6.7	4.4

자료: 신세계인터내셔널, 메리츠증권증권 리서치센터

신세계인터내셔널(031430)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,102.5	1,262.7	1,459.9	1,615.3	1,744.6
매출액증가율 (%)	8.0	14.5	15.6	10.7	8.0
매출원가	527.7	559.2	608.1	666.6	715.3
매출총이익	574.8	703.4	851.8	948.8	1,029.3
판매관리비	549.4	647.9	751.2	824.0	889.7
영업이익	25.4	55.5	100.6	124.8	139.6
영업이익률	2.3	4.4	6.9	7.7	8.0
금융손익	-3.2	-6.6	-7.5	-7.5	-5.5
중속/관계기업손익	8.6	11.0	12.0	12.0	12.0
기타영업외손익	0.9	-0.9	4.0	3.0	2.0
세전계속사업이익	31.8	58.9	109.0	132.3	148.1
법인세비용	7.6	1.2	21.8	29.1	32.6
당기순이익	24.1	57.7	87.2	103.2	115.5
지배주주지분 순이익	24.1	57.5	87.2	103.2	115.5
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	368.3	403.7	457.6	529.9	613.8
현금및현금성자산	3.2	12.4	11.7	36.5	81.0
매출채권	108.0	101.9	121.3	134.2	145.0
재고자산	218.3	235.8	262.5	290.5	313.7
비유동자산	582.5	578.8	692.0	702.6	711.2
유형자산	332.0	328.3	324.7	321.6	318.9
무형자산	46.4	43.3	39.3	35.8	32.7
투자자산	123.1	140.0	161.8	179.1	193.4
자산총계	950.9	982.5	1,149.5	1,232.4	1,325.0
유동부채	303.5	246.2	246.0	242.1	236.7
매입채무	39.9	42.6	47.7	52.8	57.0
단기차입금	97.6	60.9	50.9	40.9	30.9
유동성장기부채	105.6	61.2	53.2	44.2	36.2
비유동부채	151.2	191.5	277.5	267.2	255.8
사채	71.7	163.0	153.0	143.0	133.0
장기차입금	70.7	20.0	18.0	17.0	15.0
부채총계	454.7	437.6	523.5	509.3	492.5
자본금	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
자본잉여금	121.2	119.8	119.8	119.8	119.8
기타포괄이익누계액	0.2	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5
이익잉여금	337.3	388.9	470.0	567.2	676.6
비지배주주지분	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
자본총계	496.2	544.8	626.0	723.1	832.5

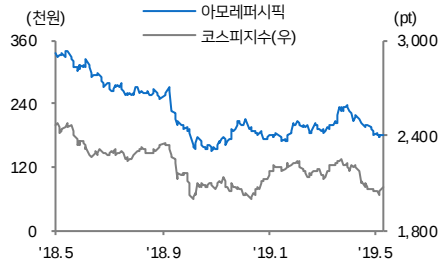
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	13.9	106.7	90.3	109.1	125.7
당기순이익(손실)	24.1	57.7	87.2	103.2	115.5
유형자산상각비	31.6	32.4	33.6	33.1	32.7
무형자산상각비	5.7	5.8	4.0	3.5	3.1
운전자본의 증감	-58.1	-14.4	-34.5	-30.7	-25.5
투자활동 현금흐름	-31.2	-42.1	-152.2	-48.4	-45.3
유형자산의증가(CAPEX)	-32.8	-26.5	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-8.4	-16.9	-21.9	-17.2	-14.3
재무활동 현금흐름	3.7	-55.3	61.2	-36.0	-36.0
차입금의 증감	-0.3	-49.4	67.3	-29.9	-29.9
자본의 증가	0.0	-1.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-13.6	9.2	-0.7	24.8	44.5
기초현금	16.8	3.2	12.4	11.7	36.5
기말현금	3.2	12.4	11.7	36.5	81.0
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	154,418	176,842	204,460	226,237	244,336
EPS(지배주주)	3,371	8,052	12,215	14,452	16,175
CFPS	12,389	15,751	21,593	24,707	26,511
EBITDAPS	8,787	13,114	19,353	22,606	24,550
BPS	69,236	76,024	87,389	100,991	116,316
DPS	600	850	850	850	850
배당수익률(%)	0.8	0.4	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	22.0	24.2	21.8	18.4	16.5
PCR	6.0	12.3	12.3	10.8	10.1
PSR	0.5	1.1	1.3	1.2	1.1
PBR	1.1	2.6	3.0	2.6	2.3
EBITDA	62.7	93.6	138.2	161.4	175.3
EV/EBITDA	14.0	17.9	16.3	13.6	12.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.0	11.1	15.0	15.3	14.9
EBITDA 이익률	5.7	7.4	9.5	10.0	10.0
부채비율	91.6	80.3	83.6	70.4	59.2
금융비용부담률	0.8	0.6	0.6	0.5	0.5
이자보상배율(x)	2.9	6.8	12.1	14.2	17.3
매출채권회전율(x)	11.1	12.0	13.1	12.6	12.5
재고자산회전율(x)	5.0	5.6	5.9	5.8	5.8

아모레퍼시픽(090430) 해외 성장률 회복 관건

Analyst 양지혜 02. 6454-4873
Jihye.yang@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가(12개월)	200,000원
현재주가 (6월 3일)	180,000원
상승여력	11.1%
KOSPI	2,067.85pt
시가총액	105,225억원
발행주식수	5,846만주
유동주식비율	51.57%
외국인비중	33.96%
52주 최고/최저가	340,000원/150,000원
평균거래대금	452.5억원
주요주주(%)	
아모레퍼시픽그룹 외 4인	47.56
국민연금	6.05
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-16.9 -11.7
6개월	2.6 5.7
12개월	-46.5 -36.9
주가그래프	



중국 화장품 소매판매액 둔화, 해외 성장률 회복 관건

- 브랜드 및 채널 변화를 위한 투자가 지속되고 있는 가운데 실질적인 외형 성장률 회복 여부에 따라 하반기 실적 턴어라운드의 폭을 가늠할 수 있을 것으로 판단됨
- 중국 현지법인은 럭셔리 브랜드인 설화수, 헤라의 30%대 이상 고성장에도 당분간 이니스프리 부진에 따른 매출 둔화와 이익률 감소 예상

하반기 실적 턴어라운드 기대감 유효하나 눈높이를 낮출 필요가 있겠음

- 2018년 하반기 일회성 비용에 따른 낮은 기저를 바탕으로 2분기 이후 영업이익 개선은 가능할 전망. 다만 투자 대비 매출 성장률이 더디게 회복되면서 시장 기대치 대비 낮은 수준 예상
- 9월 중국 현지 설화수 기능성 라인(자음생) 추가, 하반기 프리메라, 구달파리, 2020년 아모레퍼시픽 브랜드 중국 진출로 럭셔리 브랜드에 대한 투자 지속될 전망

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 200,000원으로 하향

- 적정주가는 12MF EPS에 적정 PER 32배 (중국, 일본 등 아시아 소비재 화장품 평균)을 적용하여 산출

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	5,123.8	596.4	394.0	6,508	-38.9	60,186	46.8	5.1	23.2	9.8	28.7
2018	5,277.8	482.0	332.2	5,469	-16.2	64,073	38.3	3.3	17.0	7.7	20.8
2019E	5,495.1	448.1	347.9	5,717	2.5	67,875	31.5	2.7	15.3	7.6	25.1
2020E	5,944.2	497.9	384.3	6,316	10.5	72,080	28.5	2.5	13.9	8.0	24.8
2021E	6,360.3	547.0	430.3	7,076	12.0	76,814	25.4	2.3	12.8	8.4	24.2

아모레퍼시픽 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	5,123.9	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	5,277.8	1,451.3	1,383.5	1,344.4	1,315.9	5,495.1
증가율 (% YoY)	-9.2	-8.8	11.5	5.7	7.4	3.003	1.4	3.0	5.2	7.5	4.117
매출원가	1,379.7	382.4	358.9	347.3	346.3	1,434.9	395.1	373.5	357.6	360.6	1,486.8
증가율 (% YoY)	-3.2	-0.9	11.2	-2.0	9.4	4.0	3.3	4.1	3.0	4.1	3.6
매출원가율 (%)	26.9	26.7	26.7	27.2	28.3	27.2	27.2	27.0	26.6	27.4	27.1
매출총이익	3,744.0	1,049.2	984.8	931.1	877.9	3,843.0	1,056.2	1,009.9	986.8	955.3	4,008.3
증가율 (% YoY)	-11.3	-11.3	11.6	8.8	6.6	2.6	0.7	2.6	6.0	8.8	4.3
매출총이익률 (%)	73.1	73.3	73.3	72.8	71.7	72.815	72.8	73.0	73.4	72.6	72.9
판매비	3,147.7	813.3	839.0	854.6	854.1	3,361.0	869.6	889.8	900.4	900.3	3,560.1
증가율 (% YoY)	-6.7	-6.1	7.5	13.3	14.4	6.8	6.9	6.1	5.4	5.4	5.9
판매비중 (%)	61.4	56.8	62.4	66.8	69.8	63.7	59.9	64.3	67.0	68.4	64.8
Personnel (인건비)	454.8	115.5	134.1	146.0	97.2	492.8	124.9	142.1	153.3	102.1	522.4
증가율 (% YoY)	4.2	-6.0	19.7	14.0	5.9	8.4	8.1	6.0	5.0	5.0	6.0
매출대비 (%)	8.9	8.1	10.0	11.4	7.9	9.3	8.6	10.3	11.4	7.8	9.5
A&P (광고판매비)	540.4	134.6	139.6	150.9	172.1	597.2	153.7	158.7	166.0	189.3	667.7
증가율 (% YoY)	-3.1	6.5	-4.0	22.0	18.8	10.5	14.2	13.7	10.0	10.0	11.8
매출대비 (%)	10.5	9.4	10.4	11.8	14.1	11.3	10.6	11.5	12.3	14.4	12.2
Commission (수수료)	1,269.0	336.3	334.3	332.9	330.7	1,334.2	349.7	351.0	349.5	347.2	1,397.5
증가율 (% YoY)	-13.6	-15.2	9.7	15.5	18.4	5.1	4.0	5.0	5.0	5.0	4.7
매출대비 (%)	24.8	23.5	24.9	26.0	27.0	25.3	24.1	25.4	26.0	26.4	25.4
기타	883.5	226.9	231.0	224.8	254.1	936.8	241.3	237.9	231.5	261.7	972.5
증가율 (% YoY)	-2.9	3.0	5.8	4.9	10.3	6.0	6.4	3.0	3.0	3.0	3.8
영업이익	596.3	235.9	145.8	76.5	23.8	482.0	186.6	120.1	86.4	55.0	448.1
증가율 (% YoY)	-29.7	-25.5	43.6	-24.3	-69.1	-19.2	-20.9	-17.6	12.9	131.2	-7.0
영업이익률 (%)	11.6	16.5	10.9	6.0	1.9	9.1	12.9	8.7	6.4	4.2	8.2

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권 리서치센터

아모레퍼시픽 채널별 세부 매출액 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	5,123.9	1,431.6	1,343.7	1,278.4	1,224.1	5,277.8	1,451.3	1,383.5	1,344.4	1,315.9	5,495.1
증가율(% YoY)	-9.2	-8.8	11.5	5.7	7.4	3.003	1.4	3.0	5.2	7.5	4.117
국내 Total											
매출액	3,347.4	940.8	877.7	839.7	689.0	3,347.2	940.7	895.9	870.4	732.2	3,439.1
증가율(% YoY)	-16.3	-14.8	9.0	6.3	6.4	0.0	0.0	2.1	3.7	6.3	2.7
영업이익	402.0	157.5	92.6	49.1	-15.3	275.4	129.5	83.8	61.5	-1.2	284.8
증가율(% YoY)	-40.7	-32.7	12.1	-26.6	적전	-31.5	-17.8	-9.5	25.2	-92.4	3.4
영업이익률(%)	12.0	16.7	10.6	5.8	-2.2	8.2	13.8	9.4	7.1	-0.2	8.3
Cosmetics											
매출액	2,830.2	780.7	760.8	697.1	595.9	2,834.5	789.4	775.5	723.4	636.3	2,924.5
증가율(% YoY)	-17.9	-17.1	9.5	9.1	7.3	0.2	1.1	1.9	3.8	6.8	3.2
Travel Retail	1,103.4	320.2	304.8	332.0	313.5	1,270.5	366.9	341.4	368.5	360.5	1,437.3
증가율(% YoY)	-26.4	-23.6	29.3	40.1	48.2	15.1	14.6	12.0	11.0	15.0	13.1
Digital	372.2	100.6	100.1	80.5	74.6	355.8	102.6	103.1	84.5	78.3	368.6
증가율(% YoY)	-11.8	-10.3	0.3	-3.8	-2.5	-4.4	2.0	3.0	5.0	5.0	3.6
기타	1,354.6	359.9	355.9	284.6	207.8	1,208.2	319.9	331.0	270.4	197.4	1,118.7
증가율(% YoY)	-11.3	-12.2	-0.9	-10.6	-22.2	-10.8	-11.1	-7.0	-5.0	-5.0	-7.4
영업이익	403.2	140.5	94.4	46.2	3.1	284.2	117.6	76.8	57.9	3.2	255.4
증가율(% YoY)	-39.6	-34.5	11.6	-17.9	-93.5	-29.5	-16.3	-18.7	25.3	2.6	-10.1
영업이익률(%)	14.2	18.0	12.4	6.6	0.5	10.0	14.9	9.9	8.0	0.5	8.7
Daily Beauty & OSULLOC											
매출액	517.2	160.2	116.9	142.7	93.1	512.9	151.3	120.4	147.0	95.9	514.6
증가율(% YoY)	-6.3	-1.8	5.4	-5.7	1.3	-0.8	-5.6	3.0	3.0	3.0	0.3
영업이익	14.5	16.9	-1.8	2.9	-18.4	-0.4	11.8	7.0	3.6	-4.3	18.1
증가율(% YoY)	48.0	-13.3	적지	-72.6	적지	-102.8	-30.2	-491.2	24.9	-76.4	-4630.8
영업이익률(%)	2.8	10.5	-1.5	2.0	-19.8	-0.1	7.8	5.8	2.5	-4.5	3.5
해외 Total											
매출액	1,820.5	500.8	476.7	447.2	545.5	1,970.2	521.8	487.6	474.0	583.7	2,067.1
증가율(% YoY)	7.3	5.0	16.7	4.7	7.4	8.2	4.2	2.3	6.0	7.0	4.9
영업이익	194.3	81.5	45.4	26.2	53.5	206.6	45.9	36.3	24.9	56.2	163.3
증가율(% YoY)	-7.7	-7.5	129.3	-42.3	30.5	6.3	-43.7	-20.0	-5.0	5.0	-21.0
영업이익률(%)	10.7	16.3	9.5	5.9	9.8	10.5	8.8	7.4	5.3	9.6	7.9
아시아	1,731.9	478.0	456.2	422.3	517.4	1,873.9	497.8	474.4	451.9	558.8	1,982.9
증가율(% YoY)	9.9	6.5	16.4	3.9	6.7	8.2	4.1	4.0	7.0	8.0	5.8
유럽	35.7	7.6	6.3	6.4	8.7	29.0	5.8	6.9	7.4	10.9	31.0
증가율(% YoY)	-47.6	-53.7	16.7	-11.1	29.9	-18.8	-23.7	10.0	15.0	25.0	6.8
미국	52.9	15.3	14.2	18.6	19.5	67.6	18.2	17.0	23.3	24.4	82.9
증가율(% YoY)	-0.8	30.8	25.7	35.8	20.4	27.8	19.0	20.0	25.0	25.0	22.6

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠증권증권 리서치센터

아모레퍼시픽(090430)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	5,123.8	5,277.8	5,495.1	5,944.2	6,360.3
매출액증가율 (%)	-9.2	3.0	4.1	8.2	7.0
매출원가	1,379.7	1,434.9	1,486.8	1,596.1	1,691.9
매출총이익	3,744.1	3,843.0	4,008.3	4,348.1	4,668.5
판매관리비	3,147.7	3,361.0	3,560.2	3,850.3	4,121.5
영업이익	596.4	482.0	448.1	497.9	547.0
영업이익률	11.6	9.1	8.2	8.4	8.6
금융손익	10.7	10.0	11.6	13.3	19.9
중속/관계기업손익	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-39.9	-39.0	-7.0	7.0	5.0
세전계속사업이익	567.3	453.0	452.7	518.2	571.9
법인세비용	169.3	118.1	108.7	138.1	146.3
당기순이익	398.0	334.8	344.1	380.1	425.6
지배주주지분 순이익	394.0	332.2	347.9	384.3	430.3
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,677.5	1,567.2	1,710.7	2,043.1	2,476.5
현금및현금성자산	604.2	735.5	839.3	1,100.4	1,467.9
매출채권	324.7	286.7	318.3	344.3	368.4
재고자산	374.8	403.3	405.1	438.2	468.8
비유동자산	3,698.2	3,803.9	4,176.9	4,185.3	4,123.4
유형자산	2,613.2	2,713.1	2,718.4	2,723.0	2,657.6
무형자산	239.7	254.1	254.1	254.1	254.1
투자자산	62.4	54.4	46.5	50.4	53.9
자산총계	5,375.7	5,371.1	5,887.6	6,228.3	6,599.9
유동부채	1,046.5	763.2	797.2	847.0	892.3
매입채무	132.1	111.8	127.0	137.4	147.0
단기차입금	85.1	71.5	61.5	51.5	41.5
유동성장기부채	0.0	0.0	5.0	5.0	5.0
비유동부채	153.9	161.5	385.3	390.3	394.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	42.9	44.7	39.7	34.7	29.7
부채총계	1,200.3	924.7	1,182.6	1,237.2	1,286.8
자본금	34.5	34.5	34.5	34.5	34.5
자본잉여금	720.5	720.5	720.5	720.5	720.5
기타포괄이익누계액	-40.1	-41.3	-41.3	-41.3	-41.3
이익잉여금	3,456.5	3,726.0	3,988.4	4,278.6	4,605.4
비지배주주지분	21.6	24.4	20.6	16.4	11.7
자본총계	4,175.4	4,446.4	4,705.0	4,991.1	5,313.2

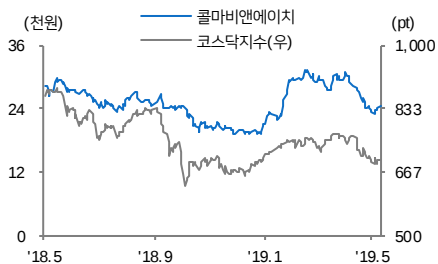
Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	512.6	646.7	620.1	646.7	681.3
당기순이익(손실)	398.0	334.8	344.1	380.1	425.6
유형자산상각비	223.7	266.1	274.7	275.4	265.4
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-123.8	-28.1	1.3	-8.8	-9.7
투자활동 현금흐름	-400.8	-413.9	-648.9	-285.1	-204.8
유형자산의증가(CAPEX)	-768.6	-405.5	-280.0	-280.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	-6.0	7.9	7.9	-3.8	-3.5
재무활동 현금흐름	-110.9	-103.4	132.6	-100.5	-109.1
차입금의 증감	-18.2	-13.4	214.0	-15.0	-15.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-19.5	131.3	103.7	261.1	367.5
기초현금	623.7	604.2	735.5	839.3	1,100.4
기말현금	604.2	735.5	839.3	1,100.4	1,467.9
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	87,649	90,284	94,000	101,683	108,801
EPS(지배주주)	6,508	5,469	5,717	6,316	7,076
CFPS	15,045	14,013	12,246	13,348	13,982
EBITDAPS	14,028	12,797	12,365	13,229	13,896
BPS	60,186	64,073	67,875	72,080	76,814
DPS	1,280	1,180	1,239	1,363	1,499
배당수익률(%)	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	46.8	38.3	31.5	28.5	25.4
PCR	20.2	15.0	14.7	13.5	12.9
PSR	3.5	2.3	1.9	1.8	1.7
PBR	5.1	3.3	2.7	2.5	2.3
EBITDA	820.1	748.1	722.9	773.3	812.4
EV/EBITDA	23.2	17.0	15.3	13.9	12.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.8	7.7	7.6	8.0	8.4
EBITDA 이익률	16.0	14.2	13.2	13.0	12.8
부채비율	28.7	20.8	25.1	24.8	24.2
금융비용부담률	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	193.6	206.4	100.4	77.2	88.9
매출채권회전율(x)	16.6	17.3	18.2	17.9	17.8
재고자산회전율(x)	13.1	13.6	13.6	14.1	14.0

콜마비엔에이치(200130) 성장의 Quality가 달라지고 있다

Analyst 양지혜 02. 6454-4873
Jihye.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가(12개월)	-
현재주가 (6월 3일)	24,400원
상승여력	-
KOSDAQ	697.50pt
시가총액	7,209억원
발행주식수	2,954만주
유동주식비율	28.35%
외국인비중	3.60%
52주 최고/최저가	31,250원/19,050원
평균거래대금	21.1억원
주요주주(%)	
한국콜마홀딩스 외 5인	59.60
한국원자력연구원	12.04
주가상승률(%)	
절대주가	상대주가
1개월	-13.8 -5.8
6개월	15.4 17.3
12개월	-11.3 12.4
주가그래프	



핵심제품 '헤모힘'의 흔들림없는 꾸준한 고성장

- 콜마비엔에이치 식품 부문은 개별인정형 원료 중 당귀혼합추출물을 활용한 '헤모힘'을 중심으로 프로바이오틱스, 오메가3, 로테인 등 애터미에 판매되는 건강기능식품 라인업을 형성하고 있으며, 2018년 전년대비 +21.5%, 2019년 전년대비 +15.5%의 높은 성장세가 이어질 전망
- 국내 소비 침체에 따른 다단계 시장 둔화에도 핵심 고객사인 애터미는 독보적인 성장세를 이어가고 있음

건강기능식품 고객사 다변화와 해외 실적 기여도 확대로 기업가치 상승 전망

- 콜마비엔에이치의 최근 의미있는 변화는 종근당건강, 대상 등 고객사 다변화 (식품 내 애터미 이외 비중 2014년 3.7% → 2018년 20.3%)가 뚜렷하다는 점임
- 지난 1월 설립된 호주법인인 동사의 프리미엄 건강기능식품 품목들을 아웃소싱하여 호주 건강기능식품에 대한 선호도가 높은 중국시장 수출의 교두보로 활용할 계획

안정적 고성장 대비 저평가

- 현 주가는 2019년 PER 13.3배로 양호한 성장과 함께 외부 변수 영향이 제한적임에도 불구하고 음식료 평균 PER 17.8배 및 화장품업종 평균 PER 24배 대비 저평가 되어 있음

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	337.6	48.8	45.8	1,549	59.5	5,713	21.0	5.7	17.2	30.9	52.4
2018	386.4	58.5	48.4	1,637	4.0	6,928	12.2	2.9	8.9	25.9	41.2
2019E	431.2	67.9	54.1	1,831	11.9	8,519	13.3	2.9	8.5	23.7	37.6
2020E	478.2	78.3	62.1	2,102	14.7	10,341	11.6	2.4	6.9	22.3	33.4
2021E	523.6	86.6	69.1	2,340	11.4	12,361	10.4	2.0	5.7	20.6	29.9

콜마비엔에이치 분기별 실적 추이 및 전망

메리츠 2019년 하반기 전망 시리즈 18
유통/화장품_리테일 혁신과 새로운 가치 평가

(십억원)	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액 (연결)	386.4	431.2	478.2	96.6	90.9	89.5	109.3	106.6	100.1	100.1	124.4
증가율 (%) YoY		11.6	10.9	37.8	-17.8	-26.2	-7.2	10.3	10.1	11.8	13.8
근오농림	20.1	22.3	25.0	6.4	2.8	4.6	6.3	7.3	3.0	5.0	7.0
증가율 (%) YoY	63.1	10.9	12.1	133.1	48.8	70.4	26.0	14.1	7.1	8.7	11.1
에치엔지	62.7	71.1	78.3	15.6	13.4	14.8	18.9	18.1	16.0	17.0	20.0
증가율 (%) YoY		13.4	10.1		-67.8	-65.9	-55.4	16.0	19.4	14.9	5.8
기타자회사(연결조정)	-32.6	-40.7	-40.0	-9.3	-5.3	-7.3	-10.7	-11.7	-9.0	-10.0	-10.0
증가율 (%) YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
매출액 (별도)	336.1	378.5	414.9	83.9	80.0	77.4	94.8	92.9	90.1	88.1	107.4
증가율 (%) YoY	12.4	12.6	9.6	19.7	11.9	-2.9	22.1	10.7	12.7	13.8	13.2
식품	201.7	232.9	257.9	49.9	49.5	48.0	54.3	57.1	57.2	55.1	63.5
증가율 (%) YoY	21.5	15.5	10.7	25.0	21.5	10.3	29.6	14.4	15.6	14.7	17.0
내수	170.9	187.9	202.9	43.3	43.2	41.5	42.9	47.3	48.0	45.7	47.0
증가율 (%) YoY	17.2	9.9	8.0	21.1	19.2	8.6	20.5	9.2	11.0	10.0	9.5
수출	30.5	45.0	55.0	6.2	6.4	6.5	11.4	9.8	9.3	9.4	16.5
증가율 (%) YoY	50.5	47.7	22.1	48.9	42.3	22.6	81.0	58.1	45.0	45.0	45.0
화장품	134.4	145.2	156.6	34.4	30.3	29.3	40.4	35.7	32.8	32.9	43.8
증가율 (%) YoY	1.3	8.0	7.8	14.2	-1.0	-19.1	13.2	3.8	8.2	12.4	8.3
내수	98.9	103.9	109.1	25.2	24.7	22.1	26.9	26.5	25.9	23.2	28.2
증가율 (%) YoY	-3.0	5.0	5.0	2.6	4.6	-21.6	5.1	5.2	5.0	5.0	5.0
수출	35.5	41.3	47.5	9.1	5.7	7.2	13.5	9.2	6.8	9.7	15.5
증가율 (%) YoY	15.8	16.3	15.0	63.6	-18.5	-10.0	33.7	1.1	20.0	35.0	15.0
임대 및 기타	0.4	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
증가율 (%) YoY	21.7	-17.4	29.0	37.3	-14.9	38.2	27.4	-90.0	49.7	-7.8	0.0
매출비중 (별도기준)	19.6	22.8	24.7								
식품	60.0	61.5	62.2	59.5	61.9	62.0	57.3	61.5	63.5	62.5	59.1
내수	50.8	49.6	48.9	51.6	54.0	53.6	45.2	50.9	53.2	51.8	43.7
수출	9.1	11.9	13.3	7.4	8.0	8.4	12.0	10.6	10.3	10.7	15.4
화장품	40.0	38.4	37.7	41.0	37.9	37.9	42.6	38.4	36.4	37.4	40.8
내수	29.4	27.4	26.3	30.0	30.9	28.6	28.4	28.5	28.8	26.3	26.3
수출	10.6	10.9	11.4	10.8	7.1	9.3	14.2	9.9	7.6	11.0	14.5
임대 및 기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
매출원가	309.3	345.8	381.0	77.7	72.1	71.0	88.5	85.4	79.6	80.1	100.7
증가율 (%) YoY	-13.8	11.8	10.2	35.2	-24.5	-31.9	-12.7	9.9	10.4	12.8	13.8
매출원가율 (%)	80.0	80.2	79.7	80.4	79.3	79.3	81.0	80.1	79.5	80.0	81.0
매출총이익	77.0	85.4	97.2	18.9	18.8	18.5	20.8	21.2	20.5	20.0	23.6
증가율 (%) YoY	25.8	10.8	13.9	49.3	24.1	8.8	27.0	12.0	8.9	8.3	13.7
매출총이익률 (%)	19.9	19.8	20.3	19.6	20.7	20.7	19.0	19.9	20.5	20.0	19.0
판매비	18.5	17.5	18.9	4.4	5.1	4.8	4.2	4.5	5.0	4.0	4.0
증가율 (%) YoY	48.5	-5.6	8.3	101.8	59.9	32.8	20.7	1.5	-2.2	-16.6	-4.4
판매비중 (%)	4.8	4.1	4.0	4.6	5.6	5.4	3.8	4.2	5.0	4.0	3.2
영업이익 (연결)	58.5	67.9	78.3	14.5	13.7	13.7	16.6	16.7	15.5	16.0	19.7
증가율 (%) YoY	20.0	16.0	15.3	38.3	14.6	2.3	28.6	15.2	13.1	17.0	18.3
영업이익률 (%)	15.2	15.7	16.4	15.0	15.1	15.3	15.2	15.7	15.5	16.0	15.8
영업이익 (별도)	52.2	59.4	66.8	12.8	13.2	12.2	14.0	14.0	14.9	14.0	16.5
증가율 (%) YoY	21.3	13.6	12.4	27.7	27.2	8.7	22.9	8.8	12.6	15.1	17.8
영업이익률 (%)	15.5	15.7	16.1	15.3	16.5	15.7	14.8	15.0	16.5	15.9	15.4

자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권 리서치센터

콜마비앤에이치(200130)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	337.6	386.4	431.2	478.2	523.6
매출액증가율 (%)	31.9	14.5	11.6	10.9	9.5
매출원가	276.4	309.3	345.8	381.0	416.3
매출총이익	61.2	77.0	85.4	97.2	107.3
판매관리비	12.5	18.5	17.5	18.9	20.7
영업이익	48.8	58.5	67.9	78.3	86.6
영업이익률	14.4	15.2	15.7	16.4	16.5
금융손익	0.3	3.8	0.7	1.4	2.0
중속/관계기업손익	0.5	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	9.4	1.9	2.0	1.0	2.0
세전계속사업이익	59.0	64.2	70.6	80.7	90.6
법인세비용	11.5	14.9	15.4	17.4	20.1
당기순이익	47.4	49.3	55.2	63.3	70.5
지배주주지분 순이익	45.8	48.4	54.1	62.1	69.1
Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	157.2	151.8	225.6	278.6	342.5
현금및현금성자산	34.5	29.2	98.3	137.4	188.0
매출채권	30.3	40.7	39.6	43.9	48.1
재고자산	31.9	38.5	39.2	43.5	47.7
비유동자산	114.0	139.8	124.8	134.5	139.0
유형자산	78.6	87.3	100.5	110.0	114.2
무형자산	15.1	16.9	16.9	16.9	16.8
투자자산	13.1	30.4	2.3	2.6	2.8
자산총계	271.2	291.5	350.4	413.1	481.5
유동부채	90.3	81.5	91.9	99.2	106.1
매입채무	62.1	54.8	65.2	72.3	79.2
단기차입금	11.4	9.1	7.1	5.1	3.1
유동성장기부채	2.7	0.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.0	3.5	3.9	4.3	4.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	93.3	85.0	95.8	103.4	110.7
자본금	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8
자본잉여금	30.9	23.4	23.4	23.4	23.4
기타포괄이익누계액	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
이익잉여금	123.5	166.9	213.9	267.8	327.4
비지배주주지분	9.1	1.9	3.0	4.2	5.6
자본총계	177.9	206.5	254.6	309.7	370.8

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	53.3	22.1	68.3	64.9	72.5
당기순이익(손실)	47.4	49.3	55.2	63.3	70.5
유형자산상각비	3.3	4.0	4.8	5.5	5.8
무형자산상각비	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	10.4	-31.1	8.3	-4.0	-3.9
투자활동 현금흐름	-31.5	-2.7	8.6	-16.9	-11.8
유형자산의증가(CAPEX)	-10.9	-9.6	-18.0	-15.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-1.7	-17.3	28.1	-0.3	-0.2
재무활동 현금흐름	-4.3	-24.5	-7.8	-8.9	-10.1
차입금의 증감	8.3	-4.8	-1.9	-1.8	-1.8
자본의 증가	0.0	-7.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.5	-5.2	69.1	39.1	50.6
기초현금	17.0	34.5	29.2	98.3	137.4
기말현금	34.5	29.2	98.3	137.4	188.0
Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	11,426	13,078	14,594	16,185	17,723
EPS(지배주주)	1,549	1,637	1,831	2,102	2,340
CFPS	1,793	2,200	2,530	2,871	3,197
EBITDAPS	1,767	2,122	2,462	2,837	3,129
BPS	5,713	6,928	8,519	10,341	12,361
DPS	160	200	240	280	320
배당수익률(%)	0.5	1.0	1.0	1.1	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	21.0	12.2	13.3	11.6	10.4
PCR	18.2	9.1	9.6	8.5	7.6
PSR	2.8	1.5	1.7	1.5	1.4
PBR	5.7	2.9	2.9	2.4	2.0
EBITDA	52.2	62.7	72.7	83.8	92.5
EV/EBITDA	17.2	8.9	8.5	6.9	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	30.9	25.9	23.7	22.3	20.6
EBITDA 이익률	15.5	16.2	16.9	17.5	17.7
부채비율	52.4	41.2	37.6	33.4	29.9
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	170.9	209.7	325.4	462.2	662.5
매출채권회전율(x)	14.9	10.9	10.7	11.5	11.4
재고자산회전율(x)	13.8	11.0	11.1	11.6	11.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 6월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다.
당사는 2019년 6월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사의 조사분석 담당자는 2019년 6월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다.
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
동 자료를 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

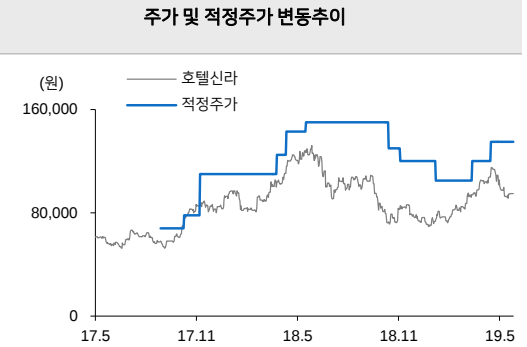
투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에
대하여 공표한 최근일
투자등급의 비율

호텔신라 (008770) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

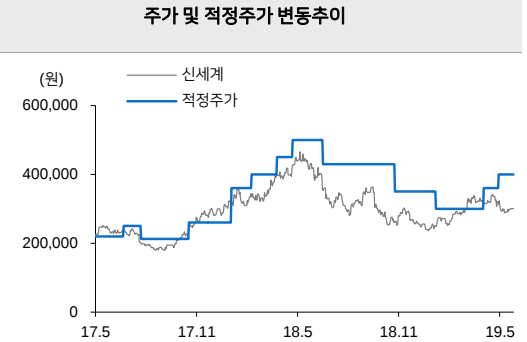
추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2017.09.18	산업분석	Trading Buy	68,000	양지혜	-12.3	3.1
2017.10.30	기업브리프	Trading Buy	78,000	양지혜	4.5	10.9
2017.11.27	산업분석	Buy	110,000	양지혜	-21.1	-12.2
2018.01.22	산업브리프	Buy	110,000	양지혜	-20.2	-11.8
2018.01.26	기업브리프	Buy	110,000	양지혜	-20.3	-11.7
2018.02.27	산업브리프	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	-21.9	-9.2
2019.03.27	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-15.9	-10.4
2019.04.29	기업브리프	Buy	135,000	양지혜	-24.9	-14.8
2019.06.04	산업분석	Buy	135,000	양지혜	-	-



신세계 (004170) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	
					평균	최고(최저)
2017.07.14	기업브리프	Hold	250,000	양지혜	-8.5	-3.4
2017.08.14	기업브리프	Hold	213,000	양지혜	-6.9	9.4
2017.11.07	기업브리프	Trading Buy	260,000	양지혜	9.1	24.2
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	360,000	양지혜	-8.6	-0.6
2018.02.27	산업브리프	Trading Buy	400,000	양지혜	-12.7	-0.1
2018.04.13	기업브리프	Trading Buy	450,000	양지혜	-11.1	-6.4
2018.05.11	기업브리프	Trading Buy	500,000	양지혜	-15.5	-6.9
2018.07.04	기업브리프	Trading Buy	430,000	양지혜	-27.5	-15.5
2018.11.09	기업브리프	Trading Buy	350,000	양지혜	-24.4	-13.4
2019.01.21	산업브리프	Trading Buy	300,000	양지혜	-2.0	12.5
2019.04.16	기업브리프	Trading Buy	360,000	양지혜	-10.2	-5.3
2019.05.13	기업브리프	Buy	400,000	양지혜	-25.4	-19.3
2019.06.04	산업분석	Buy	400,000	양지혜	-	-



LG생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-22.1	-7.5	
2018.11.19	산업분석	Buy	1,600,000	양지혜	-24.0	-7.5	
2019.01.21	산업브리프	Buy	1,600,000	양지혜	-23.1	-7.5	
2019.04.02	기업브리프	Buy	1,720,000	양지혜	-20.9	-15.5	
2019.06.04	산업분석	Buy	1,720,000	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	-21.4	-8.5	
2019.02.21	산업브리프	Buy	270,000	양지혜	4.4	22.2	
2019.04.16	기업브리프	Buy	400,000	양지혜	-25.8	-18.3	
2019.06.04	산업분석	Buy	400,000	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	-2.1	16.4	
2019.01.21	산업브리프	Trading Buy	200,000	양지혜	-10.9	-9.3	
2019.02.01	기업브리프	Trading Buy	200,000	양지혜	-6.0	3.0	
2019.04.02	기업브리프	Trading Buy	220,000	양지혜	-6.8	7.0	
2019.06.04	산업분석	Trading Buy	200,000	양지혜	-	-	