MERITZ
메리츠종금증권

2020년 전망 시리즈

메리츠 유통/화장품 14

# 디지털 혁명, 제2막의 시작

2020년 전망 시리즈

# 메리츠 유통/화장품

14

# 디지털 혁명, 제2막의 시작

**유통/화장품**

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

## 유통 Neutral

**Top Picks**

| 종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| GS리테일 (007070) | Buy | 54,000원 |
| 호텔신라 (008770) | Buy | 105,000원 |

**관심 종목**

| 종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| 신세계 (004170) | Buy | 330,000원 |
| 쿠쿠홈시스 (284740) | Buy | 52,000원 |

## 화장품 Overweight

**Top Picks**

| 종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| LG생활건강 (051900) | Buy | 1,720,000원 |
| 아모레퍼시픽 (090430) | Buy | 215,000원 |

**관심 종목**

| 종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| 신세계인터내셔날 (031430) | Buy | 280,000원 |

# Contents


| | | |
|---|---|---|
| Part I | **유통업종 2019년 Review & 2020년 전망** | **9** |
| Part II | **구독 경제로 공유 플랫폼의 수익화 추구** | **31** |
| **기업분석** | **GS리테일 (007070)** 편의점 산업 재편의 서막이 열리다 | 44 |
| | **호텔신라 (008770)** 글로벌 럭셔리 화장품이 주목하는 기업 | 48 |
| | **신세계 (004170)** 럭셔리를 잘 아는 기업 | 51 |
| | **쿠쿠홈시스 (284740)** 2020년 렌탈 트렌드 리더로 부상 | 56 |
| Part III | **화장품업종 2019년 Review & 2020년 전망** | **61** |
| Part IV | **디지털 혁명과 마케팅 ROI** | **87** |
| **기업분석** | **LG생활건강 (051900)** 글로벌 최고급 한방 럭셔리로 확고한 포지셔닝 | 100 |
| | **아모레퍼시픽 (090430)** 럭셔리 Again, 차이나 Again | 104 |
| | **신세계인터내셔날 (031430)** 2020년 한국판 'LVMH'로 도약 | 108 |

# Summary 유통_ 디지털 혁명, 제2막의 시작

## 1 2020년 유통업종 투자 전략

- **오프라인 유통의 주가 반등 여부, '기존점성장률'**

  대형마트 기존점성장률 부진 지속으로 이익 증가 여부 불확실, 백화점의 경우 상대적으로 명품 및 가전 고성장으로 양호한 기존점성장률이 예상되나 저수익 카테고리 비중 확대로 수익성 하락에 대한 고민이 심화됨. 편의점의 경우 기존점성장률 역신장에도 상품믹스 개선 및 감가상각비 등 고정비 부담 완화로 이익 증가 가능

- **P, Q보다는 C 절감이 관건**

  경기 불황과 고령화, 온라인으로의 흐름 강화로 P와 Q 성장이 모두 어려운 가운데 C 절감 (오프라인 구조조정 등) 여부에 따라 이익 개선 여부 결정될 전망

- **Top picks: GS리테일, 호텔신라**

  편의점의 수익성 개선 및 면세점의 구조적인 럭셔리 소비 성장과 해외 성과 기대

## 2 자산 유동화가 기업가치에 미치는 영향

- **오프라인 유통 기업, 현금 확보를 위한 자산 유동화**
- 유통 기업은 오프라인 매장의 자산 유동화를 통해 환금성이 상대적으로 낮은 부동산 형태의 유형자산을 매각하여 효율적인 구조조정 효과를 누릴 수 있음. 대형마트 및 백화점의 경우 시설의 특수성으로 다른 용도로의 전환이 쉽지 않은 자산
- 단기적으로 보유 자산에 대한 재평가 기회가 될 수 있겠지만 기존점성장률 부진 등으로 영업 상황이 좋지 못할 경우 임차료 등 고정비 부담이 가중될 수 있음
- 무엇보다 자산 유동화로 유입된 현금으로 새로운 수익 창출 비즈니스 모델에 대한 유의미한 투자로 이어져야 실질적인 기업 가치의 상승이 가능하다고 판단됨
- **미래의 오프라인 매장, 자산의 효율성 보다는 소비자 경험 극대화 전망**

## 3 구독 경제로 공유 플랫폼의 수익화 추구

- **최근 신유통 유니콘들의 주가 부진은 'Valuation' 이슈**

  공유경제의 확산, 성장의 배경은 저성장 시대의 고효율과 동시에 초연결시대 돌입, 신규 상장 유니콘 기업들의 수익성 악화 우려가 부각되면서 주가 부진, 현금창출 모델 확립 여부 관건

- **구독경제 기반 공유 플랫폼의 수익화, 렌탈 비즈니스의 재조명**

  렌탈서비스는 대여기간만큼 비용을 지불하는 거래모델로 공유경제의 가장 보편화된 형태. 공유경제 서비스 기업들은 네트워크 효과를 얻기 위해 사용자 확대에 총력을 기울이고 있음. 많은 가입자를 확보해야 이를 바탕으로 거래가 활성화되면서 수익이 발생하기 때문. 특히 네트워크 확대를 위해서는 거래 물품의 품질과 거래 주체에 대한 신뢰가 무엇보다 중요함. 보통 렌탈 전문기업과 소비자 간의 장기간 거래이기 때문에 지속적인 관계의 유지가 수익 창출의 핵심

- **국내 이커머스 시장에서도 반복구매율과 구매충성도의 중요성 부각**

  차별화된 컨텐츠 및 충성고객 기반 '마켓컬리' 및 '무신사' 사례

# Summary 화장품_ 디지털 혁명, 제2막의 시작

## 1 2020년 화장품업종 투자 전략

- **K뷰티 글로벌 경쟁력 회복 여부, 중국향 수출 주시**

  홍콩향 수출이 급감하고 있는 가운데 중국향 수출이 크게 둔화되었다가 7월부터 기초 스킨케어 중심으로 반등. 중국향 화장품 수출의 회복 (8월 수출액 +28.6% YoY. 9월 +48.5% YoY, 10월 잠정 +27.9% YoY) 지속 여부 주시

- **중국 하위 도시에서의 온라인 인프라 확대에 따른 럭셔리 화장품 소비 성장**

  미중 무역분쟁 이슈에 따른 위안화 환율 및 중국 소비심리 변화 주목. 급격한 위안화 약세나 중국 소비심리 위축까지 확대되지 않는다면 중국 관련 리스크 제한적. 중국 화장품 시장은 상대적으로 견조하며 특히 중국 하위 도시 (3~5선 도시)에서의 온라인 인프라 확대에 따른 구조적인 럭셔리 화장품 성장 스토리 유효

- **Top picks: LG생활건강, 아모레퍼시픽**

  럭셔리 화장품 중심으로 실적 모멘텀 지속될 것으로 판단됨. 채널 측면에서는 상반기 면세점에서 하반기 중국 현지 온라인으로 관심 이동 예상

## 2 디지털 혁명과 마케팅 ROI

- **럭셔리 브랜드, 디지털 광고 영향력 확대**
- 온라인 만으로도 자체적인 유통 생태계를 구축하며 진화하고 있으며 화장품 브랜드 기업들은 오프라인 매장에 대한 비용 줄이고 온라인에 대한 투자 강화
- 디지털 마케팅 확대는 경쟁 심화보다는 브랜드 투자 차원으로 해석할 수 있으며 온라인화는 빅데이터 기반의 효율적인 마케팅 접근 방식을 제시함
- **온라인 내 핵심 SKU의 판매 집중도는 오프라인 대비 높은 수준**
- 검색 결과의 노출도가 온라인에서 중요함. 구매액 점유율이 상위 판매 아이템에 집중됨. 최근 화장품 브랜드사들은 선택과 집중 전략으로 Top 브랜드를 상위에 노출시키고자 온라인 리테일러들과의 협력을 강화하고 있음
- 온라인 채널의 성격이 반복 구매율과 구매 충성도 중심으로 변화하면서 지난 몇년간 보여주었던 신생 온라인 브랜드들의 볼륨화가 제한될 가능성 잠재
- ODM 기업들은 온라인 중심으로 채널 환경이 변화하면서 다품종 소량 생산이 심화되고 규모의 경제 효과가 약화되고 있음

## 3 맞춤형 화장품과 초개인주의 브랜드

- 화장품 산업, 공급자 중심에서 소비자 중심으로 변화
- 브랜드 파편화가 심화되는 가운데 2020년 세계 최초로 맞춤형 화장품 판매가 시작될 예정
- 개인별 유전자 분석은 맞춤형 화장품 사업의 필수 요소이며 유전자 분석을 위한 개별 피부에 대한 데이터 수집 또한 중요함
- 맞춤형 화장품 지불 의향 가격은 기존 화장품 대비 높은 수준으로 기대됨
- 향후 맞춤형 화장품은 IT 기술과 결합하여 빅데이터 기반의 뷰티 디바이스 활용을 통해 한계 극복 예상
- 중국 화장품 시장에서는 프리미엄화 지속되는 가운데 예상보다 빠른 고령화 속도 주목

# Summary 시나리오별 2020년 전망

| 항목 | | 변수 | Worst | Base | Best |
|---|---|---|---|---|---|
| 주가 결정 요인 | 1. 산업변수 | ▪ 디지털 경쟁력 강화 | 온라인으로부터 오프라인 채널 잠식 심화 | 오프라인 구조조정, 온라인 경쟁력 강화 | 온라인 중심으로 성공적인 채널 이동 |
| | | ▪ 인구 고령화 | 고령화로 소비 여력 위축 | 밀레니얼 및 Z세대 공략 | 구매력 높은 액티브 시니어 기회 |
| | | ▪ 소비 트렌드 변화 | 고객 트래픽 이탈 지속, 경쟁심화 | 빠르게 변화하는 소비 트렌드 적극적 대응 | 글로벌 트렌드를 선도하는 히트제품 확대 |
| | | | **→ 기존점성장률 부진 심화** | **→ 신채널 중심으로 성장성 회복** | **→ 해외 및 신사업의 기업가치 확장** |
| | 2. 정책변수 | ▪ 유통산업 규제 | 출점 및 판촉활동 제한 등 규제 강화 | 유지 | 감소 |
| | | ▪ 정부의 내수부양 정책 | 비탄력적인 고용구조 | 정부의 소비경기 부양 | 적극적인 내수 부양정책 시행 |
| | | ▪ 중국 수입상품 정책 변화 | 수입상품 규제 및 정치적 이슈 부각 | 중국 정부의 온라인 역직구 확대 정책 | 내수 부양을 위한 수입상품 관세 추가 하향 |
| | | | **→ 정책 불확실성 확대<br>주가 프리미엄 악화** | **→ 정책 불확실성 완화<br>업종 프리미엄 유지** | **→ 정책 효과로 주가 프리미엄 확장** |
| | 3. 기업 펀더멘탈 | ▪ 재무구조 개선, 주주정책 | 현금 창출력 약화 | 오프라인 구조조정으로 재무구조 개선 | 배당 확대 등 적극적인 주주 친화 정책 강화 |
| | | ▪ 해외 및 신사업 확장 | 신규 투자 대비 효율성 하락 | 온라인 채널 경쟁력 강화 | 디지털 혁신으로 마케팅 ROI 상승 |
| | | | **→ 실적 부진 지속** | **→ 완만한 실적 턴어라운드** | **→ 가파른 수익성 회복** |
| **산업 투자 전략** | | | 비중축소, 중립 | 중립, 비중확대 | 비중 확대 |
| | | | ▪ 소비 침체로 업체들의 실적 모멘텀 부진<br>▪ 오프라인 유통의 자산가치에 대한 신뢰 훼손<br>▪ 중국 매크로 불확실성 확대로 주가 프리미엄 약화<br>▪ 실적 안정성과 배당성향 높은 기업 선호 | ▪ 정책 불확실성 완화<br>▪ 럭셔리 화장품 중심으로 높은 성장 지속<br>▪ 상품 경쟁력 강화로 기존점성장률 회복 | ▪ 정책 이슈가 주가 모멘텀으로 작용<br>▪ 해외사업 및 신규 카테고리 성과 강화<br>▪ 오프라인 비용 부담 완화와 온라인 채널 마케팅 효율성 개선 극대화 |
| **Top-Picks** | | | LG생활건강, GS리테일 | LG생활건강, 아모레퍼시픽, GS리테일 | 아모레퍼시픽, 호텔신라 |

Part I

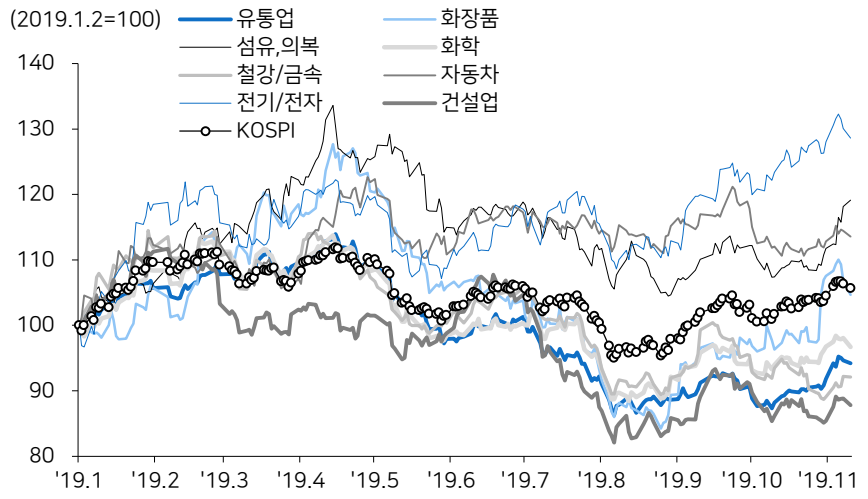
# 유통업종 2019년 Review & 2020년 전망

# 중국 소비주 (면세점) 〉 편의점 〉 백화점, 홈쇼핑 〉 대형마트 순으로 차별화

**2019년 유통업종 Review**

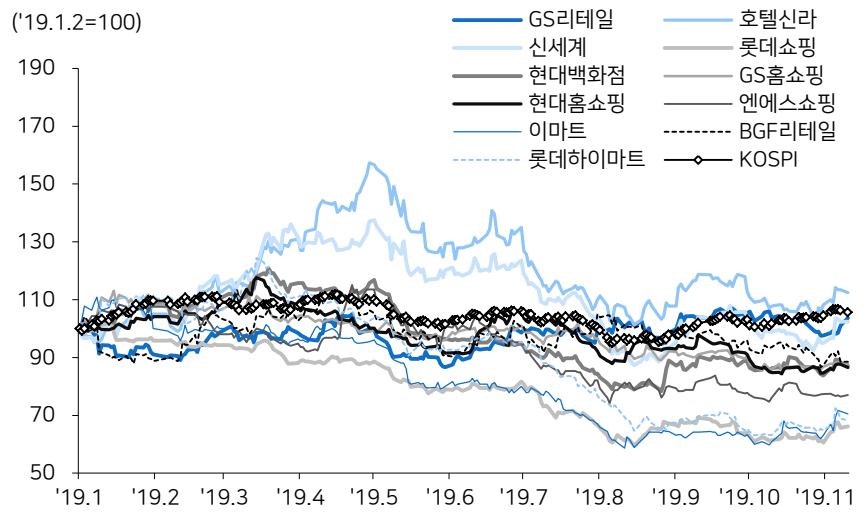
- 호텔신라, 신세계 등 면세점 관련 중국 소비주는 1분기 호실적과 함께 상반기까지 전체 시장 대비 Outperform 하였으나 하반기 미중 무역분쟁에 따른 정치적 불확실성과 수익성 하락 등 경쟁 심화 우려감이 부각되면서 주가 조정
- 편의점은 상위업체 중심으로 집중도 강화와 이익 턴어라운드 기대감으로 유통업종 평균 대비 소폭 상회하는 수익률 기록
- 대형마트 등은 온라인 식품 시장의 경쟁 심화와 객수 이탈로 어닝 쇼크와 함께 주가 크게 부진하였음. 3분기 자산 유동화 이슈가 부각되면서 저PBR 매력으로 주가 반등

**2019년 업종별 YTD 지수 추이**




자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

**2019년 유통 종목별 YTD 주가 추이**



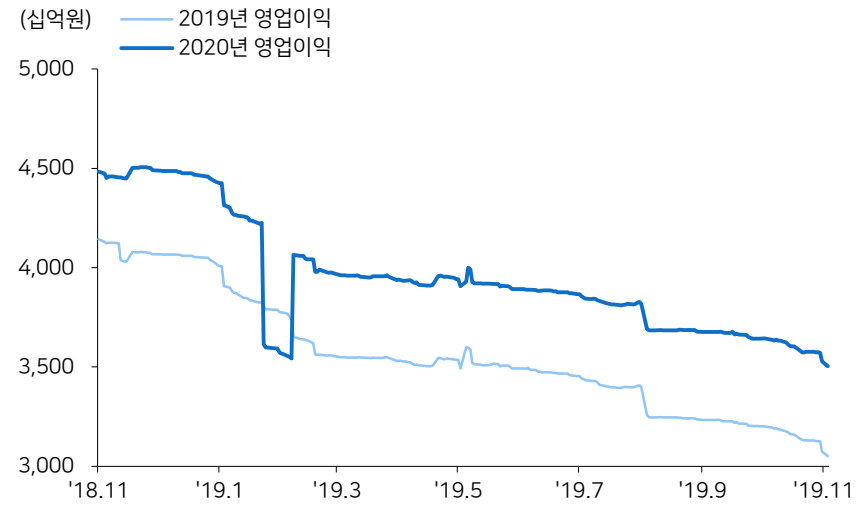

자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

# 국내 소비 부진과 온라인과의 경쟁심화로 실적 추정치 하향 지속 전망

**실적 추정치 하향 추세 지속**

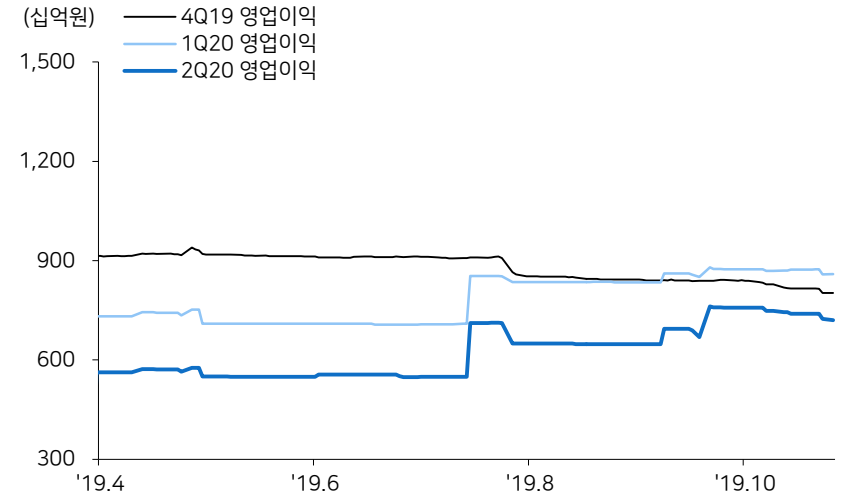
- 2019년 유통업종의 시장 컨센서스는 오프라인 유통기업들의 수익 창출력 약화로 하향 조정 추세가 지속적으로 심화되었음
- 4분기 영업이익 추정치 하향 추세도 지속되고 있으며 지난해 낮은 기저에도 회복 여부 불확실

**유통업종 연간 영업이익 컨센서스**




자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

**유통업종 분기별 영업이익 컨센서스**



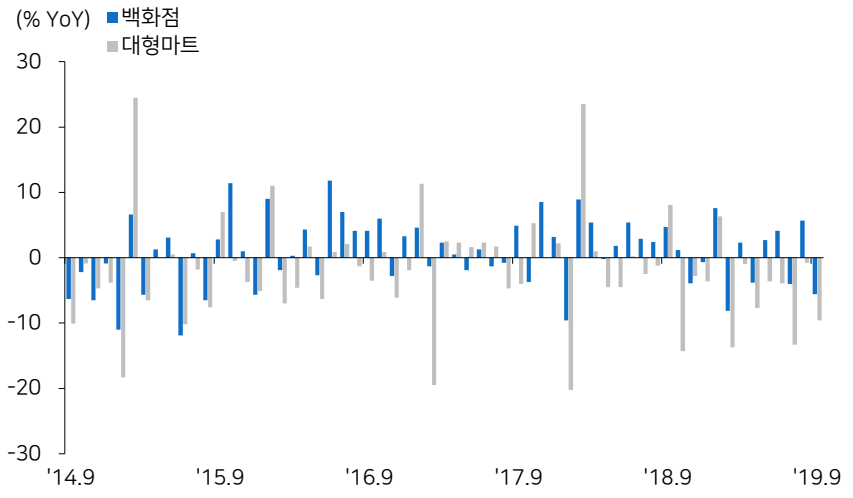

자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

# 오프라인 유통의 주가 반등 여부, '기존점성장률'

**기존점성장률 부진 심화로 이익 증가 여부 불확실**

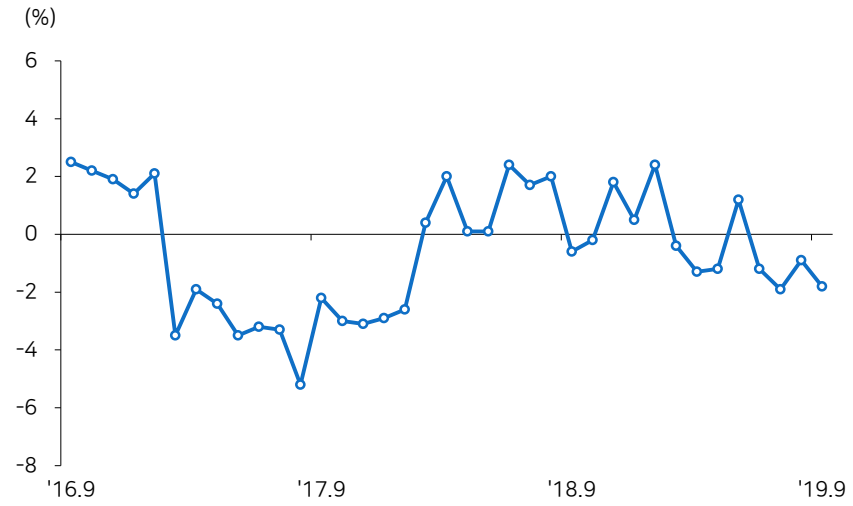
- 신규 출점이 제한된 상황에서 백화점, 대형마트, 편의점 등 오프라인 유통업체들의 주가 모멘텀은 '기존점성장률' (점당매출액증감률)이 중요하게 작용함
- 대형마트 기존점성장률 부진 지속으로 이익 증가 여부 불확실, 백화점의 경우 상대적으로 명품 및 가전 고성장으로 양호한 기존점성장률을 기록하였으나 저수익 카테고리 비중 확대로 수익성 하락에 대한 고민이 심화됨
- 편의점의 경우 기존점성장률 역신장에도 상품믹스 개선 및 감가상각비 등 고정비 부담 완화로 이익 증가 가능

**백화점 및 대형마트 기존점성장률 추이**




자료: 산업통상자원부, 메리츠종금증권 리서치센터

**편의점 점당매출액 증감률 추이**



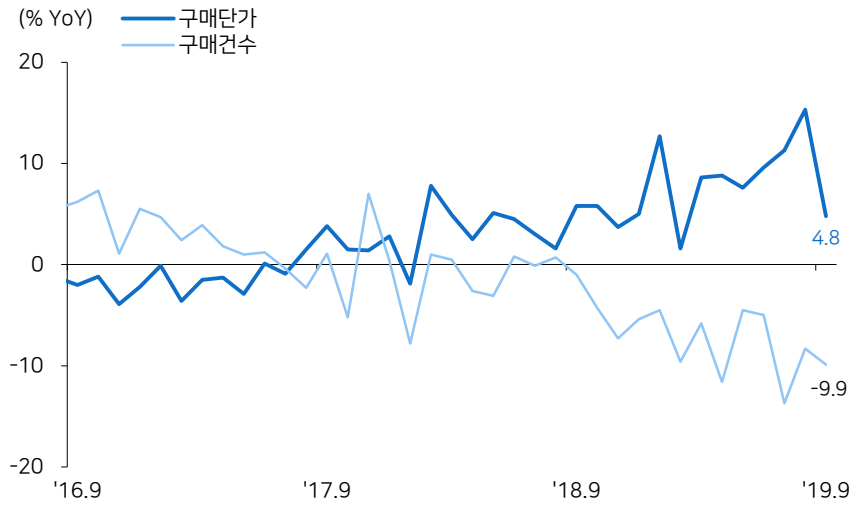

자료: 산업통상자원부, 메리츠종금증권 리서치센터

# C 절감이 관건, Q 감소 심화되는 가운데 P 반등 가능성 주시

**P, Q보다는 C 절감이 관건**

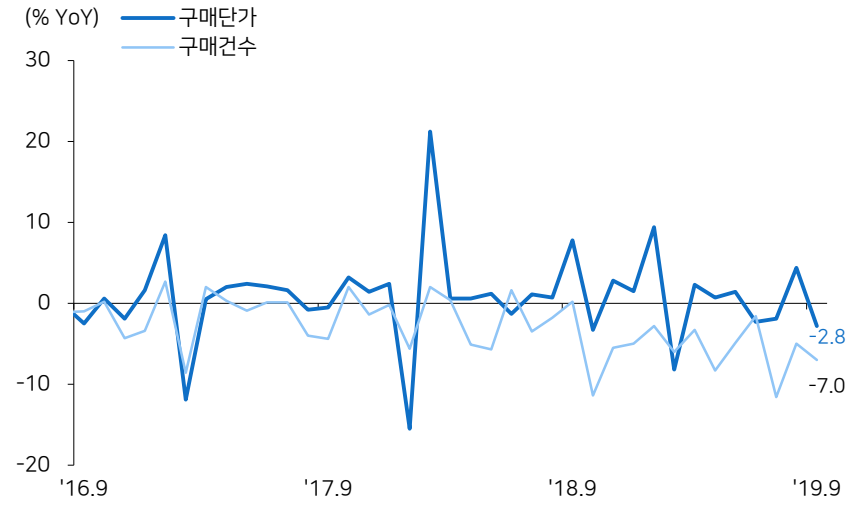
- 경기 불황과 고령화, 온라인으로의 흐름 강화로 P와 Q 성장이 모두 어려운 가운데 C 절감 (오프라인 구조조정 등) 여부에 따라 이익 개선 여부 결정될 전망
- 백화점과 대형마트 내 Q 감소 추세가 심화되고 있으며 P 반등 가능성 주시
- 2020년에도 기존점성장률 역신장 시 인건비, 임차료 등 고정비 증가로 이익 감소 불가피할 전망

**백화점 구매단가 및 구매건수**




자료: 산업통상자원부, 메리츠종금증권 리서치센터

**대형마트 구매단가 및 구매건수**



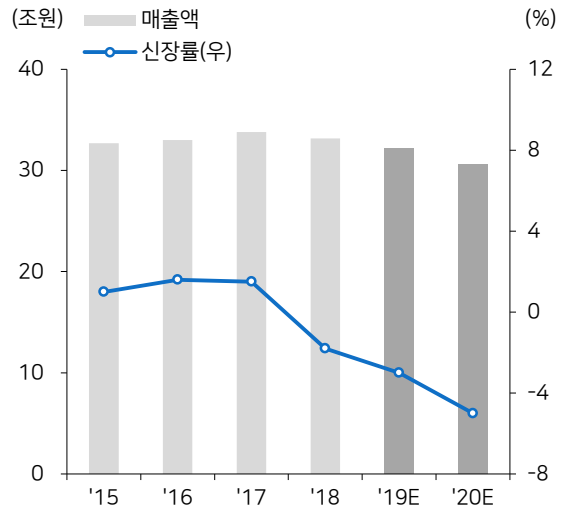

자료: 산업통상자원부, 메리츠종금증권 리서치센터

# 대형마트 부진, 백화점 유지, 온라인몰 고성장 전망

**2020년 유통 채널별 전망 (1)**

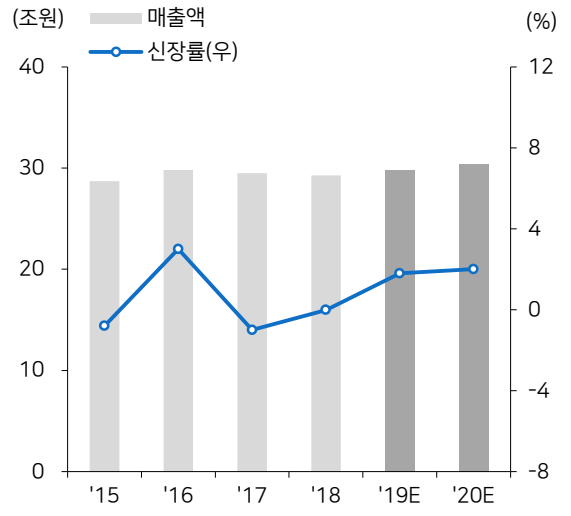
- 대형마트: 온라인 식품 경쟁 심화, 지속적인 객수 이탈 현상 심화 예상
- 백화점: 방문객수 감소에도 명품 및 리빙 카테고리의 고성장 흐름 유지 전망
- 온라인몰: 수요 기반의 지속적인 시장 확대와 유통업체들의 신기술 도입에 따른 쇼핑 경험 향상. 새벽배송 등 장보기 및 음식 배달 등 생활편의 서비스 확대 등으로 고성장 유지 전망. 치열한 경쟁 속에서 유료 멤버십 등을 통한 고객 Lock-in 전략 강화

**대형마트 판매액 및 신장률 추이와 전망**



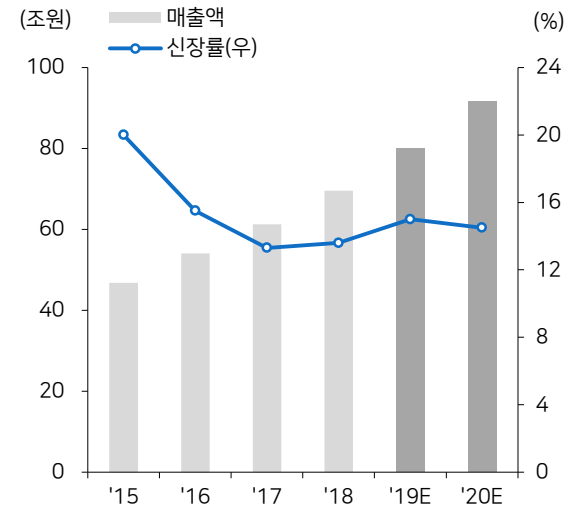

주: 19년, 20년은 메리츠종금증권 추정치
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

**백화점 판매액 및 신장률 추이와 전망**




주: 19년, 20년은 메리츠종금증권 추정치
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

**온라인몰 판매액 및 신장률 추이와 전망**



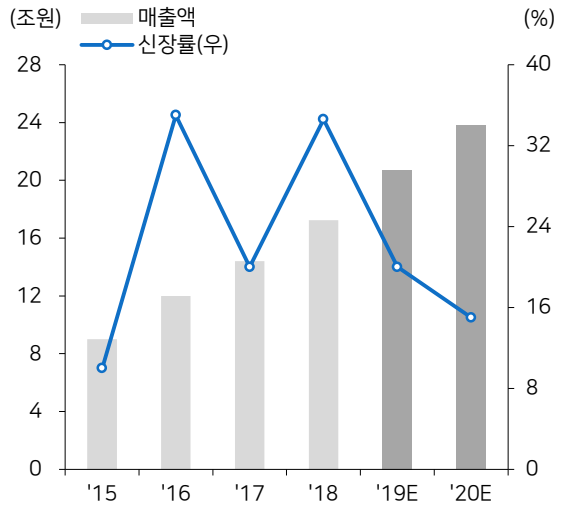

주: 19년, 20년은 메리츠종금증권 추정치
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

# 중국 럭셔리 소비 확장으로 면세점 성장 지속, 편의점 기존점성장률 회복 관건

**2020년 유통 채널별 전망 (2)**

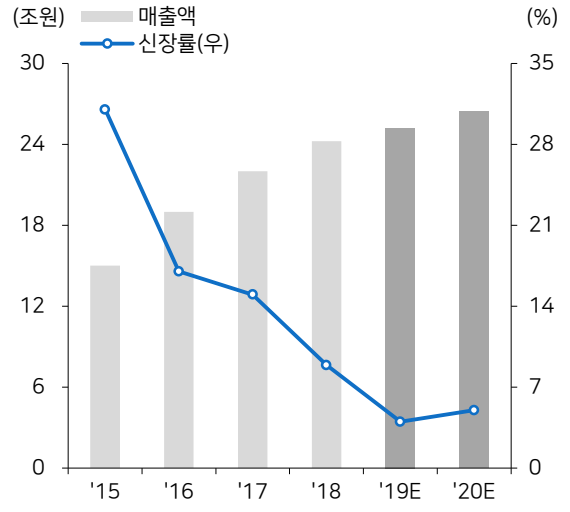
- 면세점: 중국 중산층의 구조적인 럭셔리 소비 확장에 따른 고성장 이어질 전망. 중국 항공노선 확대 등으로 관광객 수요 증가 예상, 미국, 동남아 등 해외 사업 강화로 신규 수익원 확보 기대
- 편의점: 상품력 강화를 통한 기존점성장률 (점당매출액증감률) 회복 관건, 재계약 시즌 도래에 따라 브랜드 교체 유도 전략 강화

**면세점 판매액 및 신장률 추이와 전망**



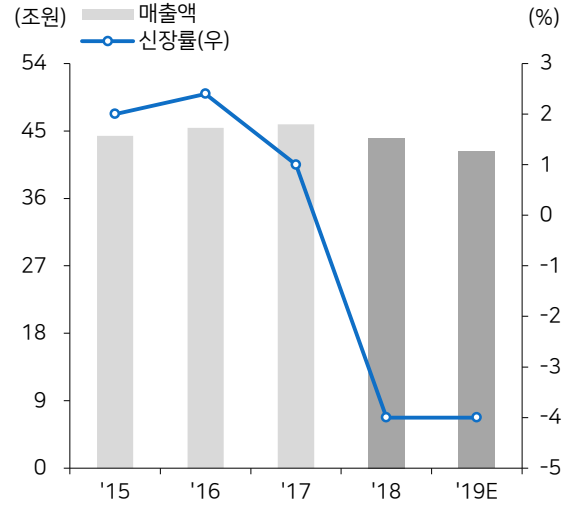

주: 19년, 20년은 메리츠종금증권 추정치
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

**편의점 판매액 및 신장률 추이와 전망**




주: 19년, 20년은 메리츠종금증권 추정치
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

**슈퍼마켓 판매액 및 신장률 추이와 전망**



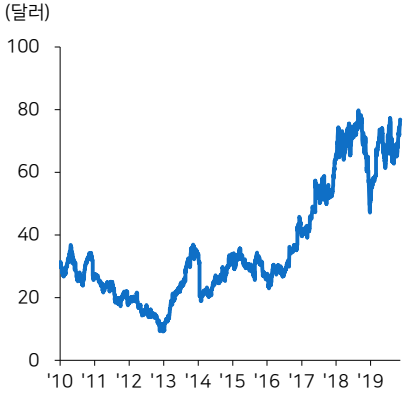

주: 19년, 20년은 메리츠종금증권 추정치
자료: 이마트 유통산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

# 주요 글로벌 유통 기업, 최근 주가 동향

## Walmart

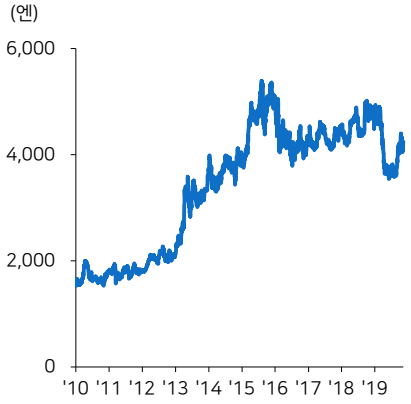
- **19.10.11** 전 Sam's Club 회장인 John Furner 동사 CEO 취임
- **19.09.21** FDA 권고에 따른 전자담배 판매 중단
- **19.09.13** 미국 내 물류센터 3PL 실시 계획 발표, 이커머스 부문 강화
- **19.08.16** "월마트가 좋은 숫자를 보여주는 것은 미국이 잘하고 있다는 뜻이다" 트럼프 트윗 게재
- **19.03.02** 물품 하차 자동 시스템 연내 확대 도입 발표 및 관련 야간근로자 구조조정 돌입
- **19.02.11** 자체 가구 PB인 'MoDRN' 출시, 온라인 가구 사업 강화
- **19.01.18** CVS Health와 수수료 분쟁 타결
- **18.12.07** Art.com 인수계획 발표
- **18.05.09** 인도 전자상거래 기업 Flipkart 인수

## Best Buy



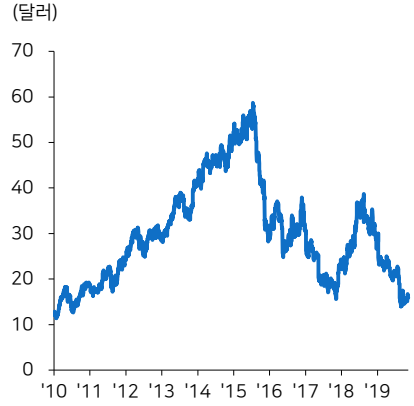

- **19.09.26** Corie Barry 신임 CEO, 5개년 계획 발표. 성장 드라이버로 신규 사업인 '노인 케어 솔루션' 등 제시
- **19.04.16** 경쟁심화로 부진하던 동사에 '12년도 취임한 CEO, Hubert Joly 퇴임 계획 발표
- **19.02.27** 온라인몰 성장에 힘입은 꾸준한 하이싱글 동일점포성장률
- **18.11.10** 동사 배제 애플-아마존 간 최신제품발매 계약 체결에 따른 7% 급락
- **18.10.30** 엔터테이먼트 수요에 대한 장난감 재고 확대
- **18.08.15** 건강 서비스 업체 Great Call 인수
- **18.05.09** 새로운 회사 로고 공개

## Seven&I Holdings




- **19.10.10** 수익저조 1,000개 점포 및 3,000명 인력 감축 계획 발표
- **19.08.01** 동사 자체개발 cashless 지불 시스템 '7Pay' 치명적 결함 발견으로 도입 한 달만에 폐기
- **19.03.23** 류이치 이사카 회장, 24시간 운영 철폐 및 단축영업에 대해 후회스럽지만 어쩔 수 없는 선택이었다며 최근 주가 급락에 대해 주주총회에서 사과
- **19.03.01** 인력난에 직영 점포 운영시간 단축 시작, 실적악화 우려 부각
- **18.05.12** 세븐일레븐 스마트폰 주문 및 배달 서비스 시작
- **18.01.31** 일본 내 세븐일레븐 매장 수 20,000 점포 달성
- **18.01.24** 미국 Sunoco LP로부터 편의점 및 주유소 사업 일부 인수, 자회사로 편입
- **17.04.26** 가맹점이 본사에 지급하는 로열티 절하 협상

## Macy's




- **19.08.24** 관세 부과로 인한 가격상승 압박에 연간 EPS 가이던스 하향. 동사 주가 $15선 붕괴, '09년 9월 이후 신저가 경신
- **19.05.25** 향온라인 소비트렌드 변화 및 미국 내 백화점 매출 성장률 저조 기조 유지로 인한 단기 실적모멘텀 부재
- **18.11.20** 미중 무역전쟁 관세 부과 우려 부각 및 유통 업체 실적 타격
- **18.07.12** 기술 기반 소매 업체인 b8ta와 상업적 제휴 발표
- **18.05.02** 매장 내 소비자 만족도 향상을 위해 STOYRY 인수
- **18.04.30** 할인점 메이시스 백스테이지 연내 100개까지 확대 선언
- **18.03.19** Macy's앱을 통한 모바일 체크아웃 및 VR 가구 쇼핑 서비스 개시
- **2015~2017** 온-오프라인 경쟁 심화에 따른 실적 부진

자료: Bloomberg, 언론 보도, 메리츠종금증권 리서치센터

# 국내 유통기업 Peer

| | | 롯데쇼핑 | 이마트 | 현대백화점 | 신세계 | BGF리테일 | GS리테일 | 롯데하이마트 | 호텔신라 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Ticker | | 023530 KS | 139480 KS | 069960 KS | 004170 KS | 282330 KS | 007070 KS | 071840 KS | 008770 KS |
| **현재주가 (11/11)** | **(원)** | **134,000** | **127,000** | **76,400** | **254,000** | **182,000** | **40,700** | **31,600** | **82,200** |
| **시가총액** | **(십억원)** | **3,790** | **3,540** | **1,787** | **2,500** | **3,145** | **3,133** | **746** | **3,226** |
| 절대수익률 (%) | 1M | 5.6 | 17.9 | 1.2 | 3.0 | -5.9 | -4.3 | 8.5 | 2.6 |
| | 3M | 6.8 | 16.3 | 8.9 | 9.5 | -14.8 | -0.4 | -6.3 | 5.5 |
| | 6M | -23.8 | -23.1 | -21.1 | -22.1 | -15.3 | 7.6 | -33.5 | -24.3 |
| | 1Y | -35.3 | -37.7 | -10.1 | -1.3 | 7.5 | 10.9 | -42.1 | 8.9 |
| | YTD | -37.0 | -29.6 | -14.4 | -0.8 | -10.8 | -2.1 | -31.6 | 8.4 |
| 초과수익률 (%p) | 1M | 1.1 | 13.4 | -3.3 | -1.4 | -10.4 | -8.8 | 4.1 | -1.8 |
| | 3M | -4.7 | 4.8 | -2.6 | -2.0 | -26.2 | -11.9 | -17.8 | -6.0 |
| | 6M | -22.8 | -22.1 | -20.1 | -21.1 | -14.4 | 8.6 | -32.6 | -23.3 |
| | 1Y | -39.8 | -42.2 | -14.7 | -5.9 | 3.0 | 6.3 | -46.6 | 4.3 |
| | YTD | -42.3 | -35.0 | -19.8 | -6.2 | -16.2 | -7.5 | -37.0 | 3.0 |
| PER (X) | 2018 | -10.9 | 11.3 | 8.9 | 10.5 | 22.9 | 25.9 | 12.9 | 27.3 |
| | 2019E | 17.1 | 20.1 | 8.6 | 3.2 | 20.2 | 21.1 | 9.2 | 21.1 |
| | 2020E | 11.9 | 14.1 | 7.4 | 9.4 | 18.0 | 17.3 | 7.9 | 17.2 |
| PBR (X) | 2018 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.7 | 6.8 | 1.5 | 0.5 | 4.0 |
| | 2019E | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.6 | 5.0 | 1.4 | 0.4 | 3.4 |
| | 2020E | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.6 | 4.1 | 1.4 | 0.3 | 2.9 |
| ROE (%) | 2018 | -4.5 | 5.5 | 5.9 | 6.9 | 33.9 | 5.9 | 5.7 | 15.4 |
| | 2019E | 1.9 | 2.3 | 4.9 | 20.5 | 26.8 | 7.0 | 3.9 | 18.7 |
| | 2020E | 2.7 | 2.9 | 5.6 | 6.2 | 25.0 | 8.1 | 4.5 | 19.3 |
| 매출액성장률 (%) | 2018 | -0.6 | 9.9 | 0.8 | 33.9 | 515.3 | 5.1 | 0.3 | 34.1 |
| | 2019E | 0.1 | 12.4 | 16.1 | 18.9 | 2.8 | 4.2 | 1.2 | 17.0 |
| | 2020E | 1.7 | 4.9 | 9.7 | 6.2 | 4.3 | 4.1 | 3.8 | 11.3 |
| 영업이익성장률 (%) | 2018 | -25.5 | -20.9 | -9.4 | 14.9 | 614.7 | 8.8 | -10.1 | 186.1 |
| | 2019E | -5.3 | -51.1 | -18.6 | 1.2 | 3.1 | 22.8 | -34.3 | 19.1 |
| | 2020E | 13.9 | 24.1 | 10.3 | 9.8 | 7.7 | 16.8 | 3.4 | 12.5 |
| 순이익성장률 (%) | 2018 | 적지 | -24.2 | -4.9 | 33.4 | 451.0 | 15.0 | -42.4 | 336.2 |
| | 2019E | 흑전 | -54.2 | -13.0 | 195.1 | 5.5 | 12.9 | -9.8 | 23.7 |
| | 2020E | 43.2 | 16.3 | 7.2 | -69.2 | 7.7 | 23.4 | 0.7 | 13.1 |
| 영업이익률 (%) | 2018 | 3.4 | 2.7 | 19.2 | 7.7 | 3.3 | 2.1 | 4.5 | 4.4 |
| | 2019E | 3.2 | 1.2 | 13.4 | 6.5 | 3.3 | 2.4 | 2.9 | 4.5 |
| | 2020E | 3.5 | 1.4 | 13.5 | 6.7 | 3.4 | 2.7 | 2.9 | 4.6 |
| 순이익률 (%) | 2018 | -2.6 | 2.8 | 15.4 | 5.5 | 2.7 | 1.5 | 2.1 | 2.3 |
| | 2019E | 1.4 | 1.1 | 11.6 | 13.6 | 2.7 | 1.6 | 1.9 | 2.5 |
| | 2020E | 1.9 | 1.3 | 11.3 | 4.0 | 2.8 | 2.0 | 1.8 | 2.5 |

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# 글로벌 유통기업 Peer

| | | WAL-MART | COSTCO | MACY'S | SEVEN&I HOLDINGS | LAWSON | FAMILYMART | BEST BUY | YAMADA DENKI |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Ticker | | WMT US | COST US | M US | 3382 JP | 2651 JP | 8028 JP | BBY US | 9831 JP |
| 국가 | | 미국 | 미국 | 미국 | 일본 | 일본 | 일본 | 미국 | 일본 |
| **현재주가 (11/8)** | **(현지통화)** | **119.4** | **302.6** | **15.9** | **4,195.0** | **6,140.0** | **2,732.0** | **76.9** | **548.0** |
| **시가총액** | **(백만달러)** | **339,721** | **133,049** | **4,906** | **34,056** | **5,640** | **12,682** | **20,256** | **4,851** |
| 절대수익률 (%) | 1M | 1.6 | 3.9 | 7.0 | 2.9 | 8.7 | 5.4 | 17.7 | 6.8 |
| | 3M | 10.1 | 10.6 | -20.1 | 13.6 | 13.8 | 22.5 | 12.4 | 20.4 |
| | 6M | 20.3 | 26.3 | -27.3 | 13.3 | 20.7 | -1.7 | 6.2 | 5.4 |
| | 1Y | 16.3 | 28.0 | -55.1 | -15.0 | -14.9 | -25.5 | 8.1 | 3.7 |
| | YTD | 30.2 | 50.0 | -43.7 | -10.3 | -8.7 | -20.3 | 48.4 | 6.4 |
| 초과수익률 (%p) | 1M | -5.5 | -4.5 | -0.1 | -5.2 | 0.5 | -2.8 | 10.6 | -1.3 |
| | 3M | 4.2 | 4.9 | -25.9 | 6.3 | 6.5 | 15.1 | 6.5 | 13.1 |
| | 6M | 11.7 | 19.0 | -35.9 | 4.4 | 11.8 | -10.6 | -2.4 | -3.5 |
| | 1Y | 3.8 | 14.2 | -67.5 | -27.4 | -27.4 | -37.9 | -4.3 | -8.8 |
| | YTD | 4.7 | 21.1 | -69.2 | -35.8 | -34.2 | -45.8 | 22.9 | -19.1 |
| PER (X) | 2018 | 19.5 | 32.9 | 7.9 | 21.3 | 26.4 | 73.1 | 11.1 | 30.0 |
| | 2019E | 24.2 | 35.0 | 5.7 | 17.4 | 32.2 | 27.2 | 13.3 | 17.6 |
| | 2020E | 23.2 | 32.6 | 6.2 | 15.9 | 23.5 | 26.3 | 12.7 | 17.1 |
| PBR (X) | 2018 | 3.6 | 8.0 | 1.3 | 1.7 | 2.4 | 2.8 | 5.2 | 0.7 |
| | 2019E | 4.5 | 7.6 | 0.7 | 1.4 | 2.2 | 2.3 | 6.0 | 0.8 |
| | 2020E | 4.3 | 6.7 | 0.7 | 1.3 | 2.1 | 2.2 | 6.0 | 0.8 |
| ROE (%) | 2018 | 8.9 | 26.6 | 18.2 | 8.2 | 9.3 | 8.2 | 42.3 | 2.5 |
| | 2019E | 14.1 | 26.5 | 20.3 | 8.0 | 10.1 | 7.9 | 42.6 | 3.2 |
| | 2020E | 18.9 | 22.6 | 13.1 | 8.3 | 6.8 | 8.7 | 44.3 | 4.6 |
| 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, 메리츠종금증권 리서치센터

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

## 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 | 526,746.4 | 542,740.4 |
| 영업이익 | 26,872.0 | 27,147.0 | 24,105.0 | 22,764.0 | 20,437.0 | 21,957.0 | 21,845.2 | 22,525.1 |
| 세전이익 | 24,656.0 | 24,799.0 | 21,638.0 | 20,497.0 | 15,123.0 | 11,460.0 | 19,521.9 | 20,106.9 |
| 순이익 | 16,022.0 | 16,363.0 | 14,694.0 | 13,643.0 | 9,862.0 | 6,670.0 | 14,710.4 | 14,479.0 |
| *성장률 (%YoY)* | | | | | | | | |
| *매출액* | 1.6 | 2.0 | -0.7 | 0.8 | 3.0 | 2.8 | 2.4 | 3.0 |
| *영업이익* | -3.1 | 1.0 | -11.2 | -5.6 | -10.2 | 7.4 | -0.5 | 3.1 |
| *세전이익* | -3.9 | 0.6 | -12.7 | -5.3 | -26.2 | -24.2 | 70.3 | 3.0 |
| *순이익* | -5.7 | 2.1 | -10.2 | -7.2 | -27.7 | -32.4 | 120.5 | -1.6 |
| 수익성 (%) | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 5.6 | 5.6 | 5.0 | 4.7 | 4.1 | 4.3 | 4.1 | 4.2 |
| 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 | 2.8 | 2.7 |
| PER (배) | 14.8 | 17.0 | 15.1 | 15.4 | 24.1 | 19.5 | 24.3 | 23.2 |
| PBR (배) | 3.2 | 3.4 | 2.6 | 2.6 | 4.0 | 3.8 | 4.6 | 4.3 |
| EV/EBITDA (배) | 8.1 | 8.7 | 7.5 | 7.4 | 11.4 | 10.1 | 12.5 | 12.2 |
| ROE (%) | 21.0 | 20.8 | 18.1 | 17.2 | 12.7 | 8.9 | 18.9 | 18.9 |
| EPS (달러) | 4.9 | 5.1 | 4.6 | 4.4 | 3.3 | 2.3 | 5.1 | 5.1 |
| BPS (달러) | 23.6 | 25.2 | 25.5 | 25.5 | 26.4 | 25.2 | 26.3 | 27.5 |

주: GAAP, 1월 결산
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## Walmart 분기별 실적 추이

| (백만달러) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | 4Q19E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 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 | 130,377.0 | 128,647.5 | 142,890.2 |
| 영업이익 | 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 | 5,583.0 | 5,001.8 | 6,330.9 |
| 세전이익 | 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 | 4,913.0 | 4,400.9 | 5,766.7 |
| 순이익 | 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 | 3,610.0 | 3,112.3 | 4,088.1 |
| *성장률 (%YoY)* | | | | | | | | | | | | |
| *매출액* | 1.4 | 2.1 | 4.2 | 4.1 | 4.4 | 3.8 | 1.4 | 1.9 | 1.0 | 6.3 | 0.5 | 14.4 |
| *영업이익* | -0.7 | -3.2 | -6.9 | -28.0 | -1.6 | -3.7 | 4.7 | 35.8 | -4.1 | 8.3 | -13.0 | 27.0 |
| *세전이익* | -0.8 | -17.7 | -36.5 | -47.5 | -39.6 | -91.4 | -10.5 | 91.1 | 82.7 | 74.1 | 1,005.8 | 123.9 |
| *순이익* | -1.3 | -23.2 | -42.4 | -42.1 | -29.8 | 적전 | -2.2 | 69.5 | 80.0 | -69.2 | 461.5 | 139.1 |
| 수익성 (%) | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 4.5 | 4.8 | 3.9 | 3.3 | 4.2 | 4.5 | 3.8 | 4.4 | 3.9 | 4.3 | 3.9 | 4.4 |
| 세전이익률 | 4.0 | 3.7 | 2.3 | 2.2 | 2.3 | 0.3 | 3.3 | 4.0 | 3.4 | 3.8 | 3.4 | 4.0 |
| 순이익률 | 2.6 | 2.4 | 1.4 | 1.6 | 1.7 | -0.7 | 2.4 | 2.8 | 2.4 | 2.8 | 2.4 | 2.9 |

주: GAAP, 1월 결산
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

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

## 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 | 43,468.9 | 44,118.2 |
| 영업이익 | 1,144.0 | 1,450.0 | 1,375.0 | 1,854.0 | 1,843.0 | 1,900.0 | 2,032.5 | 2,054.9 |
| 세전이익 | 1,083.0 | 1,387.0 | 1,310.0 | 1,816.0 | 1,817.0 | 1,888.0 | 2,010.1 | 2,036.6 |
| 순이익 | 532.0 | 1,233.0 | 897.0 | 1,228.0 | 1,000.0 | 1,464.0 | 1,474.8 | 1,513.6 |
| *성장률 (%YoY)* | | | | | | | | |
| *매출액* | 2.0 | -0.7 | -2.0 | -0.3 | 7.0 | 1.7 | 1.4 | 1.5 |
| *영업이익* | 흑전 | 26.7 | -5.2 | 34.8 | -0.6 | 3.1 | 7.0 | 1.1 |
| *세전이익* | 흑전 | 28.1 | -5.6 | 38.6 | 0.1 | 3.9 | 6.5 | 1.3 |
| *순이익* | 흑전 | 131.8 | -27.3 | 36.9 | -18.6 | 46.4 | 0.7 | 2.6 |
| 수익성 (%) | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 2.8 | 3.6 | 3.5 | 4.7 | 4.4 | 4.4 | 4.7 | 4.7 |
| 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 | 3.4 | 3.4 |
| PER (배) | 11.3 | 13.5 | 10.5 | 12.4 | 16.1 | 11.1 | 13.3 | 12.7 |
| PBR (배) | 2.0 | 2.5 | 2.1 | 2.9 | 5.6 | 4.7 | 6.0 | 6.1 |
| EV/EBITDA (배) | 3.7 | 4.8 | 3.7 | 4.4 | 7.3 | 5.6 | 8.0 | 7.9 |
| ROE (%) | 15.1 | 27.5 | 19.1 | 27.0 | 24.0 | 42.3 | 44.3 | 38.5 |
| EPS (달러) | 1.6 | 3.5 | 2.6 | 3.9 | 3.3 | 5.3 | 5.6 | 6.0 |
| BPS (달러) | 11.5 | 14.2 | 13.5 | 15.1 | 12.8 | 12.4 | 12.8 | 12.7 |

주: GAAP, 1월 결산
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## Best Buy 분기별 실적 추이

| (백만달러) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | 4Q19E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 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 | 9,536.0 | 9,701.2 | 15,022.2 |
| 영업이익 | 300.0 | 321.0 | 350.0 | 872.0 | 265.0 | 335.0 | 322.0 | 978.0 | 334.0 | 313.0 | 379.1 | 932.0 |
| 세전이익 | 292.0 | 310.0 | 342.0 | 873.0 | 257.0 | 329.0 | 330.0 | 972.0 | 330.0 | 307.0 | 371.9 | 927.8 |
| 순이익 | 188.0 | 209.0 | 239.0 | 364.0 | 208.0 | 244.0 | 277.0 | 735.0 | 265.0 | 238.0 | 273.4 | 694.8 |
| *성장률 (%YoY)* | | | | | | | | | | | | |
| *매출액* | 1.0 | 4.8 | 4.2 | 14.0 | 6.8 | 4.9 | 2.9 | -3.7 | 0.4 | 1.7 | 1.2 | 1.5 |
| *영업이익* | -19.4 | 11.1 | 12.2 | -1.0 | -11.7 | 4.4 | -8.0 | 12.2 | 26.0 | -6.6 | 17.7 | -4.7 |
| *세전이익* | -18.9 | 11.1 | 12.5 | 0.0 | -12.0 | 6.1 | -3.5 | 11.3 | 28.4 | -6.7 | 12.7 | -4.5 |
| *순이익* | -17.9 | 5.6 | 23.2 | -40.0 | 10.6 | 16.7 | 15.9 | 101.9 | 27.4 | -2.5 | -1.3 | -5.5 |
| 수익성 (%) | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 3.5 | 3.6 | 3.8 | 5.7 | 2.9 | 3.6 | 3.4 | 6.6 | 3.7 | 3.3 | 3.9 | 6.2 |
| 세전이익률 | 3.4 | 3.5 | 3.7 | 5.7 | 2.8 | 3.5 | 3.4 | 6.6 | 3.6 | 3.2 | 3.8 | 6.2 |
| 순이익률 | 2.2 | 2.3 | 2.6 | 2.4 | 2.3 | 2.6 | 2.9 | 5.0 | 2.9 | 2.5 | 2.8 | 4.6 |

주: GAAP, 1월 결산
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

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

## 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 | 61,707.8 | 62,210.0 |
| 영업이익 | 3,412.7 | 3,180.7 | 2,920.2 | 3,372.3 | 3,516.1 | 3,727.5 | 3,841.0 | 3,992.8 |
| 세전이익 | 3,127.1 | 2,873.7 | 2,517.8 | 2,012.5 | 2,480.7 | 2,874.5 | 3,040.2 | 3,317.1 |
| 순이익 | 1,765.2 | 1,602.5 | 1,333.9 | 894.9 | 1,626.3 | 1,838.4 | 1,948.3 | 2,131.3 |
| *성장률 (%YoY)* | | | | | | | | |
| *매출액* | -7.3 | -1.5 | -12.4 | 6.0 | 0.4 | 15.6 | 23.7 | 0.8 |
| *영업이익* | -5.6 | -6.8 | -8.2 | 15.5 | 4.3 | 6.0 | 3.0 | 4.0 |
| *세전이익* | -2.7 | -8.1 | -12.4 | -20.1 | 23.3 | 15.9 | 5.8 | 9.1 |
| *순이익* | 4.5 | -9.2 | -16.8 | -32.9 | 81.7 | 13.0 | 6.0 | 9.4 |
| 수익성 (%) | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 7.3 | 6.9 | 7.2 | 7.8 | 8.1 | 7.5 | 6.2 | 6.4 |
| 세전이익률 | 6.7 | 6.2 | 6.2 | 4.7 | 5.7 | 5.8 | 4.9 | 5.3 |
| 순이익률 | 3.8 | 3.5 | 3.3 | 2.1 | 3.8 | 3.7 | 3.2 | 3.4 |
| PER (배) | 19.2 | 23.4 | 24.7 | 40.2 | 21.8 | 21.3 | 17.6 | 16.1 |
| PBR (배) | 1.6 | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.7 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA (배) | 7.0 | 7.7 | 7.0 | 6.6 | 6.1 | 6.6 | 5.5 | 5.3 |
| ROE (%) | 8.8 | 7.9 | 6.9 | 4.1 | 7.6 | 8.2 | 8.3 | 8.6 |
| EPS (달러) | 2.0 | 1.8 | 1.5 | 1.0 | 1.8 | 2.1 | 2.2 | 2.4 |
| BPS (달러) | 23.3 | 21.7 | 23.8 | 23.6 | 25.7 | 25.6 | 27.7 | 29.2 |

주: GAAP, 2월 결산
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## Seven&I Holdings 분기별 실적 추이

| (백만달러) | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 1Q20E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 10,457.8 | 10,801.0 | 10,532.2 | 11,377.8 | 12,015.6 | 12,738.4 | 12,447.2 | 12,657.4 | 11,525.0 | 12,822.8 | 15,672.2 | 15,664.5 |
| 영업이익 | 752.6 | 994.0 | 903.4 | 866.7 | 801.3 | 1,021.3 | 928.3 | 971.9 | 814.6 | 1,067.8 | 946.8 | 999.8 |
| 세전이익 | 507.0 | 822.5 | 846.5 | 301.9 | 655.1 | 772.7 | 756.1 | 687.2 | 743.2 | 867.4 | 911.3 | 1,010.7 |
| 순이익 | 300.8 | 502.7 | 533.5 | 288.3 | 397.9 | 527.4 | 487.1 | 423.1 | 469.8 | 544.6 | 511.5 | 442.2 |
| *성장률 (%YoY)* | | | | | | | | | | | | |
| *매출액* | 4.5 | -3.9 | -1.8 | 3.9 | 14.9 | 17.9 | 18.2 | 11.2 | -4.1 | 0.7 | 25.9 | 23.8 |
| *영업이익* | 2.1 | 2.9 | 2.2 | 9.7 | 6.5 | 2.8 | 2.8 | 12.1 | 1.7 | 4.6 | 2.0 | 2.9 |
| *세전이익* | -25.1 | 297.2 | 16.8 | -23.8 | 29.2 | -6.1 | -10.7 | 127.6 | 13.5 | 12.3 | 20.5 | 47.1 |
| *순이익* | -23.0 | 흑전 | 32.8 | 55.8 | 32.3 | 4.9 | -8.7 | 46.8 | 18.1 | 3.3 | 5.0 | 4.5 |
| 수익성 (%) | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 7.2 | 9.2 | 8.6 | 7.6 | 6.7 | 8.0 | 7.5 | 7.7 | 7.1 | 8.3 | 6.0 | 6.4 |
| 세전이익률 | 4.8 | 7.6 | 8.0 | 2.7 | 5.5 | 6.1 | 6.1 | 5.4 | 6.4 | 6.8 | 5.8 | 6.5 |
| 순이익률 | 2.9 | 4.7 | 5.1 | 2.5 | 3.3 | 4.1 | 3.9 | 3.3 | 4.1 | 4.2 | 3.3 | 2.8 |

주: GAAP, 2월 결산
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

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

## 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 | 24,922.4 | 24,842.9 |
| 영업이익 | 2,678.0 | 2,800.0 | 2,039.0 | 1,372.0 | 1,864.0 | 1,738.0 | 1,296.9 | 1,153.3 |
| 세전이익 | 2,290.0 | 2,390.0 | 1,678.0 | 966.0 | 1,516.0 | 1,420.0 | 1,126.4 | 1,024.1 |
| 순이익 | 1,486.0 | 1,526.0 | 1,072.0 | 628.0 | 1,566.0 | 1,108.0 | 874.8 | 800.4 |
| *성장률 (%YoY)* | | | | | | | | |
| *매출액* | 0.9 | 0.6 | -3.7 | -1.9 | -3.5 | 0.4 | -3.2 | -0.3 |
| *영업이익* | 0.6 | 4.6 | -27.2 | -32.7 | 35.9 | -6.8 | -25.4 | -11.1 |
| *세전이익* | 8.9 | 4.4 | -29.8 | -42.4 | 56.9 | -6.3 | -20.7 | -9.1 |
| *순이익* | 11.3 | 2.7 | -29.8 | -41.4 | 149.4 | -29.2 | -21.0 | -8.5 |
| 수익성 (%) | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 9.6 | 10.0 | 7.5 | 5.2 | 7.3 | 6.8 | 5.2 | 4.6 |
| 세전이익률 | 8.2 | 8.5 | 6.2 | 3.6 | 5.9 | 5.5 | 4.5 | 4.1 |
| 순이익률 | 5.3 | 5.4 | 4.0 | 2.4 | 6.1 | 4.3 | 3.5 | 3.2 |
| PER (배) | 13.4 | 14.5 | 12.0 | 10.5 | 6.4 | 7.9 | 5.7 | 6.3 |
| PBR (배) | 3.1 | 4.0 | 3.0 | 2.0 | 1.3 | 1.2 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA (배) | 6.6 | 7.0 | 6.2 | 5.9 | 4.2 | 4.3 | 5.3 | 5.6 |
| ROE (%) | 24.2 | 26.2 | 22.3 | 14.6 | 30.9 | 18.2 | 13.1 | 11.0 |
| EPS (달러) | 3.9 | 4.3 | 3.3 | 2.0 | 5.1 | 3.6 | 2.8 | 2.5 |
| BPS (달러) | 17.1 | 15.8 | 13.7 | 14.4 | 18.8 | 20.9 | 21.8 | 22.5 |

주: GAAP, 1월 결산
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## Macy's 분기별 실적 추이

| (백만달러) | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | 4Q19E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 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 | 5,722.0 | 5,334.5 | 8,503.6 |
| 영업이익 | 219.0 | 282.0 | 118.0 | 1,246.0 | 238.0 | 303.0 | 147.0 | 1,050.0 | 203.0 | 155.0 | 42.5 | 894.3 |
| 세전이익 | 145.0 | 168.0 | 37.0 | 1,167.0 | 183.0 | 197.0 | 74.0 | 966.0 | 163.0 | 116.0 | 22.6 | 848.4 |
| 순이익 | 78.0 | 111.0 | 30.0 | 1,347.0 | 139.0 | 166.0 | 62.0 | 740.0 | 136.0 | 86.0 | 6.2 | 648.9 |
| *성장률 (%YoY)* | | | | | | | | | | | | |
| *매출액* | -7.2 | -5.3 | -6.2 | 2.0 | 3.4 | -0.8 | 3.0 | -2.3 | -0.4 | -0.6 | -4.6 | -2.2 |
| *영업이익* | -24.5 | 187.8 | -21.9 | 49.6 | 8.7 | 7.4 | 24.6 | -15.7 | -14.7 | -48.8 | -71.1 | -14.8 |
| *세전이익* | -23.7 | 1,580.0 | 68.2 | 56.9 | 26.2 | 17.3 | 100.0 | -17.2 | -10.9 | -41.1 | -69.5 | -12.2 |
| *순이익* | -37.1 | 2,120.0 | 114.3 | 177.2 | 78.2 | 49.5 | 106.7 | -45.1 | -2.2 | -48.2 | -90.0 | -12.3 |
| 수익성 (%) | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 4.0 | 4.9 | 2.2 | 14.0 | 4.2 | 5.3 | 2.6 | 12.1 | 3.6 | 2.7 | 0.8 | 10.5 |
| 세전이익률 | 2.6 | 2.9 | 0.7 | 13.1 | 3.2 | 3.4 | 1.3 | 11.1 | 2.9 | 2.0 | 0.4 | 10.0 |
| 순이익률 | 1.4 | 1.9 | 0.6 | 15.1 | 2.4 | 2.9 | 1.1 | 8.5 | 2.4 | 1.5 | 0.1 | 7.6 |

주: GAAP, 1월 결산
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# 자산 유동화가 기업가치에 미치는 영향

**해외 리테일 리츠 사례, 우량 Tenant 확보 및 배당 수익률 측면에서 투자매력**

- 최근 투자자들의 리츠에 대한 관심이 집중되고 있는 가운데 해외 리테일 리츠의 경우 상대적으로 주가 수익률보다는 배당 수익률 측면에서 투자 매력이 높은 편임
- 안정적인 수익을 꾸준히 창출할 만한 Tenant 확보가 쉽지 않을 것이라는 우려감으로 미국 사이먼 프로퍼티 및 텐저 팩토리 아웃렛 등의 주가가 부진한 반면 이온 리츠를 포함한 일본의 리테일 & 물류 리츠의 경우 주가 수익률과 배당 수익률 모두 양호한 흐름을 이어가고 있음
- 이온 리츠의 주요 자산은 이온몰이며 국내 쇼핑몰은 유동화하고 중국과 동남아 쇼핑몰을 확대하며 성장하고 있음

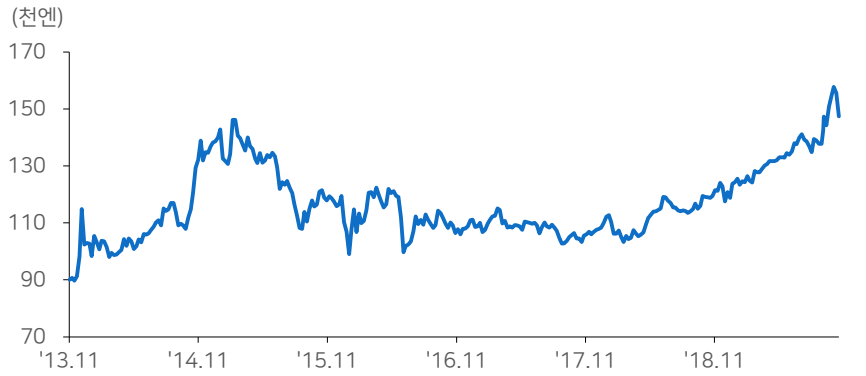
**주요국 자산별 상장리츠 Peer**

| | | 미국 | | | | | | 일본 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 리츠 종합 | 리테일 | 오피스 | 호텔 | 물류 | 주택 | 리츠종합 | 리테일 & 물류 | 오피스 | 주택 |
| Ticker | | RMZ Index | RMSRT Index | RMSOF Index | DJUSHL Index | RMSID Index | RMSRD Index | TSEREIT Index | TSERRL Index | TSEROFF Index | TSERRSD Index |
| **현재지수 (11/8)** | | 1,272.6 | **1,028.2** | 1,102.2 | 108.9 | 1,230.0 | 2,198.7 | 2,175.1 | **2,542.5** | 2,230.5 | 3,302.0 |
| **시가총액 (십억달러)** | | 978.3 | | | 44.0 | | | 151.4 | | | |
| 절대수익률 (%) | 1M | -1.7 | **1.7** | 5.1 | 3.1 | 1.9 | -2.4 | -2.2 | **-1.5** | -2.8 | -3.7 |
| | 3M | 2.1 | **2.9** | 5.4 | 2.8 | 5.4 | 4.1 | 8.4 | **8.8** | 6.4 | 7.3 |
| | 6M | 8.1 | **-0.0** | 5.2 | -6.1 | 16.2 | 13.1 | 17.4 | **15.3** | 15.3 | 15.5 |
| | 1Y | 16.1 | **-2.3** | 8.7 | -4.6 | 27.5 | 24.7 | 27.0 | **20.0** | 23.5 | 23.6 |
| | 3Y | 9.2 | **-4.5** | 3.3 | 7.9 | 18.6 | 10.6 | 11.6 | **4.6** | 8.6 | 9.9 |
| | 5Y | 7.7 | **-2.3** | 1.7 | 1.2 | 15.3 | 9.3 | 9.2 | **2.6** | 6.4 | 8.5 |
| | YTD | 24.3 | **7.8** | 21.6 | 9.8 | 43.2 | 28.8 | 26.4 | **21.9** | 22.8 | 23.7 |
| 초과수익률 (%p) | 1M | -10.1 | **-6.7** | -3.3 | -5.4 | -6.5 | -10.8 | -10.3 | **-9.6** | -0.9 | -11.8 |
| | 3M | -3.7 | **-2.8** | -0.3 | -2.9 | -0.4 | -1.7 | 1.1 | **1.5** | -0.9 | -0.1 |
| | 6M | 0.8 | **-7.3** | -2.1 | -13.4 | 8.9 | 5.8 | 8.5 | **6.4** | 6.4 | 6.6 |
| | 1Y | 2.3 | **-16.1** | -5.1 | -18.4 | 13.7 | 10.9 | 14.6 | **7.6** | 11.0 | 11.2 |
| | 3Y | -3.0 | **-21.4** | -10.4 | -23.7 | 8.4 | 5.6 | 13.4 | **6.4** | 9.8 | 10.0 |
| | 5Y | 1.9 | **-16.5** | -5.5 | -18.8 | 13.3 | 10.5 | 19.1 | **12.1** | 15.5 | 15.7 |
| | YTD | -4.7 | **-21.1** | -7.3 | -19.1 | 14.3 | -0.1 | 1.0 | **-3.6** | -2.7 | -1.8 |
| 배당수익률 (%) | 2018 | 4.6 | **5.2** | N/A | 6.6 | N/A | 3.2 | 4.0 | **4.0** | 3.7 | 3.4 |
| | 2019E | 3.9 | **4.8** | N/A | 6.1 | N/A | 2.5 | 3.4 | **3.6** | 3.2 | 2.7 |
| | 2020E | 3.9 | **4.9** | N/A | 6.1 | N/A | 2.6 | 3.5 | **3.8** | 3.2 | 3.0 |

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

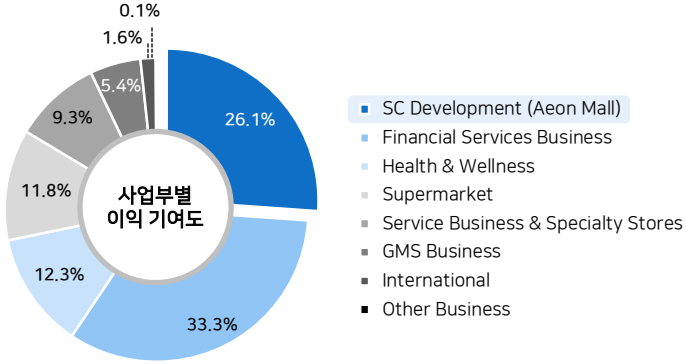
# 일본 이온그룹 사례

## 이온리츠 (3292 JP) 주가 추이



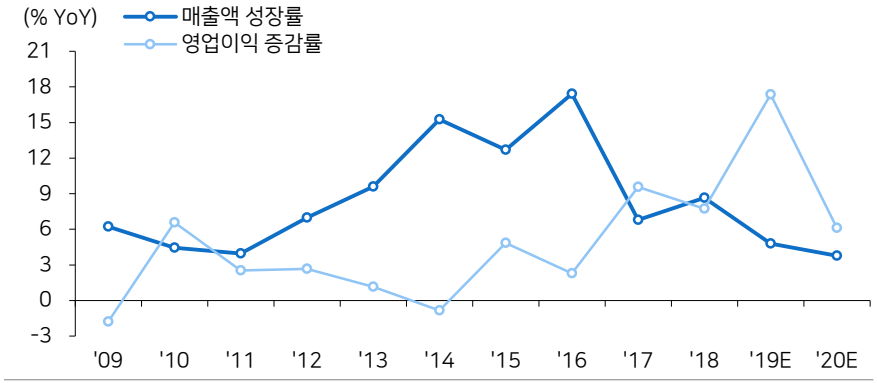

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 이온 사업부별 이익 기여도



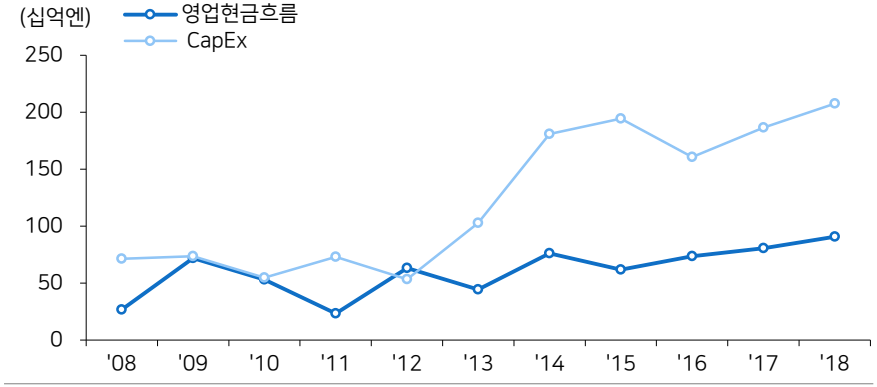

자료: 이온그룹, 메리츠종금증권 리서치센터

## 이온몰 (8905 JP) 실적현황




자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## 이온몰 (8905 JP) 현금흐름 추이



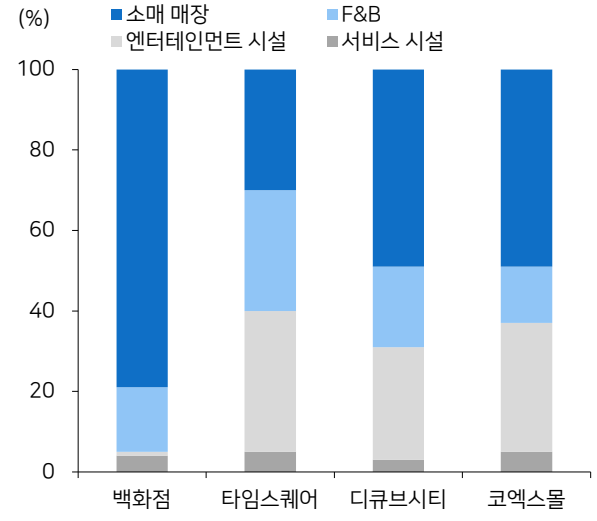

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# 오프라인 유통 기업, 현금 확보를 위한 자산 유동화

**자산 유동화를 통해 유입된 현금이 새로운 수익 창출로 이어져야 실질적인 기업가치 상승 가능**

- 유통 기업은 오프라인 매장의 자산 유동화를 통해 환금성이 상대적으로 낮은 부동산 형태의 유형자산을 매각하여 효율적인 구조조정 효과를 누릴 수 있음. 대형마트 및 백화점의 경우 시설의 특수성으로 다른 용도로의 전환이 쉽지 않은 자산
- 단기적으로 보유 자산에 대한 재평가 기회가 될 수 있겠지만 기존점성장률 부진 등으로 영업 상황이 좋지 못할 경우 임차료 등 고정비 부담이 가중될 수 있음
- 무엇보다 자산 유동화로 유입된 현금으로 새로운 수익 창출 비즈니스 모델에 대한 유의미한 투자로 이어져야 실질적인 기업 가치의 상승이 가능하다고 판단됨

## 복합쇼핑몰과 백화점 Tenant 믹스 비교




자료: 리테일매거진, 메리츠종금증권 리서치센터

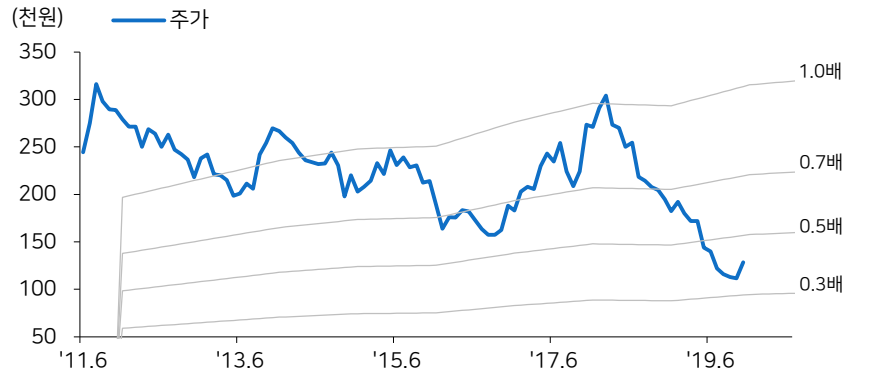
## 대형마트 자산유동화 사례: 점진적인 Cap Rate 하락세

| | 롯데마트 | 홈플러스 4개점 | 홈플러스 | 롯데마트 5개점 / 롯데백화점 2개점 | 롯데마트 3개점 / 롯데백화점 2개점 | 롯데마트 3개점 / 빅마트 1개점 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **자산명** | 송파 문정점 | 부천/영동/작전/칠곡 | 인천 논현점 | 롯데백화점 일산/상인 롯데마트 구미/부평/고양/당진/평택 | 롯데백화점 포항/동래 롯데마트/성정/군산 | 롯데마트 수지/사상/익산 빅마켓 도봉 |
| **개점 시기** | 3Q13 | 4Q13 | 2Q14 | 3Q14 | 4Q14 | 3Q15 |
| **매입 가격(억원)** | 2,300 | 6,300 | 1,222 | 6,027 | 5,001 | 4,365 |
| **매입 면적(평)** | 22,560 | 74,194 | 13,131 | 114,054 | 96,110 | 53,302 |
| **매입 가격 / 면적** | 10.19 | 8.49 | 9.31 | 5.28 | 5.2 | 8.19 |
| **주요 임차인** | 롯데쇼핑 | 홈플러스 | 홈플러스 | 롯데쇼핑 | 롯데쇼핑 | 롯데쇼핑 |
| **계약 임차 기간** | 20년 | 15년 | 16.5년 | 20년 | 20년 | 15.3년 |
| **Cap Rate(%)** | **6.02** | **5.13** | **6.45** | **5.42** | **4.80** | **4.78** |

주: Cap Rate = 연임대료 / (매매금액-보증금)
자료: 세빌스코리아, 메리츠종금증권 리서치센터

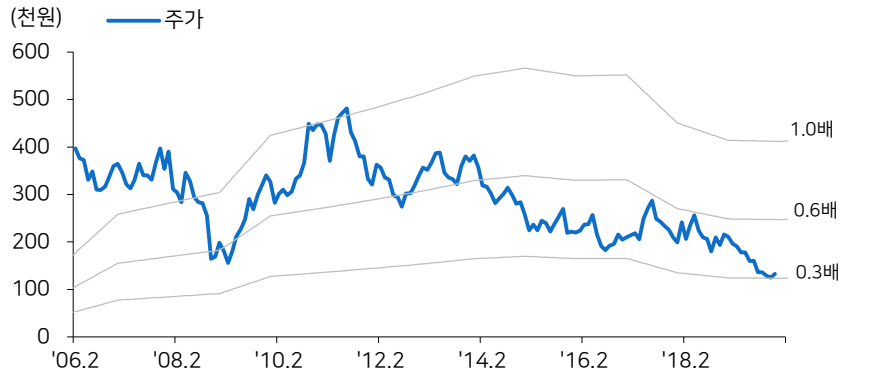
# 유통기업 오프라인 매장의 '자산가치'에 대한 신뢰 훼손

## 이마트 PBR Band Chart



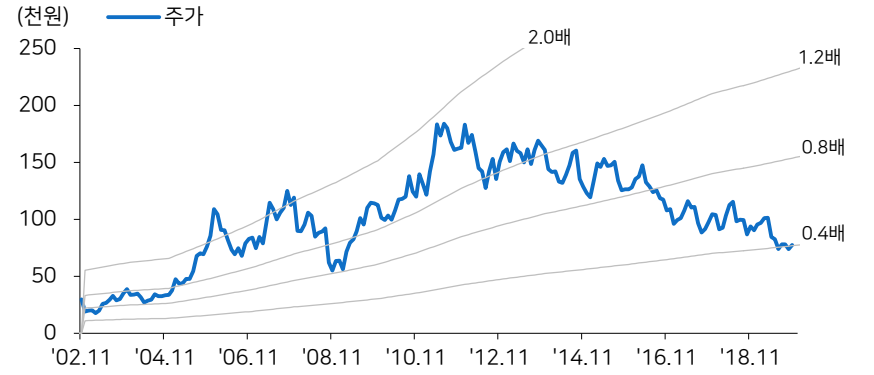

자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

## 롯데쇼핑 PBR Band Chart



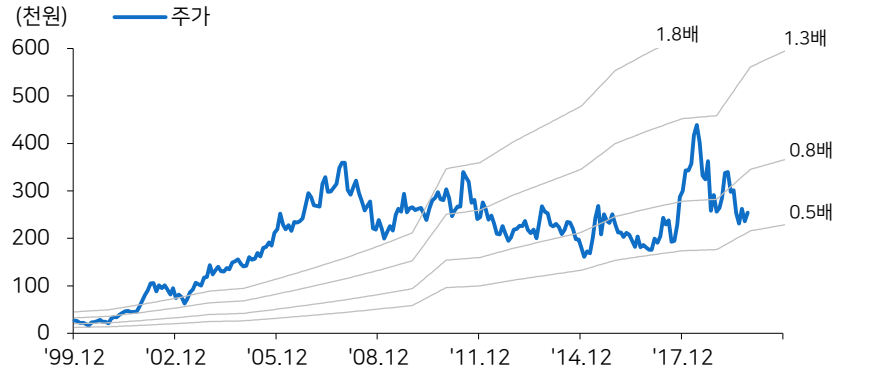

자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

## 현대백화점 PBR Band Chart




자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

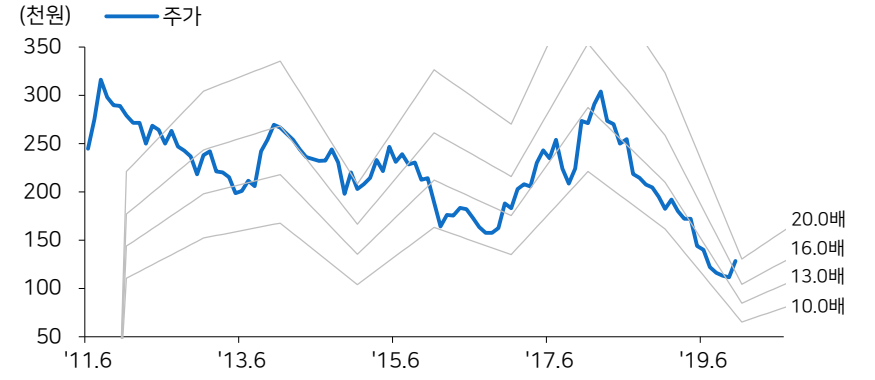
## 신세계 PBR Band Chart




자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

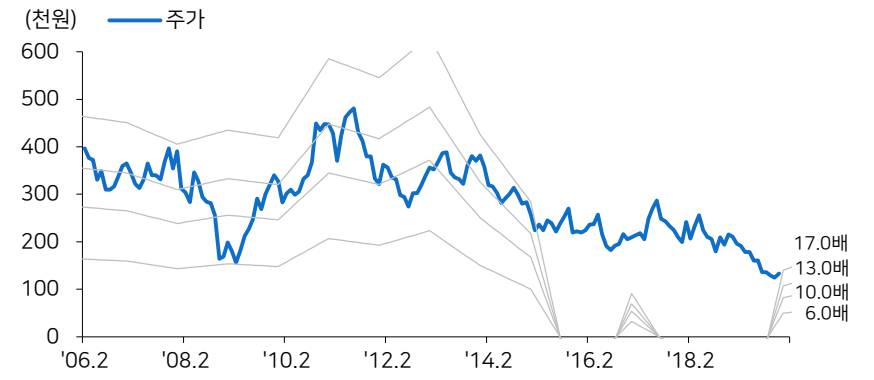
# 수익 창출력 약화로 역사적 PBR 대비 PER은 상대적으로 높은 수준

## 이마트 PER Band Chart



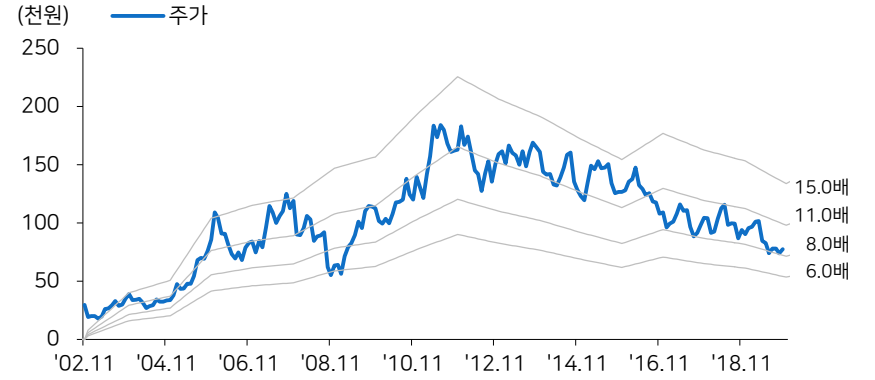

자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

## 롯데쇼핑 PER Band Chart



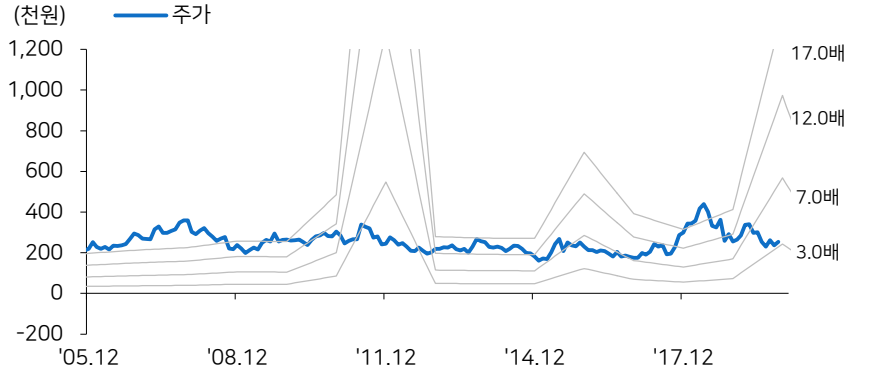

자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

## 현대백화점 PER Band Chart




자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

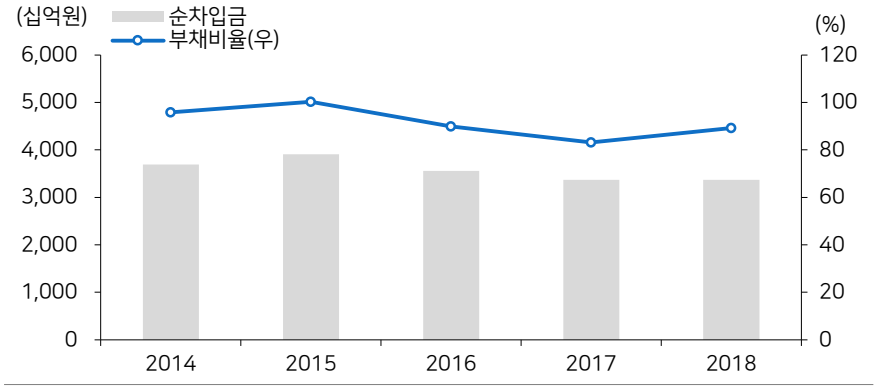
## 신세계 PER Band Chart




자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

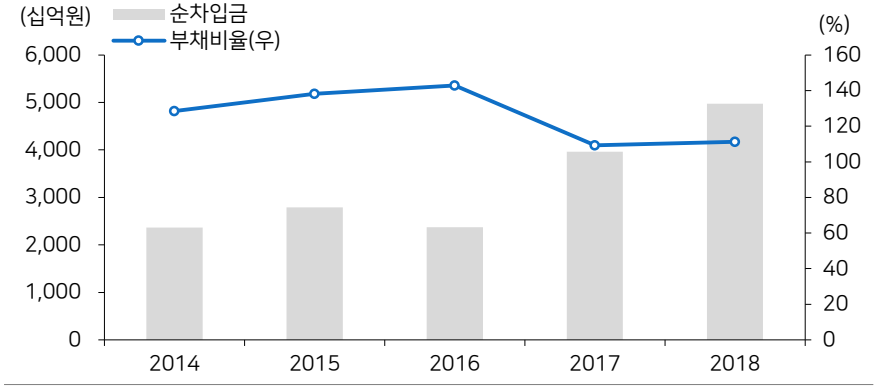
# 주요 유통기업 부채비율 및 순차입금 추이

## 이마트 부채비율 및 순차입금 추이



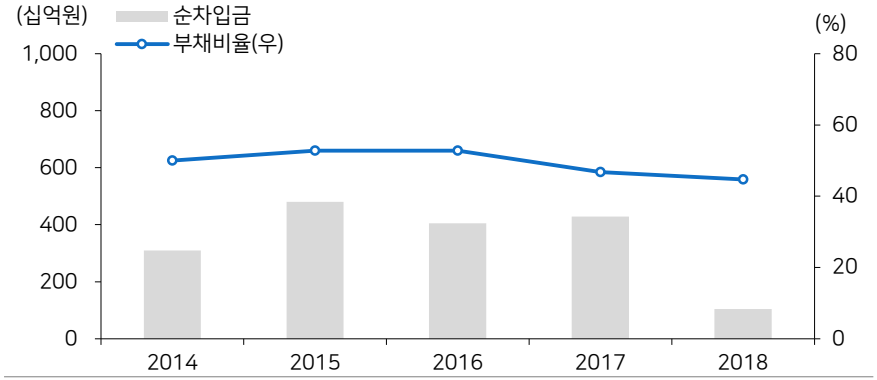

자료: 이마트, 메리츠종금증권 리서치센터

## 롯데쇼핑 부채비율 및 순차입금 추이



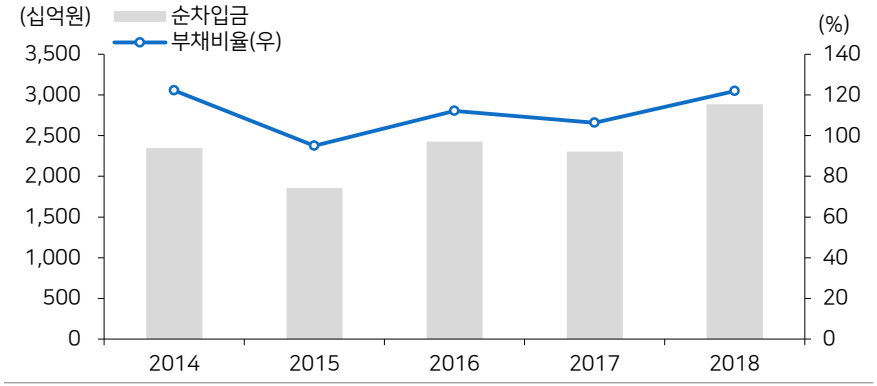

자료: 롯데쇼핑, 메리츠종금증권 리서치센터

## 현대백화점 부채비율 및 순차입금 추이




자료: 현대백화점, 메리츠종금증권 리서치센터

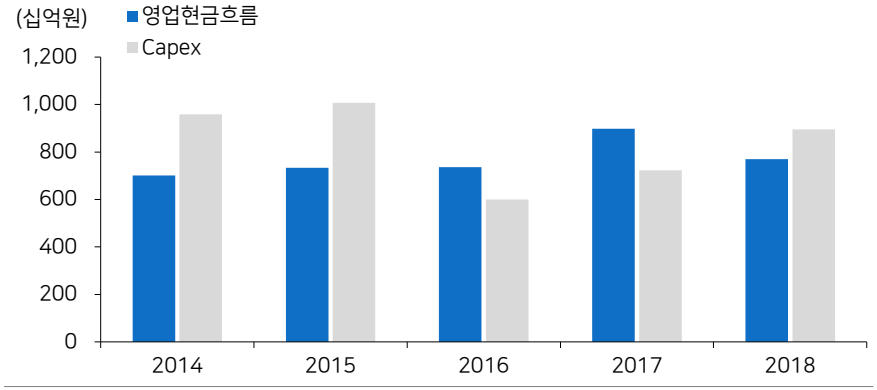
## 신세계 부채비율 및 순차입금 추이




자료: 신세계, 메리츠종금증권 리서치센터

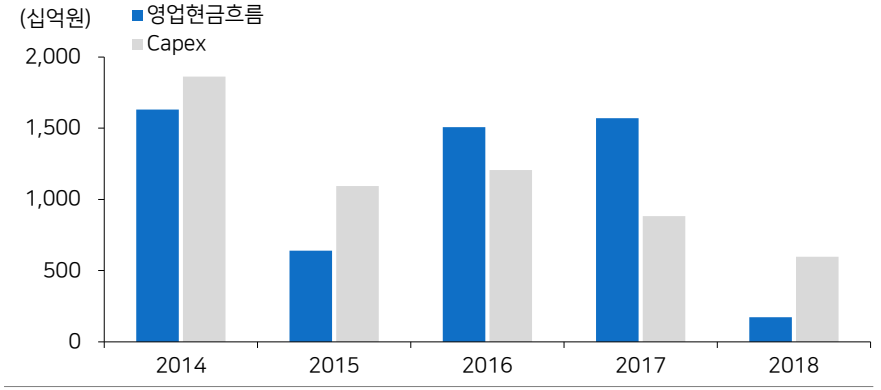
# 주요 유통기업 영업현금흐름 및 Capex 추이

## 이마트 영업현금흐름 vs. Capex 추이



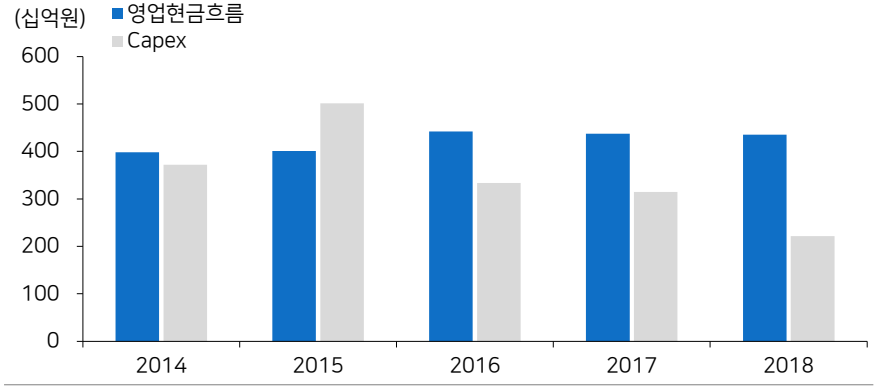

자료: 이마트, 메리츠종금증권 리서치센터

## 롯데쇼핑 영업현금흐름 vs. Capex 추이



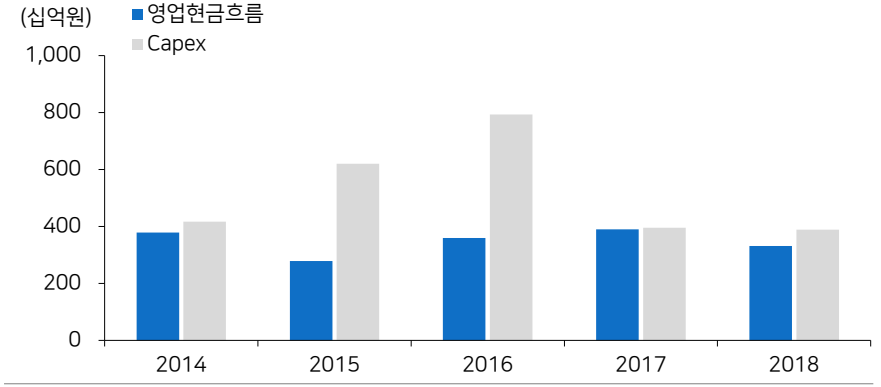

자료: 롯데쇼핑, 메리츠종금증권 리서치센터

## 현대백화점 영업현금흐름 vs. Capex 추이




자료: 현대백화점, 메리츠종금증권 리서치센터

## 신세계 영업현금흐름 vs. Capex 추이




자료: 신세계, 메리츠종금증권 리서치센터

# 미래의 오프라인 매장, 자산의 효율성 보다는 소비자 경험 극대화 전망

## 월마트 지능형 매장 (Intelligent Retail Lab)

자료: 리테일매거진, 메리츠종금증권 리서치센터

## B8ta IT 디바이스 체험형 매장

자료: techstartups.com, 메리츠종금증권 리서치센터

## 미국 패션 편집샵, 'Story'

자료: WeHeart, 메리츠종금증권 리서치센터

## 월그린과 버치박스 결합, 프리미엄 드럭스토어

자료: businessinsider.com, 메리츠종금증권 리서치센터

Part II

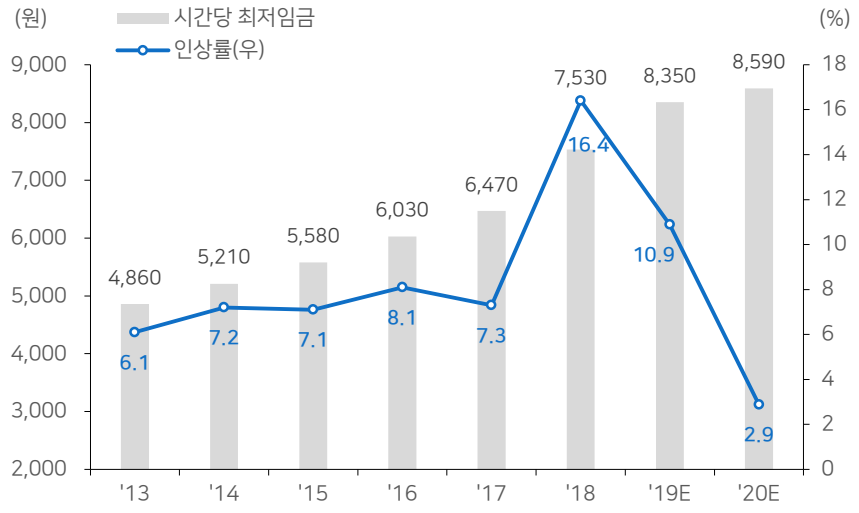
# 구독 경제로 공유 플랫폼의 수익화 추구

# Co-Retailing의 핵심은 Cost 부담 완화

**경영환경이 어려워질수록 더욱더 리스크를 줄이는 협업이 강조되고 있음**

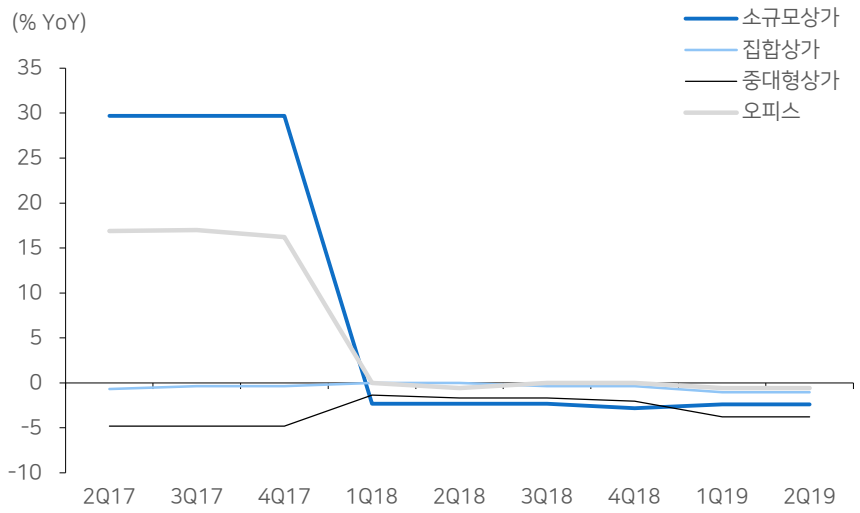
- 인건비 등 비용이 증가하고 소비 트렌드는 빠르게 변화하면서 공유를 통해 리스크를 줄이고 사업의 기회는 더욱 높이는 방향으로 유통의 매커니즘이 진화하고 있음
- 오프라인 상권의 침체: 고급화되고 다양해진 소비자의 취향을 만족시키는 브랜드 (매장)들이 부족해지면서 온라인으로의 이동 심화

## 시간당 최저임금과 인상률 추이




자료: 최저임금위원회, 메리츠종금증권 리서치센터

## 상권별 임대료 증감률 비교




자료: 한국감정원, 메리츠종금증권 리서치센터

# 다양한 공유 플랫폼의 등장

**공유 오피스, 공유 차량 및 음식 배달, 공유 주방 등**

- 공유경제의 확산, 성장의 배경은 저성장 시대의 고효율과 동시에 초연결시대 돌입
- '위워크'는 서비스드 오피스로서 사무 공간 등 공간적인 서비스 이외에도 주소지 제공, 전화 응대, 우편물 관리, 회계, 보안, 비서 서비스 등을 제공하는 새로운 유형의 임대 사업으로 부각되었음
- 공유 주방 또한 배달 전문 F&B 스타트업 고객을 위주로 공간 임차뿐만 아니라 사업 컨설팅, 솔루션 등 부가서비스를 유료에 제공하며 비즈니스 영역을 확장하고 있음

**WeWork 공유 오피스**

자료: WeWork, 메리츠종금증권 리서치센터

**동남아 Grab 공유 차량 및 음식 배달**

자료: qsrmedia.asia, 메리츠종금증권 리서치센터

**한국 공유주방**

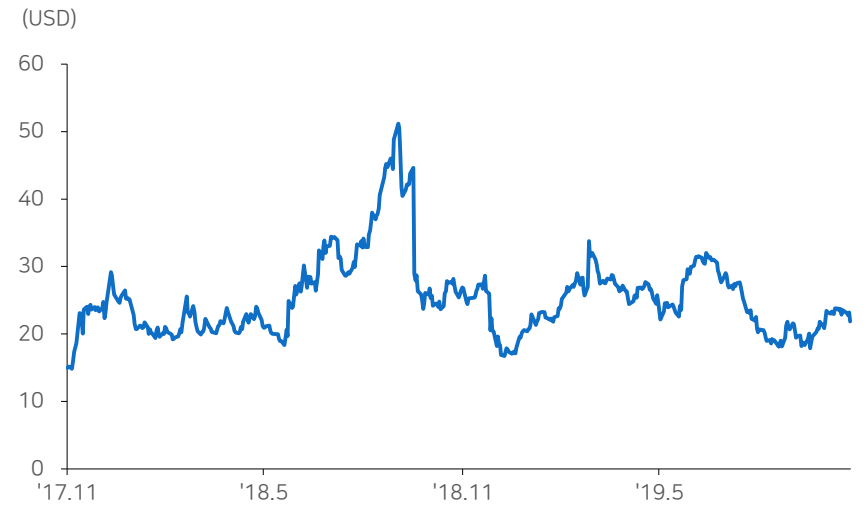
자료: 한국농수산식품유통공사, 메리츠종금증권 리서치센터

# 최근 신유통 관련 유니콘들의 주가 부진은 'Valuation' 이슈

**우버와 리프트 주가 부진, 위워크 상장 무산, 공유 플랫폼의 수익화 여부 관건**

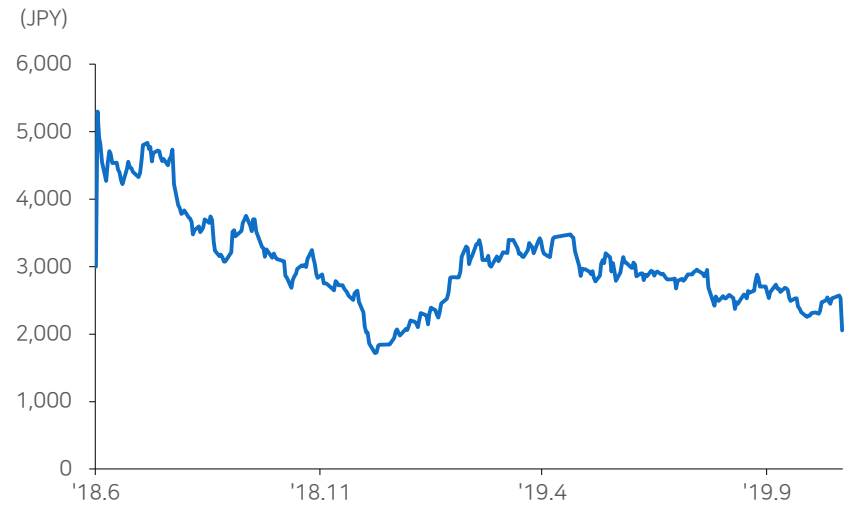
- 신규 상장 유니콘 기업들의 수익성 악화 우려가 부각되면서 주가 부진, 현금창출 모델 확립 여부 관건
- 위워크의 상장 무산, 그러나 중장기적으로 공간의 서비스화가 성공적으로 이루어지게 된다면 임대수익 창출 방식의 변화를 가져올 것으로 기대됨
- 렌탈 산업이 네트워크 확대와 지속적인 고객 관계 유지로 수익 창출이 가능했듯이 공간의 서비스화는 임대료를 서비스 단위로 쪼개거나, 월단위에서 일단위로 세분화하여 궁극적으로 수익률을 보다 극대화할 수 있다고 판단함

**미국 Stitch Fix (SFIX US) 주가 추이**




자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

**일본 Mercari (4385 JP) 주가 추이**



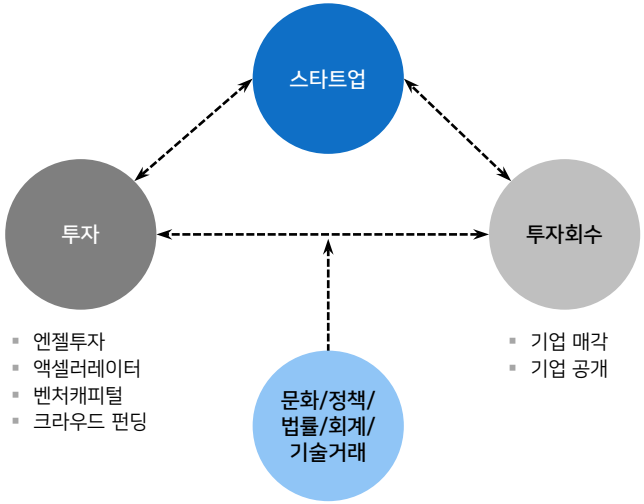

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# 스타트업의 Valuation: 수익을 창출하는 비즈니스 모델이 핵심

**비즈니스 모델이 기업가치 평가의 핵심**

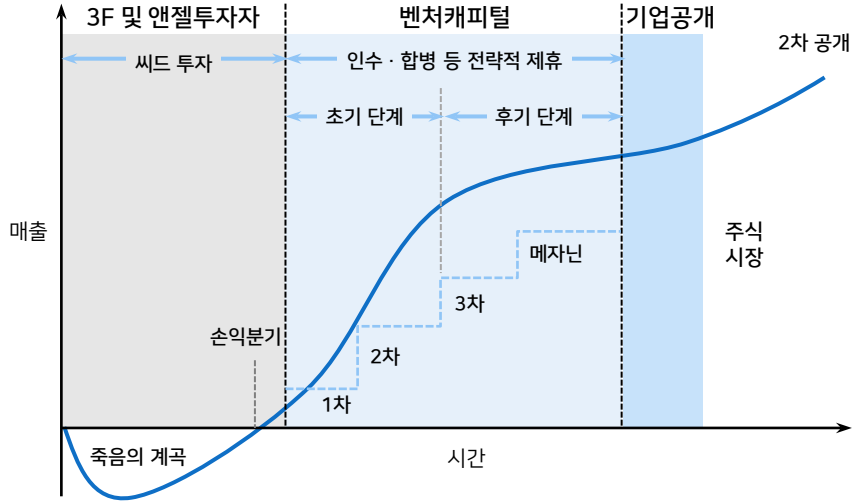
- 소비 트렌드 변화로 다양한 형태의 새로운 비즈니스 모델 등장, 거대 기업이 진입하기 어려워 스타트업에게 기회, 가치 사슬의 해체와 재구축을 통한 산업 구조의 변화를 이끌어내기도 함
- 비즈니스 모델이 기업가치 평가의 핵심. 비즈니스 모델이란 바로 기업이 수익을 내는 방법이며 고객에 전달되는 가치가 담겨 있어야 함. 소비자는 자신에게 유용한 가치가 전달되어야 지갑을 열게 됨
- 투자할 만한 스타트업: 성장 여력, 확장 가능성, 수익성, 지속 가능성 점검

## 스타트업 생태계




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

## 스타트업 투자 단계



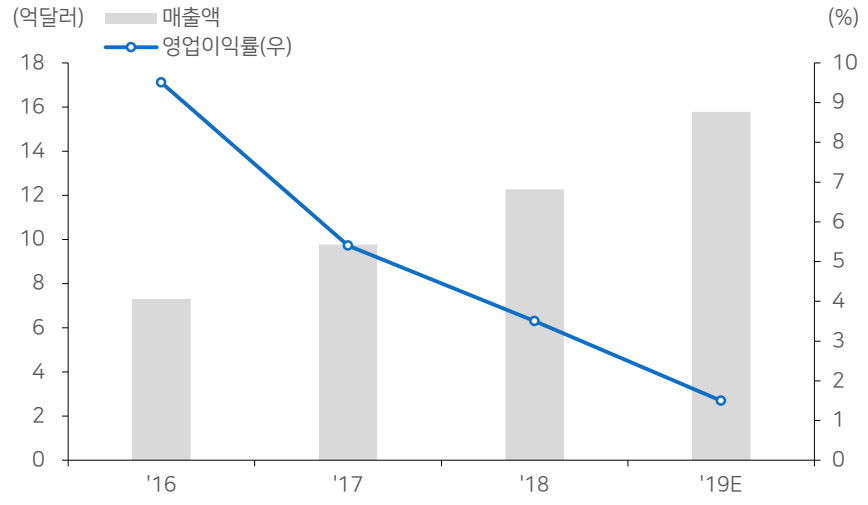

자료: 산업통상자원부, 메리츠종금증권 리서치센터

# 빅데이터와 AI 결합으로 신규 플랫폼 비즈니스의 성장 지속: Stitch Fix 사례

**Stitch Fix 양호한 매출 고성장, 디지털 마케팅투자 확대로 이익률 하락**

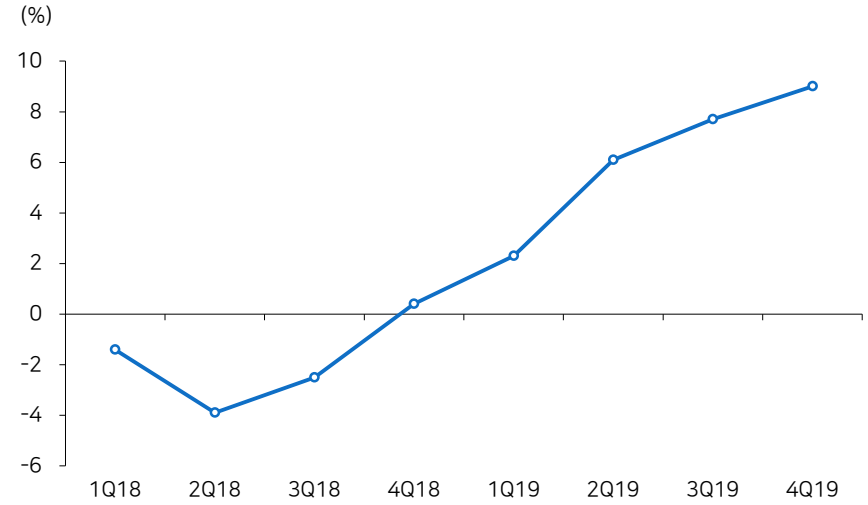
- Stitch Fix, 데이터사이언스에 기반한 쇼핑 큐레이션
- 인공 지능과 전문 스타일리스트 (3,200명)가 개인에게 맞는 5가지의 옷을 보내주고 입어본 후 나머지 반납
- 빅데이터 기반 인공 지능이 학습하여 오차율을 줄여 나감 (재구매율 86%)
- 서브스크립션 서비스, 새로운 고객 유입 뿐만 아니라 기존 고객의 관계 유지에서 경쟁력 차별화
- 마케팅 투자 확대에 따른 영업이익률 하락으로 주가 횡보하고 있지만 매출 고성장 추세 지속

**미국 Stitch Fix 연간 매출액 & 영업이익률 추이**




자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

**미국 Stitch Fix 1인당 구매액 증가율 강화**



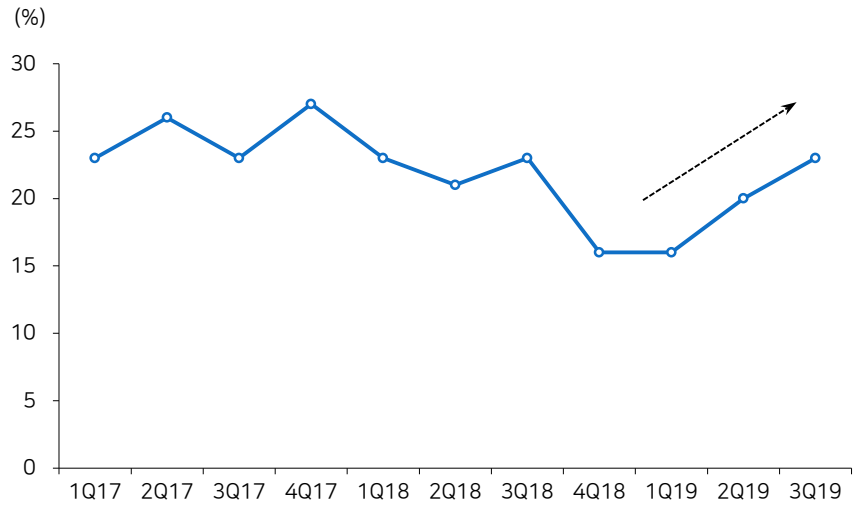

자료: Stitch Fix, 메리츠종금증권 리서치센터

# 빅데이터와 AI 결합으로 신규 플랫폼 비즈니스의 성장 지속: Amazon 사례

**아마존 One-day Delivery 확대 이후 GMV 성장률 강화**

- 아마존은 최근 실적 발표에서 One-day Delivery 효과로 Online stores에서 +20.6% YoY의 높은 매출 성장률을 기록하는 등 2분기 대비 3분기 온라인 쇼핑 관련 성장률이 크게 강화된 반면 이에 따른 이익 감소폭도 North America (-36.9% YoY) 중심으로 대폭 증가함
- 중장기적으로 One-day Delivery를 통한 매출 고성장을 위해 투자가 지속될 수 있으며 향후 신규 고객 증가와 기존 고객들의 Lock-in 및 구매액 증가로 이어질 전망

## Amazon GMV(거래액) 성장률




자료: Amazon, 메리츠종금증권 리서치센터

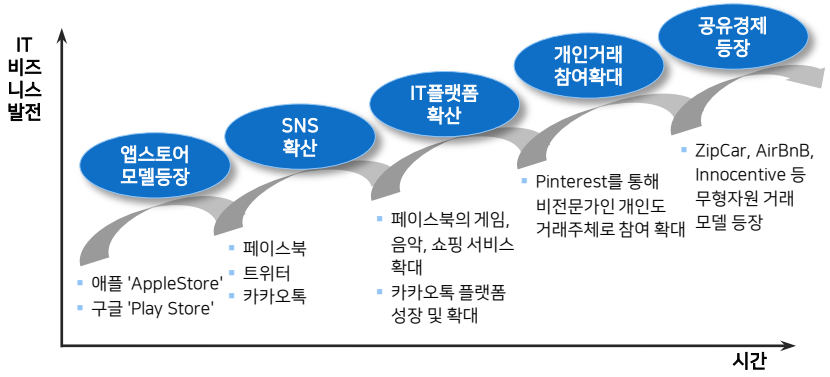
## Amazon 리테일의 경쟁력, 클라우딩 서비스 기반

| Amazon 서비스 | 특징 | amazon web services™ |
|---|---|---|
| primeday | ▪ 폭발적인 접속 소화 | ▪ 글로벌 인프라, 자동 스케일링 |
| amazon Prime Air | ▪ 신속/효율적인 배송 | ▪ 머신 러닝 |
| amazon go | ▪ 안면 인식 | ▪ 컴퓨터 비전, 센서 퓨전 |
| amazon.com | ▪ 상품 추천 | ▪ 빅데이터 분석, 머신 러닝 |

자료: Amazon Korea, 메리츠종금증권 리서치센터

# 구독경제 기반 공유 플랫폼의 수익화, 렌탈 비즈니스의 재조명

## IT비즈니스 발전에 따른 공유경제 등장



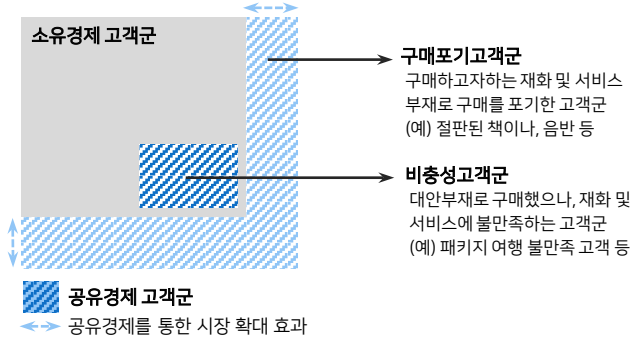

자료: 클라우드 산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

## 소유경제 vs. 공유경제 '소비자' 의 효용 창출 사례

| (원) | 소유경제 | 공유경제 | 참고 |
|---|---|---|---|
| 자동차 | 57,000 | 5,960 | ▪ KT금호렌터카, 최소대여 6시간, 10km 유류비<br>▪ 쏘카, 1시간 대여, 10km 유류비 |
| 정장 | 50,000 | 20,000 | ▪ 남성정장 렌탈업체 (스타일리스트) 대여비 기준<br>▪ 열린옷장 남성정장 대여비 |
| 회의공간 | 30,000 | 20,000 | ▪ 토즈, 최소인원 기준 4인실, 3시간 대여 기준<br>▪ 코업, 2명, 최소 대여기간인 1일 기준 |
| 도서 | 13,000 | 5,000 | ▪ 도서 평균 판매가<br>▪ 국민도서관 책꽂이, 왕복 택배비 |
| 레스토랑 | 10,000 | 10,000 | ▪ 레스토랑 평균 판매가<br>▪ 동일 레스토랑에서의 집밥 모임 가정 |
| 숙박 | 80,000 | 33,900 | ▪ 부산 펜션 (The Valley) 1박 최소요금 기준<br>▪ BnBHero, 부산 레지던스형 1박 요금 |
| 합계 | 240,000 | 94,860 | 절약 요금: 145,140원 |

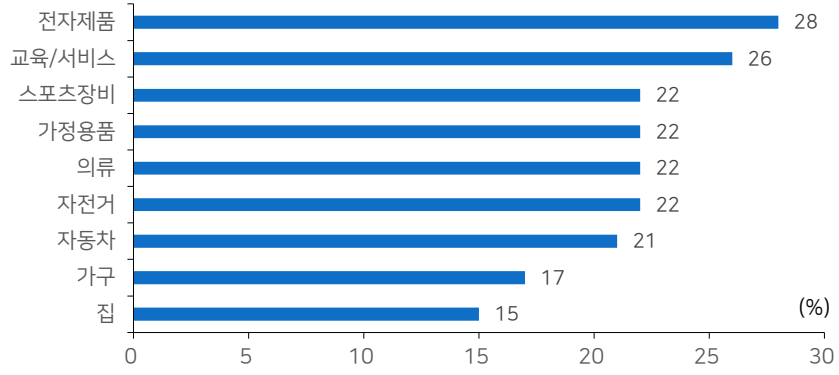
자료: 클라우드 산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

## 공유경제를 통한 수요시장 확대 효과




자료: 클라우드 산업연구소, 메리츠종금증권 리서치센터

## 공유하고 싶은 재화 목록



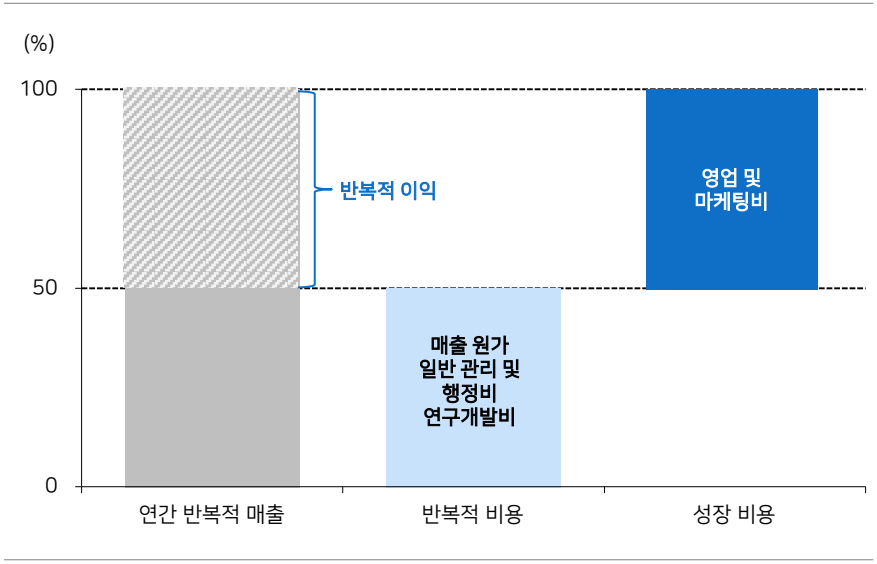

자료: 닐슨, 메리츠종금증권 리서치센터

# 구독경제 기반 반복적 이익 및 정수기 렌탈 현금흐름 사례

**반복적 수익 비즈니스 모델**
**네트워크 관계의 지속성 관건**

- 렌탈서비스는 대여기간만큼 비용을 지불하는 거래모델로 공유경제의 가장 보편화된 형태임
- 공유경제 서비스 기업들은 네트워크 효과를 얻기 위해 사용자 확대에 총력을 기울이고 있음. 많은 가입자를 확보해야 이를 바탕으로 거래가 활성화되면서 수익이 발생하기 때문
- 특히 네트워크 확대를 위해서는 거래 물품의 품질과 거래 주체에 대한 신뢰가 무엇보다 중요함. 보통 렌탈 전문기업과 소비자 간의 장기간 거래이기 때문에 지속적인 관계의 유지가 수익 창출의 핵심

## 구독경제 기반 수익모델




자료: 구독과 좋아요의 경제학, 메리츠종금증권 리서치센터

## 웅진코웨이 렌탈 현금흐름 사례

| 현금유입 (원) | 1개월 | 1년 | 2년 | 3년 | 4년 | 5년 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 렌탈등록비 | 90,909 | 90,909 | | | | |
| 렌탈료 | 32,000 | 384,000 | 384,000 | 384,000 | 339,273 | 339,273 |
| **소계** | **122,909** | **474,909** | **384,000** | **384,000** | **339,273** | **339,273** |
| **현금유출** | **1개월** | **1년** | **2년** | **3년** | **4년** | **5년** |
| 제품제조원가 | 169,738 | 169,738 | | | | |
| 유지관리수수료 | | 33,000 | 33,000 | 33,000 | 33,000 | 33,000 |
| 설치수수료 | 14,761 | 14,761 | | | | |
| 필터 및 A/S부품 | | 4,205 | 21,658 | 7929 | 17,934 | 20,552 |
| 판매수수료 | 96,192 | 133,600 | | | | |
| 변동비 | 3,017 | 32,626 | 32,948 | 33,380 | 33,082 | 32,995 |
| **소계** | **283,708** | **387,930** | **87,606** | **74,309** | **84,016** | **86,547** |
| **순현금흐름** | **-160,799** | **86,979** | **296,394** | **309,691** | **255,257** | **252,726** |
| **누적현금흐름** | **-160,799** | **86,979** | **383,373** | **648,337** | **903,594** | **1,156,320** |

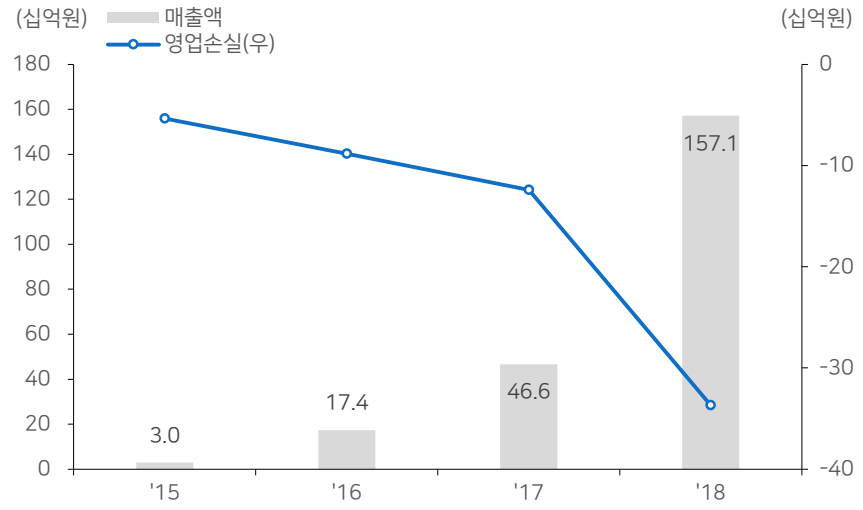
자료: 웅진코웨이, 메리츠종금증권 리서치센터

# 국내 이커머스 시장에서도 반복구매율과 구매충성도의 중요성 부각

**마켓컬리 및 무신사 사례**

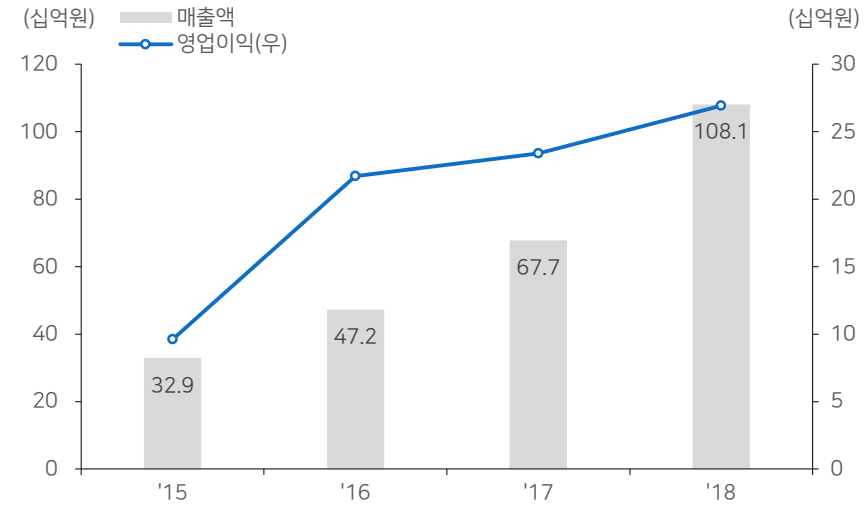
- 마켓컬리는 우수한 품질과 새벽 배송에 기반하여 빠르게 성장함
- 무엇보다 마켓컬리 매출의 90%는 재방문 고객으로부터 이루어지고 있으며 PB 또는 마켓컬리 독점상품의 매출 비중이 28%에 달하고 재고 폐기율은 1% 미만에 불과
- 무신사 또한 차별화된 컨텐츠 및 충성 고객 기반으로 빠르게 성장함
- 400만명의 회원을 확보하고 있는 가운데 일평균 방문자가 100만명에 이름
- 신뢰도 높은 상품 정보 및 이용 후기로 실시간 랭킹 정보의 높은 구매 영향력 확보

**마켓컬리 실적 추이**




자료: DART, 메리츠종금증권 리서치센터

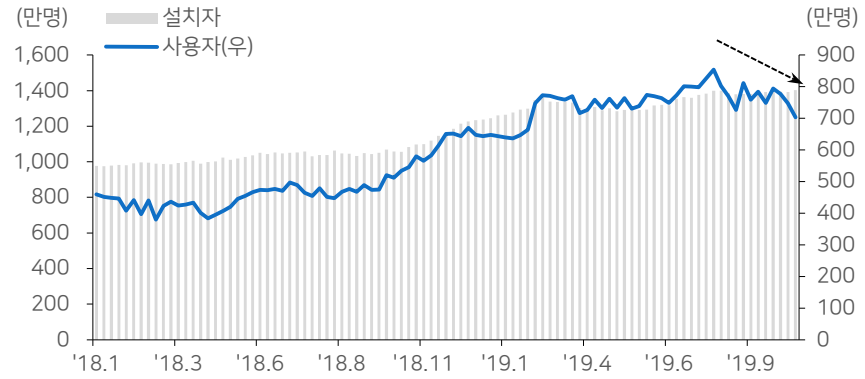
**무신사 실적 추이**




자료: DART, 메리츠종금증권 리서치센터

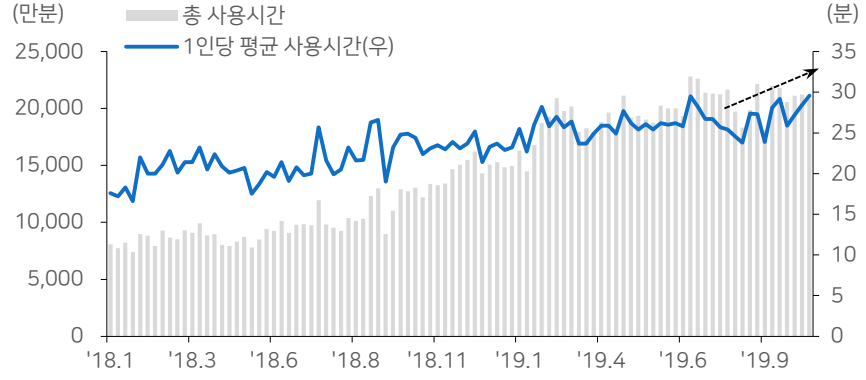
# 와이즈앱 주요 이커머스 트래픽 동향: 쿠팡, 마켓컬리

## 쿠팡 설치자 및 실사용자 추이



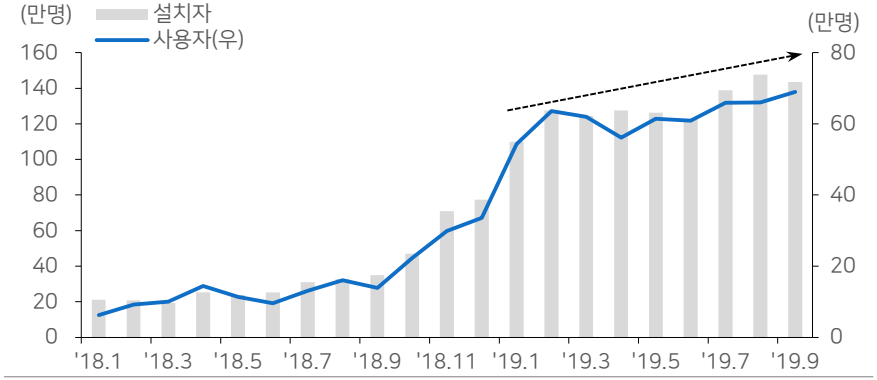

자료: 와이즈앱, 메리츠종금증권 리서치센터

## 쿠팡 총 사용시간 및 1인당 평균 사용시간 추이



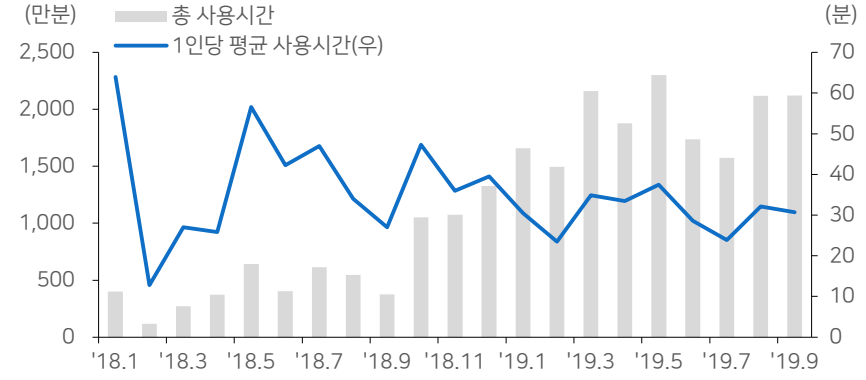

자료: 와이즈앱, 메리츠종금증권 리서치센터

## 마켓컬리 설치자 및 실사용자 추이




자료: 와이즈앱, 메리츠종금증권 리서치센터

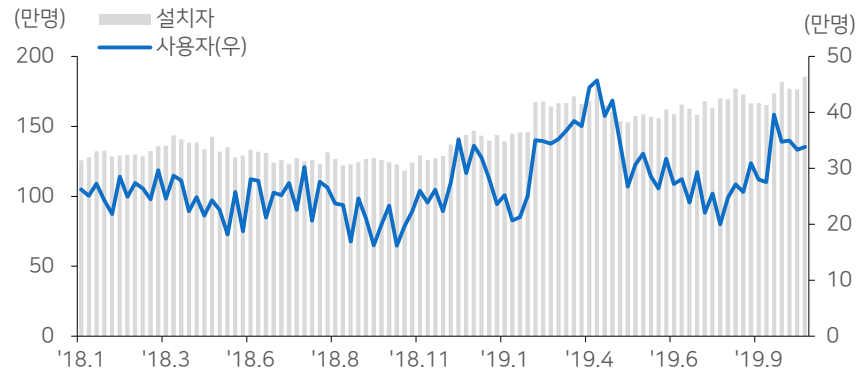
## 마켓컬리 총 사용시간 및 1인당 평균 사용시간 추이




자료: 와이즈앱, 메리츠종금증권 리서치센터

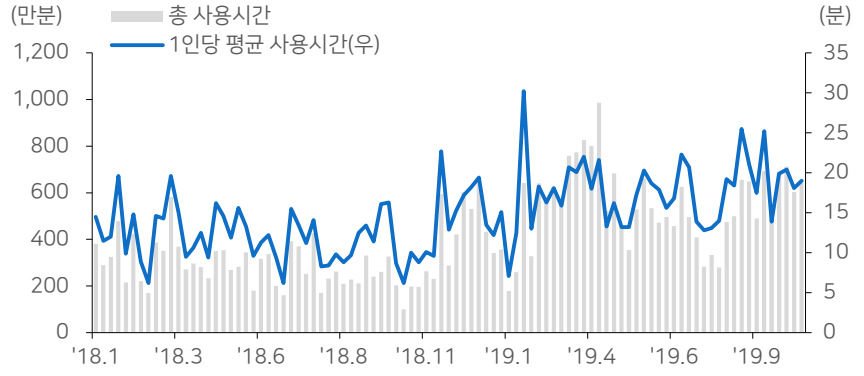
# 와이즈앱 주요 이커머스 트래픽 동향: 롯데닷컴, SSG닷컴

## 롯데닷컴 설치자 및 실사용자 추이



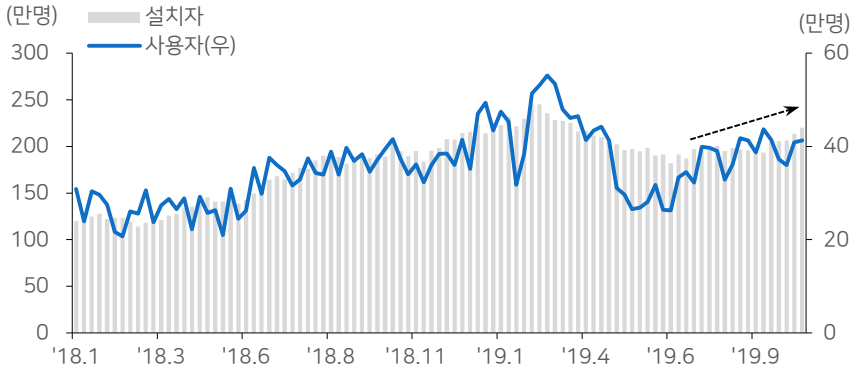

자료: 와이즈앱, 메리츠종금증권 리서치센터

## 롯데닷컴 총 사용시간 및 1인당 평균 사용시간 추이



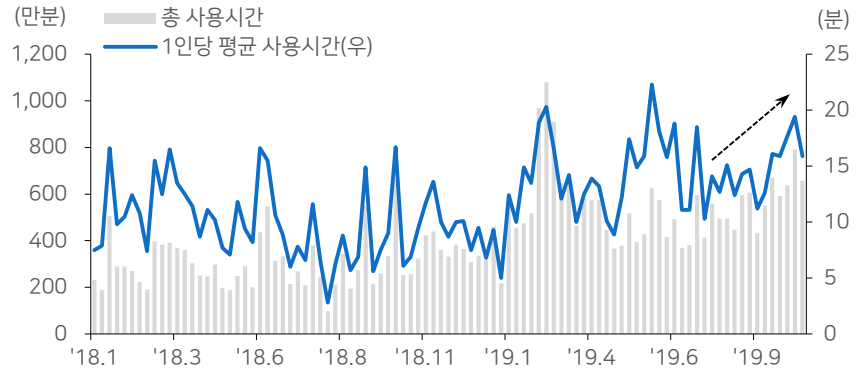

자료: 와이즈앱, 메리츠종금증권 리서치센터

## SSG닷컴 설치자 및 실사용자 추이




자료: 와이즈앱, 메리츠종금증권 리서치센터

## SSG닷컴 총 사용시간 및 1인당 평균 사용시간 추이




자료: 와이즈앱, 메리츠종금증권 리서치센터

# 기업분석



**Top Picks**

| 종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| GS리테일 (007070) | Buy | 54,000원 |
| 호텔신라 (008770) | Buy | 105,000원 |

**관심 종목**

| 종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| 신세계 (004170) | Buy | 330,000원 |
| 쿠쿠홈시스 (284740) | Buy | 52,000원 |

# GS리테일(007070) 편의점 산업 재편의 서막이 열리다

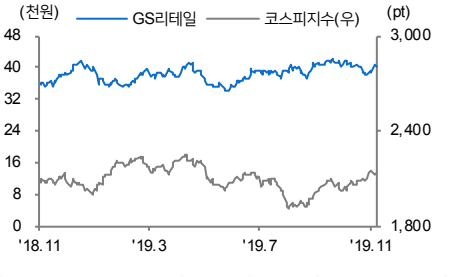
Analyst 양지혜 02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr

## Buy

| 적정주가(12개월) | 54,000원 |
|---|---|
| 현재주가 (11월 12일) | 40,350원 |
| 상승여력 | 33.8% |
| KOSPI | 2,140.92pt |
| 시가총액 | 31,070억원 |
| 발행주식수 | 7,700만주 |
| 유동주식비율 | 34.11% |
| 외국인비중 | 20.41% |
| 52주 최고/최저가 | 42,000원/34,000원 |
| 평균거래대금 | 49.7억원 |
| **주요주주(%)** | |
| GS 외 1 인 | 65.77 |
| 국민연금공단 | 5.02 |

| 주가상승률(%) | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | -0.9 | -5.3 |
| 6개월 | 14.0 | 12.2 |
| 12개월 | 15.1 | 11.9 |

**주가그래프**




### 3Q 호실적 달성, 4Q 또한 양호한 이익 증가 예상

- GS리테일의 연결기준 3분기 실적은 매출액 2.4조원 (+3.3% YoY), 영업이익 877억원 (+13% YoY)을 기록하였음. 기존점성장률 부진 (전체 -1%)에도 점포수 증가율 (+4.8% YoY)이 2분기 대비 강화됨. 4분기는 기존점 성장률 회복 (+0.5% 추정)과 함께 매출액 2.3조원 (+4.2% YoY), 영업이익 352억원 (+39.2% YoY) 전망

### 2020년 매출액 9.4조원 (+4.4%), 영업이익 2,582억원 (+15.1%) 예상

- 2020년 편의점 업계 재계약이 집중되면서 점포 경영주들의 GS로의 전환이 늘어나 점포 수가 +4.6% 증가할 전망임. 기존점성장률 또한 2018년까지의 양적 성장 이후 2019년 비효율점포의 구조조정이 마무리되면서 2020년부터는 정상적인 수준으로 회복될 수 있겠음. 상품믹스 개선 및 통합구매 확대에 따른 매출총이익률 상승, 임차료 및 감가상각비 등 판관비 부담 완화도 지속되면서 편의점의 이익이 +10.6% 증가하고 기타 사업부 (지하철 임대사업 종료)의 손실폭 축소도 기대됨

### 투자의견 Buy와 적정주가 54,000원 유지

- 향후 편의점은 소형매장 특성상 새로운 비즈니스 모델과의 연계를 통해 꾸준한 성장 전망. 소매유통 내 편의점 비중도 온라인과 함께 지속적으로 확대 예상

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 2017 | 8,266.6 | 165.7 | 118.2 | 1,535 | -57.9 | 26,369 | 26.3 | 1.5 | 9.8 | 5.9 | 112.8 |
| 2018 | 8,691.6 | 180.3 | 120.6 | 1,566 | 15.0 | 27,116 | 25.9 | 1.5 | 9.2 | 5.9 | 107.4 |
| 2019E | 9,056.7 | 221.3 | 143.5 | 1,864 | 12.9 | 28,280 | 21.6 | 1.4 | 11.2 | 6.7 | 149.6 |
| 2020E | 9,427.0 | 258.4 | 177.2 | 2,302 | 23.4 | 29,782 | 17.5 | 1.4 | 10.1 | 7.9 | 140.6 |
| 2021E | 9,823.0 | 275.0 | 203.9 | 2,648 | 15.1 | 31,530 | 15.2 | 1.3 | 9.5 | 8.6 | 134.4 |

# GS리테일 적정주가 산출

## GS리테일 SOTP Valuation

| (십억원) | | 12MF | multiple | 지분율 | 가치 |
|---|---|---|---|---|---|
| 영업가치 | 편의점 | 195.6 | 22 | 100.0 | 4,302 |
| | 슈퍼 | -8.5 | 12 | 100.0 | -102 |
| | 호텔 | 48.1 | 15 | 67.6 | 487 |
| | H&B스토어 | -11.2 | 20 | 100.0 | -223 |
| | **합** | | | | **4,464** |
| | | | | **순자산** | **가치** |
| 자산가치 | 투자부동산 | | | | 656 |
| | **합** | | | | **656** |
| **순차입금 (연결)** | | | | | 930 |
| **적정가치 (NAV)** | | | | | 4,190 |
| **주식수 (천주)** | | | | | 77,000 |
| **주당적정가치 (원)** | | | | | **54,422** |

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

# GS리테일 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 2018 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 2019E | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **8,691.6** | **2,082.8** | **2,307.7** | **2,375.6** | **2,263.6** | **9,029.7** | **2,182.7** | **2,418.4** | **2,492.2** | **2,332.5** | **9,425.8** |
| *증가율 (% YoY)* | *5.1* | *4.4* | *4.9* | *2.2* | *4.2* | *3.9* | *4.8* | *4.8* | *4.9* | *3.0* | *4.4* |
| 편의점 | 6,551.0 | 1,556.9 | 1,758.0 | 1,817.8 | 1,732.7 | 6,865.4 | 1,659.4 | 1,875.2 | 1,922.6 | 1,805.9 | 7,263.1 |
| *증가율 (% YoY)* | *4.3* | *5.3* | *5.3* | *3.5* | *5.3* | *4.8* | *6.6* | *6.7* | *5.8* | *4.2* | *5.8* |
| 점포수 (개) | 12,873 | 13,260 | 13,370 | 13,596 | 13,870 | 13,524 | 13,993 | 14,106 | 14,209 | 14,299 | 14,152 |
| *증가율 (% YoY)* | *8.1* | *4.9* | *4.7* | *4.8* | *5.8* | *5.1* | *5.5* | *5.5* | *4.5* | *3.1* | *4.6* |
| 점당매출액 (억원) | 5.1 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 5.1 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.3 | 5.1 |
| *증가율 (% YoY)* | *-3.5* | *0.3* | *0.6* | *-1.2* | *-0.5* | *-0.2* | *1.0* | *1.1* | *1.2* | *1.1* | *1.1* |
| *기존점성장률 일반* | *1.5* | *1.0* | *0.0* | *-2.0* | *0.5* | *-0.1* | *1.0* | *1.1* | *2.1* | *2.0* | *1.6* |
| *기존점성장률 전체* | *2.0* | *1.0* | *0.5* | *-1.0* | *0.5* | *0.3* | *1.0* | *1.0* | *1.5* | *1.5* | *1.3* |
| 슈퍼마켓 | 1,506.9 | 375.9 | 384.7 | 389.3 | 360.8 | 1,510.7 | 370.4 | 373.2 | 396.7 | 350.0 | 1,490.2 |
| *증가율 (% YoY)* | *3.2* | *3.0* | *3.1* | *-4.8* | *0.3* | *0.3* | *-1.5* | *-3.0* | *1.9* | *-3.0* | *-1.4* |
| 점포수 (개) | 298 | 318 | 323 | 322 | 323 | 322 | 323 | 323 | 323 | 323 | 323 |
| *증가율 (% YoY)* | *5.7* | *9.3* | *11.0* | *6.6* | *4.9* | *7.9* | *1.6* | *0.0* | *0.3* | *0.0* | *0.5* |
| 호텔사업부 | 289.5 | 67.4 | 76.6 | *74.6* | *82.3* | *300.9* | *69.4* | *78.9* | *76.8* | *84.8* | *309.9* |
| *증가율 (% YoY)* | *18.1* | *1.0* | *4.9* | *6.7* | *3.0* | *3.9* | *3.0* | *3.0* | *3.0* | *3.0* | *3.0* |
| 랄라블라 (H&B) | 164.5 | 41.1 | 40.1 | *41.0* | *38.0* | *160.2* | *38.0* | *38.0* | *38.0* | *37.0* | *151.0* |
| *증가율 (% YoY)* | *9.7* | *26.5* | *-10.9* | *-8.9* | *-9.5* | *-2.6* | *-7.5* | *-5.2* | *-7.3* | *-2.6* | *-5.7* |
| 기타사업부 | 179.9 | 41.4 | 48.3 | *52.8* | *49.8* | *192.3* | *45.5* | *53.1* | *58.1* | *54.8* | *211.6* |
| *증가율 (% YoY)* | *34.8* | *-19.8* | *27.1* | *17.3* | *10.0* | *6.9* | *10.0* | *10.0* | *10.0* | *10.0* | *10.0* |
| 매출원가 | 6,852.8 | 1,647.0 | 1,800.0 | *1,854.2* | *1,781.5* | *7,084.4* | *1,722.2* | *1,881.5* | *1,936.4* | *1,828.7* | *7,368.8* |
| *증가율 (% YoY)* | *2.2* | *4.1* | *4.2* | *1.5* | *3.7* | *3.4* | *4.6* | *4.4* | *4.4* | *2.6* | *4.0* |
| 매출원가율 (%) | 78.8 | 79.1 | 78.0 | *78.1* | *78.7* | *78.5* | *78.9* | *77.8* | *77.7* | *78.4* | *78.2* |
| 매출총이익 | 1,838.8 | 435.8 | 507.7 | *521.4* | *482.2* | *1,945.3* | *460.6* | *536.9* | *555.8* | *503.8* | *2,057.0* |
| *증가율 (% YoY)* | *17.9* | *5.4* | *7.7* | *4.4* | *6.1* | *5.8* | *5.7* | *6.1* | *6.6* | *4.5* | *5.7* |
| 매출총이익률 (%) | 21.2 | 20.9 | 22.0 | *22.0* | *21.3* | *21.5* | *21.1* | *22.2* | *22.3* | *21.6* | *21.8* |
| 판관비 | 1,658.6 | 414.4 | 430.7 | *439.6* | *446.9* | *1,729.9* | *432.1* | *444.5* | *455.8* | *466.5* | *1,798.9* |
| *증가율 (% YoY)* | *19.0* | *5.8* | *3.6* | *4.2* | *4.1* | *4.3* | *4.3* | *3.6* | *3.7* | *4.4* | *4.0* |
| 판관비율 (%) | 19.1 | 19.9 | 18.7 | *18.5* | *19.7* | *19.2* | *19.8* | *18.4* | *18.3* | *20.0* | *19.1* |
| **영업이익** | **180.3** | **21.4** | **77.0** | ***90.6*** | ***35.2*** | ***224.2*** | ***28.5*** | ***92.3*** | ***100.0*** | ***37.4*** | ***258.2*** |
| *증가율 (% YoY)* | *8.7* | *-0.9* | *38.1* | *16.7* | *39.2* | *24.4* | *33.0* | *19.9* | *10.4* | *6.1* | *15.1* |
| 영업이익률 (%) | 2.1 | 1.0 | 3.3 | *3.8* | *1.6* | *2.5* | *1.3* | *3.8* | *4.0* | *1.6* | *2.7* |
| 편의점 | 192.2 | 26.8 | 86.8 | *89.8* | *34.7* | *238.1* | *29.9* | *93.8* | *100.0* | *39.7* | *263.3* |
| *증가율 (% YoY)* | *-8.0* | *34.7* | *32.9* | *17.5* | *13.2* | *23.9* | *11.5* | *8.0* | *11.3* | *14.6* | *10.6* |
| 이익률 (%) | 2.9 | 1.7 | 4.9 | *4.9* | *2.0* | *3.5* | *1.8* | *5.0* | *5.2* | *2.2* | *3.6* |
| 슈퍼마켓 | -2.0 | -4.8 | -1.1 | *2.4* | *-10.0* | *-13.5* | *-4.0* | *-1.0* | *5.0* | *-7.0* | *-7.0* |
| *증가율 (% YoY)* | *적지* | *적전* | *적전* | *-57.9* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* | *108.3* | *적지* | *적지* |
| *이익률 (%)* | *-0.1* | *-1.3* | *-1.5* | *-1.5* | *-1.5* | *-0.9* | *-1.1* | *-1.5* | *-1.5* | *-1.5* | *-0.5* |
| 호텔사업부 | 57.4 | 14.0 | 12.8 | *14.3* | *18.3* | *59.4* | *15.0* | *14.0* | *15.5* | *19.0* | *63.5* |
| *증가율 (% YoY)* | *97.3* | *-4.1* | *17.4* | *2.1* | *2.0* | *3.4* | *7.1* | *9.4* | *8.4* | *4.1* | *7.0* |
| 이익률 (%) | 19.8 | 20.8 | 16.7 | *19.2* | *22.2* | *19.7* | *21.6* | *17.7* | *20.2* | *22.4* | *20.5* |
| 랄라블라 (H&B) | -26.0 | -3.9 | -4.2 | *-3.9* | *-4.0* | *-16.0* | *-2.0* | *-3.0* | *-3.0* | *-4.0* | *-12.0* |
| *증가율 (% YoY)* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* |
| 이익률 (%) | -15.8 | -9.5 | -10.5 | *-9.5* | *-10.5* | *-10.0* | *-5.3* | *-7.9* | *-7.9* | *-10.8* | *-7.9* |
| 기타사업부 | -41.3 | -10.7 | -17.3 | *-12.0* | *-3.7* | *-43.7* | *-10.4* | *-11.4* | *-17.5* | *-10.4* | *-49.7* |
| *증가율 (% YoY)* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* | *적지* |
| 이익률 (%) | -23.0 | -25.8 | -35.8 | *-22.7* | *-7.4* | *-22.7* | *-22.8* | *-21.5* | *-30.1* | *-18.9* | *-23.5* |

자료: GS리테일, 메리츠종금증권 리서치센터

# GS리테일(007070)

## Income Statement

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **8,266.6** | **8,691.6** | **9,056.7** | **9,427.0** | **9,823.0** |
| 매출액증가율 (%) | 11.7 | 5.1 | 4.2 | 4.1 | 4.2 |
| 매출원가 | 6,707.3 | 6,852.9 | 7,105.5 | 7,369.7 | 7,671.7 |
| 매출총이익 | 1,559.3 | 1,838.8 | 1,951.2 | 2,057.3 | 2,151.2 |
| 판매관리비 | 1,393.6 | 1,658.5 | 1,729.9 | 1,798.9 | 1,876.2 |
| **영업이익** | **165.7** | **180.3** | **221.3** | **258.4** | **275.0** |
| 영업이익률 | 2.0 | 2.1 | 2.4 | 2.7 | 2.8 |
| 금융손익 | -1.2 | -3.2 | -24.5 | -22.8 | 1.5 |
| 종속/관계기업손익 | 0.6 | -1.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 24.0 | 3.6 | 5.0 | 10.0 | 9.0 |
| 세전계속사업이익 | 189.2 | 179.6 | 201.8 | 245.7 | 285.6 |
| 법인세비용 | 74.1 | 47.2 | 52.5 | 61.4 | 73.6 |
| **당기순이익** | **115.1** | **132.3** | **149.4** | **184.2** | **212.0** |
| 지배주주지분 순이익 | 118.2 | 120.6 | 143.5 | 177.2 | 203.9 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 743.0 | 709.5 | 919.9 | 1,027.8 | 1,233.7 |
| 현금및현금성자산 | 90.7 | 61.8 | 235.2 | 315.6 | 492.0 |
| 매출채권 | 187.1 | 179.0 | 190.7 | 198.5 | 206.9 |
| 재고자산 | 230.6 | 224.6 | 237.2 | 246.9 | 257.2 |
| 비유동자산 | 4,349.3 | 4,389.4 | 5,453.7 | 5,411.1 | 5,375.4 |
| 유형자산 | 2,392.6 | 2,346.6 | 2,326.2 | 2,297.3 | 2,273.6 |
| 무형자산 | 170.8 | 165.3 | 148.9 | 134.2 | 120.9 |
| 투자자산 | 130.3 | 188.1 | 189.1 | 190.2 | 191.4 |
| **자산총계** | **5,092.3** | **5,098.9** | **6,373.6** | **6,439.0** | **6,609.1** |
| 유동부채 | 1,795.6 | 1,720.4 | 1,636.9 | 1,563.2 | 1,572.4 |
| 매입채무 | 480.5 | 398.9 | 458.2 | 476.9 | 497.0 |
| 단기차입금 | 235.0 | 595.2 | 445.2 | 345.2 | 325.2 |
| 유동성장기부채 | 311.5 | 60.5 | 55.5 | 50.5 | 45.5 |
| 비유동부채 | 903.3 | 920.1 | 2,182.9 | 2,199.3 | 2,217.6 |
| 사채 | 109.8 | 109.9 | 104.9 | 99.9 | 94.9 |
| 장기차입금 | 154.7 | 165.0 | 160.0 | 155.0 | 150.0 |
| **부채총계** | **2,698.9** | **2,640.5** | **3,819.8** | **3,762.5** | **3,790.0** |
| 자본금 | 77.0 | 77.0 | 77.0 | 77.0 | 77.0 |
| 자본잉여금 | 155.5 | 155.5 | 155.5 | 155.5 | 155.5 |
| 기타포괄이익누계액 | -3.5 | -4.1 | -4.1 | -4.1 | -4.1 |
| 이익잉여금 | 1,801.7 | 1,859.8 | 1,949.5 | 2,065.1 | 2,199.7 |
| 비지배주주지분 | 363.0 | 370.4 | 376.3 | 383.3 | 391.3 |
| **자본총계** | **2,393.3** | **2,458.4** | **2,553.8** | **2,676.4** | **2,819.1** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **442.2** | **324.8** | **472.7** | **462.9** | **487.0** |
| 당기순이익(손실) | 115.1 | 132.3 | 149.4 | 184.2 | 212.0 |
| 유형자산상각비 | 224.6 | 250.3 | 235.4 | 228.9 | 223.7 |
| 무형자산상각비 | 46.5 | 50.7 | 16.4 | 14.7 | 13.3 |
| 운전자본의 증감 | 59.5 | -169.0 | 73.5 | 36.8 | 39.9 |
| **투자활동 현금흐름** | **-423.3** | **-384.9** | **-1,317.6** | **-202.6** | **-203.0** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -380.9 | -287.6 | -215.0 | -200.0 | -200.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -73.4 | -58.9 | -1.1 | -1.1 | -1.2 |
| **재무활동 현금흐름** | **28.2** | **31.2** | **1,018.4** | **-179.9** | **-107.6** |
| 차입금의 증감 | 167.7 | 84.5 | 1,068.4 | -126.0 | -46.0 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 46.7 | -29.0 | 173.5 | 80.3 | 176.4 |
| 기초현금 | 44.0 | 90.7 | 61.8 | 235.2 | 315.6 |
| 기말현금 | 90.7 | 61.8 | 235.2 | 315.6 | 492.0 |

## Key Financial Data

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 107,358 | 112,878 | 117,620 | 122,429 | 127,571 |
| EPS(지배주주) | 1,535 | 1,566 | 1,864 | 2,302 | 2,648 |
| CFPS | 6,708 | 7,232 | 6,209 | 6,650 | 6,766 |
| EBITDAPS | 5,673 | 6,251 | 6,144 | 6,521 | 6,649 |
| BPS | 26,369 | 27,116 | 28,280 | 29,782 | 31,530 |
| DPS | 600 | 650 | 700 | 800 | 900 |
| 배당수익률(%) | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 2.0 | 2.2 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 26.3 | 25.9 | 21.6 | 17.5 | 15.2 |
| PCR | 6.0 | 5.6 | 6.5 | 6.1 | 6.0 |
| PSR | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| PBR | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.3 |
| EBITDA | 436.8 | 481.3 | 473.1 | 502.1 | 512.0 |
| EV/EBITDA | 9.8 | 9.2 | 11.2 | 10.1 | 9.5 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 5.9 | 5.9 | 6.7 | 7.9 | 8.6 |
| EBITDA 이익률 | 5.3 | 5.5 | 5.2 | 5.3 | 5.2 |
| 부채비율 | 112.8 | 107.4 | 149.6 | 140.6 | 134.4 |
| 금융비용부담률 | 0.3 | 0.3 | 0.7 | 0.9 | 0.8 |
| 이자보상배율(x) | 5.9 | 6.1 | 3.4 | 3.1 | 3.5 |
| 매출채권회전율(x) | 48.5 | 47.5 | 49.0 | 48.4 | 48.5 |
| 재고자산회전율(x) | 42.9 | 38.2 | 39.2 | 39.0 | 39.0 |

# 호텔신라(008770) 글로벌 럭셔리 화장품이 주목하는 기업

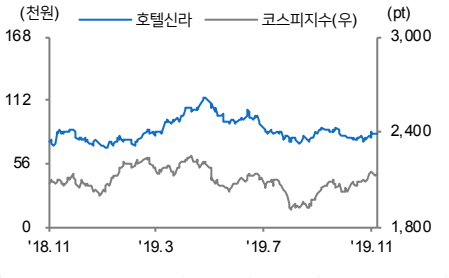
Analyst 양지혜 02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr

## Buy

| 적정주가(12개월) | 105,000원 |
|---|---|
| 현재주가 (11월 12일) | 82,000원 |
| 상승여력 | 28.0% |
| KOSPI | 2,140.92pt |
| 시가총액 | 32,183억원 |
| 발행주식수 | 3,925만주 |
| 유동주식비율 | 77.22% |
| 외국인비중 | 28.10% |
| 52주 최고/최저가 | 115,000원/69,500원 |
| 평균거래대금 | 350.9억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 삼성생명보험 외 5 인 | 17.34 |
| 국민연금공단 | 12.91 |

| 주가상승률(%) | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | 4.1 | -0.6 |
| 6개월 | -24.8 | -25.9 |
| 12개월 | 13.4 | 10.2 |

**주가그래프**




### 3Q 매출 고성장에도 영업이익 부진, 4Q 지난해 낮은 기저 바탕으로 이익 증가 전망

- 호텔신라의 3분기 실적은 매출액 1.48조원 (+20.9% YoY), 영업이익 574억원 (-15.6% YoY)을 기록함. 중국의 대형 웨이상 비중 확대로 원가율 상승, 국내 공항면세점 임차료 상승 부담. 4분기는 지난해 낮은 기저 바탕으로 매출액 1.34조원 (+12.5% YoY), 영업이익 308억원 (+12.0% YoY) 전망. 12월 인천공항 제1터미널 면세점 입찰, 점유율 유지 및 임차료 부담 완화 여부 관건

### 2020년 매출액 6.1조원 (+11.3%), 영업이익 2,801억원 (+12.5%) 예상

- 미국 기내 면세점 '3식스티 (3Sixty)'의 지분 44% 인수로 미주지역 진출과 함께 글로벌 명품 소싱 경쟁력 강화될 전망. 마카오 국제공항 면세사업권 입찰에서도 최종 사업자로 선정되었으며 2020년부터 향후 5년간 연결 매출액 7,000억원 반영 예상

### 투자의견 Buy와 적정주가 105,000원 유지

- 적정주가는 2020년 예상 EPS에 적정 PER 27배 (글로벌 명품업체 평균)를 적용 유지하여 산출
- 중국 화장품 시장이 프레스티지 브랜드 중심으로 고성장하고 있으며 SNS 전자상거래 플랫폼을 통해 하위도시 젊은 소비자들의 구매 접근성이 확대되면서 웨이상의 소싱처인 호텔신라 등 국내 면세점업체의 수혜 지속될 전망

| (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 | 5,515.5 | 249.1 | 137.9 | 3,505 | 23.8 | 22,224 | 23.4 | 3.7 | 9.4 | 16.7 | 311.5 |
| 2020E | 6,136.6 | 280.2 | 155.9 | 3,966 | 13.1 | 25,791 | 20.7 | 3.2 | 9.3 | 16.2 | 270.4 |
| 2021E | 6,688.9 | 334.5 | 204.4 | 5,199 | 31.1 | 30,567 | 15.8 | 2.7 | 8.3 | 18.1 | 229.7 |

# 호텔신라 세부 실적 추이

| (십억원) | 2018 | 2019E | 2020E | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **4,713.6** | **5,515.5** | **6,136.5** | **1,343.2** | **1,354.9** | **1,475.3** | **1,342.1** | **1,483.4** | **1,511.5** | **1,655.2** | **1,486.4** |
| *증가율 (% YoY)* | *34.1* | *17.0* | *11.3* | *19.3* | *15.3* | *20.9* | *12.5* | *10.4* | *11.6* | *12.2* | *10.8* |
| TR | 4,233.6 | 5,004.0 | 5,605.1 | 1,225.2 | 1,226.5 | 1,338.6 | 1,213.7 | 1,361.1 | 1,377.5 | 1,515.3 | 1,351.2 |
| 시내점 | 2,441.0 | 3,078.6 | 3,540.4 | 721.0 | 756.1 | 856.4 | 745.1 | 829.2 | 869.5 | 984.9 | 856.8 |
| 공항점 | 1,792.6 | 1,925.4 | 2,064.8 | 504.2 | 470.4 | 482.2 | 468.6 | 531.9 | 508.0 | 530.4 | 494.4 |
| 호텔&레저 | 480.0 | 511.5 | 531.4 | 118.0 | 128.4 | 136.7 | 128.4 | 122.4 | 133.9 | 139.9 | 135.2 |
| 서울 | 155.7 | 161.5 | 163.9 | 34.2 | 42.7 | 41.6 | 43.0 | 34.9 | 43.1 | 42.4 | 43.5 |
| 제주 | 74.0 | 74.7 | 76.9 | 16.5 | 19.2 | 24.2 | 14.8 | 17.0 | 19.8 | 24.9 | 15.2 |
| 기타 | 129.1 | 140.4 | 150.2 | 30.2 | 34.2 | 37.4 | 38.6 | 32.3 | 36.6 | 40.0 | 41.3 |
| 레저 | 112.6 | 127.6 | 140.3 | 34.7 | 31.3 | 29.6 | 32.0 | 38.2 | 34.4 | 32.6 | 35.2 |
| ***증가율 (% YoY)*** | | | | | | | | | | | |
| *TR* | *37.7* | *18.2* | *12.0* | *20.9* | *16.3* | *22.4* | *13.3* | *11.1* | *12.3* | *13.2* | *11.3* |
| *시내점* | *31.3* | *26.1* | *15.0* | *24.0* | *23.3* | *36.9* | *20.0* | *15.0* | *15.0* | *15.0* | *15.0* |
| *공항점* | *47.5* | *7.4* | *7.2* | *16.6* | *6.5* | *3.0* | *4.0* | *5.5* | *8.0* | *10.0* | *5.5* |
| *호텔&레저* | *9.2* | *6.6* | *3.9* | *5.5* | *7.0* | *7.7* | *5.8* | *3.7* | *4.3* | *2.4* | *5.3* |
| *서울* | *7.2* | *3.7* | *1.5* | *0.6* | *7.8* | *5.3* | *1.0* | *2.0* | *1.0* | *2.0* | *1.0* |
| *제주* | *-3.1* | *0.9* | *3.0* | *0.6* | *-1.0* | *2.1* | *2.0* | *3.0* | *3.0* | *3.0* | *3.0* |
| *기타* | *5.2* | *8.8* | *7.0* | *5.2* | *7.5* | *11.6* | *10.0* | *7.0* | *7.0* | *7.0* | *7.0* |
| *레저* | *18.3* | *13.3* | *10.0* | *18.0* | *8.7* | *11.3* | *15.0* | *10.0* | *10.0* | *10.0* | *10.0* |
| **비중 (%)** | | | | | | | | | | | |
| TR | 89.8 | 90.7 | 91.3 | 91.2 | 90.5 | 90.7 | 90.4 | 91.8 | 91.1 | 91.5 | 90.9 |
| 시내점 | 51.8 | 55.8 | 57.7 | 53.7 | 55.8 | 58.0 | 55.5 | 55.9 | 57.5 | 59.5 | 57.6 |
| 공항점 | 38.0 | 34.9 | 33.6 | 37.5 | 34.7 | 32.7 | 34.9 | 35.9 | 33.6 | 32.0 | 33.3 |
| 호텔&레저 | 10.2 | 9.3 | 8.7 | 8.8 | 9.5 | 9.3 | 9.6 | 8.2 | 8.9 | 8.5 | 9.1 |
| 서울 | 3.3 | 2.9 | 2.7 | 2.5 | 3.2 | 2.8 | 3.2 | 2.4 | 2.9 | 2.6 | 2.9 |
| 제주 | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.4 | 1.6 | 1.1 | 1.1 | 1.3 | 1.5 | 1.0 |
| 기타 | 2.7 | 2.5 | 2.4 | 2.2 | 2.5 | 2.5 | 2.9 | 2.2 | 2.4 | 2.4 | 2.8 |
| 레저 | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 2.6 | 2.3 | 2.0 | 2.4 | 2.6 | 2.3 | 2.0 | 2.4 |
| **매출원가** | **2,462.3** | **3,058.1** | **3,427.3** | **752.5** | **741.3** | **826.2** | **738.2** | **835.2** | **832.8** | **926.9** | **832.4** |
| *증가율 (% YoY)* | *4.2* | *24.2* | *12.1* | *26.7* | *23.5* | *30.9* | *15.9* | *11.0* | *12.4* | *12.2* | *12.8* |
| 매출원가율 (%) | 52.2 | 55.4 | 55.9 | 56.0 | 54.7 | 56.0 | 55.0 | 56.3 | 55.1 | 56.0 | 56.0 |
| **매출총이익** | **2,251.3** | **2,457.4** | **2,709.2** | **590.7** | **613.6** | **649.1** | **603.9** | **648.3** | **678.7** | **728.3** | **654.0** |
| *증가율 (% YoY)* | *36.6* | *9.2* | *10.2* | *11.1* | *6.8* | *10.1* | *8.7* | *9.8* | *10.6* | *12.2* | *8.3* |
| 매출총이익률 (%) | 47.8 | 44.6 | 44.1 | 44.0 | 45.3 | 44.0 | 45.0 | 43.7 | 44.9 | 44.0 | 44.0 |
| **판관비** | **2,042.2** | **2,208.3** | **2,429.1** | **509.0** | **534.4** | **591.7** | **573.1** | **558.3** | **588.7** | **660.5** | **621.6** |
| *증가율 (% YoY)* | *29.6* | *8.1* | *10.0* | *4.5* | *5.8* | *13.5* | *8.5* | *9.7* | *10.2* | *11.6* | *8.4* |
| 판관비율 (%) | 43.3 | 40.0 | 39.6 | 37.9 | 39.4 | 40.1 | 42.7 | 37.6 | 38.9 | 39.9 | 41.8 |
| **영업이익** | **209.1** | **249.1** | **280.1** | **81.7** | **79.2** | **57.4** | **30.8** | **89.9** | **90.0** | **67.8** | **32.5** |
| *증가율 (% YoY)* | *186.3* | *19.1* | *12.5* | *85.0* | *14.0* | *-15.6* | *12.0* | *10.1* | *13.6* | *18.2* | *5.3* |
| 영업이익률 (%) | 4.4 | 4.5 | 4.6 | 6.1 | 5.8 | 3.9 | 2.3 | 6.1 | 6.0 | 4.1 | 2.2 |
| TR | 196.1 | 227.4 | 251.0 | 82.2 | 69.8 | 45.1 | 30.3 | 88.5 | 79.9 | 51.5 | 31.1 |
| *증가율 (% YoY)* | *235.2* | *16.0* | *10.3* | *72.7* | *9.1* | *-24.1* | *20.9* | *7.6* | *14.5* | *14.2* | *2.4* |
| 영업이익률 (%) | 4.6 | 4.5 | 4.5 | 6.7 | 5.7 | 3.4 | 2.5 | 6.5 | 5.8 | 3.4 | 2.3 |
| 호텔&레저 | 13.0 | 21.6 | 29.2 | -0.5 | 9.4 | 12.3 | 0.5 | 1.5 | 10.1 | 16.3 | 1.4 |
| *증가율 (% YoY)* | *-10.8* | *66.0* | *34.8* | *적지* | *71.1* | *43.3* | *-80.6* | *흑전* | *7.0* | *32.8* | *195.4* |
| 영업이익률 (%) | 3.8 | 4.2 | 5.5 | -0.4 | 7.3 | 9.0 | 0.4 | 1.2 | 7.5 | 11.6 | 1.0 |

자료: 호텔신라, 메리츠종금증권 리서치센터

# 호텔신라(008770)

| Income Statement | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| **매출액** | **3,514.7** | **4,713.7** | **5,515.5** | **6,136.6** | **6,688.9** |
| 매출액증가율 (%) | -5.4 | 34.1 | 17.0 | 11.3 | 9.0 |
| 매출원가 | 1,866.1 | 2,462.2 | 3,058.2 | 3,427.4 | 3,732.4 |
| 매출총이익 | 1,648.7 | 2,251.5 | 2,457.4 | 2,709.3 | 2,956.5 |
| 판매관리비 | 1,575.6 | 2,042.4 | 2,208.3 | 2,429.1 | 2,622.1 |
| **영업이익** | **73.1** | **209.1** | **249.1** | **280.2** | **334.5** |
| 영업이익률 | 2.1 | 4.4 | 4.5 | 4.6 | 5.0 |
| 금융손익 | -14.8 | -7.7 | -44.1 | -58.7 | -52.9 |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -13.5 | -54.4 | -18.0 | -10.0 | -7.0 |
| 세전계속사업이익 | 44.8 | 147.0 | 187.0 | 211.5 | 274.6 |
| 법인세비용 | 19.5 | 36.7 | 50.5 | 57.1 | 72.3 |
| **당기순이익** | **25.3** | **110.3** | **136.5** | **154.4** | **202.3** |
| 지배주주지분 순이익 | 25.3 | 110.3 | 137.9 | 155.9 | 204.4 |

| Balance Sheet | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 유동자산 | 1,167.7 | 1,272.2 | 1,615.6 | 1,827.3 | 2,060.1 |
| 현금및현금성자산 | 474.4 | 281.9 | 579.6 | 675.0 | 804.4 |
| 매출채권 | 77.1 | 94.8 | 100.6 | 112.0 | 122.0 |
| 재고자산 | 469.1 | 703.6 | 686.1 | 763.4 | 832.1 |
| 비유동자산 | 1,051.5 | 1,031.6 | 2,039.5 | 1,985.9 | 1,957.0 |
| 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 | 295.7 | 328.9 | 358.5 |
| **자산총계** | **2,219.2** | **2,303.7** | **3,655.1** | **3,813.2** | **4,017.1** |
| 유동부채 | 879.4 | 1,002.7 | 1,395.0 | 1,457.2 | 1,518.0 |
| 매입채무 | 241.0 | 284.2 | 307.2 | 341.8 | 372.6 |
| 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 | 1,371.9 | 1,326.6 | 1,280.7 |
| 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** | **2,766.8** | **2,783.8** | **2,798.7** |
| 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 | 599.9 | 742.6 | 933.6 |
| 비지배주주지분 | 0.7 | 0.7 | -0.7 | -2.3 | -4.3 |
| **자본총계** | **668.1** | **765.1** | **888.3** | **1,029.4** | **1,218.4** |

| Statement of Cash Flow | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| **영업활동 현금흐름** | **207.2** | **153.9** | **753.6** | **346.2** | **372.7** |
| 당기순이익(손실) | 25.3 | 110.3 | 136.5 | 154.4 | 202.3 |
| 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 | 374.7 | -26.8 | -16.2 |
| **투자활동 현금흐름** | **-162.1** | **-102.8** | **-1,200.3** | **-95.8** | **-91.8** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -64.9 | -77.8 | -65.0 | -60.0 | -60.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -82.9 | 33.6 | -42.9 | -33.2 | -29.5 |
| **재무활동 현금흐름** | **85.3** | **-244.7** | **744.5** | **-155.0** | **-151.5** |
| 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 | 297.7 | 95.4 | 129.4 |
| 기초현금 | 346.7 | 474.4 | 281.9 | 579.6 | 675.0 |
| 기말현금 | 474.4 | 281.9 | 579.6 | 675.0 | 804.4 |

| Key Financial Data | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 89,551 | 120,099 | 140,530 | 156,354 | 170,426 |
| EPS(지배주주) | 637 | 2,803 | 3,505 | 3,966 | 5,199 |
| CFPS | 3,964 | 7,339 | 10,707 | 10,624 | 11,359 |
| EBITDAPS | 3,682 | 7,229 | 11,166 | 10,878 | 11,537 |
| BPS | 16,687 | 19,110 | 22,224 | 25,791 | 30,567 |
| DPS | 350 | 350 | 350 | 350 | 350 |
| 배당수익률(%) | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 133.3 | 27.3 | 23.4 | 20.7 | 15.8 |
| PCR | 21.4 | 10.4 | 7.7 | 7.7 | 7.2 |
| PSR | 0.9 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| PBR | 5.1 | 4.0 | 3.7 | 3.2 | 2.7 |
| EBITDA | 144.5 | 283.7 | 438.2 | 427.0 | 452.8 |
| EV/EBITDA | 26.0 | 12.0 | 9.4 | 9.3 | 8.3 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 3.8 | 15.4 | 16.7 | 16.2 | 18.1 |
| EBITDA 이익률 | 4.1 | 6.0 | 7.9 | 7.0 | 6.8 |
| 부채비율 | 232.1 | 201.1 | 311.5 | 270.4 | 229.7 |
| 금융비용부담률 | 0.6 | 0.4 | 1.0 | 1.2 | 1.0 |
| 이자보상배율(x) | 3.3 | 11.3 | 4.7 | 3.9 | 4.9 |
| 매출채권회전율(x) | 36.0 | 54.8 | 56.4 | 57.7 | 57.2 |
| 재고자산회전율(x) | 7.5 | 8.0 | 7.9 | 8.5 | 8.4 |

# 신세계(004170) 럭셔리를 잘 아는 기업

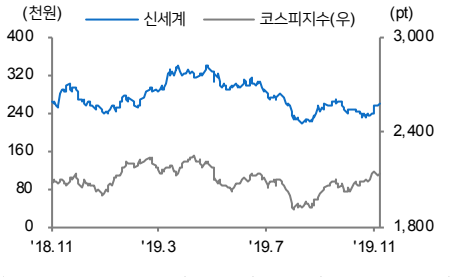
Analyst 양지혜 02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr

## Buy

| 적정주가(12개월) | 330,000원 |
|---|---|
| 현재주가 (11월 12일) | 259,500원 |
| 상승여력 | 27.2% |
| KOSPI | 2,140.92pt |
| 시가총액 | 25,548억원 |
| 발행주식수 | 985만주 |
| 유동주식비율 | 71.85% |
| 외국인비중 | 30.07% |
| 52주 최고/최저가 | 341,000원/216,500원 |
| 평균거래대금 | 112.0억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 이명희 외 2 인 | 28.06 |
| 국민연금공단 | 14.37 |

| 주가상승률(%) | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | 5.7 | 0.9 |
| 6개월 | -19.2 | -20.4 |
| 12개월 | 2.0 | -0.9 |

**주가그래프**




### 3Q 어닝 서프라이즈 달성, 4Q 백화점 및 면세점 양호한 매출 성장 지속될 전망

- 연결기준 총매출액 2.39조원 (+8.7% YoY), 영업이익 959억원 (+36.6% YoY) 기록. 백화점 별도법인과 신세계인터내셔날의 영업이익이 예상치를 상회했으며 면세점 (매출액 7,868억원, 영업이익 107억원)은 높은 매출 성장 (+35.8% YoY)에도 영업이익은 당사 추정치 (150억원) 하회. 별도기준 인천점 철수에 따른 매출 감소에도 인력 효율화와 판촉비 절감으로 총매출액 9,525억원 (-10.2% YoY), 영업이익 506억원 (+7.7% YoY) 기록

### 2020년 매출액 6.76조원 (+8.5%), 영업이익 4,867억원 (+16.5%) 예상

- 2020년 백화점 내 명품 등 상대적으로 저마진 상품군 비중이 확대에도 효율적인 비용 관리로 별도기준 매출액 +3.2%. 영업이익 +3.5% 성장 예상. 신세계인터내셔날은 화장품 고성장이 지속되면서 매출액 +9.6%, 영업이익 +26.4% 성장 전망. 신세계DF는 시내 면세점은 +13.7%, 공항 면세점은 +6.1% 성장하여 매출액 +11.3% YoY, 영업이익 +41% 증가가 예상되며 시내 면세점의 경쟁 강도 완화와 공항 면세점의 효율성 개선에 따른 고정비 부담 감소 여부 관건

### 투자의견 Buy 유지, 적정주가 330,000원으로 상향

- 적정주가는 백화점과 면세점의 영업가치와 관계사 및 센트럴시티의 자산가치 합으로 산출했으며 3분기 호실적을 반영하여 백화점과 면세점의 영업이익 추정치를 상향 조정하였음

| (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 | 6,223.2 | 417.7 | 716.2 | 72,745 | 199.3 | 423,114 | 3.6 | 0.6 | 12.0 | 18.8 | 142.4 |
| 2020E | 6,755.2 | 486.8 | 247.2 | 25,105 | -65.5 | 446,221 | 10.3 | 0.6 | 10.8 | 5.8 | 134.6 |
| 2021E | 7,228.0 | 532.3 | 285.4 | 28,988 | 15.5 | 473,210 | 9.0 | 0.5 | 10.1 | 6.3 | 125.6 |

# 신세계 SOTP Valuation

| (십억원) | | 비고 |
|---|---|---|
| 백화점 별도 NOPLAT | 170 | 2020년 기준 |
| 멀티플 (X) | 10 | 백화점 평균 PER |
| 신세계DF (면세점) NOPLAT | 56 | 2020년 기준 |
| 멀티플 (X) | 24 | 글로벌 럭셔리 평균 PER 대비 10% 할인 |
| 영업가치 | 3,047 | |
| 삼성생명 (지분율 2.2%) | 243 | 시가 대비 30% 할인 |
| 신세계인터내셔날 (지분율 45.8%) | 475 | 시가 대비 30% 할인 |
| 센트럴시티 | 1,053 | 장부가액 |
| 신세계동대구복합환승센터 | 276 | 장부가액 |
| 관계기업 합 (신세계사이먼 등) | 297 | 장부가액 |
| 순차입금 | 2,161 | 연결기준 (리스부채 제외) |
| 자산가치 | 184 | |
| **기업가치** | **3,230** | |
| 주식수 (천주) | 9,845 | |
| 적정주가 (원) | 328,114 | |
| **메리츠종금증권 적정주가 (원)** | **330,000** | |

자료: 신세계, 메리츠종금증권 리서치센터

# 신세계 연결기준 분기별 실적 현황

| (십억원) | 2018 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 2019E | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **5,181.9** | **1,518.0** | **1,506.0** | **1,602.7** | **1,596.6** | **6,223.2** | **1,649.7** | **1,622.7** | **1,737.8** | **1,745.0** | **6,755.2** |
| ***증가율 (% YoY)*** | ***33.9*** | ***38.3*** | ***27.3*** | ***17.3*** | ***3.8*** | ***20.1*** | ***8.7*** | ***7.7*** | ***8.4*** | ***9.3*** | ***8.5*** |
| 신세계 (별도기준) | 1,739.2 | 375.0 | 367.4 | 385.1 | 405.6 | 1,533.1 | 385.4 | 362.7 | 389.8 | 422.3 | 1,560.2 |
| 신세계인터내셔날 | 1,263.4 | 365.9 | 301.8 | 359.9 | 409.8 | 1,437.5 | 403.5 | 330.6 | 389.8 | 451.6 | 1,575.5 |
| 신세계동대구 | 174.3 | 45.5 | 44.9 | 47.0 | 52.8 | 190.2 | 48.2 | 47.1 | 49.4 | 55.9 | 200.6 |
| 센트럴시티 | 216.8 | 66.0 | 67.3 | 70.6 | 71.8 | 275.7 | 69.3 | 70.7 | 74.1 | 75.4 | 289.5 |
| 신세계DF | 2,008.4 | 703.3 | 769.5 | 786.8 | 717.0 | 2,976.6 | 779.7 | 855.2 | 879.9 | 799.0 | 3,313.8 |
| 까사미아 | 82.0 | 27.3 | 25.0 | 31.1 | 23.0 | 106.4 | 28.7 | 26.3 | 32.7 | 24.2 | 111.7 |
| 비중(%) | | | | | | | | | | | |
| 신세계 (별도기준) | 33.6 | 24.7 | 24.4 | 24.0 | 25.4 | 24.6 | 23.4 | 22.4 | 22.4 | 24.2 | 23.1 |
| 신세계인터내셔날 | 24.4 | 24.1 | 20.0 | 22.5 | 25.7 | 23.1 | 24.5 | 20.4 | 22.4 | 25.9 | 23.3 |
| 신세계동대구 | 3.4 | 3.0 | 3.0 | 2.9 | 3.3 | 3.1 | 2.9 | 2.9 | 2.8 | 3.2 | 3.0 |
| 센트럴시티 | 4.2 | 4.3 | 4.5 | 4.4 | 4.5 | 4.4 | 4.2 | 4.4 | 4.3 | 4.3 | 4.3 |
| 신세계DF | 38.8 | 46.3 | 51.1 | 49.1 | 44.9 | 47.8 | 47.3 | 52.7 | 50.6 | 45.8 | 49.1 |
| 까사미아 | 1.6 | 1.8 | 1.7 | 1.9 | 1.4 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.9 | 1.4 | 1.7 |
| *증가율(% YoY)* | | | | | | | | | | | |
| *신세계 (별도기준)* | *4.4* | *-11.9* | *-11.2* | *-10.9* | *-13.3* | *-11.9* | *2.8* | *-1.3* | *1.2* | *4.1* | *1.8* |
| *신세계인터내셔날* | *14.6* | *20.2* | *6.5* | *15.4* | *12.6* | *13.8* | *10.3* | *9.6* | *8.3* | *10.2* | *9.6* |
| *신세계동대구* | *6.9* | *9.4* | *11.1* | *9.3* | *7.0* | *9.1* | *6.0* | *5.0* | *5.0* | *6.0* | *5.5* |
| *센트럴시티* | *-15.6* | *47.3* | *44.4* | *23.9* | *5.0* | *27.2* | *5.0* | *5.0* | *5.0* | *5.0* | *5.0* |
| *신세계DF* | *118.3* | *107.2* | *73.1* | *35.8* | *11.2* | *48.2* | *10.9* | *11.1* | *11.8* | *11.4* | *11.3* |
| *까사미아* | | | *-19.6* | *27.5* | *-13.2* | *29.8* | *5.0* | *5.0* | *5.0* | *5.0* | *5.0* |
| 매출원가 | 2,249.4 | 721.3 | 723.1 | 805.2 | 686.5 | 2,936.1 | 785.3 | 778.9 | 830.7 | 750.3 | 3,145.2 |
| *증가율(% YoY)* | *44.3* | *54.5* | *37.5* | *29.8* | *6.3* | *30.5* | *8.9* | *7.7* | *3.2* | *9.3* | *7.1* |
| 매출원가율(%) | 43.4 | 47.5 | 48.0 | 50.2 | 43.0 | 47.2 | 47.6 | 48.0 | 47.8 | 43.0 | 46.6 |
| 매출총이익 | 2,932.5 | 796.7 | 782.9 | 797.5 | 910.1 | 3,287.2 | 864.5 | 843.8 | 907.1 | 994.6 | 3,610.0 |
| *증가율(% YoY)* | *26.8* | *26.2* | *19.2* | *6.9* | *2.0* | *12.1* | *8.5* | *7.8* | *13.7* | *9.3* | *9.8* |
| 매출총이익률(%) | 56.6 | 52.5 | 52.0 | 49.8 | 57.0 | 52.8 | 52.4 | 52.0 | 52.2 | 57.0 | 53.4 |
| 판관비 | 2,535.5 | 686.7 | 714.8 | 701.6 | 766.4 | 2,869.5 | 744.0 | 756.2 | 785.5 | 837.6 | 3,123.3 |
| *증가율(% YoY)* | *28.9* | *32.6* | *23.9* | *3.9* | *1.1* | *13.2* | *8.3* | *5.8* | *12.0* | *9.3* | *8.8* |
| 판관비율(%) | 48.9 | 45.2 | 47.5 | 43.8 | 48.0 | 46.1 | 45.1 | 46.6 | 45.2 | 48.0 | 46.2 |
| **영업이익** | **397.0** | **110.0** | **68.1** | **95.9** | **143.7** | **417.7** | **120.4** | **87.6** | **121.6** | **157.0** | **486.7** |
| ***증가율(% YoY)*** | ***14.8*** | ***-2.9*** | ***-14.9*** | ***36.6*** | ***7.4*** | ***5.2*** | ***9.5*** | ***28.7*** | ***26.8*** | ***9.3*** | ***16.5*** |
| 영업이익률(%) | 7.7 | 7.2 | 4.5 | 6.0 | 9.0 | 6.7 | 7.3 | 5.4 | 7.0 | 9.0 | 7.2 |
| 신세계 (별도기준) | 242.4 | 53.3 | 32.8 | 50.6 | 83.4 | 220.1 | 56.0 | 35.7 | 51.4 | 84.7 | 227.8 |
| 신세계인터내셔날 | 55.5 | 29.2 | 14.6 | 19.1 | 24.6 | 87.4 | 35.1 | 21.5 | 24.6 | 29.4 | 110.5 |
| 신세계동대구 | 10.7 | 4.7 | 1.8 | 4.8 | 6.9 | 18.2 | 4.8 | 1.4 | 3.0 | 7.3 | 16.5 |
| 센트럴시티 | 64.0 | 21.4 | 9.9 | 23.6 | 21.5 | 76.4 | 22.9 | 21.9 | 23.7 | 23.4 | 91.9 |
| 신세계DF | 37.7 | 12.6 | 17.3 | 10.7 | 10.5 | 51.1 | 14.5 | 18.7 | 21.0 | 17.7 | 72.0 |
| 까사미아 | -1.4 | -1.1 | -3.4 | -5.2 | -3.0 | -12.7 | -3.0 | -2.0 | -1.0 | -1.0 | -7.0 |

자료: 신세계, 메리츠종금증권 리서치센터

# 신세계 DF (면세점 실적 추정)

| (십억원) | 2018 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 2019E | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **신세계DF 매출** | **2,008.4** | 703.3 | 769.5 | 786.8 | 717.0 | **2,976.7** | 779.7 | 855.2 | 879.9 | 799.0 | **3,313.8** |
| 명동 | **1,363.0** | 378.7 | 432.4 | 461.6 | 385.0 | **1,657.7** | 435.5 | 497.3 | 530.9 | 442.8 | **1,906.4** |
| 센텀 | **112.0** | 24.0 | 26.0 | 26.0 | 25.0 | **101.0** | 24.7 | 26.8 | 26.8 | 25.8 | **104.0** |
| 강남 | **95.4** | 64.8 | 75.0 | 71.0 | 67.0 | **277.8** | 71.2 | 82.5 | 78.1 | 73.7 | **305.5** |
| 인천 T1 | **325.5** | 206.4 | 200.0 | 197.2 | 210.0 | **813.6** | 216.8 | 210.0 | 211.0 | 224.7 | **862.5** |
| 인천 T2 | **108.9** | 29.5 | 36.1 | 31.0 | 30.0 | **126.6** | 31.6 | 38.6 | 33.2 | 32.1 | **135.5** |
| **신세계DF 영업이익** | **37.7** | 12.6 | 17.3 | 10.7 | 10.5 | **51.0** | 14.5 | 18.7 | 21.0 | 17.7 | **72.0** |
| 이익률 (%) (매출액 대비) | **1.9** | 1.8 | 2.2 | 1.4 | 1.5 | **1.7** | 1.9 | 2.2 | 2.4 | 2.2 | **2.2** |
| 시내면세점 영업이익률 | **3.9** | 3.0 | 3.4 | 3.0 | 3.2 | **3.2** | 3.2 | 3.5 | 3.5 | 3.5 | **3.4** |
| 공항면세점 영업이익률 | **-5.3** | -0.6 | -0.5 | -2.7 | -2.0 | **-1.4** | -1.0 | -1.0 | -0.5 | -0.5 | **-0.7** |
| 시내 영업이익 | **60.7** | 14.0 | 18.3 | 16.8 | 15.3 | **64.3** | 17.0 | 21.2 | 22.3 | 19.0 | **79.5** |
| 공항 영업이익 | **-23.0** | -1.4 | -1.0 | -6.1 | -4.8 | **-13.3** | -2.5 | -2.5 | -1.2 | -1.3 | **-7.5** |

자료: 신세계, 메리츠종금증권 리서치센터

# 신세계(004170)

## Income Statement

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **3,871.4** | **5,185.7** | **6,223.2** | **6,755.2** | **7,228.0** |
| 매출액증가율 (%) | 31.3 | 33.9 | 20.0 | 8.5 | 7.0 |
| 매출원가 | 1,559.4 | 2,291.6 | 2,936.1 | 3,145.2 | 3,353.8 |
| 매출총이익 | 2,312.1 | 2,894.1 | 3,287.2 | 3,610.0 | 3,874.2 |
| 판매관리비 | 1,966.4 | 2,496.7 | 2,869.5 | 3,123.3 | 3,341.9 |
| **영업이익** | **345.7** | **397.4** | **417.7** | **486.8** | **532.3** |
| 영업이익률 | 8.9 | 7.7 | 6.7 | 7.2 | 7.4 |
| 금융손익 | -92.5 | -51.1 | -100.9 | -125.6 | -117.0 |
| 종속/관계기업손익 | 21.1 | 20.1 | 20.0 | 20.0 | 20.0 |
| 기타영업외손익 | 17.1 | -11.5 | 800.0 | 5.0 | 5.0 |
| 세전계속사업이익 | 291.4 | 354.8 | 1,136.8 | 386.1 | 440.3 |
| 법인세비용 | 77.7 | 70.0 | 284.2 | 91.9 | 100.6 |
| **당기순이익** | **213.6** | **284.9** | **852.6** | **294.2** | **339.8** |
| 지배주주지분 순이익 | 182.3 | 239.0 | 716.2 | 247.2 | 285.4 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 1,269.1 | 1,836.9 | 1,948.7 | 2,132.9 | 2,310.6 |
| 현금및현금성자산 | 175.5 | 352.5 | 319.4 | 364.4 | 418.3 |
| 매출채권 | 249.1 | 269.8 | 389.0 | 422.2 | 451.8 |
| 재고자산 | 463.9 | 916.5 | 889.0 | 965.0 | 1,032.6 |
| 비유동자산 | 8,882.6 | 9,264.4 | 12,196.5 | 12,199.8 | 12,191.7 |
| 유형자산 | 6,632.2 | 6,800.5 | 6,830.4 | 6,812.1 | 6,704.5 |
| 무형자산 | 296.5 | 425.1 | 403.1 | 385.5 | 371.5 |
| 투자자산 | 995.8 | 1,087.2 | 1,911.6 | 1,981.8 | 2,095.3 |
| **자산총계** | **10,151.7** | **11,101.3** | **14,145.2** | **14,332.7** | **14,502.3** |
| 유동부채 | 2,892.1 | 3,244.9 | 3,427.4 | 3,399.0 | 3,317.3 |
| 매입채무 | 86.6 | 154.9 | 144.9 | 157.3 | 168.3 |
| 단기차입금 | 245.2 | 778.5 | 728.5 | 678.5 | 578.5 |
| 유동성장기부채 | 1,005.6 | 531.1 | 481.1 | 431.1 | 381.1 |
| 비유동부채 | 2,340.1 | 2,854.3 | 4,882.7 | 4,824.0 | 4,755.2 |
| 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** | **8,310.1** | **8,223.0** | **8,072.6** |
| 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 | 3,135.7 | 3,363.2 | 3,628.9 |
| 비지배주주지분 | 1,497.8 | 1,533.1 | 1,669.5 | 1,716.6 | 1,770.9 |
| **자본총계** | **4,919.5** | **5,002.2** | **5,835.1** | **6,109.7** | **6,429.8** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **389.9** | **331.3** | **1,256.6** | **635.0** | **670.5** |
| 당기순이익(손실) | 213.6 | 284.9 | 852.6 | 294.2 | 339.8 |
| 유형자산상각비 | 252.0 | 279.7 | 320.2 | 318.3 | 307.6 |
| 무형자산상각비 | 17.1 | 22.3 | 22.0 | 17.6 | 14.1 |
| 운전자본의 증감 | -102.3 | -281.0 | 61.8 | 4.9 | 9.1 |
| **투자활동 현금흐름** | **-304.8** | **-592.6** | **-3,276.4** | **-343.1** | **-317.0** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -395.6 | -388.7 | -350.0 | -300.0 | -200.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 45.4 | -91.4 | -824.4 | -70.2 | -113.6 |
| **재무활동 현금흐름** | **12.0** | **438.4** | **1,986.8** | **-247.0** | **-299.6** |
| 차입금의 증감 | 25.6 | 599.9 | 2,006.5 | -227.4 | -279.9 |
| 자본의 증가 | -0.4 | -2.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 97.2 | 177.0 | -33.0 | 44.9 | 53.9 |
| 기초현금 | 78.3 | 175.5 | 352.5 | 319.4 | 364.4 |
| 기말현금 | 175.5 | 352.5 | 319.4 | 364.4 | 418.3 |

## Key Financial Data

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 393,230 | 526,723 | 632,110 | 686,141 | 734,170 |
| EPS(지배주주) | 18,513 | 24,274 | 72,745 | 25,105 | 28,988 |
| CFPS | 66,004 | 74,832 | 160,467 | 86,098 | 89,279 |
| EBITDAPS | 62,448 | 71,028 | 77,177 | 83,559 | 86,740 |
| BPS | 347,557 | 352,367 | 423,114 | 446,221 | 473,210 |
| DPS | 1,250 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| 배당수익률(%) | 0.4 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 16.2 | 10.5 | 3.6 | 10.3 | 9.0 |
| PCR | 4.5 | 3.4 | 1.6 | 3.0 | 2.9 |
| PSR | 0.8 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| PBR | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| EBITDA | 614.8 | 699.3 | 759.8 | 822.7 | 854.0 |
| EV/EBITDA | 11.0 | 9.9 | 12.0 | 10.8 | 10.1 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 5.5 | 6.9 | 18.8 | 5.8 | 6.3 |
| EBITDA 이익률 | 15.9 | 13.5 | 12.2 | 12.2 | 11.8 |
| 부채비율 | 106.4 | 121.9 | 142.4 | 134.6 | 125.6 |
| 금융비용부담률 | 2.0 | 1.6 | 1.9 | 2.1 | 1.9 |
| 이자보상배율(x) | 4.5 | 4.7 | 3.5 | 3.4 | 3.9 |
| 매출채권회전율(x) | 17.0 | 20.0 | 18.9 | 16.7 | 16.5 |
| 재고자산회전율(x) | 9.0 | 7.5 | 6.9 | 7.3 | 7.2 |

# 쿠쿠홈시스 (284740) 2020년 렌탈 트렌드 리더로 부상

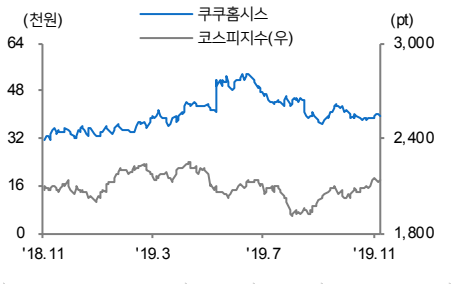
Analyst 양지혜 02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr

## Buy

| 적정주가(12개월) | 52,000원 |
|---|---|
| 현재주가 (11월 12일) | 39,600원 |
| 상승여력 | 31.3% |
| KOSPI | 2,140.92pt |
| 시가총액 | 8,885억원 |
| 발행주식수 | 2,244만주 |
| 유동주식비율 | 24.44% |
| 외국인비중 | 7.15% |
| 52주 최고/최저가 | 53,900원/31,400원 |
| 평균거래대금 | 11.9억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 쿠쿠홀딩스 외 4 인 | 75.44 |
| 국민연금공단 | 6.03 |

| 주가상승률(%) | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | 1.4 | -3.2 |
| 6개월 | -4.8 | -6.3 |
| 12개월 | 21.5 | 18.0 |

**주가그래프**




### 반려동물 관련 생활가전 등 신규 카테고리 확장과 함께 렌탈 고성장 지속될 전망

- 국내 내수는 2019년 매출액 3,571억원 (+18.9% YoY), 영업이익 622억원 (+24.2% YoY)이 예상되며 2020년에는 매출액 3,967억원 (+11.1% YoY), 영업이익 682억원 (+9.7% YoY) 전망
- 국내 애완용품 시장 규모는 2조원으로 추산되며 쿠쿠홈시스는 펫 관련 생활가전을 선도하는 넬로 브랜드 제품 라인업 확장 예정, 정수기 뿐만 아니라 공기청정기, 전기레인지, 매트리스의 계정수 증가도 지속 예상

### 말레이시아를 비롯한 동남아 현지법인의 높은 성장 잠재력 주목

- 말레이시아 해외법인은 2019년 매출액 2,653억원 (+123.9% YoY), 영업이익 563억원 (+223.5% YoY)이 예상되며 2020년에는 매출액 4,158억원 (+56.7% YoY), 영업이익 740억원 (+31.4% YoY)으로 높은 성장 전망
- 중장기 인도네시아, 베트남, 인도 등 성과 기대

### 투자의견 Buy와 적정주가 52,000원 제시

- 2020년 예상 EPS에 PER 15배 (웅진코웨이 역사적 평균 20배 대비 25% 할인)를 적용하여 산출
- 현 주가 2020년 PER 11.5배로 높은 성장성 (향후 3년간 연평균 EPS 24.1% 성장 추정) 대비 부담없는 수준

| (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 | 623.5 | 120.1 | 58.3 | 2,600 | 103.7 | 18,496 | 15.2 | 2.1 | 4.1 | 14.8 | 34.2 |
| 2020E | 812.5 | 142.3 | 77.6 | 3,457 | 24.6 | 21,147 | 11.5 | 1.9 | 3.7 | 17.4 | 33.7 |
| 2021E | 907.6 | 159.1 | 98.1 | 4,371 | 19.0 | 24,551 | 9.1 | 1.6 | 3.2 | 19.1 | 30.9 |

# 쿠쿠홈시스 연간 실적 추이

| (십억원) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **123.2** | **180.9** | **235.9** | **307.5** | **418.8** | **623.5** | **812.5** | **907.5** |
| *증가율 (% YoY)* | | *46.8* | *30.4* | *30.4* | *36.2* | *48.9* | *30.3* | *11.7* |
| **국내** | **123.2** | **180.9** | **235.9** | **252.9** | **300.3** | **357.1** | **396.7** | **421.5** |
| *증가율 (% YoY)* | | | | *7.2* | *18.7* | *18.9* | *11.1* | *6.3* |
| 계정수 (천대) | 650 | 800 | 1,030 | 1,170 | 1,330 | 1,530 | 1,637 | 1,735 |
| *증가율 (% YoY)* | | *23.1* | *28.8* | *13.6* | *13.7* | *15.0* | *7.0* | *6.0* |
| **해외 (말레이시아 등)** | | | **19.6** | **54.6** | **118.5** | **265.3** | **415.8** | **486.0** |
| *증가율 (% YoY)* | | | | *178.6* | *117.0* | *123.9* | *56.7* | *16.9* |
| 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** | **216.2** | **268.1** | **290.4** |
| *증가율 (% YoY)* | | *49.5* | *31.3* | *24.9* | *32.7* | *35.9* | *24.0* | *8.3* |
| 매출원가율 (%) | 39.7 | 40.4 | 40.7 | 39.0 | 38.0 | 34.7 | 33.0 | 32.0 |
| **매출총이익** | **74.3** | **107.8** | **139.9** | **187.6** | **259.7** | **407.2** | **544.4** | **617.1** |
| *증가율 (% YoY)* | | *45.1* | *29.8* | *34.1* | *38.4* | *56.8* | *33.7* | *13.4* |
| 매출총이익률 (%) | 60.3 | 59.6 | 59.3 | 61.0 | 62.0 | 65.3 | 67.0 | 68.0 |
| **판관비** | **67.5** | **91.6** | **102.1** | **138.4** | **192.1** | **287.2** | **402.1** | **458.0** |
| *증가율 (% YoY)* | | *35.7* | *11.6* | *35.5* | *38.9* | *49.5* | *40.0* | *13.9* |
| 판관비율 (%) | 54.7 | 50.6 | 43.3 | 45.0 | 45.9 | 46.1 | 49.5 | 50.5 |
| **영업이익** | **6.9** | **16.2** | **37.7** | **49.2** | **67.5** | **120.1** | **142.2** | **159.1** |
| *증가율 (% YoY)* | | *136.8* | *132.7* | *30.4* | *37.2* | *77.8* | *18.5* | *11.9* |
| 영업이익률 (%) | 5.6 | 9.0 | 16.0 | 16.0 | 16.1 | 19.3 | 17.5 | 17.5 |
| **국내** | **6.9** | **16.2** | **37.7** | **40.8** | **50.1** | **62.2** | **68.2** | **71.7** |
| *증가율 (% YoY)* | | *136.8* | *132.7* | *8.2* | *22.7* | *24.2* | *9.7* | *5.0* |
| 영업이익률 (%) | 5.6 | 9.0 | 16.0 | 16.2 | 16.7 | 17.4 | 17.2 | 17.0 |
| **해외 (말레이시아)** | | **-0.2** | **-1.4** | **8.4** | **17.4** | **56.3** | **74.0** | **87.5** |
| *증가율 (% YoY)* | | | *494.4* | *-709.7* | *108.1* | *223.5* | *31.4* | *18.2* |
| 영업이익률 (%) | | | -7.0 | 15.3 | 14.7 | 21.2 | 17.8 | 18.0 |

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

# 쿠쿠홈시스 분기별 실적 추이

| (십억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | 4Q19E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **93.4** | **100.1** | **109.8** | **115.6** | **131.2** | **178.1** | **157.7** | **156.5** |
| *증가율 (% YoY)* | | *33* | *35.9* | *35.4* | *40.4* | *78.0* | *43.7* | *35.4* |
| **국내** | **69.7** | **73.3** | **73.9** | **79.0** | **89.5** | **86.8** | **88.1** | **92.7** |
| *증가율 (% YoY)* | | *12.6* | *16.0* | *20.7* | *28.4* | *18.5* | *19.2* | *17.3* |
| 계정수 (천대) | 1,210 | 1,260 | 1,290 | 1,330 | 1,382 | 1,439 | 1,522 | 1,530 |
| *증가율 (% YoY)* | | | | | *14.2* | *14.2* | *18.0* | *15.0* |
| **해외 (말레이시아 등)** | **23.5** | **26.7** | **35.7** | **32.6** | **41.1** | **90.8** | **69.6** | **63.8** |
| *증가율 (% YoY)* | | *152.6* | *121.2* | *59.8* | *74.9* | *239.6* | *95.0* | *96.0* |
| 계정수 (천대) | 320 | 400 | 500 | 560 | 618 | 693 | 750 | 784 |
| *증가율 (% YoY)* | | | | | *93.1* | *73.3* | *50.0* | *40.0* |
| **매출원가** | **35.3** | **36.4** | **40.5** | **47.0** | **58.4** | **45.9** | **55.5** | **56.3** |
| *증가율 (% YoY)* | | | | | *65.8* | *26.2* | *37.1* | *19.9* |
| 매출원가율 (%) | 37.7 | 36.4 | 36.9 | 40.7 | 44.6 | 25.8 | 35.2 | 36.0 |
| **매출총이익** | **58.2** | **63.6** | **69.3** | **68.6** | **72.7** | **132.1** | **102.2** | **100.2** |
| *증가율 (% YoY)* | | | | | *25.0* | *107.6* | *47.6* | *46.1* |
| 매출총이익률 (%) | 62.3 | 63.6 | 63.1 | 59.3 | 55.4 | 74.2 | 64.8 | 64.0 |
| **판관비** | **41.0** | **45.6** | **48.7** | **56.8** | **40.7** | **102.8** | **71.8** | **72.0** |
| *증가율 (% YoY)* | | | | | *-0.8* | *125.3* | *47.2* | *26.8* |
| 판관비율 (%) | 43.9 | 45.6 | 44.4 | 49.2 | 31.0 | 57.7 | 45.5 | 46.0 |
| **영업이익** | **17.2** | **18.0** | **20.5** | **11.8** | **32.1** | **29.4** | **30.4** | **28.2** |
| *증가율 (% YoY)* | | *91.7* | *74.7* | *17.7* | *86.5* | *62.8* | *48.4* | *139.1* |
| 영업이익률 (%) | 18.4 | 18.0 | 18.7 | 10.2 | 24.4 | 16.5 | 19.3 | 18.0 |
| **국내** | **12.3** | **11.7** | **12.4** | **13.7** | **19.3** | **14.0** | **14.1** | **14.8** |
| *증가율 (% YoY)* | | *91.7* | *28.1* | *50.3* | *56.9* | *19.7* | *13.3* | *8.5* |
| 영업이익률 (%) | 17.6 | 16.0 | 16.8 | 17.3 | 21.5 | 16.1 | 16.0 | 16.0 |
| **해외 (말레이시아)** | **4.9** | **4.8** | **7.5** | **-1.5** | **8.7** | **18.0** | **16.3** | **13.3** |
| *증가율 (% YoY)* | | *91.7* | *268.5* | *적자전환* | *76.6* | *275.1* | *118.5* | *흑자전환* |
| 영업이익률 (%) | 20.9 | 18.0 | 20.9 | -4.5 | 21.1 | 19.8 | 23.5 | 20.9 |

자료: 쿠쿠홈시스, 메리츠종금증권 리서치센터

# 쿠쿠홈시스(284740)

## Income Statement

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **30.3** | **418.8** | **623.5** | **812.5** | **907.6** |
| 매출액증가율 (%) | | 1,282.1 | 48.9 | 30.3 | 11.7 |
| 매출원가 | 12.1 | 159.1 | 216.2 | 268.1 | 290.4 |
| 매출총이익 | 18.2 | 259.7 | 407.2 | 544.4 | 617.1 |
| 판매관리비 | 13.2 | 192.1 | 287.2 | 402.1 | 458.0 |
| **영업이익** | **5.0** | **67.5** | **120.1** | **142.3** | **159.1** |
| 영업이익률 | 16.5 | 16.1 | 19.3 | 17.5 | 17.5 |
| 금융손익 | 0.1 | -1.6 | -3.5 | -1.2 | 1.1 |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -1.1 | -18.4 | -10.0 | -10.0 | -8.0 |
| 세전계속사업이익 | 4.0 | 47.5 | 106.6 | 131.0 | 152.3 |
| 법인세비용 | 1.6 | 9.4 | 28.8 | 34.1 | 36.9 |
| **당기순이익** | **2.4** | **38.2** | **77.8** | **97.0** | **115.4** |
| 지배주주지분 순이익 | 2.3 | 34.4 | 58.3 | 77.6 | 98.1 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 175.6 | 205.1 | 350.3 | 495.9 | 632.2 |
| 현금및현금성자산 | 14.6 | 21.9 | 117.5 | 215.3 | 320.5 |
| 매출채권 | 35.2 | 37.4 | 54.0 | 70.4 | 78.6 |
| 재고자산 | 44.6 | 42.2 | 64.6 | 84.2 | 94.0 |
| 비유동자산 | 253.9 | 307.5 | 243.7 | 201.2 | 172.8 |
| 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 | 1.0 | 1.2 | 1.2 |
| **자산총계** | **429.5** | **512.6** | **593.9** | **697.1** | **805.0** |
| 유동부채 | 55.4 | 106.6 | 112.4 | 124.8 | 133.2 |
| 매입채무 | 13.0 | 26.7 | 29.6 | 38.6 | 43.1 |
| 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 | 39.1 | 50.9 | 56.9 |
| 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** | **151.5** | **175.7** | **190.0** |
| 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 | 67.9 | 127.4 | 203.7 |
| 비지배주주지분 | 7.6 | 8.0 | 27.4 | 46.8 | 64.1 |
| **자본총계** | **359.2** | **379.7** | **442.5** | **521.3** | **615.0** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **5.2** | **-33.3** | **116.6** | **130.8** | **141.3** |
| 당기순이익(손실) | 2.4 | 38.2 | 77.8 | 97.0 | 115.4 |
| 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 | -40.1 | -23.7 | -17.5 |
| **투자활동 현금흐름** | **-0.8** | **18.9** | **-15.8** | **-15.9** | **-16.1** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -0.1 | -1.4 | -15.0 | -15.0 | -15.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -5.6 | 4.7 | -0.1 | -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 | 95.5 | 97.9 | 105.2 |
| 기초현금 | 10.2 | 14.6 | 21.9 | 117.5 | 215.3 |
| 기말현금 | 14.6 | 21.9 | 117.5 | 215.3 | 320.5 |

## Key Financial Data

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 1,351 | 18,665 | 27,787 | 36,212 | 40,448 |
| EPS(지배주주) | 101 | 1,534 | 2,600 | 3,457 | 4,371 |
| CFPS | 489 | 6,402 | 8,422 | 8,462 | 8,672 |
| EBITDAPS | 414 | 5,792 | 8,868 | 8,908 | 9,028 |
| BPS | 15,668 | 16,568 | 18,496 | 21,147 | 24,551 |
| DPS | 0 | 560 | 672 | 806 | 968 |
| 배당수익률(%) | 0.0 | 1.6 | 1.7 | 2.0 | 2.4 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 0.0 | 23.1 | 15.2 | 11.5 | 9.1 |
| PCR | 0.0 | 5.5 | 4.7 | 4.7 | 4.6 |
| PSR | 0.0 | 1.9 | 1.4 | 1.1 | 1.0 |
| PBR | 0.0 | 2.1 | 2.1 | 1.9 | 1.6 |
| EBITDA | 9.3 | 130.0 | 199.0 | 199.9 | 202.6 |
| EV/EBITDA | -2.9 | 6.2 | 4.1 | 3.7 | 3.2 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 0.6 | 9.5 | 14.8 | 17.4 | 19.1 |
| EBITDA 이익률 | 30.7 | 31.0 | 31.9 | 24.6 | 22.3 |
| 부채비율 | 19.6 | 35.0 | 34.2 | 33.7 | 30.9 |
| 금융비용부담률 | 0.0 | 0.6 | 0.8 | 0.6 | 0.5 |
| 이자보상배율(x) | 14,993.0 | 26.8 | 24.1 | 30.6 | 36.7 |
| 매출채권회전율(x) | 0.9 | 11.5 | 13.6 | 13.1 | 12.2 |
| 재고자산회전율(x) | 0.7 | 9.7 | 11.7 | 10.9 | 10.2 |

Part III

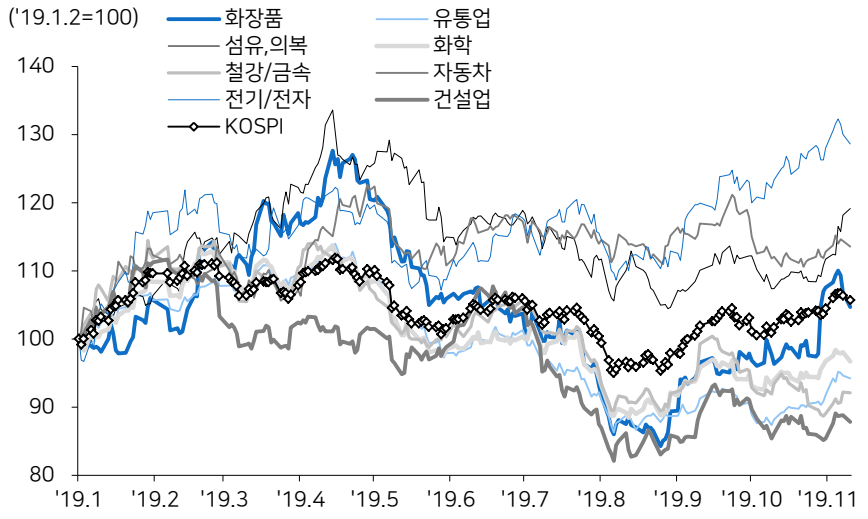
# 화장품업종 2019년 Review & 2020년 전망

# 면세점 및 럭셔리 중심으로 화장품 실적 모멘텀 부각되면서 주가 반등

**2019년 화장품업종 Review: 중국 경기지표 개선과 함께 상반기 Outperform하였으나 미중 무역분쟁 이슈로 하락 후 수출 회복과 함께 반등**

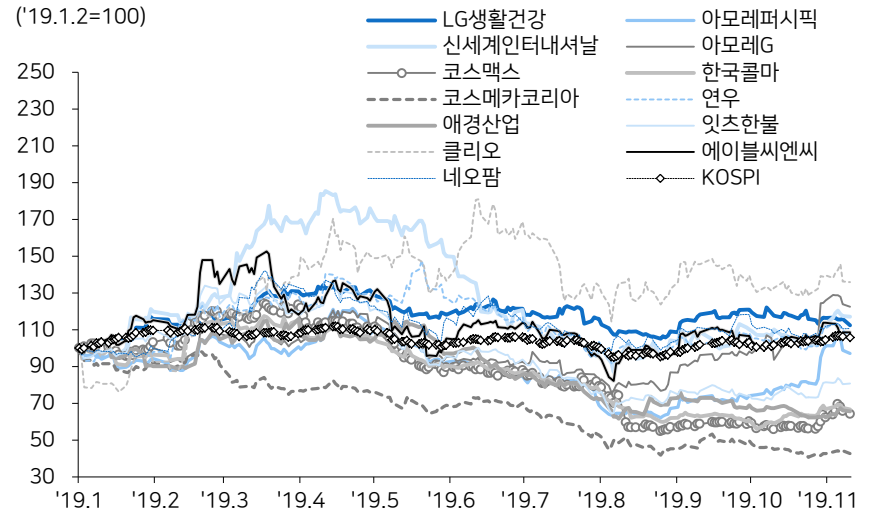
- 2019년 상반기 중국 매크로 환경 개선과 함께 주가 반등. 특히 면세점 매출 호조로 중국 전자상거래법에 대한 우려감이 해소되면서 신세계인터내셔날, LG생활건강 등 럭셔리 및 프리미엄 브랜드 업체 중심으로 주가 상승폭이 두드러짐
- 6월부터 마스크팩과 선제품 중심으로 화장품 수출액 둔화와 미중 무역분쟁 이슈로 글로벌 경기 불확실성이 부각되면서 실적 부진과 함께 주가 하락하였음. 3분기 기초 스킨케어 중심으로 화장품 수출액 회복과 면세점 중심으로 실적 모멘텀이 회복되면서 주가 반등하였음

## 2019년 업종별 YTD 지수 추이




자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

## 2019년 화장품 종목별 YTD 주가 추이



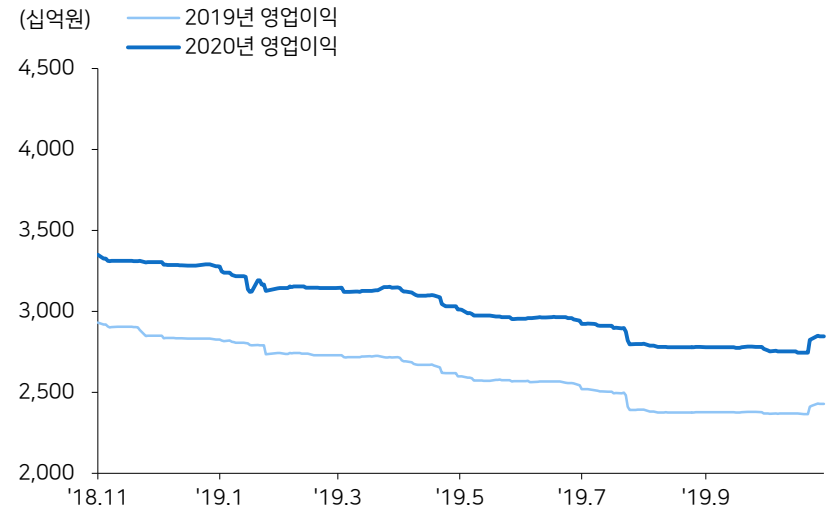

자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

# 아모레퍼시픽 3분기 실적발표 이후 2020년 실적 추정치 상향 전환

**분기별 실적 추정치는 4분기는 하향, 2020년 상반기 상향**

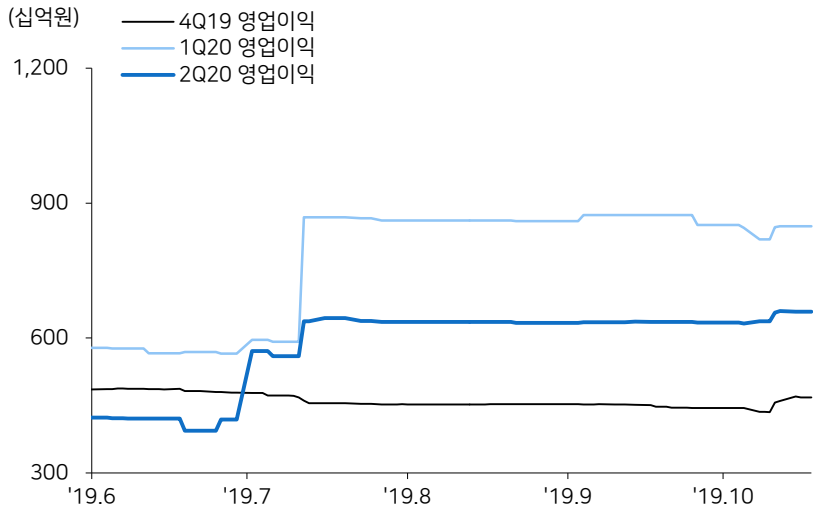
- 2019년 화장품업종의 시장 컨센서스는 지속적인 하향 추세를 이어오다가 10월말 아모레퍼시픽의 3분기 어닝 서프라이즈 이후 2020년 실적 추정치가 상향 전환되었음
- 분기별 실적 추정치는 4분기에 대한 눈높이는 낮은 수준이나 상반기 영업이익 기여도가 높은 업종 특성상 2020년 1분기부터 이익 모멘텀이 재개될 가능성이 높음

**화장품업종 연간 영업이익 컨센서스**




자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

**화장품업종 분기별 영업이익 컨센서스**



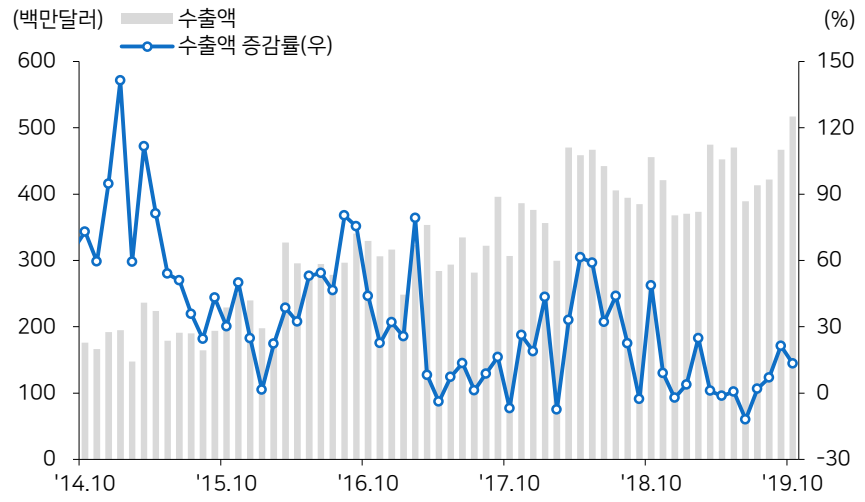

자료: Quantiwise, 메리츠종금증권 리서치센터

# K뷰티 글로벌 경쟁력 회복 여부, 중국향 수출 주시

**상반기 마스크팩 등 K뷰티 핵심 아이템들의 수출 증감률이 크게 둔화되었다가 하반기 기초 스킨케어 중심으로 반등**

- 2019년 상반기 마스크팩 등 K뷰티 핵심 아이템들의 수출 증감률이 크게 둔화되면서 화장품업종주가 또한 크게 부진했음
- 연초부터 마스크팩의 수출액이 감소하기 시작하였으며 하반기까지도 마스크팩의 급감 (10월 잠정 -27.2% YoY)이 지속되고 있음
- 홍콩향 수출이 급감하고 있는 가운데 중국향 수출이 크게 둔화되었다가 7월부터 기초 스킨케어 중심으로 반등하였으며 중국향 화장품 수출 회복 (8월 수출액 +28.6% YoY. 9월 +48.5% YoY, 10월 잠정 +27.9% YoY) 지속 여부 주시. 일본향 수출액은 색조 화장품을 중심으로 견조한 성장 지속 중

**화장품 월별수출액 및 증감률**




자료: KITA, 메리츠종금증권 리서치센터

**중국향 월별 수출액 및 증감률**

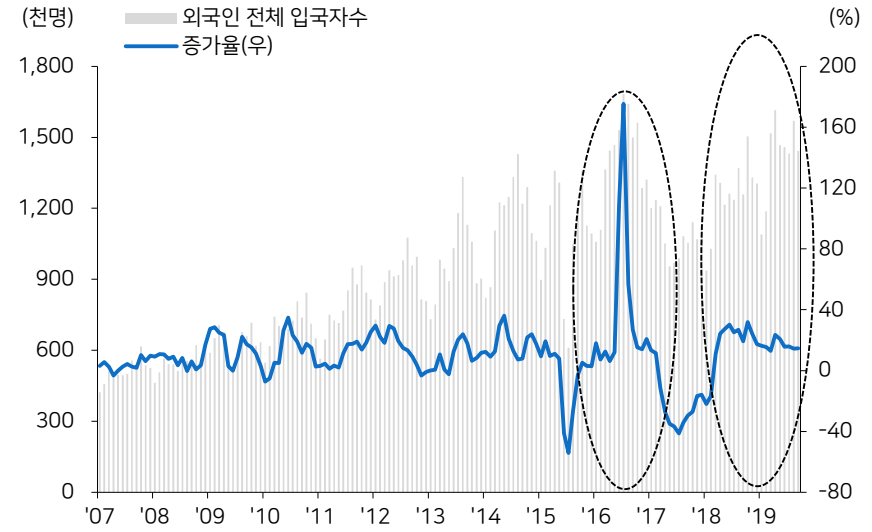
자료: KITA, 메리츠종금증권 리서치센터

# 중국인 관광객 수 증가는 지속되고 있음

**중국 정부는 전세계적으로 관광객 소비를 정치적 협상 수단으로 활용하고 있음**

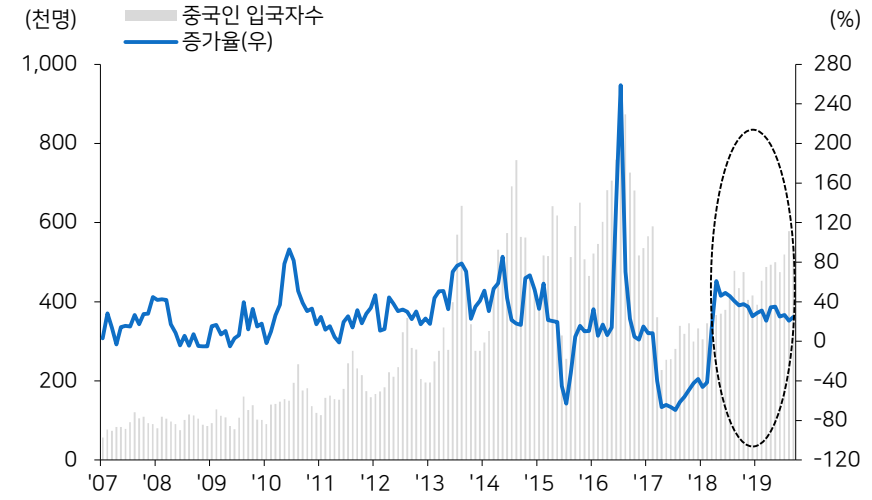
- 엔화 강세 전환 이후 일본인 관광객 수 증가
- 중국인 관광객 수도 꾸준히 증가하고 있으나 중국 정부는 전세계적으로 관광객 소비를 정치적으로 활용할 가능성이 높아 중국 인바운드 소비 회복에 대한 과도한 기대감은 경계할 필요가 있겠음
- 중국 항공노선 확대에 따른 중국인 관광객 수요 증가 예상

**외국인 전체 입국자수 추이**




자료: 한국관광공사, 메리츠종금증권 리서치센터

**중국인 입국자수 추이**



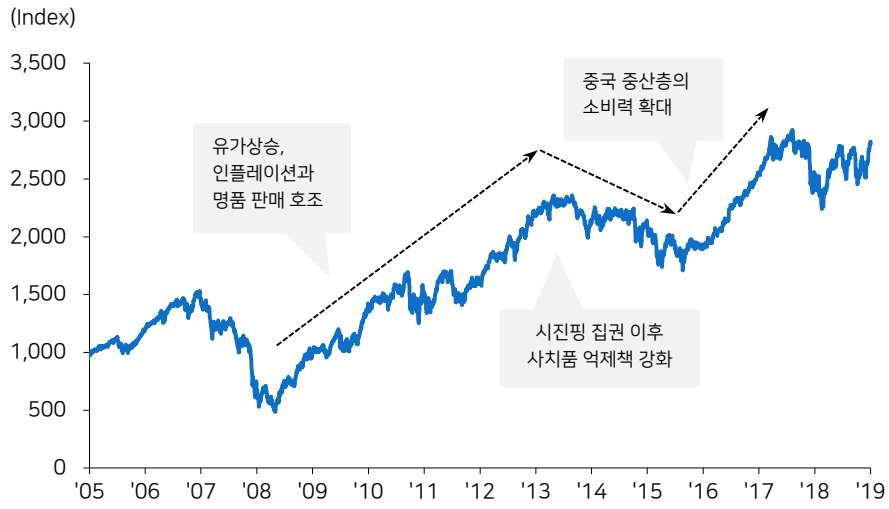

자료: 한국관광공사, 메리츠종금증권 리서치센터

# 중국 하위 도시에서의 온라인 인프라 확대에 따른 럭셔리 화장품 소비 성장

**중국 내수 화장품 시장은 상대적으로 견조한 상황**

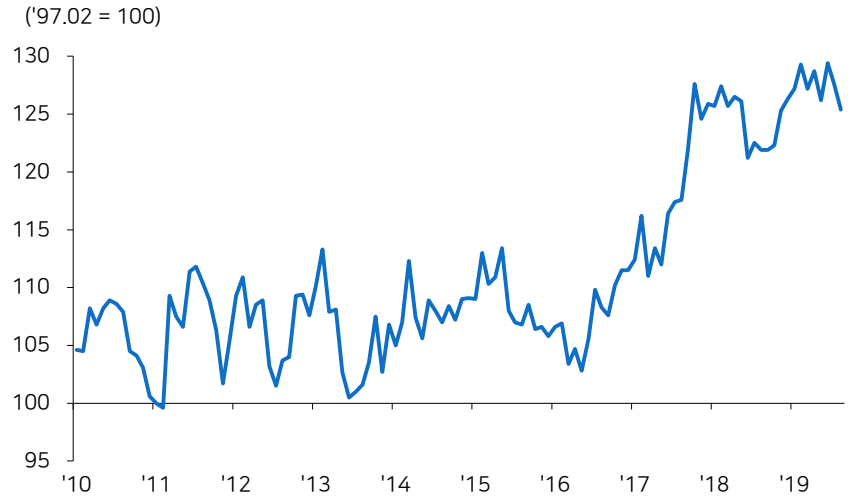
- 미중 무역분쟁 이슈에 따른 위안화 환율 및 중국 소비심리 변화에 주목. 급격한 위안화 약세나 중국 소비심리 위축까지 확대되지 않는다면 중국 관련 우려감은 점차 해소될 전망
- 특히 중국 하위 도시 (3~5선 도시)에서의 온라인 인프라 확대에 따른 구조적인 럭셔리 화장품 시장 성장 스토리 유효

**S&P Global Luxury Index 추이**




자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

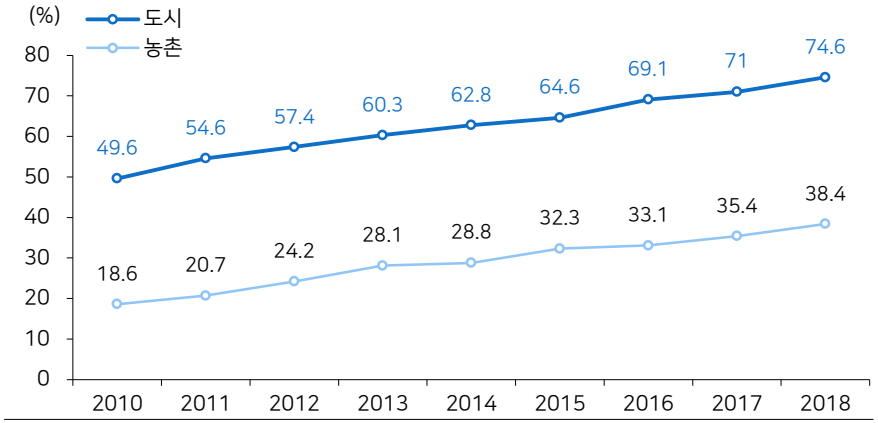
**중국 소비자기대 지수 추이**




자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

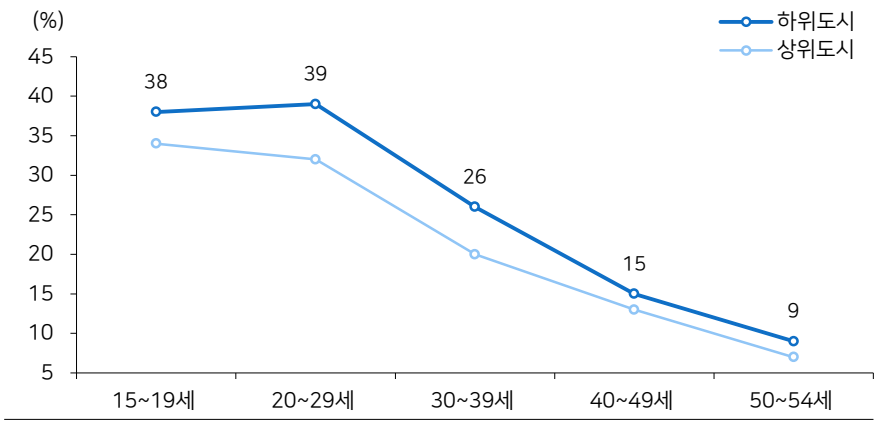
# 온라인 인프라 확대에 따른 3~4선 도시의 구조적인 소비력 상승

## 중국 인터넷 침투율 추이



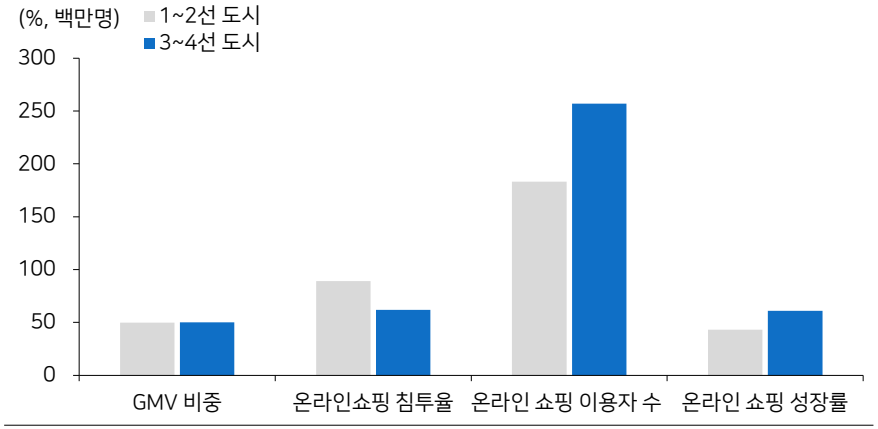

자료: CNNIC, 메리츠종금증권 리서치센터

## 2018년 WeChat 플랫폼을 통한 구매경험률



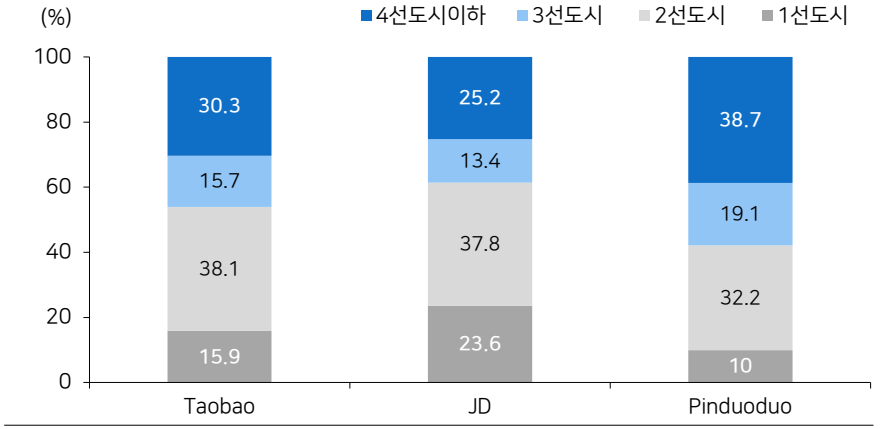

자료: 칸타월드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

## 3~4선 도시 온라인 구매 상승이 1~2선 도시 대비 높은 수준




자료: 맥킨지, 메리츠종금증권 리서치센터

## 중국 온라인 플레이어 지역별 비중 비교




자료: Questmobile, 메리츠종금증권 리서치센터

# 중국 화장품 시장 동향

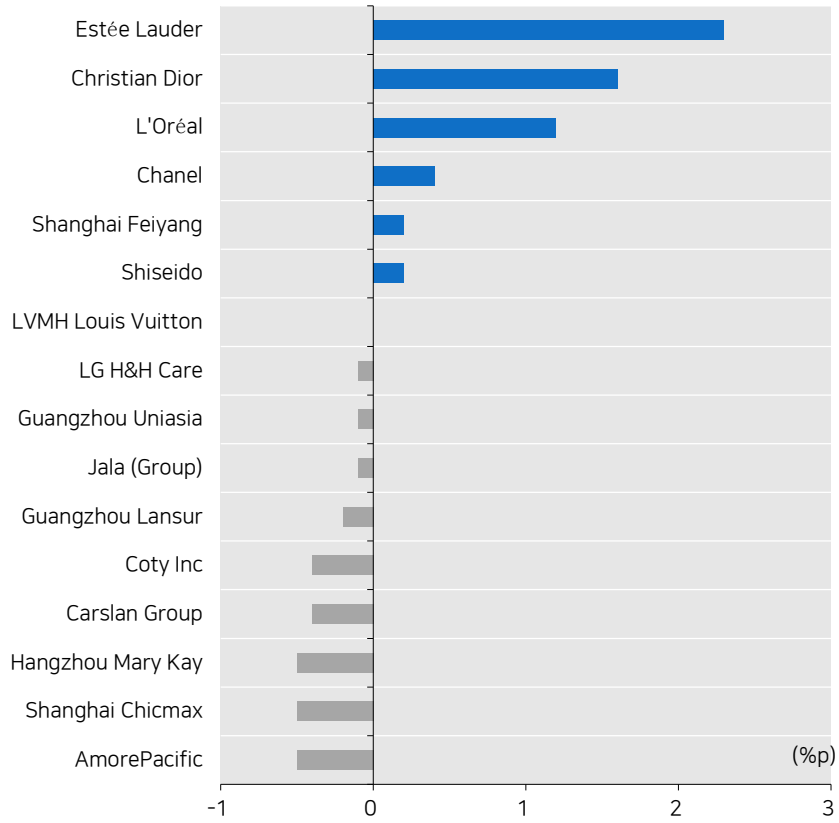
## 중국 화장품/생활용품 시장 성장률 추이: '프레스티지' 중심으로 성장률 강화

| (% YoY) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|---|---|---|---|---|
| Baby and Child-specific Products | 17.1 | 11.9 | 11.5 | 12.9 | 15.4 |
| Bath and Shower | 5.4 | 4.2 | 4.2 | 4.2 | 4.0 |
| Colour Cosmetics | 10.3 | 11.3 | 12.6 | 21.4 | 24.3 |
| Deodorants | 5.6 | 5.1 | 4.3 | 5.2 | 5.3 |
| Depilatories | 9.2 | 8.6 | 8.3 | 8.0 | 8.8 |
| Fragrances | 7.0 | 2.6 | 1.6 | 16.9 | 21.6 |
| Hair Care | 3.2 | 3.4 | 3.3 | 3.5 | 4.0 |
| Men's Grooming | 7.4 | 5.9 | 5.4 | 7.3 | 7.8 |
| Oral Care | 5.7 | 8.4 | 9.5 | 10.2 | 10.7 |
| Oral Care Excl Power Toothbrushes | 5.4 | 6.4 | 7.4 | 6.7 | 6.2 |
| Skin Care | 8.4 | 6.6 | 5.4 | 10.7 | 13.2 |
| Sun Care | 8.3 | 8.7 | 9.3 | 9.5 | 9.9 |
| Premium Beauty and Personal Care | 9.5 | 9.0 | 10.9 | 25.1 | 28.1 |
| Prestige Beauty and Personal Care | 9.3 | 8.1 | 10.5 | 25.2 | 28.9 |
| Mass Beauty and Personal Care | 7.2 | 5.7 | 4.5 | 5.8 | 7.0 |
| Beauty and Personal Care | 7.5 | 6.6 | 6.3 | 10.2 | 12.3 |

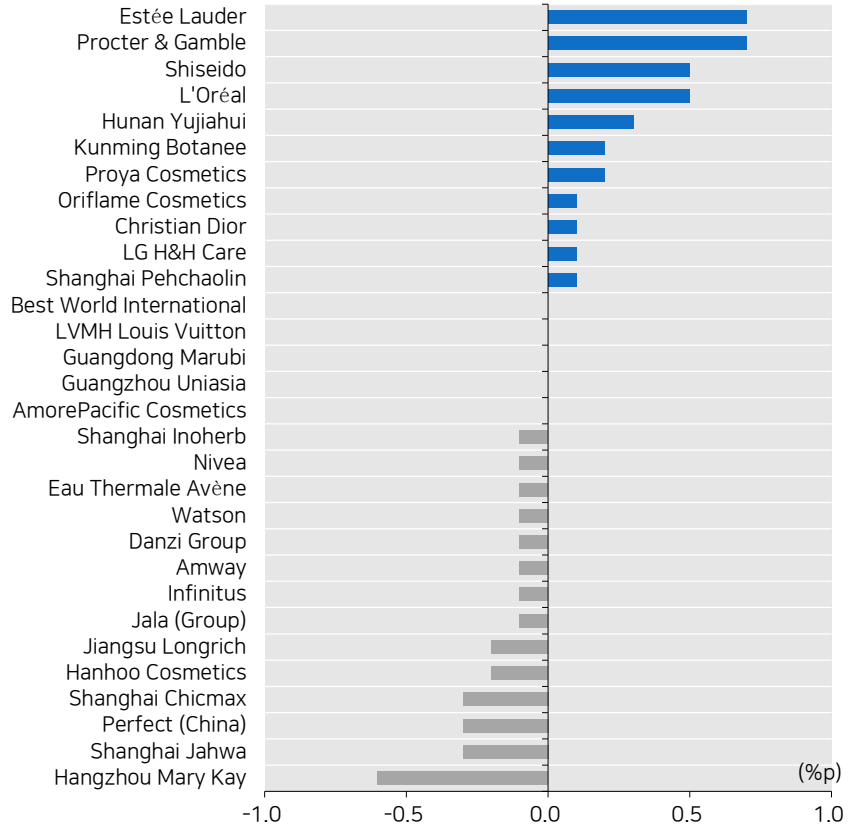
자료: Euromonitor, 메리츠종금증권 리서치센터

# 중국 화장품 시장 동향

## 중국 색조화장품 시장 기업별 Winner vs. Loser: 글로벌 럭셔리 상승 vs. 아모레퍼시픽 및 중국 로컬기업들의 점유율 하락




## 중국 기초화장품 시장 기업별 Winner vs. Loser : 글로벌 브랜드 및 중국 로컬 브랜드 차별화 양상




자료: Euromonitor, 메리츠종금증권 리서치센터

# 중국 화장품 시장 동향

## 중국 색조화장품 브랜드 점유율 변화: Marie Dalgar 제외한 중국 로컬기업 점유율 감소

| (%p) | 2017년 대비 2018년 점유율 변화 |
|---|---|
| Yves Saint Laurent (L'Oréal Groupe) | 2.1 |
| Dior (LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA) | 1.6 |
| Mac (Estée Lauder Cos Inc) | 1.2 |
| Giorgio Armani (L'Oréal Groupe) | 1.0 |
| Lancôme (L'Oréal Groupe) | 0.5 |
| Estée Lauder (Estée Lauder Cos Inc) | 0.5 |
| Chanel (Chanel SA) | 0.4 |
| Cle de Peau (Shiseido Co Ltd) | 0.3 |
| Tom Ford (Estée Lauder Cos Inc) | 0.3 |
| Marie Dalgar | 0.2 |
| Givenchy | 0.2 |
| Bobbi Brown (Estée Lauder Cos Inc) | 0.1 |
| Shu Uemura (L'Oréal Groupe) | 0.0 |
| MGPIN | 0.0 |
| The History of Whoo | 0.0 |
| Innisfree (AmorePacific Corp) | -0.1 |
| Make Up For Ever | -0.1 |
| Aupres (Shiseido Co Ltd) | -0.1 |
| Za (Shiseido Co Ltd) | -0.1 |
| Laneige (AmorePacific Corp) | -0.2 |
| Lansur (IMC Group) | -0.2 |
| Chando | -0.2 |
| Hanhoo | -0.2 |
| Perfect (Perfect Resources) | -0.2 |
| Max Factor | -0.4 |
| Carslan | -0.4 |
| KanS | -0.5 |
| Mary Kay (Mary Kay Inc) | -0.5 |
| L'Oréal Paris (L'Oréal Groupe) | -0.6 |
| Maybelline New York (L'Oréal Groupe) | -1.7 |

## 중국 기초화장품 브랜드 점유율 변화: 글로벌 럭셔리 및 일부 중국 로컬기업 강세

| (%p) | 2017년 대비 2018년 점유율 변화 |
|---|---|
| Lancôme (L'Oréal Groupe) | 0.5 |
| Estée Lauder (Estée Lauder Cos Inc) | 0.5 |
| SK-II (Procter & Gamble Co, The) | 0.5 |
| Yunifang | 0.3 |
| Olay (Procter & Gamble Co, The) | 0.2 |
| La Mer (Estée Lauder Cos Inc) | 0.2 |
| Shiseido (Shiseido Co Ltd) | 0.2 |
| One Leaf | 0.1 |
| Innisfree (AmorePacific Corp) | 0.1 |
| Dior (LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton SA) | 0.1 |
| The History of Whoo | 0.1 |
| Pechoin | 0.1 |
| Proya | 0.1 |
| Chando | 0.0 |
| L'Oréal Paris (L'Oréal Groupe) | 0.0 |
| Marubi | 0.0 |
| L'Oréal Men Expert (L'Oréal Groupe) | 0.0 |
| DR's Secret | 0.0 |
| Aupres (Shiseido Co Ltd) | -0.1 |
| Inoherb | -0.1 |
| Avène (Pierre Fabre SA, Laboratoires) | -0.1 |
| Beautrio | -0.1 |
| Wetcode | -0.1 |
| Watsons (Private Label) | -0.1 |
| Herborist | -0.2 |
| Artistry (Amway Corp) | -0.2 |
| Hanhoo | -0.2 |
| Perfect (Perfect Resources (M) Sdn Bhd) | -0.3 |
| KanS | -0.3 |
| Mary Kay (Mary Kay Inc) | -0.7 |

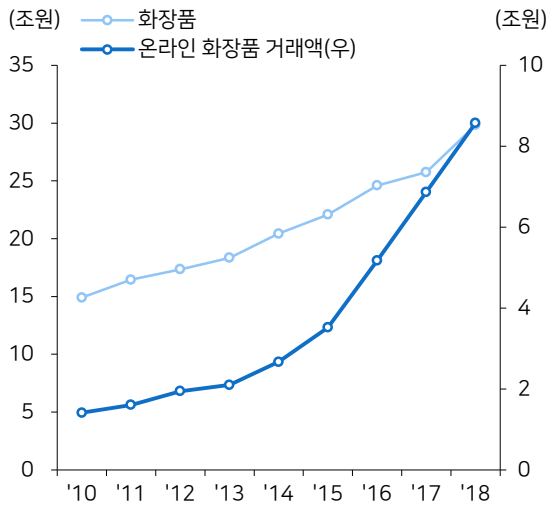
자료: Euromonitor, 메리츠종금증권 리서치센터

# 맞춤형 화장품과 초개인주의 브랜드

## 2020년 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
- 화장품 시장의 진입장벽이 낮아지면서 소비자의 브랜드 선택의 폭은 확대되었으며 다양한 온라인 플랫폼을 중심으로 브랜드 간의 경쟁 강도는 심화될 수 있음
- 브랜드 파편화가 심화되는 가운데 2020년 세계 최초로 맞춤형 화장품 판매가 시작될 예정

### 연간 화장품 소매판매액 vs. 온라인 화장품 거래액



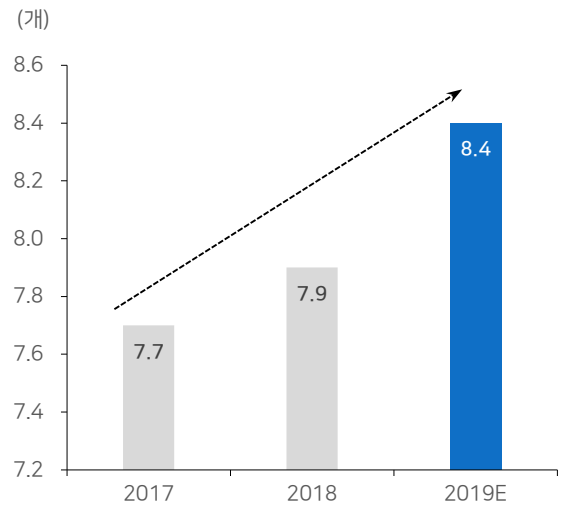

자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

### 맞춤형 화장품의 정의

| 구분 | 정의 및 주요내용 | 비고 |
|---|---|---|
| 화장품 | ▪ 인체를 청결·미화하여 매력을 더하고 용모를 밝게 변화시키거나 피부·모발의 건강을 유지 또는 증진하기 위하여 인체에 바르고 문지르거나 뿌리는 등 이와 유사한 방법으로 사용되는 물품으로서 인체에 대한 작용이 경미한 것을 말함<br>▪ 「약사법」 제2조 제4호의 의약품에 해당하는 물품 제외 | |
| 맞춤형 화장품 | ▪ 제조 또는 수입된 화장품의 내용물에 다른 화장품의 내용물이나 식품의약품안전처장이 정하는 원료를 추가하여 혼합한 화장품<br>▪ 제조 또는 수입된 화장품의 내용물을 소분(小分)한 화장품 | (시행일) '20.3.14 |
| 맞춤형 화장품 판매업 | ▪ 맞춤형화장품을 판매하는 영업<br>▪ 맞춤형화장품판매업을 신고한 자(맞춤형화장품판매업자)는 맞춤형화장품의 혼합·소분 업무에 종사하는 자(맞춤형화장품조제관리사)를 두어야 함 | (시행일) '20.3.14 |

자료: 화장품법 법률 제15488호, 메리츠종금증권 리서치센터

### 1인당 평균 구매 브랜드 개수




자료: 칸타월드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

# 2020년 맞춤형 화장품 제도 구체화

**화장품 산업, 공급자 중심에서 소비자 중심으로 변화 중**

- 2020년 3월 14일 맞춤형화장품 제도 시행 예정, 2016년 3월부터 맞춤형화장품 시범사업을 진행해 왔음
- 현재 명동, 제주 등 전국 30개 관광특구 내 화장품 매장과 국내 면세점 내 52개 화장품 매장에서 맞춤형 화장품이 판매되고 있음. 기초화장품 간 내용물 혼합 (로션, 크림 등 10종), 방향제 (향수 등 4종), 색조화장품 (립스틱 등 8종) 등
- 아모레퍼시픽, LG생활건강 등 국내 대기업을 필두로 다수 중소기업들이 참여하였으며 로레알 (키엘) 등 글로벌 기업도 맞춤형 화장품을 선보이고 있음

## 맞춤형 화장품의 개념

**[중심] 생산자 → 소비자**

- **미리 제품을 다량 생산 → 즉석에서 소량 생산**
  - (대상) 불특정 다수 소비자 → 개별 소비자
  - (생산) 공통적으로 원하는 제품 → 나만의 개성있는 제품
  - (시기) 미리 생산 → 소비자의 요구에 따라 즉석에서 혼합

**[행위] 화장품 혼합·판매**

- **화장품의 새로운 판매 형태**
  - 최종 판매장 / 소비자 요구 / 즉석 혼합·판매

*(예시) 기존 화장품의 혼합

자료: 식약처 화장품정책과 맞춤형화장품 판매 시범사업 설명회, 메리츠종금증권 리서치센터

## 국내 맞춤형 화장품 판매방식

| 구분 | 정의 및 주요내용 |
|---|---|
| 현장에서 바로 혼합하여 판매하는 제품 | ▪ 개별 소비자를 대상으로 소비자 요구에 따라 즉석에서 소비자의 재료 선택과 동시에 재료를 혼합하여 소량 생산 진행<br>▪ 소비자의 피부 진단 결과를 통해 즉석에서 혼합하거나, 기본 베이스를 제공하여 소비자의 기호를 위주로 혼합재료를 자율적으로 선택하도록 함 |
| 소비자에 맞추어 사전 생산되는 제품 | ▪ 소비자 요구에 따른 재료 선택결과를 바탕으로 제조업장에서 화장품을 생산한 후 완제품을 소비자에게 제공<br>▪ 각 업체별 노하우를 기반으로 최종 제품을 생산하는 방식으로, 소비자가 완제품을 수령하기까지 하루 이상의 시간이 소요됨 |
| DIY(Do It Yourself)형 Kit 제품 | ▪ 가정 등에서 소비자가 혼합할 수 있는 형태로 개발된 화장품 Kit를 이용하는 경우로, 소비자가 맞춤형화장품 제료를 구입하여 직접 혼합하여 완성하는 제품<br>▪ 화장품 유형별 베이스와 더불어 소비자가 취향에 따른 재료들을 선택하여 단순한 행위만으로 제품을 완성할 수 있도록 Kit가 구성되어 인터넷이나 매장을 통해 판매됨 |
| 맞춤형 화장품 기기를 통해 혼합되는 제품 | ▪ 가정 등에서 소비자 맞춤형으로 화장품을 즉석 혼합·제공하는 기기를 이용하는 경우<br>▪ 사용자에 맞추어 화장품을 조합하는 기기는 1차적으로 기기를 이용하여 피부를 진단한 후 그 결과를 기반으로 재료를 적절히 혼합하여 완제품을 공급하는 시스템을 갖추고, 이후 주기적으로 사용자 피부반응에 맞춰 모듈형태로 내용물 제공 |

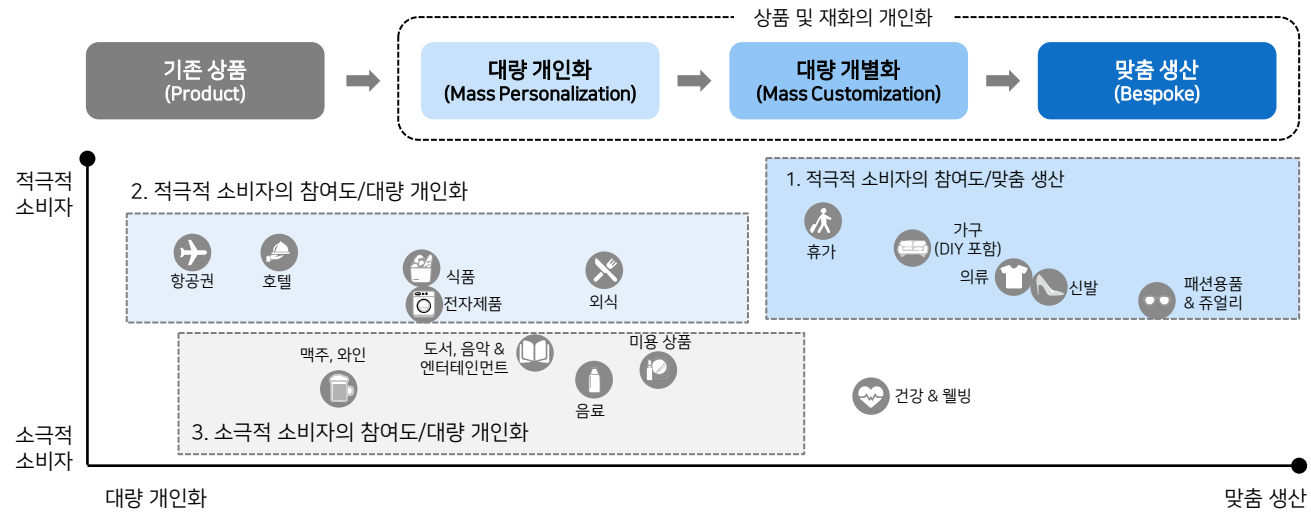
자료: 식품의약품안전평가원, 메리츠종금증권 리서치센터

# 브랜드 파편화와 함께 새로운 형태의 브랜드 등장

## 제조의 민주화와 초개인주의 브랜드

- 압도적인 지위의 브랜드 한계, 새로운 형태의 브랜드 등장
- 아이디어만 있으면 누구나 제조 가능, 초개인주의 브랜드
- 철학이 있는 작은 브랜드 급증, 지역 브랜드의 활성화, 서비스 브랜드의 증가

### 개인화향 수요: 참여 수준 vs. 개인화 수준




자료: Deloitte, 메리츠종금증권 리서치센터

# 맞춤형 화장품 발전 방향

**피부 진단, 분석 기술 발전과 함께 동반 성장 예상**

- 맞춤형 화장품의 핵심은 개인별 정확한 피부측정과 진단에 있음
- 개인별 유전자 분석은 맞춤형 화장품 사업의 필수 요소이며 유전자 분석을 위한 개별 피부에 대한 데이터 수집 또한 중요함
- 화장품 제조 관점에서는 소포장, 소용량 생산 방식이 늘어날 전망

**1세대 설문형 → 2세대 피부 진단형 → 3세대 유전자 진단형 → 4세대 맞춤형**

| 구분 | 1세대 설문형 | 2세대 피부 진단형 | 3세대 유전자 진단형 | 4세대 맞춤형 |
|---|---|---|---|---|
| 특징 | 설문지를 통해 자가진단한 피부 타입 및 고민에 대한 대응 | 피부진단 장비의 과학적 자료를 근거로 피부 문제점에 대한 대응 | 피부세포, 혈액 및 타액 등 유전자 분석을 통한 바이오 기법 대응 | 빅데이터, IoT, AI 등 4차 산업혁명 관련 기술을 통한 대응 |
| 필요장비 | 필요없음 | 다양한 피부진단 장비 | 유전자 채취 Kit, 유전자 분석 및 판독 장비 등 | 4차 산업혁명 관련 기술을 통한 자가진단 장비 등 |
| 진단시간 | 5분 이내 | 30분 이내 | 2시간 이내 | 즉시 |
| 순서도 | 고객 → 설문지, 홈페이지 → 설문조사 → R&D, 컨설팅 → 최적처방 → 생산, 추천 → 공급 | 고객 → 매장 → 피부측정 → R&D → 맞춤처방 → 매장제조 및 생산 → 공급 | 고객 → 매장, 채널 → 유전자 소스 채취 → 유전자 분석 → 유전자 분석 전분기관 / 진단 → R&D → 맞춤처방 → 생산 → 공급 | 고객 → 자가진단 Tool (IoT 등) → 자가진단 → R&D → 맞춤처방 → 생산 → 공급 / 빅데이터 컨설팅 → 제품추천 → 자가구매 → 공급 |
| 단점 | 기존품과 차별점 부족 | 피부진단 기기 준비 및 다량 측정된 자료 확보 | 유전자 진단 기술 및 기기 확보, 전문기관과의 MOU | IoT 기술 및 빅데이터 확보, 실시간 컨설팅 |

자료: 맞춤형 소비시대, 메리츠종금증권 리서치센터

# 맞춤형 화장품 개발 동향

**많은 기업들이 피부 유전자 맞춤형 화장품 사업을 시작하였으나 성과 미미**

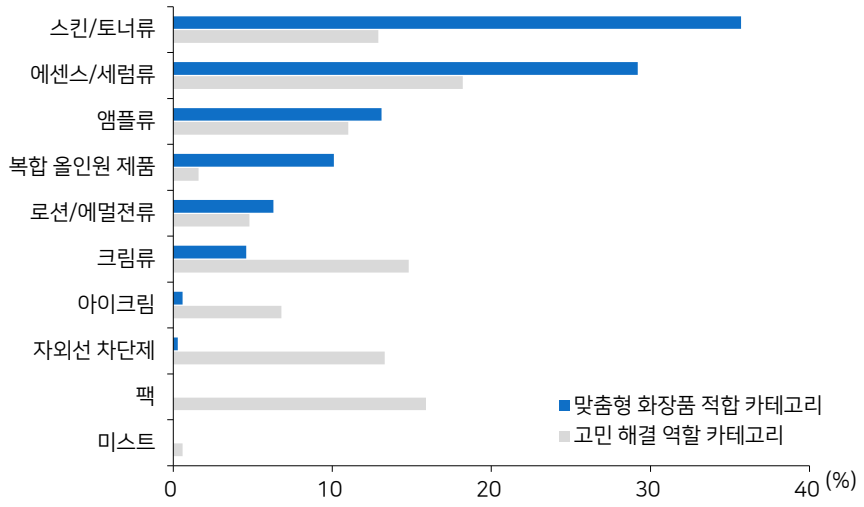
- 유전자 맞춤형 화장품의 성과가 미미한 이유는 1) 장기간의 유전자 검사서비스 소요기간 2) 유전자 특성에 정확히 매칭되는 제품 추천 부재 3) 맞춤형 화장품의 기능 개선 효과에 대한 확인 어려움 때문
- 향후 맞춤형 화장품은 IT 기술과 결합하여 빅데이터 기반의 뷰티 디바이스 활용을 통해 한계 극복 예상
- 맞춤형 화장품 적합 카테고리로는 스킨/토너, 에센스/세럼 등 여러 성분 혼합이 용이한 액상타입 선호

## 주요 화장품 기업 유전자 맞품형 화장품 산업화 현황

| 회사 | 내용 |
|---|---|
| 아모레퍼시픽 | • 유전자 분석 전문기업, 테라젠이텍스와 업무 협약식 → 유전자 맞춤형 솔루션을 내놓을 예정<br>• 아모레퍼시픽은 뷰티오믹스(Beautyomics) 네트워크를 한층 강화<br>• 아모레퍼시픽은 서울대 피부과와 10년간의 공동연구를 통해 한국인의 피부특성 규명, 광노화 기전 연구를 수행한 바 있음 |
| LG생활건강 | • 유전체 분석기업, 마크로젠 → 합작사 젠스토리 설립<br>• 젠스토리: 유전자 정보에 기반한 맞춤형화장품 개발과 다양한 유전자 검사 서비스 준비 |
| 로레알 | • 뷰티오믹스(Beautyomics) 프로젝트 → 유전학, 단백질학, 시스템생물학, 생물정보학 등 → 피부의 아름다움을 종합적으로 연구<br>• 노화 메커니즘 규명, 피부나이 진단, 효능물질 분석 등에 활용<br>• 10년 이상 피부노화와 연관된 4,400개 유전자와 1,300개 단백질을 분석 연구한 자료를 확보 |
| 잇츠한불 | • 유전체 기반 연구개발(R&D) 전문기업, 디엔에이링크와 기술협력 양해각서(MOU) 체결 → 개인별 유전자 맞춤형 화장품 개발을 위한 기술 확보<br>• 디엔에이링크: 개인 유전체 분석 기술과 유전체 활용 빅데이터 구축 기술을, 잇츠한불은 독자적인 소재개발 기술과 제품개발 노하우 등을 제공해 상호 협력 |

자료: CMN, 메리츠종금증권 리서치센터

## 맞춤형 화장품 적합 카테고리



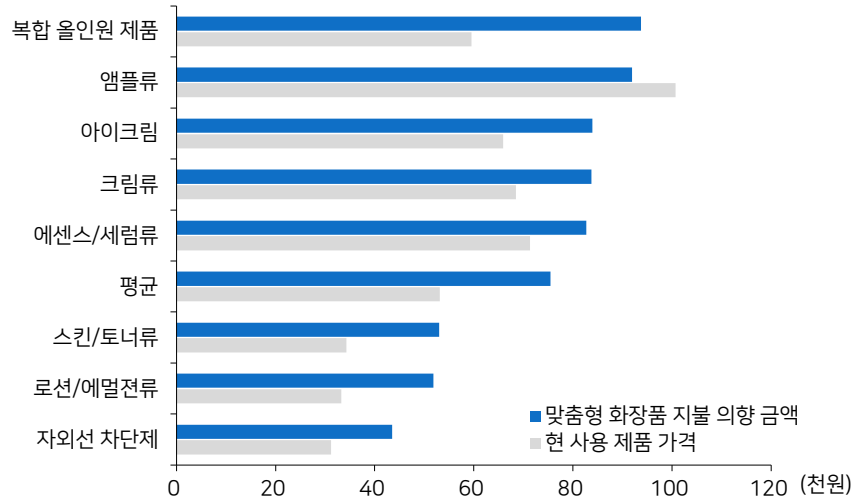

주: 복합 올인원 제품: (스킨+로션+에센스)
Base: 전체 응답자 N=900, Unit: % & 정성조사 결과
자료: 칸타, 아모레퍼시픽, 메리츠종금증권 리서치센터

# 맞춤형 화장품 적정 가격 인식

**맞춤형 화장품 지불 의향 가격은 기존 화장품 대비 높은 수준으로 기대됨**

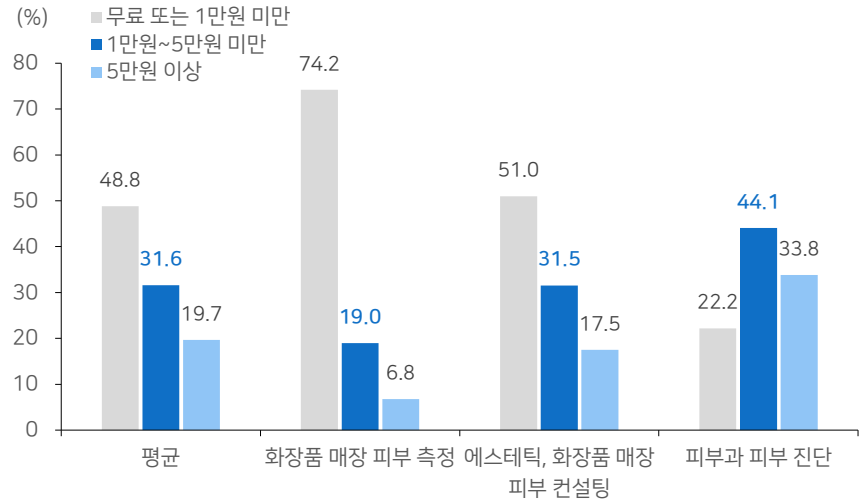
- 맞춤형 화장품 지불 의향 가격은 평균 75,000원 정도이며 기존 화장품 대비 22,000원 정도 상회함
- 유전자 검사 지불 의향 가격 또한 75,000원 수준으로 화장품 매장 및 에스테틱보다 피부과 채널을 중심으로 지불 의향이 높게 나타남

## 화장품 지불 의향 금액




주: 복합 올인원 제품: (스킨+로션+에센스)
Base: 전체 응답자 N=900
자료: 칸타, 아모레퍼시픽, 메리츠종금증권 리서치센터

## 기존 피부 측정 / 진단 서비스 비용



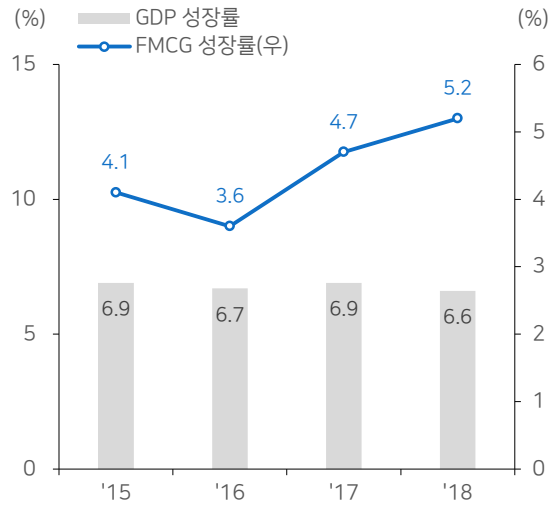

주: Base: 전체 응답자 N=900
자료: 칸타, 아모레퍼시픽, 메리츠종금증권 리서치센터

# 화장품 프리미엄화 지속되는 가운데 중국의 예상보다 빠른 고령화 속도 주목

**2020년 하반기 주목해야 할 중국 소비 트렌드**

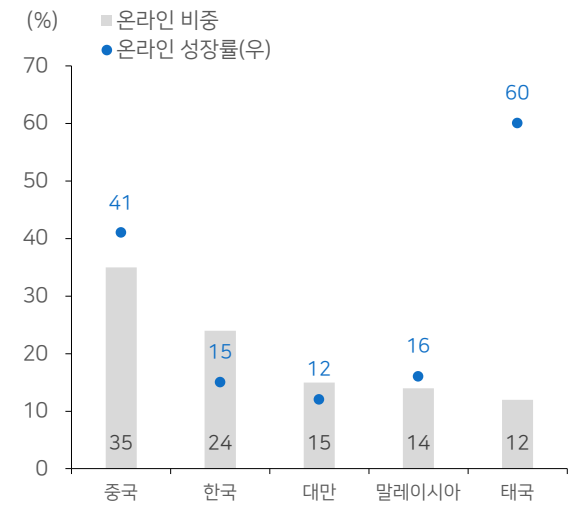
- 중국 소비재 시장의 프리미엄화가 가속화되고 있으며 매스 화장품 시장에서는 중국 로컬 브랜드가 강세를 보이고 있지만 프리미엄 고가 스킨케어 시장은 해외 유명 브랜드를 선호하는 것으로 나타남
- 전연령대에서 소비가 확대되고 있지만 특히 젊은 여성들이 중국 화장품 시장의 핵심 구매층. 특히 온라인 채널에서 뷰티 제품의 구매는 지속적으로 증가. 끊임없이 온라인 쇼핑 행사가 이어짐에 따라 중국 소비자는 꾸준하게 소비를 늘리고 있음
- 특히 3~4선 하위도시에서의 온라인의 저력이 강화됨. 글로벌 대형 브랜드는 넓은 저변으로 온라인에 침투하고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

**중국 GDP vs. 개인용품 성장률 비교**



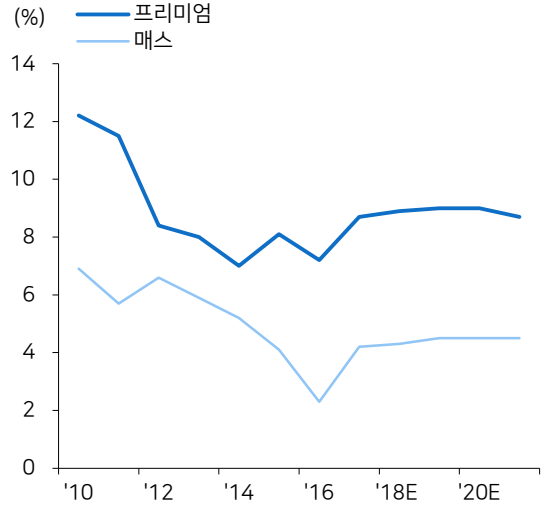

자료: 중국산업정보, 메리츠종금증권 리서치센터

**아시아 국가별 온라인 비중 및 성장률 비교**




자료: KOTRA, Euromonitor, 메리츠종금증권 리서치센터

**중국 프리미엄 vs 매스 생활소비재 성장률**



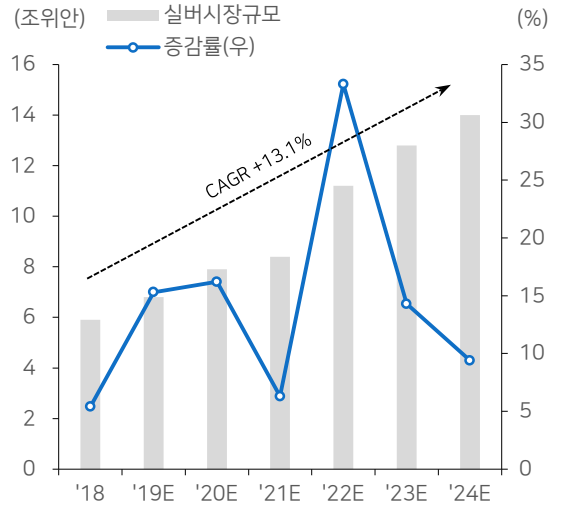

자료: Euromonitor, 메리츠종금증권 리서치센터

# 중국의 액티브 시니어, 안티에이징에 대한 높은 관심

**2020년 하반기 주목해야 할 중국 소비 트렌드**

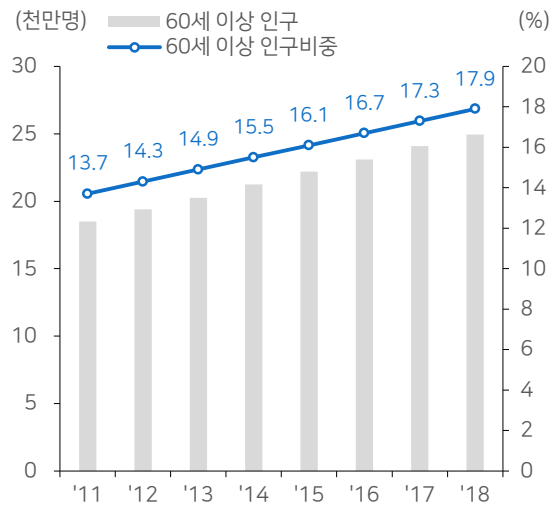
- 1978년 이후 시행된 1자녀정책 영향으로 중국의 고령화 속도가 다른 선진국 대비 가파르게 나타날 것으로 예상됨. 2018년 중국 60세 이상 인구는 2억 4,949만명으로 중국 전체 인구에서 17.9%의 비중 차지
- 중국의 시니어들은 건강에 대한 투자를 아끼지 않으며 지난해 타오바오와 티몰에서 시니어 층이 구매한 건강식품 온라인 소비액은 1인당 500위안 (원화기준 83,000원 수준)으로 나타났음
- 시니어 세대의 의료미용 지출 또한 2018년 전년대비 440% 이상 급성장했으며 노화방지, 주름개선에 높은 관심을 보이고 있음

### 중국 실버시장 규모 전망



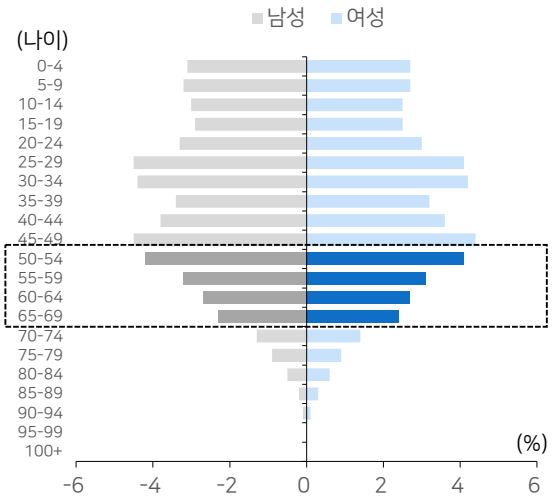

자료: 첸잔산업연구원, 메리츠종금증권 리서치센터

### 중국 60세 이상 인구수 및 비중 추이




자료: 중국국가통계국, 메리츠종금증권 리서치센터

### 2018년 기준 중국 인구 구조




자료: populationpyramid.net, 메리츠종금증권 리서치센터

# 중국 건강기능식품 시장 성장 잠재력 주목

## 중국 건강기능식품 시장규모 및 성장률

| (백만달러) | '07 | '09 | '11 | '13 | '15 | '16 | '17E | '18 | '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, 메리츠종금증권 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, 메리츠종금증권 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**<br>**② 최초로 수입되는 건강기능식품** (단 비타민, 미네랄 등 영양소 보충제 제외) |
| 중국산 | CFDA | - | 건강기능식품원료목록 외 원료 사용 |
| | 지역별 CFDA | 건강기능식품원료목록 내 원료 사용 | - |

자료: CFDA, 메리츠종금증권 리서치센터

# 국내 화장품기업 Peer

| | | 아모레퍼시픽 | 아모레G | LG생활건강 | 코스맥스 | 한국콜마 | 네오팜 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Ticker | | 090430 KS | 002790 KS | 051900 KS | 192820 KS | 161890 KS | 092730 KS |
| **현재주가 (11/11)** | **(원)** | **188,000** | **83,200** | **1,216,000** | **80,300** | **46,700** | **48,700** |
| **시가총액** | **(십억원)** | **10,990** | **6,860** | **18,991** | **807** | **1,068** | **399** |
| 절대수익률 (%) | 1M | 27.7 | 15.9 | -5.1 | 13.2 | 13.8 | -0.4 |
| | 3M | 53.2 | 55.2 | 8.0 | -12.1 | -5.7 | 4.3 |
| | 6M | -8.6 | 10.3 | -7.7 | -37.7 | -32.8 | -4.5 |
| | 1Y | 18.9 | 39.9 | 8.4 | -34.7 | -17.8 | 11.9 |
| | YTD | -8.6 | 15.9 | 13.8 | -36.8 | -32.8 | 8.0 |
| 초과수익률 (%p) | 1M | 23.2 | 11.5 | -9.5 | 8.8 | 9.4 | -4.9 |
| | 3M | 41.7 | 43.7 | -3.5 | -23.6 | -17.2 | -7.2 |
| | 6M | -7.6 | 11.3 | -6.8 | -36.7 | -31.9 | -3.5 |
| | 1Y | 14.3 | 35.4 | 3.9 | -39.2 | -22.4 | 7.4 |
| | YTD | -14.0 | 10.6 | 8.4 | -42.1 | -38.2 | 2.6 |
| PER (X) | 2018 | 38.3 | 42.8 | 25.9 | 40.0 | 36.1 | 21.8 |
| | 2019E | 38.1 | 47.3 | 27.0 | 24.9 | 19.1 | 20.1 |
| | 2020E | 30.9 | 41.0 | 24.1 | 17.5 | 15.3 | 17.8 |
| PBR (X) | 2018 | 3.3 | 2.1 | 5.6 | 4.9 | 3.6 | 5.7 |
| | 2019E | 2.8 | 2.3 | 4.9 | 2.8 | 2.2 | 5.2 |
| | 2020E | 2.6 | 2.2 | 4.2 | 2.4 | 1.9 | 4.3 |
| ROE (%) | 2018 | 7.7 | 4.7 | 21.0 | 13.5 | 11.4 | 28.8 |
| | 2019E | 7.5 | 5.0 | 20.9 | 12.3 | 12.5 | 28.0 |
| | 2020E | 8.9 | 5.7 | 19.8 | 15.6 | 14.0 | 27.6 |
| 매출액성장률 (%) | 2018 | 3.0 | 0.8 | 10.5 | 42.5 | 65.3 | 23.6 |
| | 2019E | 5.7 | 2.5 | 13.4 | 5.6 | 17.8 | 25.3 |
| | 2020E | 7.1 | 5.1 | 10.9 | 7.1 | 9.3 | 13.3 |
| 영업이익성장률 (%) | 2018 | -19.2 | -24.9 | 11.7 | 48.9 | 34.3 | 36.5 |
| | 2019E | -9.1 | -10.3 | 13.0 | -8.9 | 60.2 | 24.9 |
| | 2020E | 14.2 | 11.1 | 11.5 | 10.3 | 11.7 | 14.6 |
| 순이익성장률 (%) | 2018 | -15.9 | -23.1 | 12.0 | 35.7 | -24.3 | 33.0 |
| | 2019E | 0.2 | -3.4 | 16.6 | 11.4 | 71.9 | 26.3 |
| | 2020E | 16.5 | 9.2 | 13.5 | 18.6 | 29.6 | 16.7 |
| 영업이익률 (%) | 2018 | 9.1 | 9.0 | 15.4 | 4.2 | 6.6 | 28.9 |
| | 2019E | 7.9 | 7.9 | 15.3 | 3.6 | 9.0 | 28.8 |
| | 2020E | 8.4 | 8.4 | 15.4 | 3.7 | 9.2 | 29.1 |
| 순이익률 (%) | 2018 | 6.3 | 6.2 | 10.3 | 1.7 | 2.7 | 23.2 |
| | 2019E | 6.0 | 5.8 | 10.5 | 1.8 | 4.0 | 23.4 |
| | 2020E | 6.5 | 6.1 | 10.8 | 2.0 | 4.7 | 24.1 |

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# 글로벌 화장품기업 Peer

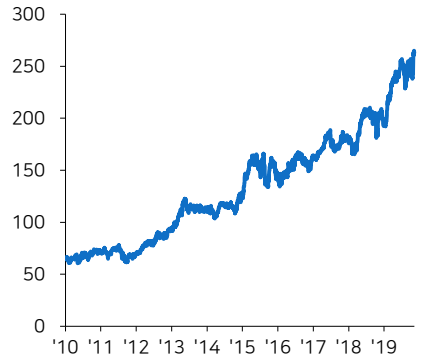
| | | L'OREAL | LVMH | ESTEE LAUDER | Unilever | SHISEIDO | KOSE | SHANGHAI JAHWA |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Ticker | | OR FP | MC FP | EL US | UNA NA | 4911 JP | 4922 JP | 600315 CH |
| 국가 | | 프랑스 | 프랑스 | 미국 | 미국 | 일본 | 일본 | 중국 |
| **현재주가 (11/8)** | **(현지통화)** | **264.3** | **403.0** | **187.3** | **54.4** | **8,218.0** | **17,420.0** | **32.2** |
| **시가총액** | **(백만달러)** | **162,543** | **224,465** | **67,382** | **162,331** | **30,105** | **9,667** | **3,093** |
| 절대수익률 (%) | 1M | 7.7 | 14.8 | -1.0 | 1.2 | -5.6 | -7.0 | -7.2 |
| | 3M | 11.1 | 9.4 | 0.7 | 7.8 | 13.2 | 5.0 | 2.8 |
| | 6M | 10.9 | 18.7 | 12.8 | 3.0 | -3.0 | -6.1 | 11.9 |
| | 1Y | 31.5 | 51.6 | 33.6 | 17.8 | 7.3 | -1.2 | 25.4 |
| | YTD | 33.5 | 57.9 | 45.0 | 18.3 | 19.7 | 1.9 | 19.0 |
| 초과수익률 (%p) | 1M | -0.3 | 6.8 | -8.1 | -5.0 | -13.7 | -15.1 | -8.9 |
| | 3M | 1.6 | -0.1 | -5.2 | -1.6 | 5.9 | -2.4 | -3.5 |
| | 6M | 0.1 | 7.9 | 4.3 | -5.6 | -11.9 | -15.0 | 7.0 |
| | 1Y | 12.8 | 32.9 | 21.1 | 0.7 | -5.2 | -13.6 | 10.1 |
| | YTD | 5.1 | 29.5 | 19.5 | -8.2 | -5.8 | -23.5 | -2.7 |
| PER (X) | 2018 | 28.9 | 20.4 | 31.6 | 13.5 | 44.8 | 31.3 | 33.7 |
| | 2019E | 33.9 | 27.6 | 31.4 | 21.5 | 40.6 | 27.2 | 34.2 |
| | 2020E | 31.2 | 24.9 | 28.2 | 19.7 | 34.2 | 24.4 | 31.1 |
| PBR (X) | 2018 | 4.2 | 4.0 | 11.2 | 10.7 | 6.1 | 5.6 | 3.2 |
| | 2019E | 5.2 | 5.6 | 13.1 | 11.0 | 6.5 | 4.2 | 3.5 |
| | 2020E | 4.8 | 5.0 | 10.9 | 10.4 | 5.7 | 3.7 | 3.2 |
| ROE (%) | 2018 | 15.1 | 20.7 | 24.4 | 74.5 | 14.1 | 18.8 | 9.7 |
| | 2019E | 21.8 | 15.8 | 20.4 | 14.9 | 18.9 | 15.3 | 24.4 |
| | 2020E | 20.3 | 14.4 | 18.6 | 13.8 | 15.9 | 13.8 | 21.1 |
| 매출액성장률 (%) | 2018 | 8.2 | 14.8 | 15.8 | -0.8 | 10.6 | 9.7 | 12.5 |
| | 2019E | 3.6 | 7.0 | 17.0 | -3.9 | 6.9 | 6.9 | 3.0 |
| | 2020E | 6.2 | 7.7 | 7.1 | 4.5 | 7.5 | 6.2 | 11.0 |
| 영업이익성장률 (%) | 2018 | 12.0 | 26.9 | 20.7 | 45.0 | 36.8 | 8.2 | 69.1 |
| | 2019E | 7.5 | 8.5 | 28.6 | -25.9 | 12.2 | 3.9 | 14.5 |
| | 2020E | 8.1 | 9.4 | 10.1 | 9.3 | 22.6 | 11.1 | 10.7 |
| 순이익성장률 (%) | 2018 | 13.7 | 23.8 | -11.3 | 62.2 | 174.1 | 20.8 | 41.8 |
| | 2019E | 1.5 | 8.5 | 93.6 | -39.1 | 32.6 | -0.1 | 9.3 |
| | 2020E | 9.6 | 10.9 | 11.2 | 12.1 | 19.7 | 12.0 | 9.6 |
| 영업이익률 (%) | 2018 | 17.9 | 21.0 | 16.6 | 24.7 | 9.9 | 15.7 | 8.7 |
| | 2019E | 18.6 | 21.4 | 18.2 | 19.0 | 10.4 | 15.3 | 9.7 |
| | 2020E | 18.9 | 21.7 | 18.7 | 19.9 | 11.8 | 16.0 | 9.6 |
| 순이익률 (%) | 2018 | 14.5 | 13.6 | 8.1 | 18.4 | 5.6 | 11.1 | 7.6 |
| | 2019E | 14.2 | 13.8 | 13.4 | 11.7 | 7.0 | 10.4 | 8.1 |
| | 2020E | 14.6 | 14.2 | 13.9 | 12.5 | 7.7 | 11.0 | 8.0 |

자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

# 주요 글로벌 화장품 기업, 최근 주가 동향

## L'Oreal

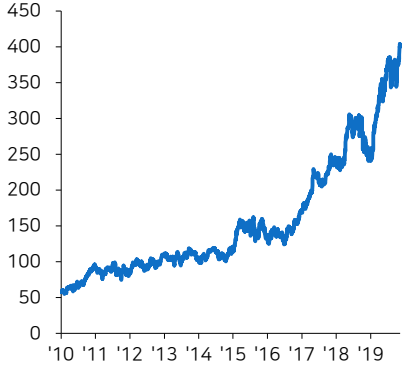
(유로)




- **19.10.17** 바이오-종이재질 화장품 튜브 출시 2020년 말까지 기존 플라스틱 튜브제품 교체 예정
- **19.08.05** 위안/달러 11년만의 최저치로 급락, 동사와 LVMH 등 중국 의존도 높은 기업 주가 급락
- **19.04.17** 사상 최초 아시아 매출 유럽 초월
- **19.02.18** AI 기반 피부 진단 기술 개발
- **18.08.11** 자연 화장품 브랜드 Logocos Naturkosmetik AG 인수
- **18.08.01** SOCIETE DES THERMES DE LA ROCHE-POSAY 인수
- **18.05.25** 미국 염색 전문브랜드 Pulp Riot 인수
- **18.05.15** 종업원지주제도 시작
- **18.05.02** 한국 화장품 업체 스타일난다 100% 인수

## LVMH

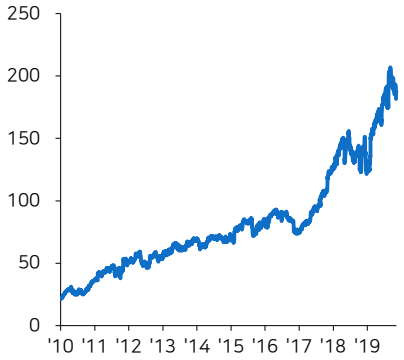
(유로)




- **19.11.08** Tiffany 인수 입찰가 기존 첫 제시금액 유지하겠다 발표
- **19.10.28** 글로벌 쥬얼리 업체, Tiffany 인수 $14.5bn에 제안
- **19.05.24** 동사 보유 'Fenty' 온라인몰 오픈
- **19.04.17** EU, 동사 Belmond社 인수 건 최종승인 및 딜 종료
- **19.01.15** 견조한 해외시장 매출 성장률(high-single) 유지, 특히 중국 M/S 확대가 도드라짐
- **18.12.14** 글로벌 호텔 체인 Belmond社 $2.6bn에 인수 확정
- **18.12.01** 미중 무역전쟁 불확실성 대두로 인한 글로벌 럭셔리 브랜드 주가 부진
- **18.11.08** 해외 결제 효율성 향상을 위해 Swift Global Payments Innovation 플랫폼 형성

## Estee Lauder

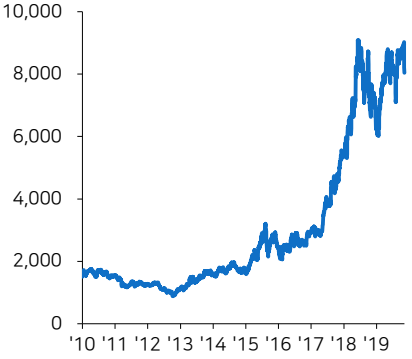
(달러)




- **19.10.31** 스킨케어 위주 온라인, 면세점 채널 내 실적 호조세 지속 및 분기 DPS 12% 상향
- **19.08.29** 무역분쟁 심화 속 중국 내 프리미엄, 스킨케어 제품 M/S확대 지속
- **19.02.05** 아시아 M/S 확대에 따른 실적 및 순이익 호조, 연간 EPS 가이던스 $4.82에서 $5.00로 상향
- **18.10.12** 뉴욕 멜빌에 엔지니어링 센터 건설 투자
- **18.08.31** 주당 0.43달러씩 분기 배당으로 배당금 인상
- **17.09.01** 제품가격 최대 1만원 인상

## SHISEIDO

(엔)




- **19.11.08** 홍콩, 한국 지정학 리스크 부각으로 3분기 실적 시장 컨센서스 하회, 연간 가이던스 하향 조정
- **19.07.01** 스킨케어 제품 구독 서비스, 'Optune' 런칭
- **19.05.15** 럭셔리 라인 제외 매출 부진, 분기 실적 시장 기대치 하회
- **19.03.18** 중국 따이구발 동사 매출 상승 기대감 주가 반영
- **19.02.05** 후쿠오카 화장품 플랜트 건설 계획 및 관련 약 50억엔 규모 투자 발표
- **18.11.07** Shiseido Ameriacas, 인공지능 (AI) 회사 Giaran 인수
- **18.03.14** 미국 프레스티지 화장품 회사 Bare Escentuals 인수
- **18.03.05** 새로운 3년 장기계획 발표
- **18.01.12** 미국 Olivo Laboratories로부터 인공 피부 전문 업체 Second Skin 인수

자료: Bloomberg, 언론 보도, 메리츠종금증권 리서치센터

# Appendix. L'Oréal (OR FP) 연간 및 분기별 실적 추이

## 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 | 32,951.2 | 35,005.1 |
| 영업이익 | 4,769.3 | 4,714.3 | 4,669.9 | 4,341.5 | 5,078.7 | 5,689.4 | 6,114.6 | 6,607.7 |
| 세전이익 | 5,217.6 | 5,168.3 | 4,969.7 | 4,756.2 | 5,340.2 | 6,122.6 | 6,471.1 | 6,986.7 |
| 순이익 | 3,929.4 | 6,523.1 | 3,660.1 | 3,437.6 | 4,046.0 | 4,601.0 | 4,669.6 | 5,116.5 |
| *성장률 (%YoY)* | | | | | | | | |
| *매출액* | 1.7 | 1.9 | -9.9 | 2.3 | 6.6 | 8.2 | 3.6 | 6.2 |
| *영업이익* | -0.1 | -1.2 | -0.9 | -7.0 | 17.0 | 12.0 | 7.5 | 8.1 |
| *세전이익* | 4.7 | -0.9 | -3.8 | -4.3 | 12.3 | 14.7 | 5.7 | 8.0 |
| *순이익* | 6.6 | 66.0 | -43.9 | -6.1 | 17.7 | 13.7 | 1.5 | 9.6 |
| 수익성 (%) | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 16.2 | 15.7 | 17.3 | 15.7 | 17.3 | 17.9 | 18.6 | 18.9 |
| 세전이익률 | 17.8 | 17.3 | 18.4 | 17.2 | 18.2 | 19.2 | 19.6 | 20.0 |
| 순이익률 | 13.4 | 21.8 | 13.6 | 12.5 | 13.8 | 14.5 | 14.2 | 14.6 |
| PER (배) | 26.5 | 29.1 | 26.6 | 31.5 | 27.1 | 28.9 | 33.7 | 31.0 |
| PBR (배) | 3.4 | 3.8 | 3.7 | 4.0 | 4.2 | 4.2 | 5.2 | 4.8 |
| EV/EBITDA (배) | 15.0 | 15.6 | 16.9 | 18.2 | 17.8 | 18.5 | 21.7 | 20.1 |
| ROE (%) | 13.6 | 22.9 | 15.1 | 12.9 | 14.5 | 15.1 | 15.6 | 15.9 |
| EPS (달러) | 6.6 | 11.3 | 6.6 | 6.1 | 7.2 | 8.2 | 8.5 | 9.3 |
| BPS (달러) | 52.0 | 44.1 | 45.8 | 46.1 | 53.3 | 55.1 | 56.4 | 60.8 |

주: GAAP, 12월 결산
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## L'Oreal 분기별 실적 추이

| (백만달러) | 2H15 | 1H16 | 2H16 | 1H17 | 2H17 | 1H18 | 2H18 | 1H19 | 2H19E | 1H20E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 12,659.3 | 13,951.8 | 13,627.9 | 14,526.6 | 14,835.7 | 16,210.5 | 15,604.4 | 16,730.7 | 16,499.4 | 17,456.9 |
| 영업이익 | 2,105.4 | 2,124.1 | 2,216.4 | 2,580.2 | 2,485.9 | 3,084.6 | 2,613.5 | 3,156.4 | 2,876.8 | 3,460.8 |
| 세전이익 | 2,069.2 | 2,471.8 | 2,285.7 | 3,004.9 | 2,297.0 | 3,520.7 | 2,621.0 | 3,446.1 | 2,943.1 | 3,953.4 |
| 순이익 | 1,561.3 | 1,651.9 | 1,784.4 | 2,206.8 | 1,816.1 | 2,754.3 | 1,866.3 | 2,628.2 | 2,147.3 | 3,023.9 |
| *성장률 (%YoY)* | | | | | | | | | | |
| *매출액* | -13.4 | -2.5 | 7.7 | 4.1 | 8.9 | 11.6 | 5.2 | 3.2 | 5.7 | 4.3 |
| *영업이익* | 2.2 | -17.3 | 5.3 | 21.5 | 12.2 | 19.5 | 5.1 | 2.3 | 10.1 | 9.6 |
| *세전이익* | 1.3 | -14.9 | 10.5 | 21.6 | 0.5 | 17.2 | 14.1 | -2.1 | 12.3 | 14.7 |
| *순이익* | -61.8 | -21.4 | 14.3 | 33.6 | 1.8 | 24.8 | 2.8 | -4.6 | 15.1 | 15.1 |
| 수익성 (%) | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 16.6 | 15.2 | 16.3 | 17.8 | 16.8 | 19.0 | 16.7 | 18.9 | 17.4 | 19.8 |
| 세전이익률 | 16.3 | 17.7 | 16.8 | 20.7 | 15.5 | 21.7 | 16.8 | 20.6 | 17.8 | 22.6 |
| 순이익률 | 12.3 | 11.8 | 13.1 | 15.2 | 12.2 | 17.0 | 12.0 | 15.7 | 13.0 | 17.3 |

주: GAAP, 12월 결산
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

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

## 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 | 59,158.7 | 63,711.3 |
| 영업이익 | 7,864.9 | 7,221.6 | 7,100.7 | 7,638.2 | 9,168.8 | 11,638.8 | 12,631.3 | 13,817.7 |
| 세전이익 | 7,571.4 | 11,130.1 | 6,626.7 | 7,163.4 | 9,098.8 | 11,207.7 | 12,283.3 | 13,624.8 |
| 순이익 | 4,564.1 | 7,503.3 | 3,966.0 | 4,406.3 | 6,061.0 | 7,504.9 | 8,141.7 | 9,026.1 |
| *성장률 (%YoY)* | | | | | | | | |
| *매출액* | 6.7 | 5.6 | -2.7 | 5.1 | 15.7 | 14.8 | 7.0 | 7.7 |
| *영업이익* | 6.6 | -8.2 | -1.7 | 7.6 | 20.0 | 26.9 | 8.5 | 9.4 |
| *세전이익* | 2.8 | 47.0 | -40.5 | 8.1 | 27.0 | 23.2 | 9.6 | 10.9 |
| *순이익* | 3.7 | 64.4 | -47.1 | 11.1 | 37.6 | 23.8 | 8.5 | 10.9 |
| 수익성 (%) | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 20.4 | 17.7 | 17.9 | 18.4 | 19.0 | 21.0 | 21.4 | 21.7 |
| 세전이익률 | 19.6 | 27.3 | 16.7 | 17.2 | 18.9 | 20.3 | 20.8 | 21.4 |
| 순이익률 | 11.8 | 18.4 | 10.0 | 10.6 | 12.6 | 13.6 | 13.8 | 14.2 |
| PER (배) | 19.3 | 11.7 | 20.4 | 22.9 | 23.0 | 20.4 | 27.6 | 24.9 |
| PBR (배) | 2.5 | 3.0 | 3.0 | 3.5 | 4.3 | 4.0 | 5.6 | 5.0 |
| EV/EBITDA (배) | 8.9 | 9.8 | 9.2 | 10.5 | 12.6 | 11.3 | 15.7 | 14.4 |
| ROE (%) | 13.4 | 23.2 | 15.5 | 15.7 | 19.4 | 20.7 | 20.9 | 20.4 |
| EPS (달러) | 9.1 | 15.0 | 7.9 | 8.8 | 12.1 | 14.9 | 16.2 | 18.6 |
| BPS (달러) | 74.1 | 52.5 | 52.6 | 55.4 | 69.3 | 73.5 | 80.6 | 90.4 |

주: GAAP, 12월 결산
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## LVMH 분기별 실적 추이

| (백만달러) | 2H15 | 1H16 | 2H16 | 1H17 | 2H17 | 1H18 | 2H18 | 1H19 | 2H19E | 1H20E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 20,920.3 | 19,190.4 | 22,396.6 | 21,352.5 | 26,963.9 | 26,330.1 | 28,884.9 | 28,332.0 | 31,481.7 | 29,806.1 |
| 영업이익 | 3,865.8 | 3,254.6 | 4,373.6 | 3,839.6 | 5,377.0 | 5,542.0 | 6,077.4 | 5,906.5 | 6,838.1 | 6,411.5 |
| 세전이익 | 3,683.7 | 3,073.7 | 4,080.6 | 3,819.1 | 5,326.4 | 5,515.4 | 5,682.3 | 5,688.5 | 6,625.9 | 6,222.7 |
| 순이익 | 2,199.4 | 1,910.3 | 2,490.7 | 2,303.8 | 3,809.0 | 3,636.6 | 3,858.9 | 3,691.4 | 4,456.5 | 4,022.2 |
| *성장률 (%YoY)* | | | | | | | | | | |
| *매출액* | -2.2 | 2.9 | 7.1 | 11.3 | 20.4 | 23.3 | 7.1 | 7.6 | 9.0 | 5.2 |
| *영업이익* | 3.4 | 0.7 | 13.1 | 18.0 | 22.9 | 44.3 | 13.0 | 6.6 | 12.5 | 8.5 |
| *세전이익* | -51.5 | 4.6 | 10.8 | 24.2 | 30.5 | 44.4 | 6.7 | 3.1 | 16.6 | 9.4 |
| *순이익* | -58.7 | 8.3 | 13.2 | 20.6 | 52.9 | 57.9 | 1.3 | 1.5 | 15.5 | 9.0 |
| 수익성 (%) | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 18.5 | 17.0 | 19.5 | 18.0 | 19.9 | 21.0 | 21.0 | 20.8 | 21.7 | 21.5 |
| 세전이익률 | 17.6 | 16.0 | 18.2 | 17.9 | 19.8 | 20.9 | 19.7 | 20.1 | 21.0 | 20.9 |
| 순이익률 | 10.5 | 10.0 | 11.1 | 10.8 | 14.1 | 13.8 | 13.4 | 13.0 | 14.2 | 13.5 |

주: GAAP, 12월 결산
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

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

## Estee Lauder 연간 실적 추이

| (백만달러) | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 10,968.8 | 10,780.0 | 11,262.0 | 11,824.0 | 13,683.0 | 14,863.0 | 16,024.1 | 17,161.3 |
| 영업이익 | 1,827.6 | 1,606.0 | 1,610.0 | 1,692.0 | 2,052.0 | 2,313.0 | 2,915.1 | 3,208.8 |
| 세전이익 | 1,776.8 | 1,561.0 | 1,555.0 | 1,617.0 | 1,980.0 | 2,307.0 | 2,839.4 | 3,137.9 |
| 순이익 | 1,204.1 | 1,089.0 | 1,115.0 | 1,249.0 | 1,108.0 | 1,785.0 | 2,144.5 | 2,385.5 |
| *성장률 (%YoY)* | | | | | | | | |
| *매출액* | 7.7 | -1.7 | 4.5 | 5.0 | 15.7 | 8.6 | 7.8 | 7.1 |
| *영업이익* | 19.8 | -12.1 | 0.2 | 5.1 | 21.3 | 12.7 | 26.0 | 10.1 |
| *세전이익* | 20.4 | -12.1 | -0.4 | 4.0 | 22.4 | 16.5 | 23.1 | 10.5 |
| *순이익* | 18.1 | -9.6 | 2.4 | 12.0 | -11.3 | 61.1 | 20.1 | 11.2 |
| 수익성 (%) | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 16.7 | 14.9 | 14.3 | 14.3 | 15.0 | 15.6 | 18.2 | 18.7 |
| 세전이익률 | 16.2 | 14.5 | 13.8 | 13.7 | 14.5 | 15.5 | 17.7 | 18.3 |
| 순이익률 | 11.0 | 10.1 | 9.9 | 10.6 | 8.1 | 12.0 | 13.4 | 13.9 |
| PER (배) | 23.4 | 30.3 | 28.8 | 26.0 | 31.6 | 34.3 | 31.4 | 28.2 |
| PBR (배) | 7.4 | 8.9 | 9.4 | 8.1 | 11.2 | 15.1 | 13.1 | 10.9 |
| EV/EBITDA (배) | 12.7 | 16.2 | 17.0 | 17.2 | 20.6 | 23.2 | 20.4 | 18.6 |
| ROE (%) | 33.7 | 29.0 | 30.9 | 31.4 | 24.4 | 39.3 | 47.3 | 46.9 |
| EPS (달러) | 3.1 | 2.9 | 3.0 | 3.4 | 3.0 | 4.9 | 5.8 | 6.5 |
| BPS (달러) | 10.1 | 9.7 | 9.7 | 11.9 | 12.8 | 12.1 | 14.3 | 17.2 |

주: GAAP, 6월 결산
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

## Estee Lauder 분기별 실적 추이

| (백만달러) | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 1Q20E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 2,894.0 | 3,274.0 | 3,744.0 | 3,370.0 | 3,295.0 | 3,524.0 | 4,005.0 | 3,744.0 | 3,590.0 | 3,895.0 | 4,336.3 | 3,958.1 |
| 영업이익 | 230.0 | 568.0 | 710.0 | 497.0 | 277.0 | 652.0 | 771.0 | 674.0 | 216.0 | 779.0 | 929.9 | 821.0 |
| 세전이익 | 207.0 | 549.0 | 690.0 | 480.0 | 261.0 | 633.0 | 748.0 | 727.0 | 199.0 | 760.0 | 902.8 | 797.8 |
| 순이익 | 229.0 | 427.0 | 123.0 | 372.0 | 186.0 | 500.0 | 573.0 | 555.0 | 157.0 | 595.0 | 690.3 | 607.0 |
| *성장률 (%YoY)* | | | | | | | | | | | | |
| *매출액* | 9.4 | 14.3 | 16.7 | 18.0 | 13.9 | 7.6 | 7.0 | 11.1 | 9.0 | 10.5 | 8.3 | 5.7 |
| *영업이익* | 60.8 | 35.9 | 15.1 | 16.4 | 20.4 | 14.8 | 8.6 | 35.6 | -22.0 | 19.5 | 20.6 | 21.8 |
| *세전이익* | 59.2 | 36.2 | 15.0 | 17.9 | 26.1 | 15.3 | 8.4 | 51.5 | -23.8 | 20.1 | 20.7 | 9.7 |
| *순이익* | 143.6 | 45.2 | -71.3 | 24.8 | -18.8 | 17.1 | 365.9 | 49.2 | -15.6 | 19.0 | 20.5 | 9.4 |
| 수익성 (%) | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 7.9 | 17.3 | 19.0 | 14.7 | 8.4 | 18.5 | 19.3 | 18.0 | 6.0 | 20.0 | 21.4 | 20.7 |
| 세전이익률 | 7.2 | 16.8 | 18.4 | 14.2 | 7.9 | 18.0 | 18.7 | 19.4 | 5.5 | 19.5 | 20.8 | 20.2 |
| 순이익률 | 7.9 | 13.0 | 3.3 | 11.0 | 5.6 | 14.2 | 14.3 | 14.8 | 4.4 | 15.3 | 15.9 | 15.3 |

주: GAAP, 6월 결산
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

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

## 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 | 10,632.0 | 11,430.0 |
| 영업이익 | 315.2 | 495.7 | 252.4 | 339.1 | 717.4 | 981.5 | 1,097.9 | 1,350.9 |
| 세전이익 | -78.0 | 503.5 | 448.3 | 459.8 | 343.9 | 944.9 | 1,081.0 | 1,363.2 |
| 순이익 | -177.7 | 261.1 | 307.8 | 296.0 | 202.9 | 556.2 | 740.1 | 880.6 |
| *성장률 (%YoY)* | | | | | | | | |
| *매출액* | -5.2 | -7.2 | -6.6 | 10.3 | 14.3 | 10.6 | 7.2 | 7.5 |
| *영업이익* | -36.4 | 57.3 | -49.1 | 34.3 | 111.6 | 36.8 | 11.9 | 23.0 |
| *세전이익* | 적전 | 흑전 | -11.0 | 2.6 | -25.2 | 174.8 | 14.4 | 26.1 |
| *순이익* | 적전 | 흑전 | 17.9 | -3.8 | -31.4 | 174.1 | 33.1 | 19.0 |
| 수익성 (%) | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 3.8 | 6.5 | 3.6 | 4.3 | 8.0 | 9.9 | 10.3 | 11.8 |
| 세전이익률 | -1.0 | 6.6 | 6.3 | 5.9 | 3.8 | 9.5 | 10.2 | 11.9 |
| 순이익률 | -2.2 | 3.4 | 4.3 | 3.8 | 2.3 | 5.6 | 7.0 | 7.7 |
| PER (배) | N/A | 27.7 | 25.3 | 36.8 | 95.6 | 44.8 | 39.8 | 33.6 |
| PBR (배) | 1.8 | 2.1 | 2.2 | 3.0 | 5.1 | 6.1 | 6.3 | 5.6 |
| EV/EBITDA (배) | 10.0 | 8.8 | 13.0 | 16.4 | 17.4 | 18.2 | 18.5 | 15.6 |
| ROE (%) | -5.1 | 8.3 | 9.3 | 8.2 | 5.6 | 14.1 | 17.1 | 18.1 |
| EPS (달러) | -0.4 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.5 | 1.4 | 1.9 | 2.2 |
| 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, 메리츠종금증권 리서치센터

## Shiseido 분기별 실적 추이

| (백만달러) | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 1Q20E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 매출액 | 2,156.8 | 2,335.1 | 2,426.1 | 2,435.0 | 2,464.1 | 2,450.1 | 2,564.2 | 2,483.9 | 2,647.3 | 2,627.5 | 2,746.5 | 2,660.4 |
| 영업이익 | 94.8 | 324.3 | 86.7 | 435.2 | 219.7 | 271.8 | 61.5 | 353.4 | 273.3 | 320.0 | 122.3 | 406.7 |
| 세전이익 | 63.9 | -314.9 | 380.1 | 437.6 | 247.2 | 242.2 | 26.0 | 351.6 | 254.4 | 314.8 | N/A | N/A |
| 순이익 | 43.3 | -322.3 | 351.8 | 266.5 | 172.3 | 146.5 | -23.0 | 304.2 | 172.3 | 186.4 | 17.4 | N/A |
| *성장률 (%YoY)* | | | | | | | | | | | | |
| *매출액* | 16.9 | 13.6 | 16.5 | 19.0 | 14.2 | 4.9 | 5.7 | 2.0 | 7.4 | 7.2 | 7.1 | 7.1 |
| *영업이익* | 흑전 | 76.6 | 흑전 | 104.8 | 131.6 | -16.2 | -29.0 | -18.8 | 24.4 | 17.7 | 98.7 | 15.1 |
| *세전이익* | 흑전 | 적전 | 흑전 | 111.7 | 286.5 | 흑전 | -93.2 | -19.6 | 2.9 | 30.0 | N/A | N/A |
| *순이익* | 흑전 | 적전 | 흑전 | 116.2 | 298.3 | 흑전 | 적전 | 14.1 | 0.0 | 27.2 | 흑전 | N/A |
| 수익성 (%) | | | | | | | | | | | | |
| 영업이익률 | 4.4 | 13.9 | 3.6 | 17.9 | 8.9 | 11.1 | 2.4 | 14.2 | 10.3 | 12.2 | 4.5 | 15.3 |
| 세전이익률 | 3.0 | -13.5 | 15.7 | 18.0 | 10.0 | 9.9 | 1.0 | 14.2 | 9.6 | 12.0 | N/A | N/A |
| 순이익률 | 2.0 | -13.8 | 14.5 | 10.9 | 7.0 | 6.0 | -0.9 | 12.2 | 6.5 | 7.1 | 0.6 | N/A |

주: GAAP, 2015년까지 3월 결산, 2016년부터 12월 결산 기준
자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

Part IV

# 디지털 혁명과 마케팅 ROI

# 국내 화장품 시장 동향: 온라인과 면세점 중심으로 높은 성장

## 월별 소매판매액 품목별 추이

| Monthly | '18.9 | '18.10 | '18.11 | '18.12 | '19.1 | '19.2 | '19.3 | '19.4 | '19.5 | '19.6 | '19.7 | '19.8 | '19.9 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 소매판매액 증감율(% YoY) | 3.1 | 7.6 | 2.9 | 3.6 | 3.9 | -2.9 | 1.9 | 1.4 | 3.6 | 1.3 | -0.5 | 2.6 | 1.2 |
| 내구재 | -10.4 | 10.5 | -1.4 | 2.7 | -2.3 | -1.7 | -0.7 | -1.4 | -0.2 | -2.7 | -3.5 | 0.4 | 9.7 |
| 승용차 | -17.9 | 25.1 | 1.2 | 8.9 | -4.8 | -5.5 | -8.0 | -2.9 | -4.4 | -8.2 | -0.8 | 0.0 | 20.0 |
| 가전제품 | 4.7 | 8.2 | 5.7 | 4.7 | 6.4 | 4.0 | 15.1 | -0.5 | 2.9 | -0.3 | -18.8 | -7.3 | 3.0 |
| 통신기기 및 컴퓨터 | -16.5 | -10.9 | -15.2 | -16.4 | -11.9 | -8.5 | -5.4 | -4.0 | -4.0 | -0.3 | 2.6 | 6.1 | 0.1 |
| 가구 | 4.1 | 28.0 | 13.5 | 10.4 | 15.9 | 17.8 | 8.5 | 7.8 | 7.3 | 6.7 | 7.9 | 10.1 | 8.0 |
| 준내구재 | 10.7 | 10.0 | 2.9 | 6.7 | 6.4 | 2.8 | 3.0 | 1.4 | 5.7 | 3.2 | -0.5 | 3.1 | -3.6 |
| 의복 | 11.6 | 11.4 | -0.7 | 3.9 | 8.1 | 3.5 | 2.9 | 0.4 | 5.4 | 2.6 | -2.7 | 0.7 | -7.4 |
| 신발 및 가방 | 9.7 | 3.5 | 8.5 | 7.2 | 3.9 | 4.7 | 6.2 | 4.0 | 8.1 | 9.3 | 5.8 | 8.4 | 2.8 |
| 오락, 취미, 경기용품 | 9.1 | 9.8 | 8.3 | 9.9 | 1.9 | 2.0 | 2.3 | 1.6 | 6.6 | 2.3 | 2.7 | 6.4 | 2.1 |
| 비내구재 | 6.2 | 5.2 | 5.3 | 2.7 | 5.9 | -5.5 | 2.7 | 2.9 | 4.6 | 2.4 | 0.9 | 3.5 | -0.1 |
| 음식료품 | 8.0 | -1.3 | 5.3 | 5.0 | 14.0 | -10.2 | 2.5 | 2.5 | 3.8 | 2.5 | -0.3 | 3.4 | -4.1 |
| 의약품 | 0.4 | 12.5 | 8.1 | 8.8 | 8.9 | 6.5 | 6.8 | 4.9 | 3.5 | 4.2 | 3.5 | 4.3 | 6.6 |
| 화장품 | 11.3 | 17.8 | 11.2 | 7.4 | 12.2 | 11.1 | 15.3 | 12.5 | 15.6 | 10.9 | 14.5 | 19.3 | 17.0 |
| 서적, 문구 | 0.5 | 6.8 | -0.6 | 1.1 | -5.1 | -7.5 | -3.1 | -5.4 | -5.9 | -3.5 | -7.4 | -7.8 | -7.3 |
| 차량연료 | 8.7 | 16.2 | 8.4 | -1.4 | -5.6 | -8.7 | -4.8 | -0.8 | 1.8 | -1.6 | -4.4 | -3.6 | -2.3 |

자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

# 국내 온라인 시장 동향: 음식료품과 함께 화장품 카테고리의 성장률 상위 수준

## 월별 온라인쇼핑 주요지표

| | 2018 | | | | 2019 | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 9월 | 10월 | 11월 | 12월 | 1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 | 6월 | 7월 | 8월 | 9월 |
| **총 거래액 (십억원)** | **9,139** | **10,063** | **10,611** | **10,701** | **10,683** | **9,561** | **11,220** | **10,624** | **11,232** | **10,557** | **11,185** | **11,191** | **11,180** |
| 총 거래액 (% YoY) | 12.1 | 31.3 | 17.9 | 20.3 | 17.7 | 16.0 | 18.9 | 17.0 | 19.4 | 17.1 | 15.4 | 20.7 | 22.3 |
| **운영형태별 증감률 (% YoY)** | | | | | | | | | | | | | |
| Online몰 | 13.1 | 33.3 | 17.9 | 19.8 | 19.2 | 16.9 | 20.0 | 17.9 | 22.1 | 18.0 | 14.9 | 23.1 | 23.3 |
| On/Offline몰 | 10.2 | 27.5 | 18.0 | 21.4 | 14.9 | 14.4 | 16.7 | 15.2 | 14.1 | 15.4 | 16.4 | 16.0 | 20.3 |
| **판매매체별 증감률 (% YoY)** | | | | | | | | | | | | | |
| 인터넷쇼핑 | -1.1 | 18.0 | 7.0 | 10.9 | 4.6 | 1.7 | 5.9 | 7.1 | 9.3 | 4.0 | 5.7 | 12.2 | 11.5 |
| 모바일쇼핑 | 22.5 | 41.2 | 25.9 | 26.7 | 26.9 | 25.7 | 28.2 | 23.8 | 26.1 | 25.7 | 21.6 | 25.9 | 29.2 |
| **상품군별 증감률 (% YoY)** | | | | | | | | | | | | | |
| 컴퓨터 및 주변기기 | -1.5 | 22.7 | 3.7 | 7.3 | 9.6 | 19.3 | 4.1 | 13.7 | 8.4 | 4.3 | 9.5 | 7.0 | 13.9 |
| 가전 · 전자 · 통신기기 | 11.4 | 34.9 | 23.8 | 26.5 | 25.4 | 30.7 | 42.7 | 21.0 | 29.3 | 25.9 | 7.4 | 26.1 | 40.8 |
| 서적 | -4.2 | 18.2 | 9.5 | 6.2 | 0.6 | 2.8 | 0.8 | 0.2 | 3.0 | 3.6 | 4.4 | 3.5 | 14.7 |
| 사무 · 문구 | -4.3 | 25.3 | 11.7 | 15.2 | 8.6 | -0.4 | -0.3 | 18.4 | 13.4 | 7.1 | 10.8 | 9.4 | 17.0 |
| 의복 | 9.2 | 38.3 | 8.5 | 19.5 | 7.7 | 9.5 | 4.4 | 7.7 | 11.6 | 4.5 | 11.1 | 4.5 | 13.5 |
| 신발 | -0.7 | 16.3 | 5.2 | 16.0 | 6.3 | 12.1 | 6.8 | 4.8 | 10.2 | 10.3 | 13.5 | 17.4 | 21.9 |
| 가방 | 7.5 | 18.3 | 6.5 | 11.4 | 6.2 | 17.0 | 16.3 | 14.6 | 14.9 | 15.9 | 3.9 | 19.3 | 24.9 |
| 패션용품 및 액세서리 | 0.9 | 14.9 | 1.9 | 7.4 | -2.8 | 3.4 | -0.3 | 7.8 | 17.0 | 12.7 | 9.3 | 7.8 | 23.3 |
| 스포츠 · 레저용품 | 16.6 | 43.6 | 21.1 | 30.5 | 16.2 | 19.0 | 14.4 | 17.7 | 21.0 | 9.6 | 6.3 | 9.6 | 10.4 |
| **화장품** | **18.4** | **32.0** | **14.9** | **23.3** | **15.9** | **14.7** | **22.5** | **19.4** | **20.4** | **21.9** | **26.0** | **29.0** | **29.0** |
| 아동 · 유아용품 | 0.5 | 18.5 | 3.4 | 4.0 | 4.6 | 5.0 | 11.3 | 9.3 | 10.7 | 10.8 | 9.4 | 10.6 | 16.6 |
| 음 · 식료품 | 20.1 | 49.0 | 31.7 | 34.9 | 39.3 | 5.0 | 21.9 | 28.9 | 28.5 | 26.4 | 24.9 | 33.0 | 22.3 |
| 농축수산물 | 7.6 | 36.9 | 23.1 | 14.4 | 56.1 | -24.3 | 15.6 | 25.2 | 21.0 | 19.1 | 18.7 | 28.8 | 15.0 |
| 생활용품 | 6.7 | 31.6 | 13.3 | 15.8 | 13.3 | 15.1 | 13.1 | 10.7 | 15.6 | 13.2 | 9.6 | 16.7 | 18.7 |
| 자동차용품 | -8.0 | 11.0 | 10.7 | 12.2 | 22.3 | 18.1 | 24.2 | 14.9 | 23.5 | 18.1 | 4.5 | 28.9 | 112.4 |
| 가구 | 5.9 | 32.7 | 21.6 | 26.3 | 8.8 | 9.5 | 7.9 | 6.5 | 9.6 | 8.0 | 2.6 | 8.5 | 14.6 |
| 애완용품 | 3.9 | 12.7 | -2.1 | 13.9 | 1.9 | 7.8 | 6.8 | 8.8 | 12.2 | 4.0 | 1.9 | 7.7 | 22.7 |
| 여행 및 교통서비스 | 0.5 | 7.0 | 8.9 | 6.0 | 0.9 | 10.9 | 6.2 | 3.0 | 1.1 | 1.3 | 2.3 | 3.6 | 3.1 |
| 문화 및 레저서비스 | 29.9 | -2.7 | 23.1 | -10.6 | -16.5 | 9.4 | 0.9 | 10.5 | 15.9 | 27.9 | 19.3 | -7.5 | -15.4 |
| e쿠폰서비스 | 103.1 | 111.1 | 92.4 | 78.3 | 123.6 | 78.2 | 81.6 | 67.1 | 60.8 | 54.8 | 62.0 | 68.2 | 33.4 |
| 음식서비스 | 94.2 | 107.3 | 82.2 | 86.0 | 79.5 | 90.2 | 92.4 | 88.0 | 90.6 | 87.6 | 81.3 | 83.9 | 83.1 |

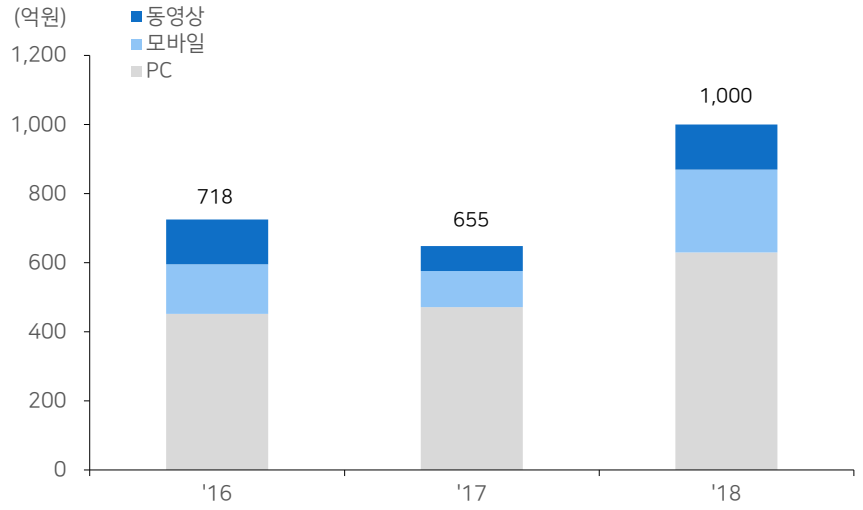
주: Online몰 – 인터넷 상에만 사업기반을 두는 쇼핑몰 회사
On/Offline몰 – 인터넷 뿐만 아니라 오프라인 매장 운영 등 전자상거래 이외 사업을 병행하는 회사
자료: 통계청, 메리츠종금증권 리서치센터

# 디지털 마케팅 확대는 경쟁 심화보다는 브랜드 투자 차원

**화장품 브랜드 기업, 온라인화로 디지털 마케팅 비용 확대**

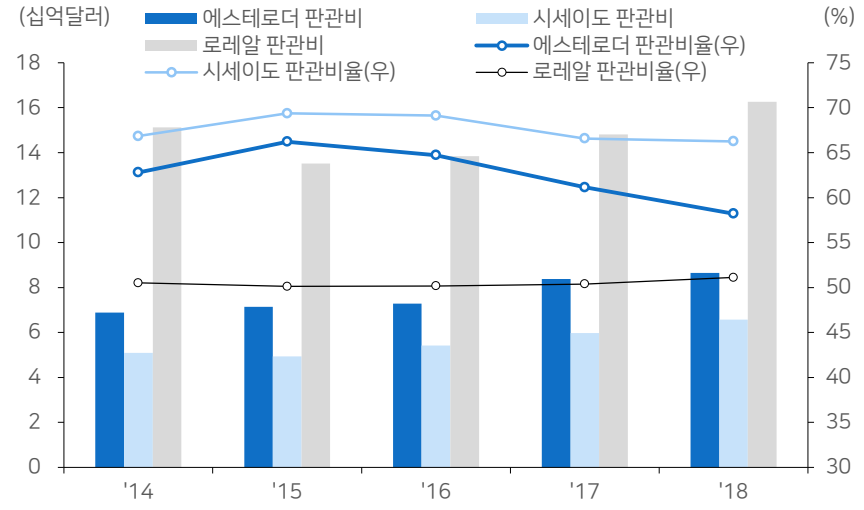
- 2018년 국내 화장품 업종의 디지털광고비는 전년대비 53% 큰 폭으로 증가함
- 중국을 중심으로 럭셔리 화장품의 주요 소비층으로 디지털에 익숙한 밀레니얼과 Z세대가 대두되면서 럭셔리 브랜드 마케팅에서도 디지털 매체 활동이 중요해졌기 때문
- 특히 인스타그램, 페이스북 등 '글로벌 SNS'의 영향력이 증가하는 추세임
- 글로벌 화장품 기업들 또한 디지털 마케팅 투자를 확대하면서 판관비 증가, 고가 프레스티지 비중이 높은 에스테로더와 시세이도의 경우 판관비 증가에도 높은 매출 성장률로 판관비율은 하락하는 추세

**국내 화장품 업종 연도별 디지털 광고비**




자료: CMN, 메리츠종금증권 리서치센터

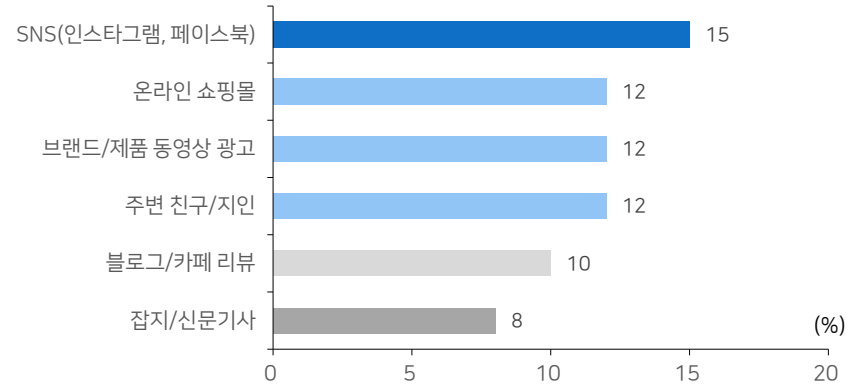
**주요 글로벌 기업 연간 판매관리비 추이**




자료: Bloomberg, 메리츠종금증권 리서치센터

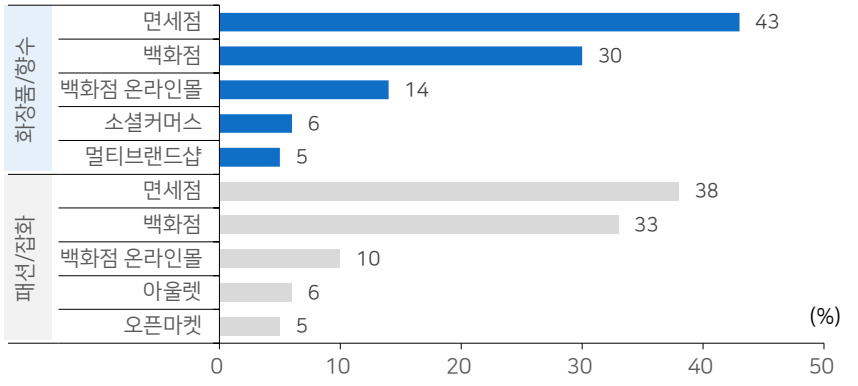
# 럭셔리 브랜드, 디지털 광고 영향력 확대

## 제품 정보 획득 경로



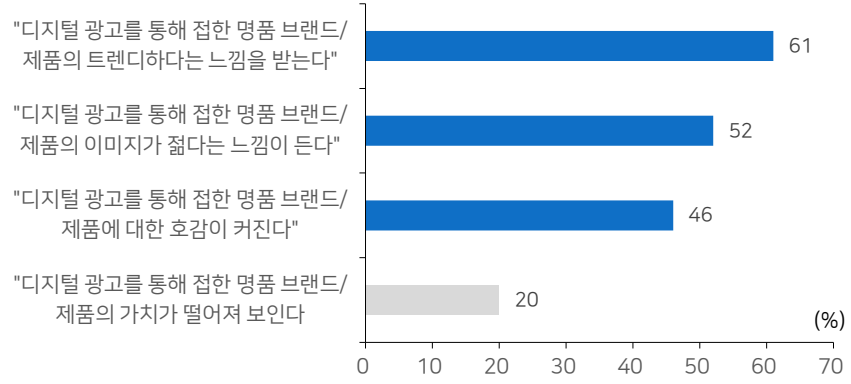

주: 1,2순위 중복 응답
자료: 메조미디어, 메리츠종금증권 리서치센터

## 제품 구매 경로




주: 중복 응답
자료: 메조미디어, 메리츠종금증권 리서치센터

## 디지털 광고에 대한 인식 조사



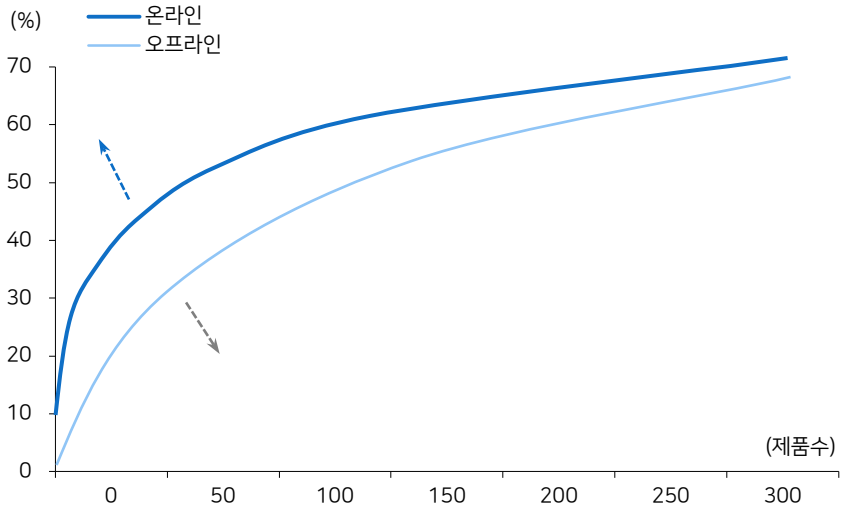

자료: 메조미디어, 메리츠종금증권 리서치센터

# 온라인 채널 내 핵심 SKU의 판매 집중도 오프라인 대비 높은 수준

**브랜드는 파편화되고 핵심 아이템에 대한 집중도는 강화, 히트상품의 중요성 증가**

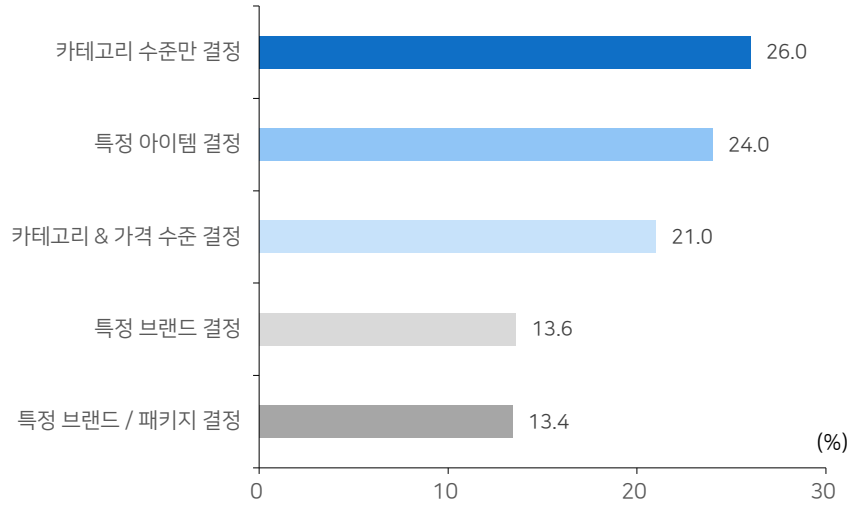
- 오프라인은 매대 전략이 중요. 온라인에서는 5배 이상의 제품이 검색 가능함
- 검색 결과의 노출도가 온라인에서 중요함. 구매액 점유율이 상위 판매 아이템에 집중됨
- 소비자들은 전자상거래에서 탐색할 때 특정 브랜드 아이템보다는 카테고리 수준만 결정한 후 상위 노출 제품을 구매하는 성향이 강함
- 최근 화장품 브랜드사들은 선택과 집중 전략으로 Top 브랜드를 상위에 노출시키고자 온라인 리테일러들과의 협력을 강화하고 있음

**화장품 상위 판매 제품 집중도: 누적 판매액 점유율**




자료: 닐슨코리아, 메리츠종금증권 리서치센터

**온라인 내 화장품 구매 계획 시 고려 수준**




자료: 닐슨코리아, 메리츠종금증권 리서치센터

# 온라인 채널 내 신규 SKU의 성공률이 낮아지고 있음

**검색에 따른 Digital Shelf 노출도가 구매를 결정하게 됨**

- 화장품 온라인 구매경험률이 이미 50% 넘은 주요 카테고리로서 계획구매와 충동구매가 동시에 나타남
- 화장품 오프라인으로 탐색해서 온라인 구매 쇼루밍이 가장 많이 나타나는 카테고리이기도 함
- 온라인 채널의 성격이 반복 구매율과 구매 충성도 중심으로 변화하면서 지난 몇년간 보여주었던 신생 온라인 브랜드들의 볼륨화가 제한될 가능성이 잠재함

**온/오프라인 채널 내 신규 SKU 성공률**

| 구분 | | | 세정 | | | 보습 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | MAT18 | MAT19 | Gap | MAT18 | MAT19 | Gap |
| 온라인 | 집중도 | TOP10 SKU 누적 점유율(%) | 27.2% | 23.9% | 3.3%p↓ | 20.7% | 16.7% | 4.0%p↓ |
| | Activation | 신규 SKU 점유율(%) | 15.3% | 14.4% | 0.9%p↓ | 16.0% | 13.7% | 2.3%p↓ |
| | | 신규 SKU 개수(비중%) | 615개 (43%) | 669개 (41%) | 66.4%p↑ | 1,041개 (42%) | 1,159개 (40%) | 11.3%p↑ |
| 오프라인 | 집중도 | TOP10 SKU 누적 점유율(%) | 21.6% | 17.7% | 3.9%p↓ | 26.0% | 25.4% | 0.6%p↓ |
| | Activation | 신규 SKU 점유율(%) | 18.6% | 20.3% | 1.7%p↑ | 7.7% | 8.1% | 0.4%p↑ |
| | | 신규 SKU 개수(비중%) | 446개 (27%) | 418개 (26%) | 6.3%p↓ | 180개 (20%) | 162개 (18%) | 8.9%p↓ |

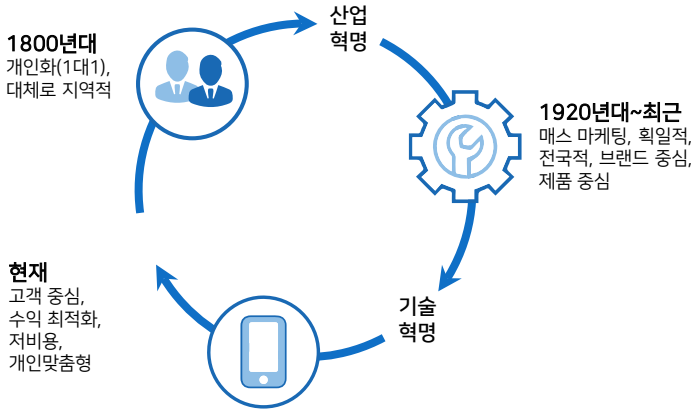
주: 신규 SKU: 전기 대비 새롭게 판매된 기획세트, 신규 용량, 신규 번들 등 포함
자료: 닐슨코리아, 메리츠종금증권 리서치센터

# 화장품 브랜드, 빅데이터를 활용한 예측 마케팅 강화

**온라인화는 데이터 기반의 새로운 마케팅 접근방식을 제시함**

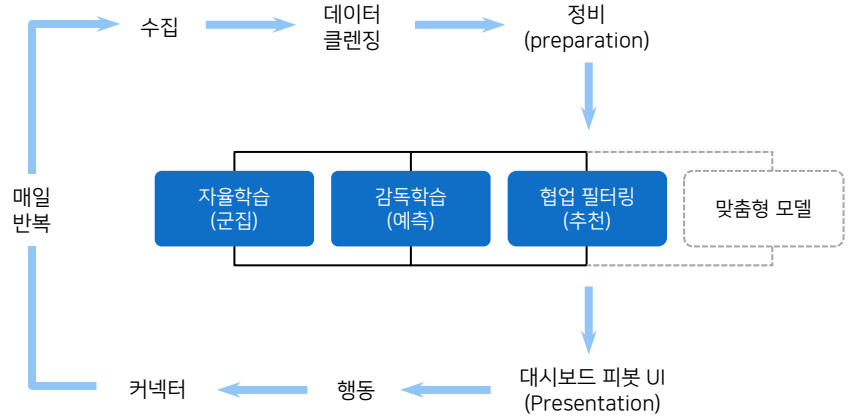
- 고객 데이터와 그들이 브랜드와 상호작용한 내용을 체계적으로 수집하고 분석할 수 있는 능력이 강화되면서 브랜드 기업들은 고객에게 더 적합한 상품과 서비스를 제공하고 더 많은 매출을 창출할 수 있게 되었음
- 고객 데이터 기반의 새로운 마케팅 전략으로 수익성 있는 고객을 분별하고 체계적으로 각 고객과의 관계를 유지하여 구매로 이끌어냄

## 예측마케팅 혁명




자료: 빅데이터를 활용한 예측마케팅 전략, 메리츠종금증권 리서치센터

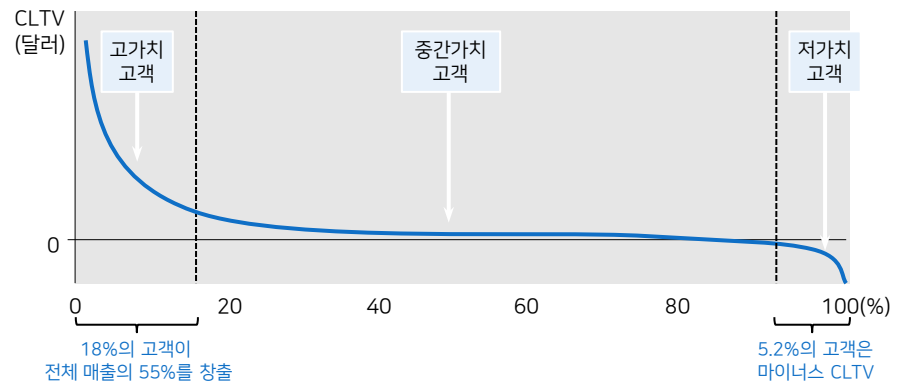
## 예측분석 프로세스개요




자료: 빅데이터를 활용한 예측마케팅 전략, 메리츠종금증권 리서치센터

# 빅데이터를 활용한 고객군별 차별화된 마케팅 비용 집행

## 고객생애가치 (CLTV) 분석




자료: 신유통혁명, 메리츠종금증권 리서치센터

## 고객 유지를 위한 예산의 최적화

| 고객획득 소스 | 고객획득비용 (달러) | 회수기간 (일) | 90일 ROI (%) |
|---|---|---|---|
| 야후 검색엔진마케팅 | 12 | 43 | 15 |
| 페이스북 배너광고 | 19 | 123 | -20 |
| 리타겟팅_SH | 25 | 80 | 2 |

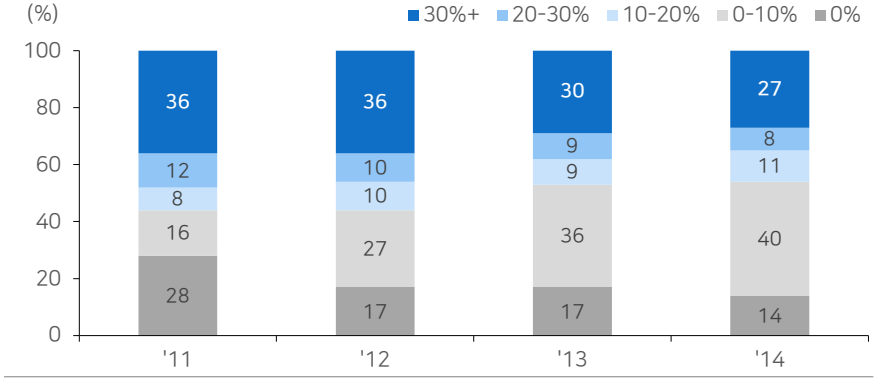
자료: 신유통혁명, 메리츠종금증권 리서치센터

## 고객 가치에 따라 차등화된 지출

| | 고객수 (만명) | '14년 가치 (달러) | 유지율 (%) | 상실 리스크 총액(만달러) | 리스크 (%) |
|---|---|---|---|---|---|
| 신규고객 | 60 | 100 | 25 | 1,500 | 17 |
| 높은 가치의 고객 | 9 | 400 | 90 | 3,200 | 37 |
| 중간 가치의 고객 | 54 | 110 | 60 | 3,800 | 44 |
| 낮은 가치의 고객 | 27 | 20 | 20 | 100 | 2 |

주: 상실 리스크 총액에 따라 예산 배정
자료: 신유통혁명, 메리츠종금증권 리서치센터

## 가격할인을 통한 고객획득 비율



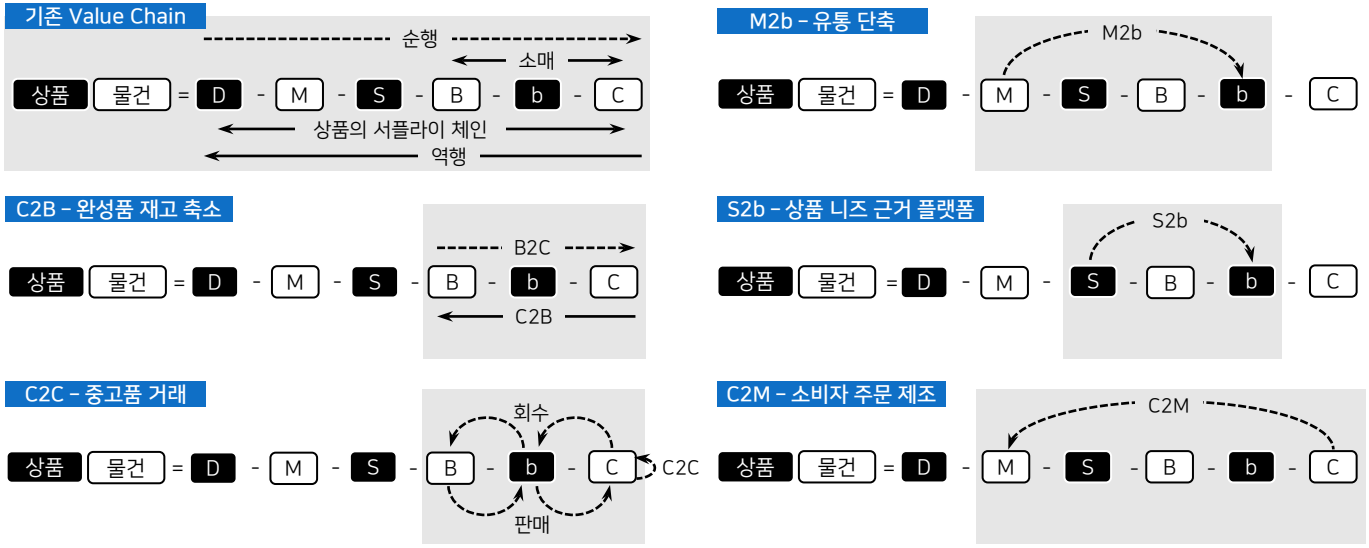

자료: 신유통혁명, 메리츠종금증권 리서치센터

# 화장품 ODM, 온라인화에 따른 제조 생산 Value Chain의 변화

**소셜미디어 등의 영향으로 소비 트렌드에 따른 생산 패러다임 변화**

- 온라인화는 Supply Chain의 방향이 고객에서 상품으로 변화하면서 M2B (유통단축), C2B (완성품 재고 축소), S2B (상품 니즈 근거 플랫폼), C2C (중고품 거래), C2M (소비자 주문 제조) 등 다양한 형태로 진화함
- 브랜드 기업들은 모방제품을 제한하고 빠르게 변화하는 소비 트렌드에 대응하기 위해 프로세스를 효율화할 수 있는 직접적인 생산 체계를 구축할 가능성이 높음

**온라인화에 따른 제조 생산 Value Chain의 변화**



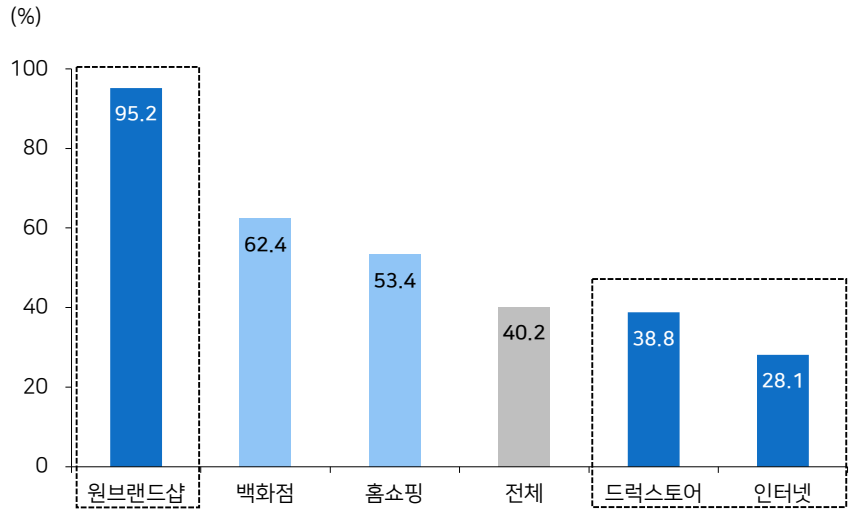

주: D(디자인), M(생산), S(공급체인), B와b(대소의 판매점), C(소비자)
자료: 신유통혁명, 메리츠종금증권 리서치센터

# 화장품 ODM, 브랜드 파편화로 다품종 소량생산 심화

**규모의 경제에서 탈규모의 경제로, 제조의 디지털화**

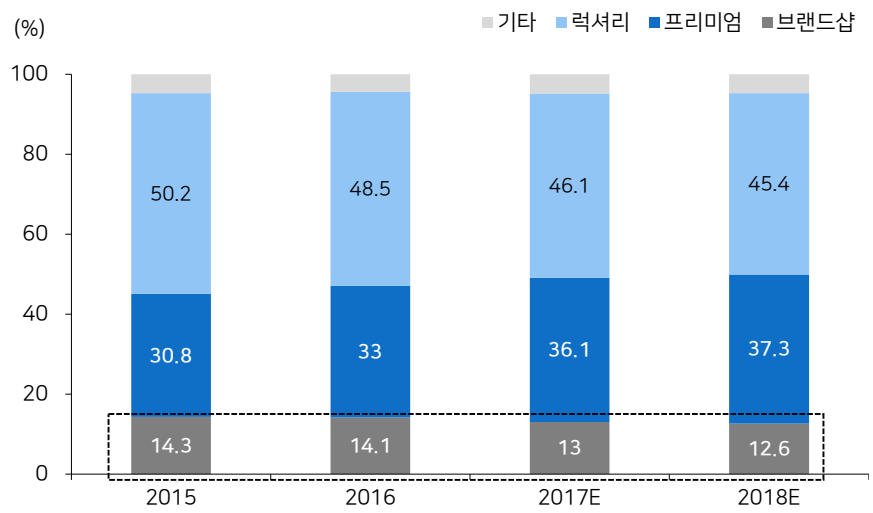
- 과거 원브랜드샵과 같은 화장품 유통 전문기업이 등장하며 생산과 유통이 분리되기 시작하였고, 빠르게 변화하는 소비 트렌드에 대응하기 위한 화장품 아웃소싱이 일반화되면서 높은 기술력과 생산 효율성의 강점을 갖춘 화장품 OEM/ODM 업체들이 성장하게 되었음
- 그러나 온라인 중심으로 채널 환경이 변화하면서 상위 브랜드에 대한 집중도가 하락함. 다품종 소량 생산이 심화되고 진입 장벽이 낮아지면서 화장품 OEM/ODM의 규모의 경제 효과가 약화되고 있음

**국내 화장품 채널별 상위 10개 브랜드 집중도 비교**




자료: 칸타월드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

**국내 화장품 시장 구성비 변화 추이**



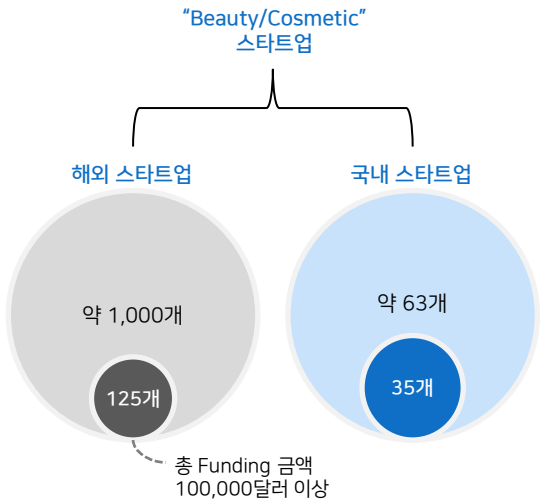

자료: 칸타월드패널, 메리츠종금증권 리서치센터

# 화장품 스타트업 동향, 혁신 제품으로 신시장 개척

**직접 뷰티 제품을 개발해 제조하는 뷰티테크 기업들이 늘어나고 있음**

- 화장품을 비롯한 뷰티 분야는 구매 빈도가 높고, 서비스와의 연계가 용이하며, 사치품에서 필수품까지 다양한 포지셔닝을 취할 수 있다는 범용성 때문에 많은 스타트업들이 등장하고 있음
- 아모레퍼시픽, LG생활건강, 코스맥스, 한국콜마 등 기존 뷰티 기업들은 기술이나 설비 투자가 필요한 스타트업들과 직접적으로 협업해 좋은 아이템을 개발하기 위한 사업들을 펼치고 있음
- 스타트업의 생존율은 데스밸리(Death Valley)로 불리는 자금 고갈 시기의 극복 여부에 따라 결정되며 화장품 제조사 입장에서는 매출채권의 퀄리티 하락 등 신용도 위험에 대한 관리가 필요함

## 국내외 뷰티 스타트업 개수 현황




주: 폐업/정보 불충분 스타트업 제외
자료: CMN, 메리츠종금증권 리서치센터

## 국내 화장품사 스타트업 지원사업 현황

| 회사명 | 프로젝트명 | 지원 내용 |
|---|---|---|
| 아모레퍼시픽 | 테크업플러스 | 아모레퍼시픽과 퓨처플레이가 함께 진행하는 뷰티테크 스타트업 공동 창업 과정 |
| LG생활건강 | 미래화장품육성재단 | 화장품 관련 기초 R&D 지원, 우수 뷰티 스타트업 발굴 및 기술 개발 지원, 대학생 장학 사업 |
| CJ올리브네트웍스 | 올리브영 '즐거운 동행' | 전국 각지 유망 상품 발굴, 판로 지원, 지역 경제 활성화 기여 |
| 잇츠스킨 | 뷰티테크 스타트업 공개 모집 | 고객데이터 분석 · 활용, IoT · 웨어러블 기기 제작. DB 기반 마케팅 솔루션 등 뷰티테크 분야 및 신제품 기획 · 생산 관련 스타트업 선발. 한화생명 엑셀러레이팅 프로그램 지원 |
| 코스맥스 | '같이! 같이!' | 인터파크, GS리테일, 녹십자웰빙, 블루포인트파트너스, 인터베스트, 삼성증권 등 7개사와 함께 H&B 유망 기업 육성. 제품 개발 및 생산, 판매 지원과 향후 IPO 서비스 제공 |
| 한국콜마 | 4차산업 기반 화장품 스타트업 모집 | 킹슬리벤처스, BGF리테일, 오스트인베스트먼트 등과 함께 화장품 스타트업 선발. 기술, 자본, 유통 등 지원 제공 |

자료: CMN, 메리츠종금증권 리서치센터

# 기업분석



**Top Picks**

| 종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| LG생활건강 (051900) | Buy | 1,720,000원 |
| 아모레퍼시픽 (090430) | Buy | 215,000원 |

**관심 종목**

| 종목 | 투자판단 | 적정주가 |
|---|---|---|
| 신세계인터내셔날 (031430) | Buy | 280,000원 |

# LG생활건강(051900) 글로벌 최고급 한방 럭셔리로 확고한 포지셔닝

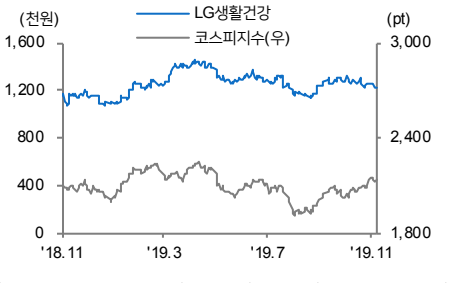
Analyst 양지혜 02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr

## Buy

| 적정주가(12개월) | 1,720,000원 |
|---|---|
| 현재주가 (11월 12일) | 1,227,000원 |
| 상승여력 | 40.2% |
| KOSPI | 2,140.92pt |
| 시가총액 | 191,635억원 |
| 발행주식수 | 1,562만주 |
| 유동주식비율 | 59.83% |
| 외국인비중 | 45.08% |
| 52주 최고/최저가 | 1,453,000원/1,070,000원 |
| 평균거래대금 | 349.3억원 |
| **주요주주(%)** | |
| LG | 34.03 |
| 국민연금공단 | 7.16 |

| 주가상승률(%) | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | -3.5 | -7.9 |
| 6개월 | -7.3 | -8.7 |
| 12개월 | 12.2 | 9.0 |

**주가그래프**




### 4Q 중국 프레스티지 화장품 고성장 수혜 지속될 전망

- 3Q 매출액 1.96조원 (+13.1% YoY), 영업이익 3,118억원 (+12.4% YoY) 기록, 4Q 매출액 1.98조원 (+16.7% YoY), 영업이익 2,379억원 (+12.9% YoY) 전망
- '후' 등 럭셔리 브랜드 성과로 면세점 매출이 +15% YoY 증가하고 중국 현지법인 또한 광군제 호실적으로 +30% YoY 고성장할 것으로 기대됨. 미국 New Avon 인수가 완료되면서 일부 실적이 반영될 예정. 최근 오휘, CNP코스메틱의 성장 강화도 주목할 필요가 있겠음

### 2020년 매출액 8.49조원 (+10.9%), 영업이익 1.31조원 (+11.5%) 예상

- 핵심 지표인 면세점 채널 매출액을 2.08조원 (+11.8% YoY)로 추정하였으며 미국 New Avon 인수를 통해 아시아 시장을 넘어 서구 시장 진출을 위한 초석을 다지는 기회로 활용할 계획

### 투자의견 Buy, 적정주가 1,720,000원 유지

- 적정주가는 12MF EPS에 목표 PER 32배 (글로벌 화장품 평균 수준) 유지, 적용하여 산출
- '후' 등 럭셔리 기초 스킨케어 브랜드의 경우 트렌드 변화에 덜 민감하고 반복 구매율이 높아 기업가치 향상에 긍정적임. 우수한 현금 창출력 기반으로 브랜드 및 지역 다변화를 위한 신규 투자를 통해 꾸준한 성장이 기대됨

| (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 | 7,654.7 | 1,174.1 | 794.4 | 49,427 | 16.7 | 232,989 | 24.8 | 5.3 | 15.2 | 20.8 | 41.6 |
| 2020E | 8,488.9 | 1,308.6 | 901.7 | 56,084 | 13.5 | 272,306 | 21.9 | 4.5 | 13.3 | 20.1 | 35.3 |
| 2021E | 9,125.6 | 1,421.6 | 995.2 | 62,068 | 10.7 | 316,897 | 19.8 | 3.9 | 11.8 | 19.1 | 30.9 |

# LG생활건강 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 2018 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 2019E | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **6,747.5** | **1,874.8** | **1,832.5** | **1,964.9** | **1,982.5** | **7,654.7** | **2,110.1** | **2,103.2** | **2,183.2** | **2,092.4** | **8,488.9** |
| *증가율 (% YoY)* | *10.5* | *13.0* | *10.9* | *13.1* | *16.7* | *13.4* | *12.6* | *14.8* | *11.1* | *5.5* | *10.9* |
| 생활용품 | 1,461.2 | 401.4 | 343.4 | 401.1 | 342.4 | 1,488.3 | 401.9 | 351.5 | 410.5 | 349.7 | 1,513.6 |
| 화장품 | 3,905.4 | 1,139.6 | 1,108.9 | 1,160.8 | 1,323.7 | 4,733.0 | 1,363.8 | 1,357.1 | 1,354.6 | 1,416.3 | 5,491.8 |
| 음료 | 1,380.9 | 333.7 | 380.3 | 402.9 | 316.3 | 1,433.2 | 344.4 | 394.7 | 418.1 | 326.4 | 1,483.5 |
| *증가율 (% YoY)* | | | | | | | | | | | |
| *생활용품* | *-3.7* | *1.7* | *1.8* | *3.0* | *0.8* | *1.9* | *0.1* | *2.3* | *2.4* | *2.1* | *1.7* |
| *화장품* | *19.1* | *20.2* | *16.3* | *21.7* | *26.1* | *21.2* | *19.7* | *22.4* | *16.7* | *7.0* | *16.0* |
| *음료* | *5.6* | *5.3* | *5.1* | *2.4* | *2.5* | *3.8* | *3.2* | *3.8* | *3.8* | *3.2* | *3.5* |
| % of Sales | | | | | | | | | | | |
| 생활용품 | 21.7 | 21.4 | 18.7 | 20.4 | 17.3 | 19.4 | 19.0 | 16.7 | 18.8 | 16.7 | 17.8 |
| 화장품 | 57.9 | 60.8 | 60.5 | 59.1 | 66.8 | 61.8 | 64.6 | 64.5 | 62.0 | 67.7 | 64.7 |
| 음료 | 20.5 | 17.8 | 20.8 | 20.5 | 16.0 | 18.7 | 16.3 | 18.8 | 19.1 | 15.6 | 17.5 |
| **매출원가** | **2,696.4** | **713.6** | **698.6** | **755.6** | **763.3** | **2,931.1** | **810.3** | **809.7** | **862.4** | **774.2** | **3,256.6** |
| *증가율 (% YoY)* | *3.3* | *6.5* | *5.4* | *6.7* | *16.5* | *8.7* | *13.5* | *15.9* | *14.1* | *1.4* | *11.1* |
| % of Sales | 40.0 | 38.1 | 38.1 | 38.5 | 38.5 | 38.3 | 38.4 | 38.5 | 39.5 | 37.0 | 38.4 |
| **판관비** | **3,011.9** | **839.1** | **832.4** | **896.7** | **981.3** | **3,549.5** | **947.4** | **959.1** | **960.6** | **1,056.7** | **3,923.8** |
| *증가율 (% YoY)* | *17.4* | *18.9* | *15.2* | *19.3* | *17.9* | *17.8* | *12.9* | *15.2* | *7.1* | *7.7* | *10.5* |
| % of Sales | 44.6 | 44.8 | 45.4 | 45.6 | 49.5 | 46.4 | 44.9 | 45.6 | 44.0 | 50.5 | 46.2 |
| **영업이익** | **1,039.3** | **322.1** | **301.5** | **311.8** | **237.9** | **1,173.3** | **352.4** | **334.4** | **360.2** | **261.5** | **1,308.6** |
| *증가율 (% YoY)* | *11.7* | *13.5* | *12.8* | *12.4* | *12.9* | *12.9* | *9.4* | *10.9* | *15.5* | *9.9* | *11.5* |
| % of Sales | 15.4 | 17.2 | 16.5 | 15.9 | 12.0 | 15.3 | 16.7 | 15.9 | 16.5 | 12.5 | 15.4 |
| 생활용품 | 120.5 | 43.4 | 28.2 | 45.3 | 8.9 | 125.7 | 43.8 | 29.2 | 46.4 | 9.1 | 128.5 |
| 화장품 | 782.6 | 246.2 | 226.2 | 212.4 | 218.4 | 903.2 | 272.8 | 257.8 | 247.9 | 254.9 | 1,033.4 |
| 음료 | 136.2 | 32.4 | 47.5 | 54.8 | 10.1 | 144.8 | 33.1 | 49.7 | 56.4 | 10.8 | 150.0 |
| % of Sales | | | | | | | | | | | |
| 생활용품 | 8.2 | 10.8 | 8.2 | 11.3 | 2.6 | 8.4 | 10.9 | 8.3 | 11.3 | 2.6 | 8.5 |
| 화장품 | 20.0 | 21.6 | 20.4 | 18.3 | 16.5 | 19.1 | 20.0 | 19.0 | 18.3 | 18.0 | 18.8 |
| 음료 | 9.9 | 9.7 | 12.5 | 13.6 | 3.2 | 10.1 | 9.6 | 12.6 | 13.5 | 3.3 | 10.1 |

자료: LG생활건강, 메리츠종금증권 리서치센터

# LG생활건강 채널별 세부 매출액 추이 및 전망

| (십억원) | 2018 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 2019E | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **생활용품사업부** | **1,461.2** | **401.4** | **343.4** | **401.1** | **342.4** | **1,488.3** | **401.9** | **351.5** | **410.5** | **349.7** | **1,513.6** |
| *증가율 (% YoY)* | *-3.7* | *1.7* | *1.8* | *3.0* | *0.8* | *1.9* | *0.1* | *2.3* | *2.4* | *2.1* | *1.7* |
| Exclusive Distributor | 158.3 | 42.1 | 37.1 | 44.1 | 36.0 | 159.4 | 43.0 | 37.8 | 45.0 | 36.8 | 162.6 |
| *증가율 (% YoY)* | *-18.3* | *-5.5* | *7.8* | *0.2* | *2.0* | *0.7* | *2.0* | *2.0* | *2.0* | *2.0* | *2.0* |
| Modern Channel | 454.1 | 128.4 | 106.5 | 147.6 | 90.6 | 473.1 | 129.7 | 108.6 | 150.6 | 91.5 | 480.4 |
| *증가율 (% YoY)* | *-11.5* | *2.0* | *6.7* | *6.4* | *1.0* | *4.2* | *1.0* | *2.0* | *2.0* | *1.0* | *1.5* |
| Raw Materials | 217.8 | 52.5 | 58.7 | 55.4 | 54.4 | 221.0 | 53.0 | 59.3 | 56.0 | 55.0 | 223.2 |
| *증가율 (% YoY)* | *2.0* | *2.0* | *2.0* | *1.0* | *1.0* | *1.5* | *1.0* | *1.0* | *1.0* | *1.0* | *1.0* |
| Online/Homeshopping | 271.9 | 81.1 | 59.1 | 65.8 | 63.3 | 269.2 | 77.0 | 62.0 | 69.1 | 66.4 | 274.6 |
| *증가율 (% YoY)* | *-3.1* | *9.3* | *-3.2* | *-6.2* | *-5.0* | *-1.0* | *-5.0* | *5.0* | *5.0* | *5.0* | *2.0* |
| Others** | 359.1 | 97.2 | 82.1 | 88.2 | 98.0 | 365.6 | 99.2 | 83.7 | 90.0 | 100.0 | 372.9 |
| *증가율 (% YoY)* | *13.4* | *-1.3* | *-2.7* | *7.7* | *4.0* | *1.8* | *2.0* | *2.0* | *2.0* | *2.0* | *2.0* |
| **화장품사업부** | **3,905.4** | **1,139.6** | **1,108.9** | **1,160.8** | **1,323.7** | **4,733.0** | **1,363.8** | **1,357.1** | **1,354.6** | **1,416.3** | **5,491.8** |
| *증가율 (% YoY)* | *19.1* | *20.2* | *16.3* | *21.7* | *26.1* | *21.2* | *19.7* | *22.4* | *16.7* | *7.0* | *16.0* |
| Dept. Store (ex. Online dept) | 173.2 | 44.4 | 39.9 | 34.8 | 39.7 | 158.9 | 43.1 | 38.7 | 33.8 | 38.5 | 154.1 |
| *증가율 (% YoY)* | *-4.7* | *-6.2* | *-12.8* | *-11.0* | *-3.0* | *-8.3* | *-3.0* | *-3.0* | *-3.0* | *-3.0* | *-3.0* |
| **Duty Free Shops (Travel Retail)** | **1,483.7** | **462.7** | **438.0** | **496.8** | **464.9** | **1,862.4** | **508.9** | **486.2** | **556.4** | **530.0** | **2,081.6** |
| ***증가율 (% YoY)*** | ***42.9*** | ***36.8*** | ***25.2*** | ***27.0*** | ***15.0*** | ***25.5*** | ***10.0*** | ***11.0*** | ***12.0*** | ***14.0*** | ***11.8*** |
| Home Visit | 351.8 | 96.9 | 105.3 | 98.7 | 78.5 | 379.4 | 97.8 | 106.4 | 99.7 | 79.3 | 383.2 |
| *증가율 (% YoY)* | *-2.7* | *7.6* | *7.3* | *14.9* | *1.0* | *7.8* | *1.0* | *1.0* | *1.0* | *1.0* | *1.0* |
| Other Domestic Channels | 464.3 | 133.8 | 119.1 | 110.0 | 106.0 | 468.9 | 135.1 | 120.3 | 111.1 | 107.1 | 473.6 |
| *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) | 658.6 | 185.3 | 161.8 | 160.7 | 163.9 | 671.7 | 189.0 | 165.1 | 163.9 | 167.2 | 685.2 |
| *증가율 (% YoY)* | *5.0* | *2.0* | *2.0* | *2.0* | *2.0* | *2.0* | *2.0* | *2.0* | *2.0* | *2.0* | *2.0* |
| Others (NEW) | 773.8 | 216.6 | 244.7 | 259.8 | 470.7 | 1,191.7 | 389.8 | 440.4 | 389.7 | 494.2 | 1,714.1 |
| *증가율 (% YoY)* | *26.7* | *37.2* | *33.7* | *51.5* | *80.0* | *54.0* | *80.0* | *80.0* | *50.0* | *5.0* | *43.8* |
| **음료사업부** | **1,380.9** | **333.7** | **380.3** | **402.9** | **316.3** | **1,433.2** | **344.4** | **394.7** | **418.1** | **326.4** | **1,483.5** |
| *증가율 (% YoY)* | *5.6* | *5.3* | *5.1* | *2.4* | *2.5* | *3.8* | *3.2* | *3.8* | *3.8* | *3.2* | *3.5* |
| CVS | 242.6 | 58.7 | 71.5 | 77.0 | 59.5 | 266.7 | 61.7 | 77.2 | 83.1 | 62.5 | 284.5 |
| *증가율 (% YoY)* | *9.2* | *12.4* | *12.9* | *8.6* | *6.0* | *9.9* | *5.0* | *8.0* | *8.0* | *5.0* | *6.7* |
| Small Supermarket | 247.6 | 58.7 | 68.5 | 73.7 | 51.5 | 252.4 | 60.5 | 70.5 | 75.9 | 53.0 | 260.0 |
| *증가율 (% YoY)* | *2.7* | *3.0* | *2.8* | *-0.3* | *3.0* | *1.9* | *3.0* | *3.0* | *3.0* | *3.0* | *3.0* |
| Whoesaler | 381.6 | 95.4 | 104.6 | 106.8 | 87.2 | 394.0 | 100.2 | 109.8 | 112.1 | 91.6 | 413.7 |
| *증가율 (% YoY)* | *6.1* | *6.1* | *4.3* | *0.9* | *2.0* | *3.3* | *5.0* | *5.0* | *5.0* | *5.0* | *5.0* |
| Others | 509.1 | 120.8 | 135.8 | 145.4 | 118.1 | 520.1 | 122.0 | 137.1 | 146.9 | 119.3 | 525.3 |
| *증가율 (% YoY)* | *5.0* | *2.8* | *3.0* | *1.8* | *1.0* | *2.2* | *1.0* | *1.0* | *1.0* | *1.0* | *1.0* |

자료: LG생활건강, 메리츠종금증권 리서치센터

# LG생활건강(051900)

## Income Statement

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **6,105.1** | **6,747.5** | **7,654.7** | **8,488.9** | **9,125.6** |
| 매출액증가율 (%) | 0.2 | 10.5 | 13.4 | 10.9 | 7.5 |
| 매출원가 | 2,609.7 | 2,696.4 | 2,931.1 | 3,256.6 | 3,486.0 |
| 매출총이익 | 3,495.5 | 4,051.1 | 4,723.6 | 5,232.3 | 5,639.6 |
| 판매관리비 | 2,565.4 | 3,011.9 | 3,549.5 | 3,923.8 | 4,218.0 |
| **영업이익** | **930.0** | **1,039.3** | **1,174.1** | **1,308.6** | **1,421.6** |
| 영업이익률 | 15.2 | 15.4 | 15.3 | 15.4 | 15.6 |
| 금융손익 | -11.1 | -6.2 | -2.9 | 2.9 | 10.0 |
| 종속/관계기업손익 | 1.3 | -1.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -59.1 | -75.7 | -50.0 | -40.0 | -30.0 |
| 세전계속사업이익 | 861.1 | 956.0 | 1,121.2 | 1,271.5 | 1,401.5 |
| 법인세비용 | 242.8 | 263.7 | 314.0 | 355.1 | 390.2 |
| **당기순이익** | **618.3** | **692.3** | **807.3** | **916.4** | **1,011.4** |
| 지배주주지분 순이익 | 606.4 | 682.7 | 794.4 | 901.7 | 995.2 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 1,513.6 | 1,691.2 | 2,180.9 | 2,767.8 | 3,510.0 |
| 현금및현금성자산 | 386.2 | 396.6 | 706.8 | 1,133.0 | 1,752.6 |
| 매출채권 | 522.8 | 556.1 | 637.9 | 707.4 | 760.5 |
| 재고자산 | 546.9 | 614.8 | 695.9 | 771.7 | 829.6 |
| 비유동자산 | 3,264.9 | 3,584.7 | 3,797.2 | 3,908.0 | 4,003.8 |
| 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 | 70.1 | 76.7 | 81.8 |
| **자산총계** | **4,778.5** | **5,275.9** | **5,978.1** | **6,675.8** | **7,513.8** |
| 유동부채 | 1,245.4 | 1,358.9 | 1,391.3 | 1,405.0 | 1,419.6 |
| 매입채무 | 231.5 | 215.6 | 253.6 | 281.2 | 302.3 |
| 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 | 363.9 | 336.6 | 353.7 |
| 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** | **1,755.1** | **1,741.6** | **1,773.3** |
| 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 | 4,179.4 | 4,876.0 | 5,666.0 |
| 비지배주주지분 | 85.6 | 82.0 | 94.9 | 109.5 | 125.7 |
| **자본총계** | **3,081.8** | **3,594.0** | **4,223.0** | **4,934.2** | **5,740.5** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **735.5** | **817.1** | **954.4** | **1,073.1** | **1,211.1** |
| 당기순이익(손실) | 618.3 | 692.3 | 807.3 | 916.4 | 1,011.4 |
| 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 | -33.7 | -39.2 | -9.5 |
| **투자활동 현금흐름** | **-333.8** | **-430.3** | **-395.5** | **-308.7** | **-306.7** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -284.2 | -356.3 | -300.0 | -300.0 | -300.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -46.3 | 47.1 | -7.2 | -6.6 | -5.1 |
| **재무활동 현금흐름** | **-351.1** | **-378.0** | **-248.7** | **-338.1** | **-284.9** |
| 차입금의 증감 | -166.5 | -120.1 | -93.6 | -159.7 | -79.8 |
| 자본의 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 47.3 | 10.5 | 310.1 | 426.3 | 619.6 |
| 기초현금 | 338.9 | 386.2 | 396.6 | 706.8 | 1,133.0 |
| 기말현금 | 386.2 | 396.6 | 706.8 | 1,133.0 | 1,752.6 |

## Key Financial Data

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 390,899 | 432,031 | 490,112 | 543,526 | 584,290 |
| EPS(지배주주) | 37,613 | 42,466 | 49,427 | 56,084 | 62,068 |
| CFPS | 69,483 | 77,656 | 83,545 | 93,764 | 102,495 |
| EBITDAPS | 68,922 | 76,622 | 86,747 | 96,325 | 104,415 |
| BPS | 169,108 | 198,221 | 232,989 | 272,306 | 316,897 |
| DPS | 9,000 | 9,250 | 10,638 | 12,233 | 12,233 |
| 배당수익률(%) | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 31.6 | 25.9 | 24.8 | 21.9 | 19.8 |
| PCR | 17.1 | 14.2 | 14.7 | 13.1 | 12.0 |
| PSR | 3.0 | 2.5 | 2.5 | 2.3 | 2.1 |
| PBR | 7.0 | 5.6 | 5.3 | 4.5 | 3.9 |
| EBITDA | 1,076.4 | 1,196.7 | 1,354.8 | 1,504.4 | 1,630.8 |
| EV/EBITDA | 18.9 | 15.7 | 15.2 | 13.3 | 11.8 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 21.9 | 21.0 | 20.8 | 20.1 | 19.1 |
| EBITDA 이익률 | 17.6 | 17.7 | 17.7 | 17.7 | 17.9 |
| 부채비율 | 55.1 | 46.8 | 41.6 | 35.3 | 30.9 |
| 금융비용부담률 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.0 |
| 이자보상배율(x) | 66.6 | 102.5 | 142.7 | 219.3 | 371.3 |
| 매출채권회전율(x) | 12.3 | 12.5 | 12.8 | 12.6 | 12.4 |
| 재고자산회전율(x) | 11.3 | 11.6 | 11.7 | 11.6 | 11.4 |

# 아모레퍼시픽 (090430) 럭셔리 Again, 차이나 Again

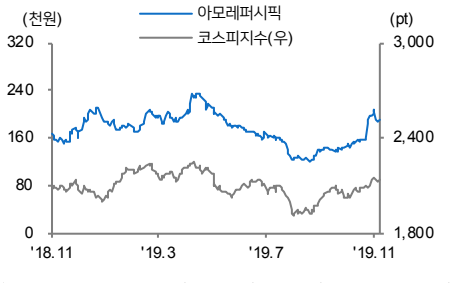
Analyst 양지혜 02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr

## Buy

| 적정주가(12개월) | 215,000원 |
|---|---|
| 현재주가 (11월 12일) | 189,000원 |
| 상승여력 | 13.8% |
| KOSPI | 2,140.92pt |
| 시가총액 | 110,487억원 |
| 발행주식수 | 5,846만주 |
| 유동주식비율 | 51.57% |
| 외국인비중 | 32.47% |
| 52주 최고/최저가 | 235,500원/120,500원 |
| 평균거래대금 | 490.8억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 아모레퍼시픽그룹 외 5 인 | 47.56 |
| 국민연금공단 | 6.05 |

| 주가상승률(%) | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | 26.4 | 20.7 |
| 6개월 | -7.1 | -8.6 |
| 12개월 | 20.4 | 17.0 |

**주가그래프**




### 3Q 면세점 성장률 회복 긍정적, 4Q 기저 바탕으로 증가 예상되나 높아진 시장 기대치 대비 하회 전망

- 아모레퍼시픽의 3분기 실적은 매출액 1조 4,020억원 (+9.7% YoY)와 영업이익 1,075억원 (+40.6% YoY)을 기록. 설화수 브랜드를 중심으로 면세점 성장률 회복 (+31.7% YoY)과 함께 해외법인 또한 럭셔리 브랜드에 대한 디지털 마케팅 투자 확대에도 수익성이 좋은 온라인 매출 고성장으로 호실적 (해외 영업이익 +32.8% YoY) 달성. 4분기 가파르게 상승한 시장 컨센서스 (영업이익 724억원 +204.2% YoY) 충족 여부 관건

### 2020년 매출액 5.97조원 (+7.1%), 영업이익 5,005억원 (+14.2%) 예상

- 핵심 지표인 면세점 채널 매출액을 1.78조원 (+14.7% YoY)로 추정하였으며 럭셔리 브랜드와 온라인 채널 중심으로 중국법인 회복과 함께 미국 등 신규 해외 시장에서도 높은 성장이 나타나고 있어 해외법인 실적은 매출액 2.26조원 (+7.5% YoY), 영업이익 1,590억원 (+10.7% YoY)가 예상됨

### 투자의견 Buy와 적정주가 215,000원 유지

- 적정주가는 2020년 예상 EPS에 적정 PER 32배 (글로벌 화장품 평균)을 적용 유지하여 산출
- 향후 디지털화에 따른 효율적인 마케팅 비용 집행과 오프라인 매장 수 감소로 고정비 부담이 보다 완화된다면 럭셔리 브랜드 매출 회복과 함께 이익 레버리지가 확대될 가능성이 높음. 2020년 실적 턴어라운드 기조가 지속될 것을 감안할 때 적극적인 매수 관점 유지

| (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 | 5,578.0 | 438.3 | 340.9 | 5,598 | -0.2 | 67,823 | 33.8 | 2.8 | 16.1 | 7.5 | 25.4 |
| 2020E | 5,974.0 | 500.5 | 406.6 | 6,697 | 16.8 | 72,406 | 28.2 | 2.6 | 14.4 | 8.4 | 24.8 |
| 2021E | 6,332.4 | 557.3 | 450.5 | 7,421 | 10.8 | 77,493 | 25.5 | 2.4 | 13.1 | 8.7 | 24.0 |

# 아모레퍼시픽 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 2018 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 2019E | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **5,277.8** | **1,451.3** | **1,393.1** | **1,402.0** | **1,331.5** | **5,577.9** | **1,544.0** | **1,502.1** | **1,488.0** | **1,439.8** | **5,973.9** |
| *증가율 (% YoY)* | *3.0* | *1.4* | *3.7* | *9.7* | *8.8* | *5.7* | *6.4* | *7.8* | *6.1* | *8.1* | *7.1* |
| **매출원가** | **1,434.9** | **395.1** | **373.4** | **376.9** | **372.8** | **1,518.2** | **413.8** | **395.0** | **394.3** | **398.8** | **1,602.0** |
| *증가율 (% YoY)* | *4.0* | *3.3* | *4.0* | *8.5* | *7.7* | *5.8* | *4.7* | *5.8* | *4.6* | *7.0* | *5.5* |
| 매출원가율 (%) | 27.2 | 27.2 | 26.8 | 26.9 | 28.0 | 27.2 | 26.8 | 26.3 | 26.5 | 27.7 | 26.8 |
| **매출총이익** | **3,843.0** | **1,056.2** | **1,019.7** | **1,025.1** | **958.7** | **4,059.7** | **1,130.2** | **1,107.0** | **1,093.7** | **1,041.0** | **4,371.9** |
| *증가율 (% YoY)* | *2.6* | *0.7* | *3.5* | *10.1* | *9.2* | *5.6* | *7.0* | *8.6* | *6.7* | *8.6* | *7.7* |
| 매출총이익률 (%) | 72.8 | 72.8 | 73.2 | 73.1 | 72.0 | 72.8 | 73.2 | 73.7 | 73.5 | 72.3 | 73.2 |
| **판관비** | **3,361.0** | **869.6** | **931.9** | **917.6** | **902.3** | **3,621.4** | **925.7** | **996.1** | **972.6** | **976.9** | **3,871.4** |
| *증가율 (% YoY)* | *6.8* | *6.9* | *11.1* | *7.4* | *5.6* | *7.7* | *6.5* | *6.9* | *6.0* | *8.3* | *6.9* |
| 판관비중 (%) | 63.7 | 59.9 | 66.9 | 65.4 | 67.8 | 64.9 | 60.0 | 66.3 | 65.4 | 67.8 | 64.8 |
| Personnel (인건비) | 492.8 | 124.9 | 134.2 | 134.3 | 102.1 | 495.5 | 131.1 | 140.9 | 141.0 | 107.2 | 520.2 |
| *증가율 (% YoY)* | *8.4* | *8.1* | *0.1* | *-8.0* | *5.0* | *0.5* | *5.0* | *5.0* | *5.0* | *5.0* | *5.0* |
| 매출대비 (%) | 9.3 | 8.6 | 9.6 | 9.6 | 7.7 | 8.9 | 8.5 | 9.4 | 9.5 | 7.4 | 8.7 |
| A&P (광고판촉비) | 597.2 | 153.7 | 189.5 | 145.4 | 177.3 | 665.9 | 161.4 | 199.0 | 155.6 | 189.7 | 705.6 |
| *증가율 (% YoY)* | *10.5* | *14.2* | *35.7* | *-3.6* | *3.0* | *11.5* | *5.0* | *5.0* | *7.0* | *7.0* | *6.0* |
| 매출대비 (%) | 11.3 | 10.6 | 13.6 | 10.4 | 13.3 | 11.9 | 10.5 | 13.2 | 10.5 | 13.2 | 11.8 |
| Commission (수수료) | 1,334.2 | 349.7 | 352.9 | 380.3 | 363.8 | 1,446.7 | 384.7 | 388.2 | 410.7 | 400.1 | 1,583.7 |
| *증가율 (% YoY)* | *5.1* | *4.0* | *5.6* | *14.2* | *10.0* | *8.4* | *10.0* | *10.0* | *8.0* | *10.0* | *9.5* |
| 매출대비 (%) | 25.3 | 24.1 | 25.3 | 27.1 | 27.3 | 25.9 | 24.9 | 25.8 | 27.6 | 27.8 | 26.5 |
| 기타 | 936.8 | 241.3 | 255.3 | 257.6 | 259.2 | 1,013.4 | 248.5 | 268.1 | 265.3 | 279.9 | 1,061.8 |
| *증가율 (% YoY)* | *6.0* | *6.4* | *10.5* | *14.6* | *2.0* | *8.2* | *3.0* | *5.0* | *3.0* | *8.0* | *4.8* |
| **영업이익** | **482.0** | **186.6** | **87.8** | **107.5** | **56.4** | **438.3** | **204.5** | **110.9** | **121.0** | **64.1** | **500.5** |
| *증가율 (% YoY)* | *-19.2* | *-20.9* | *-39.8* | *40.5* | *137.1* | *-9.1* | *9.6* | *26.3* | *12.6* | *13.6* | *14.2* |
| 영업이익률 (%) | 9.1 | 12.9 | 6.3 | 7.7 | 4.2 | 7.9 | 13.2 | 7.4 | 8.1 | 4.5 | 8.4 |

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠종금증권 리서치센터

# 아모레퍼시픽 채널별 세부 매출액 추이 및 전망

| (십억원) | 2018 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 2019E | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **5,277.8** | **1,451.3** | **1,393.1** | **1,402.0** | **1,331.5** | **5,577.9** | **1,544.0** | **1,502.1** | **1,488.0** | **1,439.8** | **5,973.9** |
| *증가율 (% YoY)* | *3.0* | *1.4* | *3.7* | *9.7* | *8.8* | *5.7* | *6.4* | *7.8* | *6.1* | *8.1* | *7.1* |
| **국내 Total** | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 3,347.2 | 940.7 | 891.9 | 930.6 | 746.3 | 3,509.5 | 987.0 | 954.3 | 970.0 | 799.6 | 3,711.0 |
| *증가율(% YoY)* | *0.0* | *0.0* | *1.6* | *10.8* | *8.3* | *4.9* | *4.9* | *7.0* | *4.2* | *7.1* | *5.7* |
| 영업이익 | 275.4 | 129.5 | 73.6 | 72.7 | 13.6 | 294.7 | 154.0 | 87.8 | 82.8 | 17.0 | 341.5 |
| *증가율(% YoY)* | *-31.5* | *-17.8* | *-20.5* | *48.1* | *흑전* | *7.0* | *18.9* | *19.2* | *13.8* | *24.9* | *15.9* |
| 영업이익률(%) | 8.2 | 13.8 | *8.3* | 7.8 | 1.8 | 8.4 | 15.6 | 9.2 | 8.5 | 2.1 | 9.2 |
| **Cosmetics** | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 2,834.5 | 789.4 | 771.7 | 779.9 | 650.4 | 2,991.4 | 831.2 | 830.5 | 814.8 | 700.8 | 3,177.3 |
| *증가율(% YoY)* | *0.2* | *1.1* | *1.4* | *11.9* | *9.2* | *5.5* | *5.3* | *7.6* | *4.5* | *7.7* | *6.2* |
| Travel Retail | 1,270.5 | 366.9 | 356.8 | 437.4 | 376.2 | 1,537.2 | 421.9 | 428.1 | 481.1 | 432.6 | 1,763.8 |
| *증가율(% YoY)* | *15.1* | *14.6* | *17.0* | *31.7* | *20.0* | *21.0* | *15.0* | *20.0* | *10.0* | *15.0* | *14.7* |
| Digital | 355.8 | 102.6 | 102.1 | 82.9 | 76.8 | 360.4 | 101.5 | 105.2 | 87.1 | 80.7 | 374.5 |
| *증가율(% YoY)* | *-4.4* | *2.0* | *2.0* | *3.0* | *3.0* | *1.3* | *3.0* | *3.0* | *5.0* | *5.0* | *3.9* |
| 기타 | 1,208.2 | 319.9 | 312.8 | 259.6 | 197.4 | 1,093.8 | 307.7 | 297.2 | 246.6 | 187.5 | 1,039.1 |
| *증가율(% YoY)* | *-10.8* | *-11.1* | *-12.1* | *-8.8* | *-5.0* | *-9.5* | *-5.0* | *-5.0* | *-5.0* | *-5.0* | *-5.0* |
| 영업이익 | 284.2 | 117.6 | 76.0 | 73.9 | 19.5 | 287.0 | 141.3 | 99.7 | 73.3 | 21.0 | 335.3 |
| *증가율(% YoY)* | *-29.5* | *-16.3* | *-19.5* | *60.0* | *529.5* | *1.0* | *20.2* | *31.1* | *-0.8* | *7.7* | *16.8* |
| 영업이익률 (%) | 10.0 | 14.9 | 9.8 | 9.5 | 3.0 | 9.6 | 17.0 | 12.0 | 9.0 | 3.0 | 10.6 |
| **Daily Beauty & OSULLOC** | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 512.9 | 151.3 | 120.2 | 150.7 | 95.9 | 518.1 | 155.8 | 123.8 | 155.2 | 98.8 | 533.6 |
| *증가율(% YoY)* | *-0.8* | *-5.6* | *2.8* | *5.6* | *3.0* | *1.0* | *3.0* | *3.0* | *3.0* | *3.0* | *3.0* |
| 영업이익 | -0.4 | 11.8 | -2.4 | 9.0 | -5.9 | 12.5 | 12.7 | -2.0 | 9.4 | -4.0 | 16.1 |
| *증가율(% YoY)* | *-102.8* | *-30.2* | *적지* | *210.3* | *흑전* | *흑전* | *7.5* | *-16.7* | *4.7* | *-32.0* | *28.6* |
| 영업이익률 (%) | -0.1 | 7.8 | -2.0 | 6.0 | -6.1 | 2.4 | 8.1 | -1.6 | 6.1 | -4.0 | 3.0 |
| **해외 Total** | | | | | | | | | | | |
| 매출액 | 1,970.2 | 521.8 | 512.1 | 486.5 | 585.2 | 2,105.6 | 557.0 | 547.8 | 518.0 | 640.2 | 2,263.0 |
| *증가율(% YoY)* | *8.2* | *4.2* | *7.4* | *8.8* | *7.3* | *6.9* | *6.7* | *7.0* | *6.5* | *9.4* | *7.5* |
| 영업이익 | 206.6 | 45.9 | 20.1 | 34.8 | 42.8 | 143.6 | 50.5 | 23.1 | 38.3 | 47.1 | 159.0 |
| *증가율(% YoY)* | *6.3* | *-43.7* | *-55.7* | *32.8* | *-20.0* | *-30.5* | *10.0* | *15.0* | *10.0* | *10.0* | *10.7* |
| 영업이익률(%) | 10.5 | 8.8 | *3.9* | 7.2 | 7.3 | 6.8 | 9.1 | 4.2 | 7.4 | 7.4 | 7.0 |
| 아시아 | 1,873.9 | 497.8 | 485.5 | 452.1 | 558.8 | 1,994.2 | 537.6 | 524.3 | 488.3 | 603.5 | 2,153.7 |
| *증가율(% YoY)* | *8.2* | *4.1* | *6.4* | *7.1* | *8.0* | *6.4* | *8.0* | *8.0* | *8.0* | *8.0* | *8.0* |
| 유럽 | 29.0 | 5.8 | 4.8 | 5.9 | 8.4 | 24.9 | 6.1 | 5.0 | 6.2 | 8.9 | 26.2 |
| *증가율(% YoY)* | *-18.8* | *-23.7* | *-23.8* | *-7.8* | *-3.0* | *-14.0* | *5.0* | *5.0* | *5.0* | *5.0* | *5.0* |
| 미국 | 67.6 | 18.2 | 21.7 | 28.6 | 28.3 | 96.8 | 24.6 | 29.3 | 38.6 | 38.2 | 130.6 |
| *증가율(% YoY)* | *27.8* | *19.0* | *52.8* | *53.8* | *45.0* | *43.2* | *35.0* | *35.0* | *35.0* | *35.0* | *35.0* |

자료: 아모레퍼시픽, 메리츠종금증권 리서치센터

# 아모레퍼시픽(090430)

## Income Statement

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **5,123.8** | **5,277.8** | **5,578.0** | **5,974.0** | **6,332.4** |
| 매출액증가율 (%) | -9.2 | 3.0 | 5.7 | 7.1 | 6.0 |
| 매출원가 | 1,379.7 | 1,434.9 | 1,518.3 | 1,602.0 | 1,671.8 |
| 매출총이익 | 3,744.1 | 3,843.0 | 4,059.8 | 4,372.0 | 4,660.7 |
| 판매관리비 | 3,147.7 | 3,361.0 | 3,621.4 | 3,871.5 | 4,103.4 |
| **영업이익** | **596.4** | **482.0** | **438.3** | **500.5** | **557.3** |
| 영업이익률 | 11.6 | 9.1 | 7.9 | 8.4 | 8.8 |
| 금융손익 | 10.7 | 10.0 | 12.1 | 13.8 | 20.7 |
| 종속/관계기업손익 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | -39.9 | -39.0 | 3.0 | 7.0 | 5.0 |
| 세전계속사업이익 | 567.3 | 453.0 | 453.4 | 521.3 | 583.0 |
| 법인세비용 | 169.3 | 118.1 | 117.9 | 130.3 | 149.8 |
| **당기순이익** | **398.0** | **334.8** | **335.5** | **391.0** | **433.2** |
| 지배주주지분 순이익 | 394.0 | 332.2 | 340.9 | 406.6 | 450.5 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 1,677.5 | 1,567.2 | 1,708.0 | 2,047.1 | 2,483.8 |
| 현금및현금성자산 | 604.2 | 735.5 | 825.3 | 1,104.0 | 1,485.9 |
| 매출채권 | 324.7 | 286.7 | 323.1 | 346.0 | 366.8 |
| 재고자산 | 374.8 | 403.3 | 411.2 | 440.3 | 466.8 |
| 비유동자산 | 3,698.2 | 3,803.9 | 4,187.3 | 4,195.2 | 4,132.9 |
| 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 | 57.0 | 60.3 | 63.4 |
| **자산총계** | **5,375.7** | **5,371.1** | **5,895.3** | **6,242.4** | **6,616.7** |
| 유동부채 | 1,046.5 | 763.2 | 808.3 | 850.9 | 888.6 |
| 매입채무 | 132.1 | 111.8 | 128.9 | 138.0 | 146.3 |
| 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 | 387.2 | 390.9 | 393.9 |
| 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** | **1,195.4** | **1,241.8** | **1,282.4** |
| 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 | 3,984.8 | 4,301.1 | 4,652.2 |
| 비지배주주지분 | 21.6 | 24.4 | 19.0 | 3.4 | -14.0 |
| **자본총계** | **4,175.4** | **4,446.4** | **4,699.9** | **5,000.5** | **5,334.3** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **512.6** | **646.7** | **616.6** | **660.2** | **691.3** |
| 당기순이익(손실) | 398.0 | 334.8 | 335.5 | 391.0 | 433.2 |
| 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 | 6.4 | -6.2 | -7.3 |
| **투자활동 현금흐름** | **-400.8** | **-413.9** | **-659.4** | **-284.5** | **-204.1** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -768.6 | -405.5 | -280.0 | -280.0 | -200.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -6.0 | 7.9 | -2.5 | -3.4 | -3.0 |
| **재무활동 현금흐름** | **-110.9** | **-103.4** | **132.6** | **-97.0** | **-105.3** |
| 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 | 89.8 | 278.6 | 381.9 |
| 기초현금 | 623.7 | 604.2 | 735.5 | 825.3 | 1,104.0 |
| 기말현금 | 604.2 | 735.5 | 825.3 | 1,104.0 | 1,485.9 |

## Key Financial Data

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 87,649 | 90,284 | 95,418 | 102,192 | 108,323 |
| EPS(지배주주) | 6,508 | 5,469 | 5,598 | 6,697 | 7,421 |
| CFPS | 15,045 | 14,013 | 12,249 | 13,393 | 14,158 |
| EBITDAPS | 14,028 | 12,797 | 12,198 | 13,273 | 14,072 |
| BPS | 60,186 | 64,073 | 67,823 | 72,406 | 77,493 |
| DPS | 1,280 | 1,180 | 1,180 | 1,298 | 1,428 |
| 배당수익률(%) | 0.4 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 46.8 | 38.3 | 33.8 | 28.2 | 25.5 |
| PCR | 20.2 | 15.0 | 15.4 | 14.1 | 13.3 |
| PSR | 3.5 | 2.3 | 2.0 | 1.8 | 1.7 |
| PBR | 5.1 | 3.3 | 2.8 | 2.6 | 2.4 |
| EBITDA | 820.1 | 748.1 | 713.1 | 775.9 | 822.6 |
| EV/EBITDA | 23.2 | 17.0 | 16.1 | 14.4 | 13.1 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 9.8 | 7.7 | 7.5 | 8.4 | 8.7 |
| EBITDA 이익률 | 16.0 | 14.2 | 12.8 | 13.0 | 13.0 |
| 부채비율 | 28.7 | 20.8 | 25.4 | 24.8 | 24.0 |
| 금융비용부담률 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 이자보상배율(x) | 193.6 | 206.4 | 98.2 | 77.6 | 90.6 |
| 매출채권회전율(x) | 16.6 | 17.3 | 18.3 | 17.9 | 17.8 |
| 재고자산회전율(x) | 13.1 | 13.6 | 13.7 | 14.0 | 14.0 |

# 신세계인터내셔날(031430) 2020년 한국판 'LVMH'로 도약

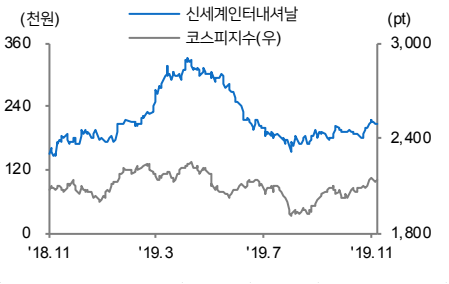
Analyst 양지혜 02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr

## Buy

| 적정주가(12개월) | 280,000원 |
|---|---|
| 현재주가 (11월 12일) | 208,000원 |
| 상승여력 | 34.6% |
| KOSPI | 2,140.92pt |
| 시가총액 | 14,851억원 |
| 발행주식수 | 714만주 |
| 유동주식비율 | 34.86% |
| 외국인비중 | 6.01% |
| 52주 최고/최저가 | 330,000원/147,000원 |
| 평균거래대금 | 96.7억원 |
| **주요주주(%)** | |
| 신세계 외 2 인 | 65.14 |
| 국민연금공단 | 11.11 |

| 주가상승률(%) | 절대주가 | 상대주가 |
|---|---|---|
| 1개월 | 6.1 | 1.3 |
| 6개월 | -32.0 | -33.1 |
| 12개월 | 41.5 | 37.5 |

**주가그래프**




### 3Q 시장 컨센서스 상회, 4Q 화장품 브랜드 경쟁력 강화에 따른 호실적 지속될 전망

- 3Q 연결기준 매출액 3,599억원 (+15.5% YoY), 영업이익 191억원 (+66.0% YoY) 기록, 4Q 매출액 4,098억원 (+12.9% YoY), 영업이익 246억원 (+35.0% YoY) 전망
- 화장품 부문 3Q 매출액은 915억원 (+61.2% YoY), 영업이익 175억원 (+61.5% YoY) 달성. 1) 비디비치 10월 매출 호조, 11월 광군제 티몰글로벌 추가 효과 예상, 2020년 티몰 내수 및 해외 면세점 추가 확대 예정 2) 연작 중국 현지 디지털 마케팅으로 브랜드 인지도 상승에 주력, 2020년 가시화된 성과 기대

### 높은 트렌드 적중률과 성공적인 브랜딩 전략으로 2020년 한국판 'LVMH'로 부상

- 신세계인터내셔날은 오랜 명품 소싱 노하우에 국내 대표 럭셔리 유통 기업으로서 메가브랜드들을 지속적으로 키워내면서 높은 성장과 수익성 개선이 지속될 전망
- 자회사 신세계인터코스 (지분율 50%)를 활용한 자체 생산 확대로 화장품 트렌드 변화에 긴밀하게 대응
- 중장기적인 관점에서 경쟁력있는 브랜드에 대한 추가적인 M&A 검토 가능

### 투자의견 Buy 유지, 적정주가 280,000원으로 상향

- 적정주가는 2020년 EPS에 적정 PER 22배 (화장품 적용 24배와 의류 적용 20배의 이익 기여도에 따른 가중평균, 화장품 PER 글로벌 평균 대비 실적 변동성 감안한 20% 할인 적용)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 | 1,437.4 | 87.4 | 73.7 | 10,324 | 27.8 | 85,498 | 20.1 | 2.4 | 14.8 | 12.8 | 85.1 |
| 2020E | 1,575.5 | 110.5 | 91.8 | 12,851 | 24.5 | 97,499 | 16.2 | 2.1 | 12.2 | 14.0 | 72.4 |
| 2021E | 1,701.6 | 124.2 | 103.0 | 14,425 | 12.2 | 111,074 | 14.4 | 1.9 | 10.8 | 13.8 | 61.4 |

# 신세계인터내셔날 연결기준 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 2018 | 2019E | 2020E | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **연결매출액** | **1,262.7** | **1,437.4** | **1,575.5** | **365.9** | **301.7** | **359.9** | **409.8** | **403.5** | **330.6** | **389.8** | **451.6** |
| *증가율(% YoY)* | *14.5* | *13.8* | *9.6* | *20.2* | *6.6* | *15.5* | *12.9* | *10.3* | *9.6* | *8.3* | *10.2* |
| 기타 자회사 | 141.5 | 145.7 | 155.9 | 38.6 | 27.4 | 30.0 | 49.7 | 41.3 | 29.3 | 32.1 | 53.2 |
| *증가율(% YoY)* | *-0.3* | *3.0* | *7.0* | *-1.4* | *-1.7* | *-2.0* | *-2.0* | *1.0* | *1.0* | *1.0* | *1.0* |
| 별도매출액 | 1,120.8 | 1,293.7 | 1,419.6 | 327.3 | 274.3 | 332.0 | 360.0 | 362.2 | 301.3 | 357.7 | 398.4 |
| *증가율(% YoY)* | *16.7* | *15.4* | *9.7* | *23.4* | *7.5* | *17.0* | *13.7* | *10.6* | *9.8* | *7.7* | *10.7* |
| 매출원가 | 559.2 | 600.4 | 657.5 | 148.7 | 118.1 | 165.6 | 168.0 | 161.4 | 135.6 | 175.4 | 185.2 |
| *증가율(% YoY)* | *6.0* | *7.4* | *9.5* | *4.0* | *-0.8* | *14.0* | *10.4* | *8.5* | *14.8* | *5.9* | *10.2* |
| 비율(%) | 44.3 | 41.8 | 41.7 | 40.6 | 39.1 | 46.0 | 41.0 | 40.0 | 41.0 | 45.0 | 41.0 |
| 매출총이익 | 703.0 | 837.0 | 918.0 | 217.2 | 183.6 | 194.4 | 241.8 | 242.1 | 195.1 | 214.4 | 266.5 |
| *증가율(% YoY)* | *22.3* | *19.1* | *9.7* | *34.5* | *12.0* | *16.7* | *14.6* | *11.4* | *6.2* | *10.3* | *10.2* |
| 판관비 | 647.9 | 749.6 | 807.5 | 188.1 | 169.0 | 175.3 | 217.2 | 207.0 | 173.6 | 189.8 | 237.1 |
| *증가율(% YoY)* | *17.9* | *15.7* | *7.7* | *25.7* | *12.7* | *13.1* | *12.5* | *10.1* | *2.7* | *8.3* | *9.2* |
| 비율(%) | 51.3 | 52.2 | 51.3 | 51.4 | 56.0 | 48.7 | 53.0 | 51.3 | 52.5 | 48.7 | 52.5 |
| **연결영업이익** | **55.5** | **87.4** | **110.5** | **29.2** | **14.6** | **19.1** | **24.6** | **35.1** | **21.5** | **24.6** | **29.4** |
| *증가율(% YoY)* | *118.3* | *57.4* | *26.4* | *146.5* | *4.1* | *66.0* | *35.0* | *20.3* | *47.4* | *28.9* | *19.4* |
| **비율(%)** | **4.4** | **6.1** | **7.0** | **8.9** | **5.3** | **5.7** | **6.8** | **9.7** | **7.1** | **6.9** | **7.4** |
| 별도영업이익 | 67.8 | 91.2 | 114.5 | 29.6 | 16.5 | 19.9 | 25.2 | 36.2 | 22.6 | 25.0 | 30.7 |
| *증가율(% YoY)* | *134.0* | *34.4* | *25.6* | *124.7* | *-12.9* | *30.3* | *23.1* | *22.4* | *37.2* | *25.7* | *21.7* |
| 비율(%) | 6.1 | 7.0 | 8.1 | 9.0 | 6.0 | 6.0 | 7.0 | 10.0 | 7.5 | 7.0 | 7.7 |
| 연결 - 개별 | -12.3 | -3.8 | -4.0 | -0.4 | -1.9 | -0.9 | -0.6 | -1.1 | -1.1 | -0.5 | -1.3 |
| 비율(%) | | | | -0.1 | -0.7 | -0.3 | -0.2 | -0.3 | -0.4 | -0.1 | -0.3 |

자료: 신세계인터내셔날, 메리츠종금증권 리서치센터

# 신세계인터내셔날 별도기준 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원) | 2018 | 2019E | 2020E | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19E | 1Q20E | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **1,120.8** | **1,293.7** | **1,419.6** | **327.3** | **274.3** | **332.0** | **360.0** | **362.2** | **301.3** | **357.7** | **398.4** |
| *증가율(% YoY)* | *16.7* | *15.4* | *9.7* | *23.4* | *7.5* | *17.0* | *13.7* | *10.6* | *9.8* | *7.7* | *10.7* |
| 해외 | 375.4 | 369.4 | 373.1 | 85.8 | 88.1 | 88.1 | 107.4 | 86.7 | 89.0 | 89.0 | 108.4 |
| *증가율(% YoY)* | *-1.4* | *-1.6* | *1.0* | *-5.9* | *-0.9* | *-1.0* | *1.0* | *1.0* | *1.0* | *1.0* | *1.0* |
| 국내 | 322.8 | 324.9 | 324.5 | 90.4 | 58.1 | 87.3 | 89.0 | 85.9 | 58.7 | 89.1 | 90.8 |
| *증가율(% YoY)* | *-16.6* | *0.6* | *-0.1* | *1.5* | *-4.4* | *2.0* | *2.0* | *-5.0* | *1.0* | *2.0* | *2.0* |
| 코스메틱 | 221.9 | 380.5 | 504.4 | 103.2 | 76.6 | 91.5 | 109.2 | 139.3 | 99.6 | 123.5 | 142.0 |
| *증가율(% YoY)* | | *71.4* | *32.6* | *158.6* | *39.7* | *61.2* | *55.0* | *35.0* | *30.0* | *35.0* | *30.0* |
| 라이프스타일 | 200.6 | 207.3 | 217.7 | 48.0 | 51.5 | 53.4 | 54.4 | 50.4 | 54.0 | 56.1 | 57.2 |
| *증가율(% YoY)* | *3.9* | *3.3* | *5.0* | *6.5* | *1.7* | *2.0* | *3.5* | *5.0* | *5.0* | *5.0* | *5.0* |
| 매출원가 | 501.8 | 548.0 | 598.6 | 134.6 | 107.8 | 154.4 | 151.2 | 148.5 | 119.0 | 164.5 | 166.5 |
| *증가율(% YoY)* | *5.9* | *9.2* | *9.2* | *5.5* | *0.1* | *15.5* | *13.8* | *10.3* | *10.4* | *6.6* | *10.1* |
| 비율(%) | 44.8 | 42.4 | 42.2 | 41.1 | 39.3 | 46.5 | 42.0 | 41.0 | 39.5 | 46.0 | 41.8 |
| 판관비 | 551.1 | 654.5 | 706.5 | 163.1 | 150.1 | 157.7 | 183.6 | 177.5 | 159.7 | 168.1 | 201.2 |
| *증가율(% YoY)* | *20.3* | *18.8* | *7.9* | *31.1* | *16.7* | *17.0* | *12.5* | *8.8* | *6.4* | *6.6* | *9.6* |
| 비율(%) | 49.2 | 50.6 | 49.8 | 49.8 | 54.7 | 47.5 | 51.0 | 49.0 | 53.0 | 47.0 | 50.5 |
| **영업이익** | **67.8** | **91.2** | **114.5** | **29.6** | **16.5** | **19.9** | **25.2** | **36.2** | **22.6** | **25.0** | **30.7** |
| *증가율(% YoY)* | *134.0* | *34.4* | *25.6* | *124.7* | *-12.9* | *30.3* | *23.1* | *22.4* | *37.2* | *25.7* | *21.7* |
| **비율(%)** | **6.1** | **7.0** | **8.1** | **34.5** | **18.7** | **22.6** | **23.5** | **41.8** | **25.4** | **28.1** | **28.3** |
| 해외 | 8.9 | 8.8 | 6.8 | 2.2 | 3.4 | 1.1 | 2.1 | 2.3 | 0.9 | 1.2 | 2.3 |
| *증가율(% YoY)* | *46.5* | *-0.1* | *-23.6* | *-14.2* | *16.4* | *-0.6* | *-4.8* | *6.6* | *-73.5* | *8.8* | *6.1* |
| 비율(%) | 2.4 | 2.4 | 1.8 | 2.6 | 3.8 | 1.3 | 2.0 | 2.7 | 1.0 | 1.4 | 2.1 |
| 국내 | 3.7 | 2.5 | 5.4 | 2.4 | -1.7 | -0.9 | 2.7 | 2.6 | 0.1 | 0.1 | 2.7 |
| *증가율(% YoY)* | *-60.0* | *-33.6* | *120.9* | *16.9* | *317.2* | *195.0* | *13.0* | *6.8* | *-103.4* | *-110.2* | *2.0* |
| 비율(%) | 1.1 | 0.8 | 1.7 | 2.7 | -3.0 | -1.0 | 3.0 | 3.0 | 0.1 | 0.1 | 3.0 |
| 코스메틱 | 43.7 | 75.6 | 97.2 | 24.1 | 12.8 | 17.5 | 21.3 | 27.9 | 18.9 | 23.5 | 27.0 |
| *증가율(% YoY)* | | *73.1* | *28.6* | *234.2* | *3.6* | *61.5* | *59.8* | *15.7* | *48.2* | *34.1* | *26.7* |
| 비율(%) | 19.7 | 19.9 | 19.3 | 23.3 | 16.7 | 19.1 | 19.5 | 20.0 | 19.0 | 19.0 | 19.0 |
| 라이프스타일 | 11.6 | 4.2 | 5.1 | 0.9 | 2.1 | 2.1 | -0.9 | 3.4 | 2.7 | 0.2 | -1.3 |
| *증가율(% YoY)* | *-15.2* | *-63.4* | *20.2* | *-31.9* | *-49.4* | *-40.2* | *-136.2* | *275.2* | *30.3* | *-89.1* | *42.7* |
| 비율(%) | 5.8 | 2.0 | 2.3 | 1.9 | 4.1 | 4.0 | -1.7 | 6.8 | 5.1 | 0.4 | -2.3 |

자료: 신세계인터내셔날, 메리츠종금증권 리서치센터

# 신세계인터내셔날(031430)

## Income Statement

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **매출액** | **1,102.5** | **1,262.7** | **1,437.4** | **1,575.5** | **1,701.6** |
| 매출액증가율 (%) | 8.0 | 14.5 | 13.8 | 9.6 | 8.0 |
| 매출원가 | 527.7 | 559.2 | 600.4 | 657.5 | 706.1 |
| 매출총이익 | 574.8 | 703.4 | 837.0 | 918.0 | 995.4 |
| 판매관리비 | 549.4 | 647.9 | 749.6 | 807.5 | 871.2 |
| **영업이익** | **25.4** | **55.5** | **87.4** | **110.5** | **124.2** |
| 영업이익률 | 2.3 | 4.4 | 6.1 | 7.0 | 7.3 |
| 금융손익 | -3.2 | -6.6 | -7.7 | -7.9 | -6.2 |
| 종속/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 | 95.7 | 117.6 | 132.0 |
| 법인세비용 | 7.6 | 1.2 | 22.0 | 25.9 | 29.1 |
| **당기순이익** | **24.1** | **57.7** | **73.7** | **91.8** | **103.0** |
| 지배주주지분 순이익 | 24.1 | 57.5 | 73.7 | 91.8 | 103.0 |

## Balance Sheet

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| 유동자산 | 368.3 | 403.7 | 444.3 | 505.3 | 576.8 |
| 현금및현금성자산 | 3.2 | 12.4 | 5.2 | 24.1 | 57.1 |
| 매출채권 | 108.0 | 101.9 | 119.4 | 130.9 | 141.4 |
| 재고자산 | 218.3 | 235.8 | 258.5 | 283.3 | 306.0 |
| 비유동자산 | 582.5 | 578.8 | 689.5 | 698.2 | 706.4 |
| 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 | 159.3 | 174.6 | 188.6 |
| **자산총계** | **950.9** | **982.5** | **1,133.7** | **1,203.5** | **1,283.2** |
| 유동부채 | 303.5 | 246.2 | 243.8 | 238.2 | 232.5 |
| 매입채무 | 39.9 | 42.6 | 46.9 | 51.5 | 55.6 |
| 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 | 277.4 | 267.1 | 255.6 |
| 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** | **521.2** | **505.3** | **488.1** |
| 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 | 456.5 | 542.2 | 639.1 |
| 비지배주주지분 | 1.9 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| **자본총계** | **496.2** | **544.8** | **612.5** | **698.2** | **795.1** |

## Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **영업활동 현금흐름** | **13.9** | **106.7** | **81.2** | **101.1** | **113.9** |
| 당기순이익(손실) | 24.1 | 57.7 | 73.7 | 91.8 | 103.0 |
| 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 | -30.1 | -27.2 | -24.9 |
| **투자활동 현금흐름** | **-31.2** | **-42.1** | **-149.6** | **-46.3** | **-44.9** |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -32.8 | -26.5 | -30.0 | -30.0 | -30.0 |
| 투자자산의감소(증가) | -8.4 | -16.9 | -19.4 | -15.3 | -14.0 |
| **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 | -7.1 | 18.8 | 33.0 |
| 기초현금 | 16.8 | 3.2 | 12.4 | 5.2 | 24.1 |
| 기말현금 | 3.2 | 12.4 | 5.2 | 24.1 | 57.1 |

## Key Financial Data

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|---|
| **주당데이터(원)** | | | | | |
| SPS | 154,418 | 176,842 | 201,314 | 220,660 | 238,313 |
| EPS(지배주주) | 3,371 | 8,052 | 10,324 | 12,851 | 14,425 |
| CFPS | 12,389 | 15,751 | 19,749 | 22,704 | 24,361 |
| EBITDAPS | 8,787 | 13,114 | 17,508 | 20,603 | 22,400 |
| BPS | 69,236 | 76,024 | 85,498 | 97,499 | 111,074 |
| DPS | 600 | 850 | 850 | 850 | 850 |
| 배당수익률(%) | 0.8 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| **Valuation(Multiple)** | | | | | |
| PER | 22.0 | 24.2 | 20.1 | 16.2 | 14.4 |
| PCR | 6.0 | 12.3 | 10.5 | 9.2 | 8.5 |
| PSR | 0.5 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.9 |
| PBR | 1.1 | 2.6 | 2.4 | 2.1 | 1.9 |
| EBITDA | 62.7 | 93.6 | 125.0 | 147.1 | 159.9 |
| EV/EBITDA | 14.0 | 17.9 | 14.8 | 12.2 | 10.8 |
| **Key Financial Ratio(%)** | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 5.0 | 11.1 | 12.8 | 14.0 | 13.8 |
| EBITDA 이익률 | 5.7 | 7.4 | 8.7 | 9.3 | 9.4 |
| 부채비율 | 91.6 | 80.3 | 85.1 | 72.4 | 61.4 |
| 금융비용부담률 | 0.8 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.5 |
| 이자보상배율(x) | 2.9 | 6.8 | 10.5 | 12.6 | 15.4 |
| 매출채권회전율(x) | 11.1 | 12.0 | 13.0 | 12.6 | 12.5 |
| 재고자산회전율(x) | 5.0 | 5.6 | 5.8 | 5.8 | 5.8 |

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

### 투자의견 비율

| 투자의견 | 비율 |
|---|---|
| 매수 | 94.7% |
| 중립 | 5.3% |
| 매도 | 0% |

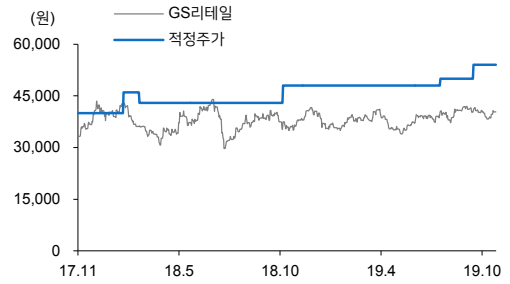
2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

### GS리테일 (007070) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2018.01.22 | 산업브리프 | Trading Buy | 46,000 | 양지혜 | -14.4 | -6.6 |
| 2018.02.19 | 기업브리프 | Trading Buy | 43,000 | 양지혜 | -15.3 | 2.2 |
| 2018.08.10 | 기업브리프 | Buy | 43,000 | 양지혜 | -14.2 | 2.2 |
| 2018.11.02 | 기업브리프 | Buy | 48,000 | 양지혜 | -21.5 | -13.3 |
| 2019.08.09 | 기업브리프 | Buy | 50,000 | 양지혜 | -19.6 | -16.0 |
| 2019.10.07 | 기업브리프 | Buy | 54,000 | 양지혜 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

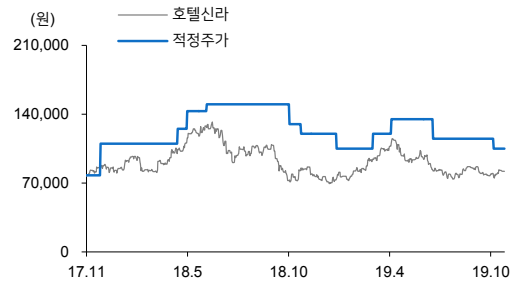


## 호텔신라 (008770) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2017.11.27 | 산업분석 | 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 | -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 | -21.9 | -9.2 |
| 2019.03.27 | 기업브리프 | Buy | 120,000 | 양지혜 | -15.9 | -10.4 |
| 2019.04.29 | 기업브리프 | Buy | 135,000 | 양지혜 | -27.9 | -14.8 |
| 2019.07.12 | 기업브리프 | Buy | 115,000 | 양지혜 | -29.7 | -24.5 |
| 2019.10.28 | 기업브리프 | Buy | 105,000 | 양지혜 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

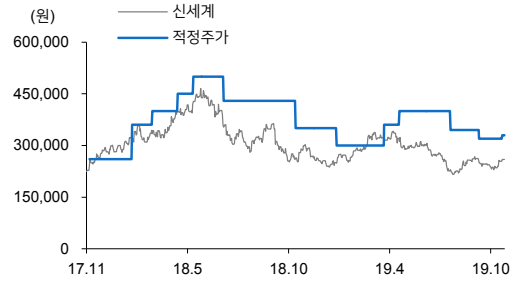



## 신세계 (004170) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 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 | -28.9 | -19.3 |
| 2019.08.12 | 기업브리프 | Buy | 345,000 | 양지혜 | -29.7 | -22.5 |
| 2019.10.02 | 기업브리프 | Buy | 320,000 | 양지혜 | -24.1 | -19.8 |
| 2019.11.13 | 산업분석 | Buy | 330,000 | 양지혜 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

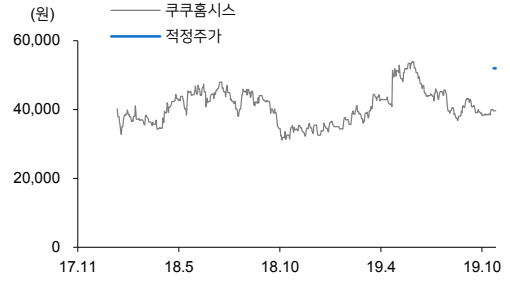



## 쿠쿠홈시스 (284740) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2019.11.13 | 산업분석 | Buy | 52,000 | 양지혜 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

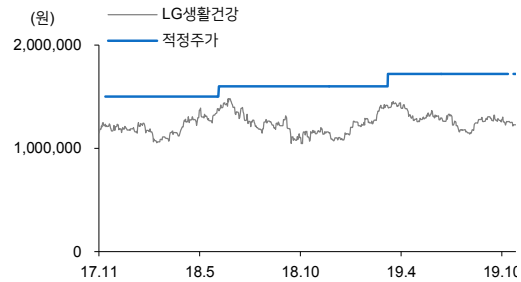


## LG생활건강 (051900) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2018.06.04 | 산업분석 | Buy | 1,600,000 | 양지혜 | -23.1 | -7.5 |
| 2019.04.02 | 기업브리프 | Buy | 1,720,000 | 양지혜 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이

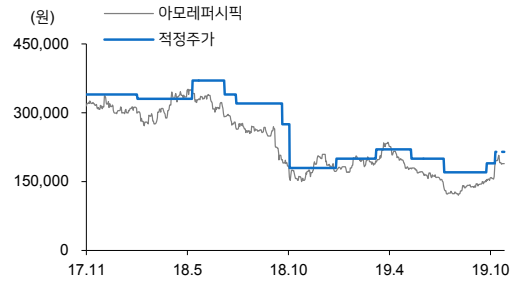



## 아모레퍼시픽 (090430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

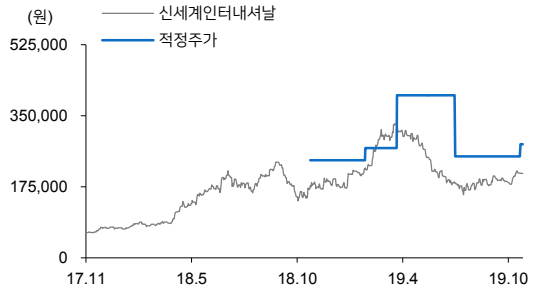
| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 최고(최저) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2017.11.27 | 산업분석 | Trading Buy | 340,000 | 양지혜 | -8.1 | -0.9 |
| 2018.02.01 | 기업브리프 | Trading Buy | 330,000 | 양지혜 | -5.6 | 6.5 |
| 2018.05.10 | 기업브리프 | Trading Buy | 370,000 | 양지혜 | -12.9 | -7.4 |
| 2018.07.06 | 산업브리프 | Trading Buy | 340,000 | 양지혜 | -16.2 | -12.8 |
| 2018.07.27 | 기업브리프 | Trading Buy | 320,000 | 양지혜 | -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 | -2.1 | 16.4 |
| 2019.01.21 | 산업브리프 | 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 | -17.8 | -10.0 |
| 2019.08.01 | 기업브리프 | Trading Buy | 170,000 | 양지혜 | -20.6 | -10.3 |
| 2019.10.16 | 산업분석 | Buy | 190,000 | 양지혜 | -16.3 | -3.2 |
| 2019.10.31 | 기업브리프 | Buy | 215,000 | 양지혜 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이




## 신세계인터내셔날 (031430) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 괴리율(%)* 평균 | 괴리율(%)* 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 | -37.2 | -18.3 |
| 2019.07.24 | 기업브리프 | Buy | 250,000 | 양지혜 | -25.8 | -14.2 |
| 2019.11.13 | 산업분석 | Buy | 280,000 | 양지혜 | - | - |

주가 및 적정주가 변동추이