



유통/화장품 (Overweight)

명품으로 국경과 경기를 넘는다

유통, 문닫는 미국 백화점과 호황인 한국 백화점의 차이는?

2018년 백화점의 턴어라운드 가시적이다. 국내 백화점 3사의 카테고리별 매출액은 평균적으로 패션잡화 60%~70%, 수입브랜드 10%~20%, 리빙 식품 10%~15% 비중을 나타내고 있다. 이 가운데 패션잡화의 매출은 3년 연속 감소해 왔는데 2018년엔 감소 폭을 줄였으며, 수입명품의 고성장도 거침이 없이 이어지고 있기 때문이다. 의류 직매입 구조를 지닌 미국 백화점과는 사뭇 다른 상황이다. 글로벌 대표 명품들은 아시아의 밀레니얼과 Z세네레이션의 구매력 확대를 배경, 한국에서도 마케팅을 강화하고 있어 백화점 트래픽에 긍정적이다. 한편 면세점은 *Big Middle 이론(본문 4p)을 배경으로 급성장 했지만 소비의 약 70%가 중국 도매상 거래로 변질되었다. 따라서 2019년엔 글로벌 포트폴리오를 가진 면세점, 글로벌 브랜드와 국내 브랜드의 조합을 이뤄내는 백화점을 중심으로 성장성이 집중될 것으로 전망된다.

화장품, K-ODM 명품 콘텐츠를 낚으며 세계적 부상

2018년 11월 11일 중국의 광군절, 티몰 글로벌 기준 K-Beauty의 매출 순위는 미국, 일본에 이어 3위로 K-Beauty의 회복에 힘을 실어주었다. K-ODM과의 직접적인 거래에 있는 글로벌 브랜드의 상위 순위, 중국 로컬 브랜드들은 6위, 7위로 진입함에 따라 K-ODM의 경쟁력도 간접적으로 확인되었다. 2019년 중국은 전자상거래법 시행을 강력히 예고하고 있는데 금번 광군절 결과는 향후 K-Beauty의 수요 회복을 예상할 수 있는 결과로 판단된다.

IBK Top picks 제시, 환경 개선보다 훼손 요인 축소가 우선

IBK에서는 11월 16일 리테일매거진 주최의 2019년 유통 대전망에 참석, 글로벌 소비 채널의 붕괴와 동시에 융합의 시대 흐름에 중국 플랫폼의 중추적 역할을 재확인했다. 중국 내수의 소비 진작을 장려하지만 수입상품에 대한 품질관리, 반품, 탈세 등 유통 과정에 대한 정부의 통제력 또한 높일 전망이다. 이를 배경으로 IBK의 추천종목은 1) 중국 수요 영향에 대한 구조조정 완료 2) 글로벌 패러다임을 국내에 가장 현실적으로 적용할 수 있는 코스맥스, 이마트, 호텔신라, 롯데쇼핑, 현대백화점, SK네트웍스, 코스메카코리아를 제시한다.

Analyst

안지영

02) 6915-5675

jyahn@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임을 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

Summary	4
1. 문닫는 미국 백화점과 호황인 한국 백화점의 차이는?	4
2. 면세점, 내수 성장에 기여했지만 비시장 위험도 본격화.....	5
3. 화장품, K-Contents와 K-ODM으로 세계적으로 부상.....	8
4. 중국 전자상거래법 시행이 가져올 변화.....	9
I. IBK Top Picks.....	13
유통 - 백화점의 턴어라운드와 + 신사업(면세, 이커머스) 전개 가속화.....	13
화장품 - 중국관련 수요 회복 뿐만 아니라 선진 시장 확대.....	14
II. 전통적인 국내 유통에서는 백화점의 턴어라운드가 가시적.....	20
면세점, 리스크 요인도 커지지만 절대적 수요는 꾸준할 전망.....	20
오프라인 소매업계 경기 부담 지속.....	21
대형마트, 최저임금 52시간 18년 부터 반영, 19년 상대적 부담 완화.....	23
백화점 3사 대형점 내 면세점 입점, 명품 트래픽 시너지.....	24
편의점, 19년은 18년 대비 상대성 부각.....	25
온라인, 오프라인 강자들의 온라인 전개 강화.....	26
홈쇼핑, T커머스 트래픽에 긍정적이지만 고정비 부담의 원인.....	27
국내 오프라인 업체들이 중국, 미국 보다 느긋한 이유.....	28
글로벌 패러다임의 변화를 적극 수용하는 이마트와 롯데쇼핑.....	29
III. 화장품, K-ODM이 주도하는 2019년 전망.....	30
중국 내수 채널, 웨이상 급증 및 스마트 화장품 카테고리 확산.....	30
중국 화장품 시장에 대한 매력도는 여전 높음, K-Beauty 재공략.....	33
중국 브랜드의 상향 평준화와 세계 소비 시장으로 빠르게 전환.....	36
2018년 K-Beauty의 긍정적 방향, K-ODM 선진시장 확대.....	45
화장품 Global Peer Group 투자지표 및 주가 현황.....	48

기업분석.....	52
코스맥스 (192820):	
환경 극복, 견고한 수익모델 / 매수(유지) / 목표주가: 178,000원.....	52
이마트 (139480):	
한국 이커머스의 빅픽처 가시화 / 매수(유지) / 목표주가: 320,000원.....	55
호텔신라 (008770):	
글로벌 포트폴리오 전개로 리스크 방어 / 매수(신규) / 목표주가: 100,000원.....	58
현대백화점 (069960):	
본업 회복과 15년만의 신사업 확장 / 매수(유지) / 목표주가: 150,000원.....	61
롯데쇼핑 (023530):	
중국 영향에서 벗어나 이커머스로 방향성 제시 / 매수(유지) / 목표주가: 280,000원.....	63
SK네트웍스 (001740):	
SK매직으로 전사 펀더멘탈의 안정성 주도 / 매수(신규) / 목표주가: 5,500원.....	65
코스메카코리아 (241710):	
신대륙 진출로 레벨업 VS 중국 회복 필요 / 매수(유지) / 목표주가: 45,000원.....	68

Summary

1. 문달는 미국 백화점과 호황인 한국 백화점의 차이는?

2018년 글로벌 명품 업체들은 아시아의 20-30대를 중심으로 호황을 누림

2018년 소매유통
수입명품이 성장성을 주도

***Big Middle 이론이란?**
혁신과 저가격이라는
무기를 가지고 주류
소매시장(Big Middle)으로
진입한 소매업체가 치열한
업체 간 경쟁 속에서
경쟁력을 유지함에 따라
지속성장 할 수 있다는
이론

문달는 미국 백화점과 달리
호황인 한국 백화점의
차이는?

미국의 백화점은
중저가 의류 직매입을 통해
판매. 재고부담 가중으로
도산 앞당겨.

반면 한국의 백화점은 수입
명품의 고성장이 집객을
주도

2018년 백화점의 턴어라운드 가시적이다. 국내 백화점 3사의 카테고리별 매출액은 평균적으로 패션잡화 60%~70%, 수입브랜드 10%~20%, 리빙 식품 10%~15% 비중을 나타내고 있다. 이 가운데 패션잡화의 매출은 3년 연속 감소해 왔는데 2018년엔 감소폭을 줄였으며, 수입명품의 고성장도 거침이 없이 이어지고 있기 때문이다. 의류 직매입 구조를 지닌 미국 백화점과는 사뭇 다른 상황이다. 특히 글로벌 명품 기업들은 아시아의 밀레니얼, Z세대레이션 이라고 하는 젊은 소비자를 중심으로 유행과 신제품 출시를 맞추고 있어 한국의 백화점도 이러한 영향을 반영하며 수입 명품 중심의 성장성을 이어 오고 있는 것으로 판단된다.

지난해 국내 인천공항에서 단독 매장 기준 매출액 1위는 KT&G 담배(1,590억원) 그리고 2위는 LVMH(818억원), 3위 정관장(745억원), 4위 필립모리스(604억원), 5위 랑콤(581억원)으로 파악된다. 이 가운데 LVMH를 중심으로 로레알, 에스티로더, 크리스찬디올 등 글로벌 대표 명품 기업들의 주가는 최근 1년 동안 아시아 모멘텀을 배경으로 주가 상승세를 이어 왔다. 다만 일부 명품업종의 주가는 중국의 증시, 부동산 시장의 둔화 등 중산층의 소비심리가 위축되며 일시적인センチ먼트 영향을 받은 것으로 판단되지만 한국의 백화점과 일부 면세점에서는 트래픽의 핵심 모멘텀으로 작용 중이다.

면세점은 ***Big Middle 이론**을 배경으로 주류 소매 채널로 급성장했지만 소비의 70% 이상이 중국 도매상 거래로 변질되었다. 따라서 2019년엔 글로벌 포트폴리오를 가진 국내 면세점, 글로벌 브랜드와 국내 브랜드의 조합을 이뤄내는 백화점을 중심으로 성장성이 집중될 것으로 전망된다.

중국 정부, 웨이샹
장려하지만 중국 소비자,
제조생산업체, 일반
무역업체, 해외직구 업체
등 다각도로 규범화된
정책 발전 진행중

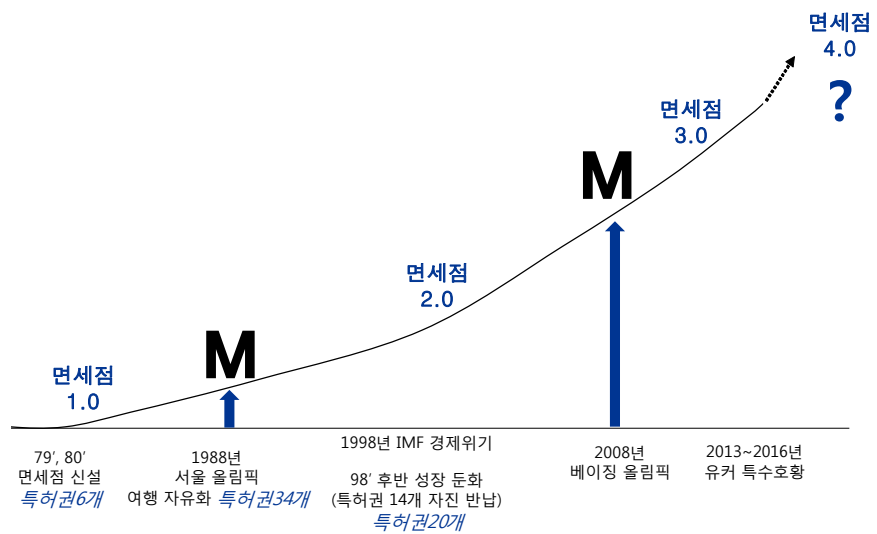
2. 면세점, 내수 성장에 기여했지만 비시장 위험도 본격화

2018년 상반기 국내 면세점의 과도한 다이공 거래로 관세청의 세관 조사가 빈번해지고 있어 관세법 준수가 그 어느 때 보다 부각될 것으로 전망된다. 특히 이러한 거래는 적정 수준까지는 내수 활성화와 채널 및 제조업 성장에 긍정적이지만 비시장 위험을 확대시키는 우려감을 키워왔다. 국내 면세점에서 구매층이 중국인 웨이샹 사업과 관련된 주체 들인 만큼 2019년 1월 1일부터 중화인민공화국의 전자상거래법 시행은 향후 국내 면세 점 내 구매에도 일부 영향을 줄 것으로 전망된다.

한국 면세점 역사

- 1호 1973년 동화면세점
- 2호 1979년 롯데소공점
- 3호 1986년 신라호텔점
- 1978년 관세법 개정으로
법제화

그림 1. 면세점 4.0 시대 - 비시장 위험으로 패러다임 충돌

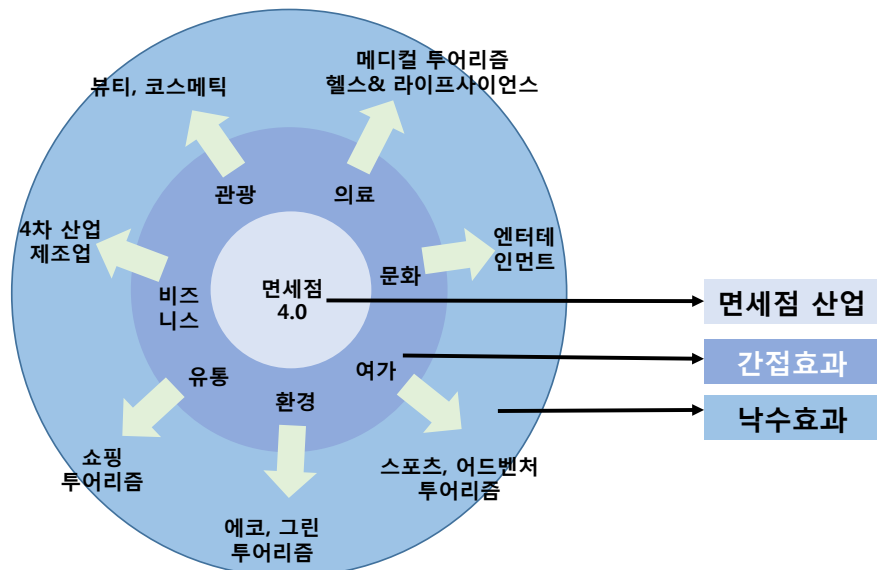


자료: 전환기 맞은 면세산업의 과제와 미래(숙명여대 경영학부 서용구 교수 특강 중), IBK투자증권

그림 2. 면세점 4.0:- 관광 소매업 + 고부가가치 서비스 플랫폼 + 수출 산업

면세점 4.0
관광 소매업
고부가가치 서비스 플랫폼
수출 산업

실질적 내수 비중은 낮지만
새로운 수출의 동력으로
면세점 기능 전환 필요



자료: 전환기 맞은 면세산업의 과제와 미래(숙명여대 경영학부 서용구 교수 특강 중), IBK투자증권

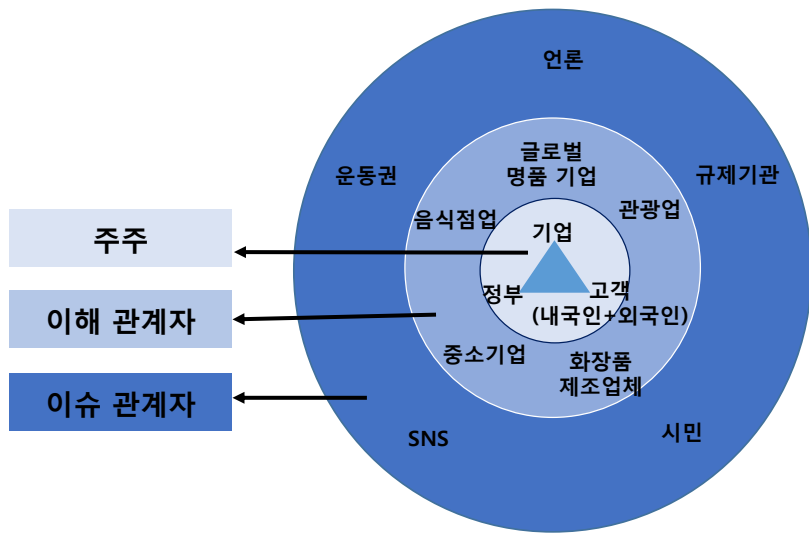
자본주의 4.0시대
면세점 4.0시대로 전환 중
 불법은 아니지만
 간접 탈세를 통한
 시장 성장 급증으로
 비시장 위험 확대

비시장 위험은 회사의 성공, 실패에 직접적인 이해관계가 없지만 이슈 관계자에 의해 발생하는 위험으로 언론, 사회노동자, 정당 및 정치인, 정부, 파워블로거 등 실질적으로는 사회적 이슈 및 문제와 직간접적으로 연결되어 있다는 데서 발생한다. 지난 10년간 세계 경제는 신자유주의로 대변되는 자본주의 3.0에서 2008년 금융위기를 계기로 상생과 사회적 가치로 대변되는 4.0으로 진화, 발전했다. 그러나 인간적 자본주의로 해석되는 자본주의 4.0에서는 기업이 사회적 가치를 구현하는 기관으로서 그 역할 수행이 필요하다.

그림 3. 국내 면세점과 비시장 위험

비시장 위험과
 이슈관계자란?

회사의 성공, 실패에
 이해관계가 없는 이슈
 관계자에 의해 발생하는
 위험으로 언론, 사회노동자,
 정부, 정당과 정치인,
 파워블로거 등
 사회적 이슈 및 문제들과
 긴밀히 연결되면서
 발생하는 위험 요인



자료: 전환기 맞은 면세산업의 과제와 미래(숙명여대 경영학부 서용구 교수 특강 중), IBK투자증권

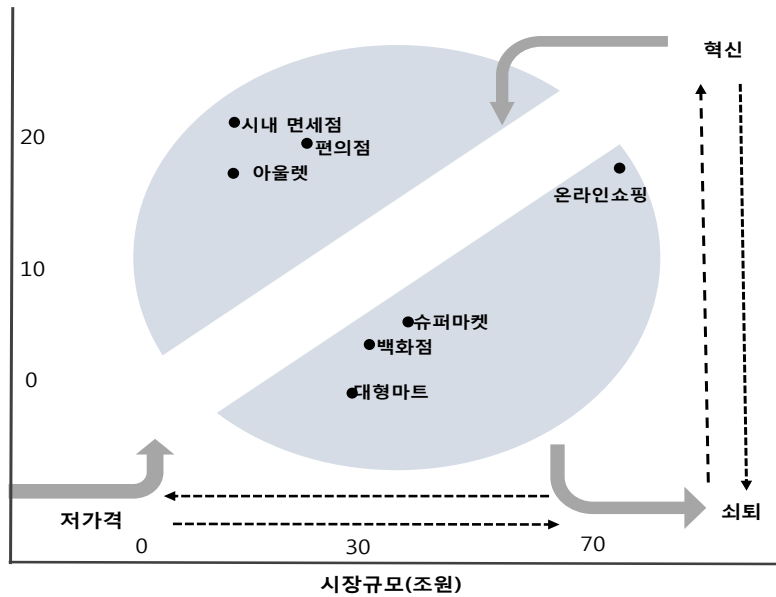
향후 중국 정부의
 규제 적용 이전에

국내에서 선제적으로 면세
 사업자의 기준 준수,
 관세청의 조세 형평의
 원칙에 대한 관리 감독
 강화 필요

즉 면세점 4.0시대 역시 SPICE(사회 Society, 협력업체 Partner, 투자자 Investor, 고객 Customer, 종업원 Employee) 라고 불리는 5개의 광범위한 이해관계자들을 모두 만족시켜야 한다. 그러나 최근 국내 면세점 내 명품 및 화장품에 대한 타이공 거래, 궁극적인 유통 단계에 있는 중국 웨이상의 불균형 성장에 집중되고 있어 향후 재고 문제와 국제가격, 브랜드 가치 훼손 등의 역효과의 위험 또한 높아질 전망이다. 특히 사업 모델이 국내에만 국한시켜 온 사업자들의 경우 글로벌 포트폴리오로서의 역량 확대가 절실한 시점에 있는 것으로 판단된다. 또한 중국 정부의 직간접적인 단속 이전에 국내에서 면세점 사업자와 관세청 입장에서 선제적으로 조세 형평의 원칙에 대한 기준 준수와 엄격한 관리 감독을 시행해야 할 필요가 있는 것으로 판단된다.

시내 면세점은
국내 소매 업계에서
명품의 가격 경쟁력을
기반으로 주류로
안착

그림 4. 국내 면세점과 소매 업체간 경쟁



자료: 전환기 맞은 면세산업의 과제와 미래(숙명여대 경영학부 서용구 교수 특강 중), IBK투자증권

표 1. 면세점, 2018년 리뷰 및 2019년 전망

면세점	2018년 리뷰	2019년 전망
사업 환경	<ul style="list-style-type: none"> - 신규 출점 및 중국 다이궁(보따리상)의 활약으로 시장 확대 - 인천공항 제2터미널 오픈에 따른 면세사업자 추가 및 시내면세점 오픈(3곳) / 다이궁 매출 확대 - 면세업계 2강 구도에서 3강 구도로 재편 	<ul style="list-style-type: none"> - 미중 무역분쟁 및 중국의 규제 등에 따른 타격 우려 - 중국의 소비심리 약화 / 中 다이궁 및 웨이상 규제 강화 - 세법개정안 발효 가능성 및 면세한도 증액은 긍정 요인
업계 대응	<ul style="list-style-type: none"> - 경쟁심화에 따라 고객 확보 위한 판촉 강화 - 가격 이벤트를 통해 고객 이탈방지 및 신규 고객 확보에 주력 - 백화점, 쇼핑몰, 호텔 등 주변 인프라 활용한 업체간 시너지 창출 도모 	<ul style="list-style-type: none"> - 해외 사업 강화 통해 신규 수익원 확보 모색 예상 - 해외 면세점 인수 및 해외공항 신규 입찰 등 - VIP 고객 확보 위해 럭셔리 서비스 제공 등 차별화

자료: 2019년 리테일매거진 유통 대전망 중 이마트 유통산업연구소, IBK투자증권

3. 화장품, K-Contents와 K-ODM으로 세계적으로 부상

표 2. 화장품 시장규모 TOP 20 국가(2017)

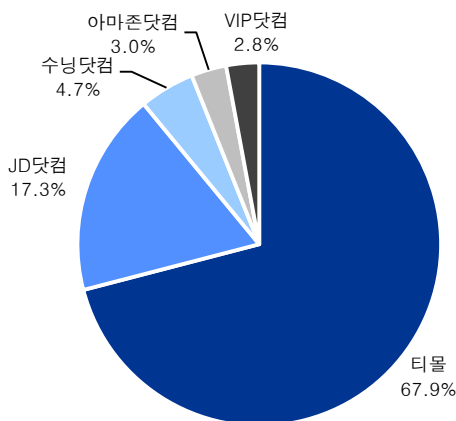
(단위: 백만 달러)

순위	국가명	2017	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR (17~22)	비중(17)	비중(22)
1	미국	80,671	89,640	93,282	96,920	100,504	104,161	3.9	18.5	17.3
2	중국	53,494	58,768	63,620	69,321	75,175	81,313	8.7	11.5	13.5
3	일본	36,072	37,619	39,060	40,168	41,247	42,335	3.3	7.8	7.0
4	브라질	32,129	34,572	37,158	39,870	42,954	46,386	7.6	6.9	7.7
5	독일	18,638	19,790	20,316	20,873	21,312	21,723	3.1	4.0	3.6
6	영국	16,430	17,262	17,829	18,481	19,113	19,737	3.7	3.5	3.3
7	프랑스	14,546	15,226	15,494	15,830	16,142	16,468	2.5	3.1	2.7
8	인도	13,581	14,534	15,664	16,986	18,464	20,119	8.2	2.9	3.3
9	한국	12,560	12,791	12,930	13,086	13,247	13,426	1.3	2.7	2.2
10	이탈리아	11,174	11,746	11,975	12,244	12,460	12,706	2.6	2.4	2.1
11	러시아	10,875	11,380	11,856	12,286	12,683	13,066	3.7	2.3	2.2
12	멕시코	9,448	10,211	10,863	11,475	12,066	12,702	6.1	2.0	2.1
13	스페인	8,382	8,888	9,138	9,437	9,715	10,003	3.6	1.8	1.7
14	캐나다	7,972	8,430	8,735	9,029	9,313	9,605	3.8	1.7	1.6
15	호주	6,827	7,319	7,731	8,088	8,422	8,765	5.1	1.5	1.5
16	태국	5,838	6,152	6,503	6,956	7,470	8,045	6.6	1.3	1.3
17	아르헨티나	5,444	5,712	6,305	6,730	7,158	7,623	7.0	1.2	1.3
18	인도네시아	5,030	5,603	6,160	6,872	7,804	8,820	11.9	1.1	1.5
19	폴란드	4,597	5,062	5,268	5,532	5,799	6,074	5.7	1.0	1.0
20	이란	3,505	4,086	4,667	5,272	5,951	6,754	14.0	0.8	1.1

자료: KOTRA(Euromonitor 2018.7월)제인용, IBK투자증권

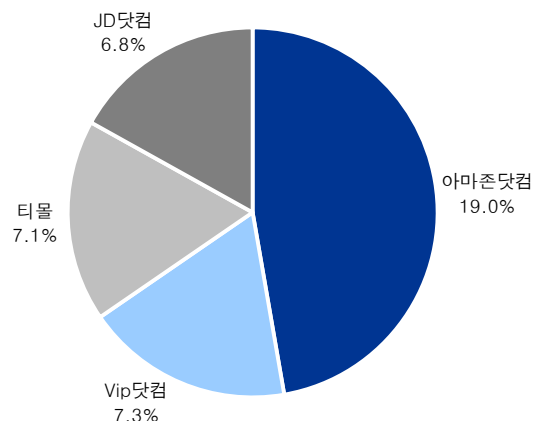
2018년 11월 11일 광군절은 하반기 중국 내수에서의 가장 큰 쇼핑 행사로서 성공적인 결과 거뒀을 뿐만 아니라 K-Beauty의 회복세를 확인한 중요한 계기가 되었다. 티몰글로벌 기준 한국은 미국 일본에 이어 국가별 매출 3위를 차지했기 때문이다. 주요 화장품 브랜드들은 전년동일 50% 이상의 매출 성장성을 시현했는데 이는 향후 중국의 전자상거래법 실시 이후에도 경쟁력을 이어 갈 수 있다는 점을 일부 확인시켜 준 것으로 판단되어 긍정적이다.

그림 5. 2018년 광군절 내수 기준 채널별 M/S



자료: Tmall, Groupm, IBK투자증권

그림 6. 18년 광군절 글로벌 매출 비중- 티몰(내 한국화장품 3위)



자료: Tmall, Groupm, IBK투자증권

4. 중국 전자상거래법 시행이 가져올 변화

중화인민공화국의 전자상거래법이란?

중국 내수, 웨이상 채널 상호등록 시스템 도입으로 음지에서 양지화 진행 중

중국 정부 2015년 웨이상 등록제 제시 목적

2018년 8월 31일 제13회 전국인민대표대회 상무위원회 제5차 회의를 통해

2019년 1월 1일부터 중화인민공화국 전자상거래법 시행안을 통과 시킴

중국은 지난 8월 31일 제13회 전국인민대표대회 상무위원회 제5차 회의에서 ‘중화인민공화국 전자상거래법’을 통과 내년 1월 1일부터 시행 예정을 밝혔다. 이 법안의 통과가 앞으로 중국의 전자상거래 시장을 얼마나 변화시키고 어떻게 유통과 소비에 영향을 줄지 주목되고 있다. 반면에 최근 11월 16일 중국 여행사 업계에서는 최대 온라인여행사인 시트립의 한국행 단체관광 상품 판매가 1년 8개월만에 재개와 취소를 반복 하는 등 기대감과 함께 리스크 요인도 부각되고 있는 것으로 판단된다.

우선, 새롭게 시행될 중국의 전자상거래법은 총 7개 장, 89개 조항으로 이뤄졌는데 크게 1)전자상거래 경영자 2)계약체결 및 이행 3)분쟁 해결 4)전자상거래 촉진과 5)법률책임 등 다섯 가지 분야에 대한 규정들로 요약된다.

주요 내용을 보면

- 1) 웨이상(微商), 방송판매 전자상거래 경영자 범주 포함
- 2) 타오바오 자영업자 시장주체 공상등기
- 3) 소비자 알권리 보호와 평가내역 조작 금지
- 4) 바가지, 끼워팔기 행위 금지
- 5) 배송시간 엄수
- 6) 보증금 반환 불리한 조건 설정 금지
- 7) 소비자 권익 침해 경우 전자상거래 플랫폼 책임 부담
- 8) 악성 댓글 임의 삭제 시 벌금형
- 9) 지재권 보호 규칙 확립
- 10) 전자결제 관련 구체적 사항 명시 및 안전 보장 등 이에 따라 전자상거래 플랫폼 경영자, 플랫폼 내 경영자, 자체 홈페이지나 기타 네트워크 서비스를 통해 제품을 서비스 하는 판매자는 경영자로 포함된다.

기존엔 개인이 온라인 쇼핑몰(타오바오 내 개인매장 개설, 온라인 플랫폼 내 자영 POP 매장, 웨이상상점 등)을 개설하면 공상 등기를 할 필요가 없어 진입 장벽도 없었다면, 앞으로 법이 적용되면 시장주체 등기가 의무화될 예정이다. 특히 대형 플랫폼의 몰인몰 운영자의 경우 ICP 면허를 요구하는 경우도 있을 것으로 보여 몰인몰도 온라인 경영자 등록업자 만이 할 수 있는 환경으로 변화될 전망이다.

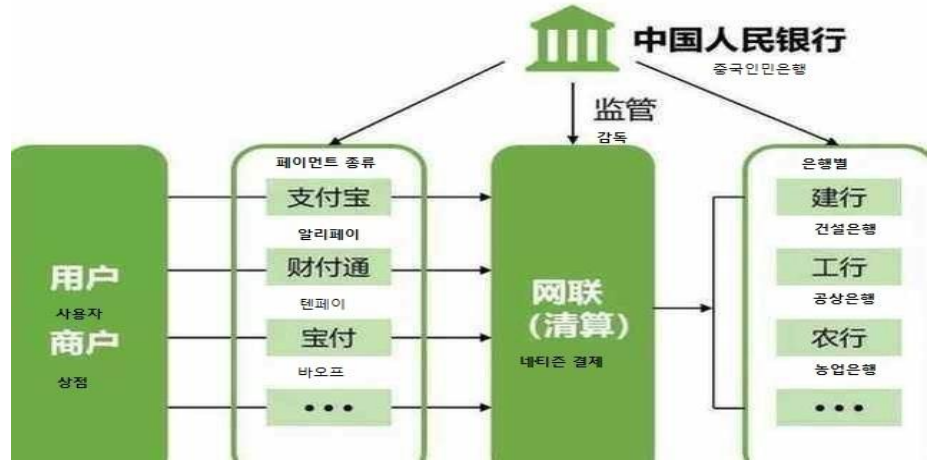
전자상거래법은 소비자 권익을 보호하기 위한 성격이 강하고 공급자나 플랫폼의 규정 위반 시 처벌 수준이 높다는 특징을 가지고 있어 중국에 진출한 한국기업들도 관련법에 대한 숙지가 필수적인 상황이다. 해당 법은 플랫폼 경영자와 플랫폼에 진입한 기업(매장 운영업체)들도 관리대상으로 삼고 있으며 전자상거래의 범주를 넓게 정의하고 있어 국내 소비재 브랜드들과 거래하는 중국의 웨이상, 왕홍, 밴더, 도매상 등의 사업 주체 역시 법에 저촉되지 않기 위해서는 법에 대한 이해가 시급한 것으로 판단된다.

그림 7. 중국인민은행 전용 앱을 통한 간편 결제시스템 관리 감독 강화

중국의 간편결제 시장은
2경원 규모
2018년 7월 1일

중국 내 모바일결제 시스템
알리페이와
텐페이(텐센트의
위챗페이)를 중심으로
급성장함

반면에 사이버 범죄,
정보유출, 독과점 등
불공정거래의 문제점
발생



자료: 중국인민은행, 바이두 7월 1일자 기사, IBK투자증권

중국 간편결제시스템에 정부의 적극적 개입, 웨이상 간접 영향

중국 정부는 2019년부터
간편 결제 기업을 대상
인민은행에
비부금(현금지불준비금)
100%를 요구함.

반면에 시중 은행의
비부금은 15~16% 수준

간편결제업체 전체 비부금
규모는 약 1조위안(한화
165~170원)

중국 정부의 한국 화장품 유통에 대한 인식은 내수 소비 확대와 청년실업 해소를 위한 웨이상 거래 활성화 측면에서 긍정적으로 평가해 왔다. 그러나 최근 3년 사이 입장은 크게 바뀌고 있는 모습이다. 중국 정부가 문제점으로 강조하는 부분은 B2B, C2C 사이트를 중심으로 밀수형태 판매가 주종을 이루며 일부 유사제품과 가짜 상품이 대규모 거래되고 있어, 중국 소비자의 피해가 증가하고 유통 질서가 문란해 지며 궁극적으로 중국 경제에 악영향을 미친다는 점이다. 지난해부터 중국 정부는 해외 상거래 또는 해외 수입 제품들에 대해 중국 주요 도시 내 지정한 보세창고를 통한 O2O거래 확립을 좀 더 강조해 오고 있는 것으로 확인된다. 대표적인 사례는 지난 7월 1일부터 1) 화장품 수입관세율을 전격 인하했다. 2) 인민은행발표에 따르면 ‘알리페이와 위챗페이’를 포함한 인터넷결제 서비스가 직접 거래에서 온라인 ‘유니페이 플랫폼’을 통해서 처리되도록 개편을 실시했다.

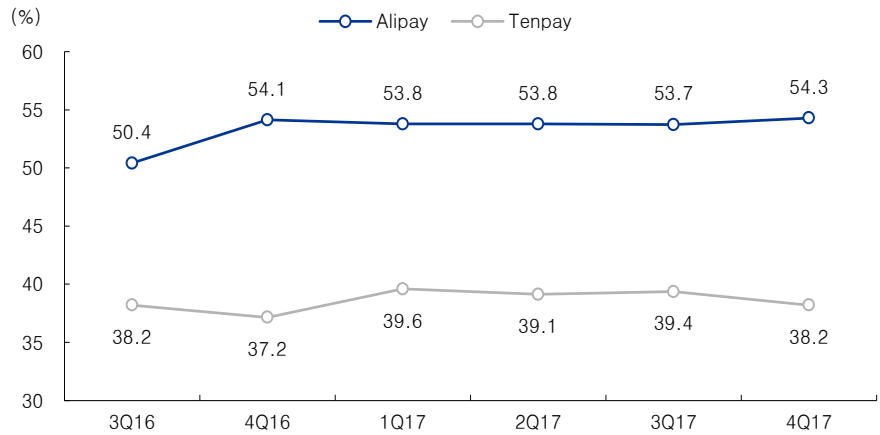
주된 이유는

1) 알리페이와 텐페이(위챗페이)로 거래되는 모든 입출금까지 결국 중앙은행이 관리 감독을 본격화 하고 2) 금융 빅데이터까지 확보하겠다는 데 있다. 또한 3) 지금까지 알리페이와 위챗페이로 이루어진 불법 거래에 대해 언젠든 중앙정부의 개입과 단속의 의지로 판단된다.

그림 8. 중국 모바일 간편결제 비중 - 간편결제용 유니온페이 탄생, 알리페이에 기준을 100% 요구

현재 중국의 모바일
간편결제 시장은
알리바바 약 54%
텐페이(위챗페이) 40%
수준의 양자 구도로
빠르게 구축됨

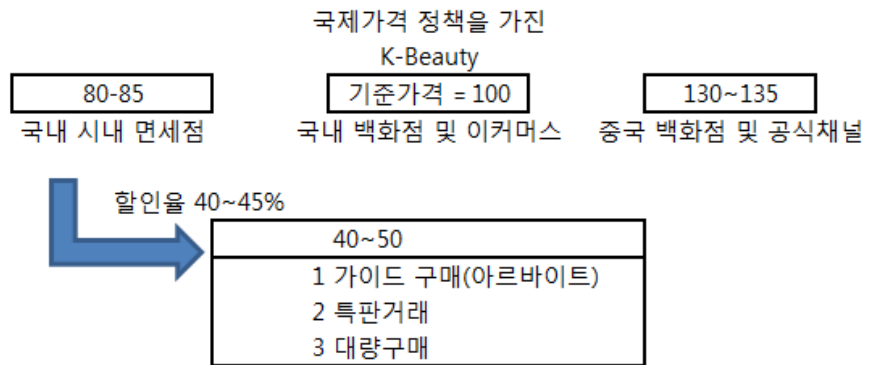
향후 전자상거래법 도입
인민은행의 간편결제
업체에 대한 기준을
100% 기준적용 등으로



자료: CMBIS, IBK투자증권

한국 면세점을 통해
도매 거래를 주도하는
웨이상에 대한
세무조사 및
법인 설립여부 점검
확대 예상

그림 9. K-Beauty에 대한 면세점 구매와 가격 구조 왜곡 현상



자료: IBK투자증권

웨이상 유통으로 연결되는 국내 면세점에서의 세 가지 구매 유형

중국 내수, 웨이상 채널 상호등록 시스템 도입으로 음지에서 양지화 진행 중

중국 정부 2015년 웨이상 등록제 제시 목적

1) 1인 사업자등록으로 청년실업률 해소

2) 사업자 세금납부를 통한 세수입 확보

3) 정부의 웨이상 컨트롤

9월 중국인 입국자 통계를 보면 44만명(+36%yoy), 3분기 평균도 44만명으로 전년대비 40% 수준의 입국자 수요 회복이 확인된다. 본격적인 단체관광과 전세기 스케줄은 구체적이지 않지만 하반기엔 중국 입국자의 2016년 수준 회복은 가능할 전망이다. 여기에 11월 15일 중국의 최대 온라인 여행사인 시트립을 중심으로 한국단체관광 상품 판매가 재개된 것으로 확인되기 때문이다. 그러나 2017년 3월 사드 이슈 이후 국내 시내 면세점에 파이공 수요로 다소 매출 구조의 본질적인 변화를 가져온 것으로 판단된다.

특히 국내 시내 면세점에서 파이공은 B2C의 형태로 구매하고 있지만

1. 가이드 구매: 가이드 1인당 평균 40명의 아르바이트를 고용, 월평균 약 10억원 규모(아르바이트 1인당 1일 최대 구매액 80만원x40명 = 가이드 1인 1일 구매액 3,200만원)

2. 특판거래: 공식의 수출면장이 교부되며 정식 통관 코드를 가지고 있으며 면세점과 특판 사업간 대규모 물량 거래가 가능하다.

3. 대량구매: 면세점이 보유하고 있는 브랜드별 카테고리별 재고에 대해 총재고 범위 내에서 구매자에게 할당 형식으로 제공하는 등 크게 세 가지 방법이 확인된다.

대표적인 3가지 구매 방식을 통해 웨이상의 유통 과정은 개인이 한국을 포함한 해외로 여행을 가는 지인에게 상품 구매를 부탁, 특히 이 과정에서 한국 면세점을 통한 물품구입(원산지와 가격차이가 큰 수입 명품과 한국의 화장품들의 구매가 가장 높음)이 이루어진다. 그러나 최근에는 전문적인 도매상의 형태로 거래 규모가 커지고 있는 것으로 파악된다. 2015년부터 중국 정부는 음지에 있는 웨이상에 등록시스템을 제시하기 시작했다. 정부의 시스템 구축의 목적은

1) 1인 사업자 등록을 통한 청년실업률 해소

2) 등록자의 세금납부를 통한 세수 확보

3) 정부의 웨이상 시스템 운영관리 참여에 있다.

등록제 도입 이후 웨이상의 한국 화장품 거래는 기초 제품과 마스크팩 구매를 중심으로 상호 수가 2016년 100만개 가까이로 급증했다가, 2017년 사드 영향 반영하며 일부 감소했다. 그러다 2018년 1분기 화장품 웨이상 상호 수가 100만개 초과하며 중국 내 웨이상을 통한 화장품 판매율이 다시 급증하고 있는 것으로 확인된다. 또한 5월 28일자 한국경제 기사에서 언급된 내용에 따르면 2017년 웨이상은 5,000만명(2015년 1,500만명 30조원)을 돌파했으며 시장 규모도 146조원(2018년F 170조원 전망)을 언급했다.

웨이상 중심의 중국 화장품 시장은 소비자의 수요 증가와 사교매체 이용률이 증가함에 따라 웨이상 수요가 높은 한국 면세점에서 구매한 국내외 화장품은 당분간 고성장을 이어갈 전망이다. 그러나 중국 정부의 운영관리시스템 점검, 품질관리, 반품, 탈세 등의 리스크 부담도 높은 채널로 판단된다. 종합해볼때 중국 정부의 간편결제시스템에 대한 직접적인 관리는 국내 면세점에서 제품을 구매한 파이공과 웨이상의 배송 과정에서 결제와 판매 시스템에 대한 간섭으로 이어질 수 있을 것으로 판단된다.

I. IBK Top Picks

기업가치 훼손 요인을 최소화 하는 기업군

Top Picks
코스맥스
이마트, 호텔신라
롯데쇼핑, 현대백화점
SK네트웍스, 코스맥스,
코스메카코리아

IBK에서는 2018년 3번의 중국 내 주요 소매업과 화장품 채널 탐방을 통해 소매 플랫폼의 급격한 패러다임 전환 그리고 내수 콘텐츠의 다양성 확대를 확인했다. 한편 중국 정부는 2015년 웨이상의 등록제 실시와 2017년 보세정책을 제시하며 규범화된 통관 규제를 한층 심화시켜 왔다. 중국 내수의 소비 진작을 장려하지만 수입상품에 대한 품질관리, 반품, 탈세 등 유통 과정에 대한 정부의 통제력 또한 높아질 전망이다. 이를 배경으로 추천 종목 선정은 1) 중국 소비 시장이 급변하는 속에서 국내 업체들의 경쟁 우위와 2) 글로벌 패러다임을 국내에 가장 현실적으로 적용할 수 있는 기업에 기준했다. IBK Top-picks는 코스맥스, 이마트, 호텔신라, 롯데쇼핑, 현대백화점, SK네트웍스, 코스메카코리아를 제시한다.

유통 - 백화점의 턴어라운드와 + 신사업(면세, 이커머스) 전개 가속화

유통
내수에서 실질적인
본업 회복 + 면세점 모멘텀

2018년 유통업은 온오프라인간 인프라 확대와 콘텐츠 강화로 외형은 역신장에서 벗어나고 있다. 오프라인 유통업을 중심으로 온라인과 상품콘텐츠의 연계를 통한 옴니채널로의 전개는 일차적으로 오프라인 유통업을 이탈하고 있는 고객 집객을 회복하기 위한 전략 차원에서 투자가 확대될 전망이다. 다만 온라인 투자는 기회비용의 증가를 구제화하고 있음에도 고객 트래픽에는 가시적인 효과를 주고 있기 때문이다.

해외사업 구조조정과
이커머스 사업 강화로
국내 소비 흡수를 위한
재정비

2018년 이마트에 이어 롯데쇼핑 또한 중국 내 마트사업의 매각 및 철수를 완료하며 지난 3분기 회계적 반영도 마무리했다. 롯데쇼핑 중국 리스크에서 벗어나는 동시에 국내 핵심 사업에서의 턴어라운드와 온라인 부문 통합 운영으로 온라인몰의 2022년 매출액 20조원 시현을 제시했다. 롯데그룹은 8개의 계열사별로 각각의 온라인 사업을 진행해 왔으며 합산 구매고객 수는 약 3,800만명으로 파악된다. 이마트와 신세계에 이어 이커머스에 대한 중장기 가이드를 제시함에 따라 순수 내수 유통업 성장을 위한 기반을 재점검해 나갈 것으로 전망된다. 한편 현대백화점(TP 150,000원/매수)은 11월 1일 면세사업을 시작으로 2003년 홈쇼핑 이후 15년만에 100% 자회사로 신사업 확장을 가시화 했다. 호텔신라 역시 면세점 사업과 관련된 센터먼트를 반영한 가운데 경쟁사들 대비 글로벌 포트폴리오를 통해 펀더멘탈의 차별화를 이뤄나갈 전망이다. 한편 SK네트웍스는 무역상사 비중 보다 SK매직의 안정화와 연내 AJ렌터카 인수 마무리를 통해 2019년 전사적으로 안정된 사업 모델을 확고히 할 것으로 전망된다.

최저임금 인상 적극적인
선반영으로 부담 완화

유통업 추천 종목은 이마트(TP 320,000원/매수), 호텔신라(TP 100,000원/매수), 롯데쇼핑(TP 280,000원/매수), SK네트웍스(TP 5,500원/매수)을 제시한다. 여전히 제한적인 환경에서도 콘텐츠 개발과, 강도 높은 국내외 구조조정에 따른 본업 개선 및 업종 밸류에이션 부담 완화 측면에 기준했다.

화장품 – 중국관련 수요 회복 뿐만 아니라 선진 시장 확대

ODM사들의 매출액은
브랜드사의 매출원가,
K-ODM의 고객
포트폴리오가 글로벌로
확대될수록 시장을 컨트롤
하는 매출 규모도 증가,

이를 바탕으로 Valuation
Premium의 타당성 강화

반면에 사드 이슈를 넘어
사업 모델 확장과 전환
노력으로 하반기는 기업별
차별화 예상

코스맥스 절대적으로
글로벌 No.1포지셔닝 구축
밸류에이션 프리미엄
본격화

2018년 하반기 ODM/OEM Top 3사는 화장품 업종 내에서도 회복 속도를 높이며 턴 어라운드를 확인시켜 주었다. 1) **국내**는 유통 채널들의 구조 개편과 패러다임 변화가 구체적이다. 이커머스의 성장, 홈쇼핑 내 성공 브랜드들의 해외 진출, 그리고 면세점의 신규 출점 등이다. 2) **중국**은 로컬 브랜드의 매스티지 카테고리 진입과 글로벌 Top 럭셔리 SKU를 중심으로 유통 채널 전반에서의 고른 성장이 확인된다. 중국 시장이 글로벌 2위로 포지셔닝을 굳건히 하는 가운데 K-ODM/OEM도 이를 반영하며 고객 기반이 확대되고 있기 때문이다.

중국인 관광객 수요 회복 뿐만 아니라 중국 내수 시장은 정부 주도의 화장품 산업 육성안 계획, 수입 화장품 거래에 대한 시스템이 구축됨에 따라 국내 대표 화장품업체들의 경쟁력은 오히려 차별화를 강화하고 있다. 코스맥스, 한국콜마, 코스메카코리아 개별 기업별로 중국 및 글로벌 의존도의 차이는 있지만 3분기 결과 코스맥스와 한국콜마의 중국 법인의 매출액 성장률 회복은 구체화 되었다. 그러나 개별 기업별 밸류에이션 프리미엄 회복은 2018년 2분기 이후 산업 전체적인 기저효과 수준을 넘어 펀더멘털 개선의 정도와 속도에서 구체화 될 것으로 전망된다.

사드 이슈 이후로 K-Beauty 업계는 브랜드와 유통망의 재정비, 강도높은 구조조정, 적극적인 인수합병과 글로벌 확대에 집중하고 있다. 특히 중국 시장 내 글로벌사와 중국 내수 기업들의 공격적인 M/S 확대에 이어지고 있다. 국내 ODM 3사는 이러한 시장 트렌드를 분석, 공격적인 M&A를 통해 경쟁 우위 입증하고 있어 Valuation은 업종 대비 Premium 적용이 타당한 것으로 판단된다. 추천종목은 코스맥스(TP 178,000원/매수), 코스메카코리아(TP 45,000원/매수), 한국콜마(TP 110,000원/매수)를 제시한다.

표 3. 2018년 3분기 기준 주요 화장품관련 기업 실적 요약 (2018년 11월 감사보고서 기준)

(단위: 십억원, %)

기업명	매출액			영업이익			당기순이익			시가총액			외국인	3개월
	18.3Q	17.3Q	yoy	18.3Q	17.3Q	yoy	18.3Q	17.3Q	yoy	(11/20)	(-1M)	(-3M)	지분율	수익률
아모레퍼시픽	1,278	1,210	5.7	76	101	-24.3	48	80	-39.8	8,769	8,944	15,375	33.0	-39.4
LG생활건강	1,737	1,609	8.0	278	253	9.8	207	188	10.5	18,055	16,305	19,757	45.5	-0.5
아모레G	1,463	1,419	3.1	85	132	-36.0	54	102	-47.4	4,898	5,121	7,949	21.5	-36.1
애경산업	180	163	10.9	22	15	49.9	18	13	30.5	1,303	1,064	1,953	4.8	-24.2
한국콜마	375	194	93.3	8	15	-49.5	-9	13	적자전환	1,377	1,211	1,660	41.6	-13.9
코스맥스	315	209	50.9	13	5	163.9	4	3	47.2	1,322	1,156	1,528	25.1	-3.9
잇츠한불	47	56	-16.5	2	8	-73.9	2	7	-76.3	554	538	971	5.0	-40.9
한국콜마홀딩스	163	139	17.7	20	17	22.1	17	11	57.8	510	518	716	17.8	-20.3
클리오	46	47	-1.0	-1	1	적자전환	1	4	-69.6	198	185	307	8.2	-31.0
에이블씨엔씨	73	83	-12.1	-13	1	적자전환	-9	1	적자전환	236	219	335	11.0	-23.1
제이준코스메틱	26	43	-40.6	1	10	-85.9	1	8	-85.8	308	301	570	3.1	-40.6
네오팜	14	11	25.4	3	3	38.0	3	2	25.8	328	282	376	14.8	-4.2
에스디생명공학	-	30	-100.0	-	6	-100.0	0	5	-100.0	211	202	306	0.7	-15.0
리더스코스메틱	25	38	-33.4	-5	2	적자전환	-4	1	적자전환	218	201	295	4.9	-18.4
연우	68	59	15.2	2	2	5.8	2	2	-29.7	254	229	349	13.3	-6.1
씨티케이코스메틱스	32	-	-	2	-	-	2	0	-	222	231	221	0.0	4.9
코스맥스비티아이	114	77	46.9	6	3	92.3	1	1	-32.2	190	182	289	7.9	-25.2
SK바이오랜드	24	25	-5.2	4	4	-5.3	3	3	-7.1	209	187	290	3.6	-24.6
코스메카코리아	95	37	155.1	6	0	1,148.1	4	1	589.4	362	269	356	14.1	0.3
잉글우드랩	-	20,28	-	-2,67	-	-4.58	-	20,28	-	157	111	100	12.7	61.9
토니모리	44	47	-7.8	-1	-3	적지지속	-4	-3	적지지속	211	138	265	0.6	-10.9
코리아나	26	31	-14.9	0	1	적자전환	0	1	적자전환	182	166	251	4.3	-19.1
한국화장품	34	36	-5.4	-1	4	적자전환	-1	3	적자전환	191	160	233	1.0	-9.6
코스온	25	25	1.4	1	2	-17.0	1	1	-34.6	202	176	257	3.8	-4.7
한국화장품제조	19	15	27.6	1	0	247.1	0	1	-58.6	174	145	208	0.7	-2.1
오가닉티코스메틱	-	58	-	0	19	-100.0	0	15	-100.0	174	168	183	56.0	10.0
보령메디앙스	25	29	-12.4	1	1	-41.1	0	1	-67.0	117	97	142	1.4	-7.3
대봉엘에스	18	15	16.3	2	2	-26.1	1	2	-44.4	74	69	101	4.6	-24.6
제닉	16	15	4.4	-4	-2	적지지속	-5	-3	적지지속	55	49	98	5.6	-41.0
KCI	14	13	13.2	2	1	58.8	2	1	35.5	88	80	127	2.0	-16.9
에이씨티	3	6	-43.9	-1	-1	적지지속	-2	-1	적지지속	156	155	166	16.2	-30.8
합계	6,206	5,759	7.8	504	599	-15.9	331	457	-27.6	41,302	38,859	55,733		

자료: Quantiwise, IBK투자증권
*3분기 분기보고서 완료 전 기업도 포함

표 4. 2018년 IBK커버리지 기준 유통업, 화장품 주요 종목군 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)

		2017				2018F				2016	YoY	2017	YoY	2018F	YoY
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q						
롯데쇼핑 (연결)	총매출액	6,018	5,959	6,037	7,789	5,902	5,926	6,143	5,943	30,753	2.0	25,803	-16.1	23,914	-7.3
	순매출액	4,446	4,400	4,563	7,657	4,347	4,423	4,675	5,201	29,526	1.4	21,066	-28.7	18,645	-11.5
	영업이익	155	42	173	268	165	35	199	183	940	10.5	638	-32.1	582	-8.8
	opm	2.6	0.7	2.9	3.4	2.8	0.6	3.2	3.1	3.1	0.2	2.5	-0.6	2.4	-0.0
	순이익	112	5	-533	105	-10	-214	208	85	246	흑자전환	-311	적자전환	69	흑자전환
신세계 (별도)	총매출액	1,133	1,111	1,103	1,287	1,181	1,089	1,061	1,335	4,431	11.5	4,634	4.6	4,665	0.7
	순매출액	415	400	404	448	426	414	432	505	1,644	10.6	1,666	1.3	1,776	6.6
	영업이익	52	36	40	92	59	42	47	79	198	7.1	220	10.9	227	3.4
	opm	4.6	3.3	3.6	7.1	5.0	3.9	4.4	5.9	4.5	-0.2	4.7	0.3	4.9	0.1
	순이익	28	53	24	37	57	35	29	41	159	-59.7	142	-10.9	162	14.3
이마트 (별도)	총매출액	3,546	3,413	3,853	3,659	3,724	3,505	4,029	3,602	13,564	5.7	14,471	6.7	14,860	2.7
	순매출액	3,056	2,914	3,322	3,159	3,288	3,108	3,617	3,425	11,632	4.3	12,451	7.0	13,438	7.9
	영업이익	184	83	207	165	162	55	198	188	633	0.5	638	0.9	602	-5.6
	opm	5.2	2.4	5.4	4.5	4.4	1.6	4.9	5.2	4.7	-0.2	4.4	-0.3	4.1	-0.4
	순이익	166	52	367	56	135	104	141	156	384	-21.4	641	66.8	536	-16.3
현대백화점 (연결)	총매출액	1,454	1,360	1,347	1,591	1,432	1,392	1,393	1,635	5,372	4.4	5,752	7.1	5,852	1.7
	순매출액	495	436	422	495	452	442	437	518	1,832	10.6	1,848	0.9	1,849	0.1
	영업이익	138	69	70	117	103	75	80	126	383	5.7	394	3.0	384	-2.6
	opm	9.5	5.1	5.2	7.4	7.2	5.4	5.7	7.7	7.1	0.1	6.9	-0.3	6.6	-0.3
	순이익	119	61	59	63	91	49	66	105	321	14.6	302	-5.8	311	2.8
호텔신라 (연결)	매출액	1,021	900	1,067	1,023	1,126	1,175	1,220	1,212	3,715	14.3	4,011	8.0	4,733	18.0
	영업이익	10	17	30	16	44	69	68	36	79	2.4	73	-7.4	218	197.8
	opm	1.0	1.9	2.8	1.5	3.9	5.9	5.6	3.0	2.1	-0.2	1.8	-0.3	4.6	2.8
	순이익	3	3	13	7	32	53	47	18	28	50.6	25	-9.1	149	491.2
롯데하이마트 (별도)	매출액	897	1,064	1,180	963	953	1,087	1,113	1,003	3,940	1.1	4,103	4.2	4,155	1.3
	영업이익	36	61	81	29	41	67	65	34	174	8.8	207	19.2	207	-0.1
	opm	4.1	5.7	6.9	3.0	4.3	6.2	5.8	3.4	4.4	0.3	5.0	0.6	5.0	-0.1
	순이익	25	45	60	25	30	50	48	21	121	13.5	156	28.3	148	-4.6
GS홈쇼핑 (별도)	매출액	989	987	947	1,032	1,075	1,114	957	1,047	3,631	3.4	3,955	8.9	4,194	6.0
	영업이익	44	31	30	42	31	35	31	46	128	14.1	148	15.4	142	-3.6
	opm	4.4	3.2	3.2	4.1	2.9	3.1	3.2	4.4	3.5	0.3	3.7	0.2	3.4	-0.3
	순이익	26	14	25	33	37	38	25	38	104	29.0	98	-5.7	137	39.6
현대홈쇼핑 (별도)	총매출액	908	890	867	962	943	913	876	972	3,498	9.9	3,627	3.7	3,703	2.1
	영업이익	47	36	31	36	40	39	25	38	132	20.0	150	13.5	143	-5.0
	opm	5.2	4.0	3.6	3.7	4.3	4.3	2.8	3.9	3.8	0.3	4.1	0.4	3.9	-0.3
	순이익	44	31	26	-13	45	33	22	33	103	5.2	88	-15.2	133	51.4
엔에스쇼핑 (연결)	매출액	341	337	351	350	352	353	335	363	1,316	5.1	1,379	4.8	1,403	1.7
	영업이익	25	22	26	19	24	23	17	18	92	0.1	93	1.3	82	-12.0
	opm	7.4	6.7	7.4	5.4	6.7	6.5	5.0	5.0	7.0	-0.4	6.7	-0.2	61.4	54.7
	순이익	17	15	18	19	16	16	11	17	62	-8.7	69	12.0	58	-15.3

자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 5. 2018년 IBK커버리지 기준 유통업,화장품 주요 종목군 실적 전망

(단위: 십억원, %, %p)

		2017				2018F				2016	YoY	2017	YoY	2018F	YoY
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q						
GS리테일 (연결)	매출액	1,846	2,088	2,259	2,121	1,995	2,261	2,325	2,354	7,402	18.0	8,314	12.3	8,935	7.5
	영업이익	26	53	56	35	22	54	78	37	218	-3.9	170	-22.1	191	12.5
	opm	1.4	53	2.5	1.7	1.1	2.4	3.3	1.6	2.9	-0.7	2.0	-0.9	2.1	0.1
	순이익	23	41	40	39	19	44	62	28	274	64.5	144	-47.5	153	6.8
BGF리테일 (연결)	매출액	1,185	1,390	1,558	1,452	1,317	1,479	1,539	1,491	4,951	14.2	5,585	12.8	5,826	4.3
	영업이익	38	70	82	49	26	56	66	42	201	9.6	240	19.0	190	-20.8
	opm	3.2	5.1	5.2	3.4	2.0	3.8	4.3	2.8	4.1	-0.2	4.3	0.2	3.3	-1.0
	순이익	32	56	65	46	22	45	53	44	163	6.4	199	22.0	164	-17.1
코웨이 (개별)	매출액	610	623	630	654	648	678	670	679	2,376	9.9	2,517	5.9	2,675	6.3
	영업이익	121	121	124	107	131	129	130	117	339	-26.9	473	39.6	508	7.5
	opm	19.8	19.3	19.7	16.4	20.3	19.1	19.5	17.3	14.3	-7.2	18.8	4.5	19.0	0.2
	순이익	75	95	93	62	95	91	94	75	243	-30.3	326	33.8	356	9.2
SK네트웍스 (연결)	매출액	3,690	3,704	3,780	4,029	3,477	3,432	3,530	3,848	18,457	-5.5	15,202	-17.6	14,288	-6.0
	영업이익	34	14	52	42	25	21	41	50	167	-12.4	143	-14.6	137	-4.4
	opm	0.9	0.4	1.4	1.1	0.7	0.6	1.2	1.2	0.9	-0.1	0.9	0.0	1.0	0.0
	순이익	11	-14	19	18	0	1	-7	23	32	-55.6	35	8.2	17	-50.2
아모레 퍼시픽 (연결)	매출액	1,569	1,205	1,210	1,140	1,432	1,344	1,278	1,221	5,645	18.4	5,124	-9.2	5,275	3.0
	영업이익	317	102	101	77	236	146	76	94	848	9.7	596	-29.7	552	-7.4
	opm	20.2	8.4	8.4	6.7	16.5	10.9	6.0	7.7	15.0	-1.2	11.6	-3.4	10.5	-1.2
	순이익	224	77	80	17	177	110	48	61	646	10.6	398	-38.4	396	-0.6
LG 생활건강 (연결)	매출액	1,601	1,530	1,609	1,488	1,659	1,653	1,737	1,729	6,094	14.4	6,228	2.2	6,778	8.8
	영업이익	260	232	253	185	284	267	278	213	881	28.8	930	5.6	1,042	12.0
	opm	16.2	15.2	15.7	12.4	17.1	16.2	16.0	12.3	14.5	1.6	14.9	0.5	15.4	0.4
	순이익	181	168	188	82	196	187	207	133	579	23.1	619	6.9	723	16.9
코스맥스 (연결)	매출액	219	232	209	224	288.7	327.5	314.6	332.9	757	41.9	884	16.8	1,264	43.0
	영업이익	9	14	5	6	10.4	18.6	13.2	18.9	53	46.8	35	-33.3	61	74.0
	opm	4.3	6.2	2.4	2.8	3.6	5.7	4.2	5.7	7.0	0.2	4.0	-3.0	4.8	0.9
	순이익	3	10	3	1	7.6	9.7	4.2	10.1	31	65.6	16	-50.7	32	104.0
한국콜마 (연결)	매출액	201	207	194	219	242.5	360.0	375.4	382.8	668	24.6	822	23.1	1,361	65.6
	영업이익	21	17	15	14	18.0	24.5	7.8	29.1	73	21.0	67	-8.8	79	18.5
	opm	10.2	8.2	7.9	6.4	7.4	6.8	2.1	7.6	11.0	-0.3	8.2	-2.9	250.7	242.5
	순이익	16	13	13	7	13.3	11.9	-9.5	11.3	53	18.6	49	-8.6	27	-44.3
토니모리 (연결)	매출액	62	49	47	47	43.0	45.9	43.7	49.2	233	6.0	206	-11.8	182	-11.6
	영업이익	1.9	0.4	-2.7	-1.5	-0.4	-0.5	-0.8	1.5	18	1.3	-1.9	적자전환	-0.2	적지지속
	opm	3.1	0.7	-5.7	-3.1	-0.9	-1.0	-1.9	3.0	7.6	-0.3	-0.9	-8.5	-0.1	0.8
	순이익	0.1	0.2	-2.7	-3.0	3.5	-2.0	-0.8	1.3	13	-4.0	-6	적자전환	2.0	흑자전환
클리오 (연결)	매출액	57.3	40.8	46.8	48.8	45.5	46.3	46.3	49.2	194	80.8	194	0.0	187	-3.3
	영업이익	5.9	0.2	1.2	3.7	0.6	-1.7	-0.6	1.5	26	13.9	11	-57.7	-0.2	적자전환
	opm	10.2	0.4	2.5	7.5	1.4	-3.7	-1.4	3.0	13.3	-7.8	5.6	-7.7	-0.1	-5.7
	순이익	4.4	2.4	3.8	-2.9	2.0	0.9	1.1	1.8	21	15.9	8	-63.2	5.9	-22.3
코스메카 코리아 (연결)	매출액	50.6	49.9	37.4	44.8	53.2	79.6	95.3	59.1	165	75.7	183	10.5	287	57.3
	영업이익	4.8	5.2	0.5	0.4	0.6	9.6	6.0	4.5	13	57.6	11	-13.2	21	89.1
	opm	9.6	10.5	1.3	0.9	0.6	12.1	6.3	7.6	7.6	-0.9	6.0	-1.6	7.2	1.2
	순이익	3.5	4.9	0.7	0.9	2.1	8.0	4.5	3.2	11	82.1	10	-9.0	18	78.9

자료: Quantiwise, IBK투자증권

표 6. 유통업 커버리지 투자지표 및 시가총액 현황

(단위: 십억원, %)

구분	유통, 홈쇼핑											
	롯데 쇼핑	현대 백화점	신세계	이마트	롯데 하이마트	호텔신라	GS 홈쇼핑	현대 홈쇼핑	엔에스 쇼핑	GS 리테일	BGF 리테일	
시가총액 (18/11/20)	6,478	2,151	2,835	5,338	1,261	3,265	1,267	1,128	394	2,695	3,120	
3개월전	5,092	2,237	2,762	5,924	1,712	3,838	1,289	1,356	418	2,722	2,860	
6개월전	6,552	2,551	4,327	7,568	1,865	4,729	1,171	1,332	477	2,868	3,223	
1년전	6,538	2,132	2,712	7,025	1,669	3,395	1,509	1,482	510	2,857	-	
증감률												
3개월전	24.38	-4.17	-2.19	-6.04	-27.22	-16.27	-1.34	-16.73	-5.26	3.4	9.1	
6개월전	-2.58	-15.6	-34.02	-28.36	-32.66	-29.13	11.55	-15.23	-17.31	-2.01	-3.2	
1년전	1.57	4.31	11.97	-21.73	-26.01	5.04	-11.4	-24.11	-21.74	2.82	-	
현재가(원)	229,000	91,900	288,000	191,500	53,400	83,200	193,000	94,000	11,700	35,000	180,500	
시가총액(십억원)	6,478	2,151	2,835	5,338	1,261	3,265	1,267	1,128	394	2,695	3,119.75	
외국인지분율(%)	20.4	29.3	28.3	48.7	18.5	29.8	32.1	27.0	14.0	22.4	34.2	
매출 CAGR(%) 16~19F	4.4	5.3	15.2	7.7	3.2	11.4	0.2	3.2	4.5	11.4	-	
매출액(십억원)	2016	24,114	1,832	2,947	11,631	3,939	3,715	1,065	961	440	7,402	5,053
	2017	18,180	1,848	3,871	12,451	4,099	4,011	1,052	1,022	474	8,267	1,573
	2018F	20,108	1,849	4,297	13,438	4,155	4,664	1,055	994	480	9,169	6,360
	2019F	24,570	2,139	4,507	14,513	4,336	5,129	1,070	1,058	502	10,238	7,112
영업이익(십억원)	2016	763	383	251	633	175	79	129	132	92	218	217
	2017	530	394	346	638	207	73	144	150	94	166	68
	2018F	636	385	389	602	207	216	145	144	82	172	280
	2019F	698	445	413	683	221	258	161	150	97	205	303
EPS CAGR(%) 16~19F		31.4	7.8	1.2	13.1	11.0	89.4	12.2	8.9	2.6	-12.5	-
EPS(원)	2016	5,341	11,784	23,071	13,776	5,144	696	15,770	8,615	1,856	3,562	0
	2017	-4,437	10,841	18,513	22,991	6,288	632	14,782	7,320	2,043	1,535	9,688
	2018F	3,133	11,215	23,048	19,231	6,371	3,882	20,068	11,111	1,734	1,910	9,492
	2019F	12,123	14,782	23,939	19,905	7,034	4,726	22,273	11,115	2,006	2,384	10,329
EPS증가율(%)	2016	-143.9	14.5	-43.5	-21.4	13.9	50.6	28.1	6.2	-8.1	67.0	0.0
	2017	-183.1	-8.0	-19.8	66.9	22.2	-9.1	-6.3	-15.0	10.1	-56.9	0.0
	2018F	-170.6	3.4	24.5	-16.4	1.3	514.0	35.8	51.8	-15.1	24.5	-2.0
	2019F	287.0	31.8	3.9	3.5	10.4	21.8	11.0	0.0	15.7	24.8	8.8
ROE(%)	2016	1.0	7.7	7.3	5.2	6.6	4.0	10.8	8.1	17.1	14.5	0.0
	2017	-0.9	6.6	5.5	8.0	7.6	3.8	9.4	6.5	16.4	5.9	7.2
	2018F	0.7	6.5	6.4	6.5	7.2	21.0	11.7	9.3	12.4	7.1	35.6
	2019F	2.7	8.0	6.3	6.5	7.6	21.0	11.9	8.7	12.8	8.4	29.1
PER(배)	2016	39.2	9.2	7.6	13.3	8.2	69.2	10.9	12.9	8.3	13.4	0.0
	2017	-44.9	9.6	16.2	11.8	11.0	134.3	14.7	16.5	8.0	26.3	21.7
	2018F	72.8	8.2	19.3	10.8	8.4	18.7	8.7	8.4	6.7	19.1	18.1
	2019F	18.8	6.2	18.6	10.5	7.6	15.3	7.8	8.4	5.8	15.3	16.6
PBR(배)	2016	0.4	0.7	0.5	0.7	0.5	2.9	1.1	1.0	1.3	1.8	0.0
	2017	0.4	0.6	0.9	0.9	0.8	5.1	1.3	1.1	1.2	1.5	9.3
	2018F	0.5	0.5	1.2	0.7	0.6	3.6	1.0	0.8	0.8	1.3	5.6
	2019F	0.5	0.5	1.1	0.7	0.6	2.9	0.9	0.7	0.7	1.3	4.3

자료: Quantwise, IBK투자증권

표 7. 화장품 커버리지 투자지표 및 시가총액 현황

(단위: 십억원, %)

구분	화장품 및 생활소비재									
	코웨이	SK 네트웍스	아모레 퍼시픽	LG생활건강	코스맥스	한국콜마	토니모리	코스메카 코리아	클리오	
시가총액 (18/11/20)	5,439	1,166	8,769	18,055	1,322	1,377	211	362	198	
3개월전	6,893	1,142	14,907	17,898	1,382	1,620	241	362	288	
6개월전	6,686	1,298	19,204	19,804	1,623	1,638	314	442	532	
1년전	7,519	1,556	18,590	19,335	1,221	1,690	353	337	637	
증감률										
3개월전	-19.83	-0.33	-39.35	-0.51	-3.94	-13.85	-10.91	0.29	-30.95	
6개월전	-17.88	-12.81	-51.9	-7.41	-17.03	-19.85	-31.18	-17.87	-61.56	
1년전	-26.34	-27.62	-50	-3.14	13.56	-21.46	-38.6	9.68	-67.43	
현재가(원)	73,700	4,700	150,000	1,156,000	131,500	61,600	11,950	33,900	11,650	
시가총액(십억원)	5,439	1,166	8,769	18,055	1,322	1,377	211	362	198	
외국인지분율(%)	63.9	12.1	33.0	45.5	25.1	41.6	0.6	14.1	8.2	
매출 CAGR(%) 16~19F	5.0	4.4	0.6	6.6	29.5	28.6	-1.6	34.7	2.1	
매출액(십억원)	2016	2,205	12,905	5,645	6,094	757	667	233	165	194
	2017	2,321	15,202	5,124	6,270	884	822	206	182	194
	2018F	2,438	14,288	5,275	6,712	1,264	1,361	182	317	188
	2019F	2,552	14,696	5,744	7,380	1,643	1,420	222	404	206
영업이익(십억원)	2016	369	155	848	881	53	73	18	13	26
	2017	478	143	596	930	35	67	-2	11	11
	2018F	509	137	552	1,033	61	79	0	23	0
	2019F	535	151	664	1,152	88	146	7	31	7
EPS CAGR(%) 16~19F	14.0	-188.2	-6.9	11.7	27.9	10.2	-27.4	13.4	-32.3	
EPS(원)	2016	3,581	-329	9,262	32,070	3,752	2,516	731	1,349	1,351
	2017	4,279	135	5,709	34,240	1,876	2,240	-312	845	436
	2018F	4,898	65	5,655	38,605	5,154	1,730	120	1,815	324
	2019F	5,298	225	7,467	44,690	7,859	3,370	280	1,966	420
EPS증가율(%)	2016	-21.0	-211.1	10.7	23.4	63.4	16.7	-11.3	114.7	9.9
	2017	19.5	-140.9	-38.4	6.8	-50.0	-11.0	-142.7	-37.4	-67.7
	2018F	14.5	-51.6	-1.0	12.8	174.7	-22.7	-138.5	114.8	-25.7
	2019F	8.2	246.1	32.0	15.8	52.5	94.8	132.6	8.3	29.6
ROE(%)	2016	21.9	-3.3	17.7	24.9	22.5	21.6	10.6	18.0	24.8
	2017	28.1	1.4	9.8	21.9	8.8	16.4	-4.6	9.1	5.6
	2018F	35.5	0.7	9.0	20.9	20.0	10.1	1.8	15.5	4.0
	2019F	39.5	2.4	11.1	20.9	23.6	16.0	4.2	14.4	5.2
PER(배)	2016	24.7	-21.0	34.7	26.7	31.8	26.2	31.1	20.8	22.7
	2017	22.8	49.4	53.3	34.7	62.4	36.6	-56.7	38.5	84.3
	2018F	17.9	66.9	32.5	28.2	23.4	35.9	101.9	16.4	37.2
	2019F	16.5	19.3	24.6	24.3	15.3	18.5	43.8	15.1	28.7
PBR(배)	2016	5.4	0.7	5.7	6.0	5.7	5.1	3.2	2.9	3.9
	2017	7.0	0.7	5.1	7.0	5.4	5.7	2.7	3.1	4.7
	2018F	6.5	0.5	2.8	5.4	4.0	3.2	1.9	2.3	1.5
	2019F	6.6	0.5	2.6	4.8	3.3	2.8	1.8	2.0	1.5

자료: Quantwise, IBK투자증권

II. 전통적인 국내 유통에서는 백화점의 턴어라운드 가시적

면세점, 리스크 요인도 커지지만 절대적 수요는 꾸준할 전망

한국의 유통업은 자본력을 갖춘 오프라인의 강자들이 여전히 주도권을 갖고 있지만 앞으로의 소매업의 전개는 오프라인, 온라인으로 영역 나누기가 아닌 옴니채널 완전체로 포지셔닝을 강화할 것으로 전망된다. 이마트, 신세계에 이어 롯데쇼핑 또한 중국 이슈를 마무리함에 따라 2018년 온라인 부문의 통합 운영을 통해 알리바바와 아마존 등 온라인 사업자가 제시하고 있는 신유통업의 패러다임을 이해, 한국형으로 재정립하는 기반을 마련할 것으로 전망된다.

최근 5년 사이 경제성장률 저성장 고착, 리스크 요인 확대에도 면세점의 성장성은 어떤 유통보다 상대적으로 높은 성장성을 유지할 전망

지난 3년간 국내 유통업은 온라인을 제외하면 오프라인에서는 면세점의 공급 및 수요 확대가 내수 유통성장을 주도했다. 2018년 면세점은 연초 평창올림픽 특수 그리고 인천공항의 제2터미널 개항을 바탕으로 채널 공급을 확대했다. 반면에 하반기에 들어와서는 타이고에 대한 중국 정부의 시스템 강화에 대한 우려감과 백화점 유통업체간 출점 경쟁이 이어지며 시장의 체계적 위험 속에서 대대적인 밸류에이션 조정을 반영했다.

향후 중국의 정부의 전자상거래법 시행을 기준, 타이고 구매에만 의존도를 높여 왔던 면세점 매장 별로는 직접적인 영향이 예상되지만 국내 면세점 산업 전체적으로는 성장성을 유지할 전망이다. 주된 이유는 화장품의 경우 지난해 전체적인 수요는 감소했지만 고가의 수입 잡화 위주의 성장률은 꾸준히 전개되며 면세점의 객단가는 오히려 상승했다. 또한 시내 면세점들 중에서도 백화점의 명품관과 동일한 위치에 있는 경우 명품 매출에는 긍정적 효과를 준 것으로 판단된다. 백화점 3사의 매출 동향을 보면 주로 A급 수입 명품이 대거 입점한 대형점포 위주로 기존점 성장률이 각사의 평균대비 2배 수준을 시현했기 때문이다. 여기에 2019년 1인당 내국인 면세한도 상향(기존 600불) 가능성과 중국 온라인 여행사들의 한국단체관광 패키지 판매 재개 등 국내외 수요 회복에 긍정적인 이벤트도 더해지고 있기 때문이다.

오프라인 소매업계 경기 부담 지속

2019년 소매 환경은 수출 및 민간소비 성장률 둔화, 건설경기 하락으로 오프라인유통 채널의 성장률도 1~2% 그칠 것으로 전망된다. 정부는 공공부문 일자리 확대, 최저임금 인상, 기초연금 인상, 아동수당 지급 등 소득주도 성장 정책을 이어갈 것으로 전망된다. 그러나 대출 금리 상승 및 가계의 이자부담 증가로 2019년 소비심리 위축이 우려된다. 한편 건설 투자는 크게 축소될 전망이나, IT 수출경기 호조를 바탕으로 4차산업 혁명과 관련된 지식재산생산물, 빅데이터, SW관련 수요는 꾸준한 확대를 이어갈 전망이다.

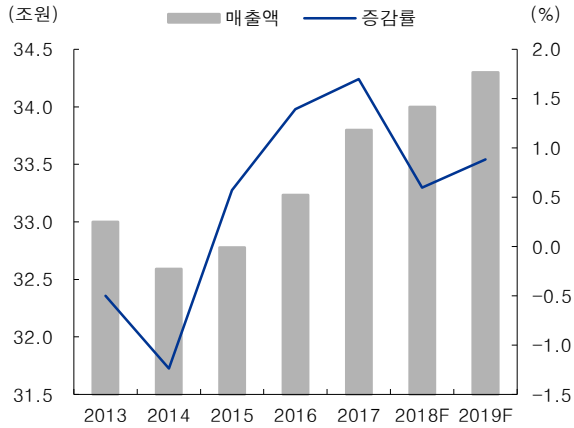
고용은 정부의 일자리 확대 정책과 최저임금상승 등으로 전년대비 일부 긍정적이지만 기업형 소매채널에는 상반기 인건비 증간에 따른 실적 악화가 불가피한 상황이다. 반면, 물가는 수요측상승 압력 증대에도 불구하고 농축산수산물 가격 상승세 둔화 등의 공급요인에 의해 하락세가 전망된다.

2010년 3사를 중심으로 확대된 소셜커머스 시장은 2015년 8조원으로 5개년 CAGR 기준 280%의 고속 성장을 시현했다. 2011년 소셜커머스 업체는 최대 200여개까지 증가했다가 2012년 15개로 축소, 2014년 이후 쿠팡, 티몬, 위메프의 3사 구도를 유지해 왔다. 쿠팡은 2015년 1조원을 상회하는 매출 시현과 글로벌 투자유치에도 과도한 가격할인 프로모션과 1일 배송에 따른 누적적자로 출혈 경쟁을 사실상 중단하게 되었다. 이로 인해 2017년 쿠팡을 중심으로 소셜업체들의 과도한 프로모션의 중단은 상대적으로 기존 오프라인 유통업체들의 온라인 채널과 홈쇼핑사들의 모바일 성장에 반사적인 영향을 준 것도 부인할 수 없는 사실이다.

반면에 소비 트렌드의 변화와 온라인몰간의 경쟁 압력으로 잡화, 패션 부문의 매출 감소가 지배적이었다. 반면에 렌탈, 환경 등의 생활가전에 대한 패러다임 확산은 신규 카테고리에 대한 고객 집객을 가져왔다.

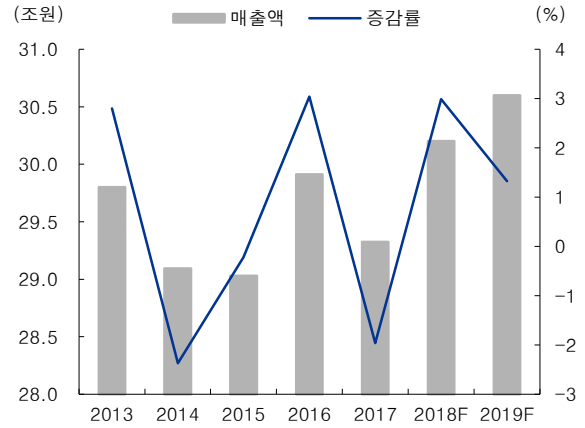
이러한 패러다임 변화를 배경으로 온오프라인 유통 업체들 중 온라인 채널에 대한 차별화 노력이 집중되고 있는데 1) 신선식품 위주의 식품군 강화 2) 온라인 전용 물류센터와 배송서비스 구축 3) 자사의 PB와 NPB 개발 확대 등이다. 2018년에는 유통업 내 유일하게 고성장하는 이커머스 채널에 대한 경쟁이 심화될 것이다. 특히 이커머스는 유통채널 내에서도 핀테크, AI, 생체인식 등의 분야와 기술 조합이 유리한 부문이다. 4차 산업혁명의 가속화에 따른 기술적 발전의 수혜도 그 어떤 채널보다 이커머스 채널에 집중될 것으로 보인다.

그림 10. 대형마트 시장 규모 추이 및 전망



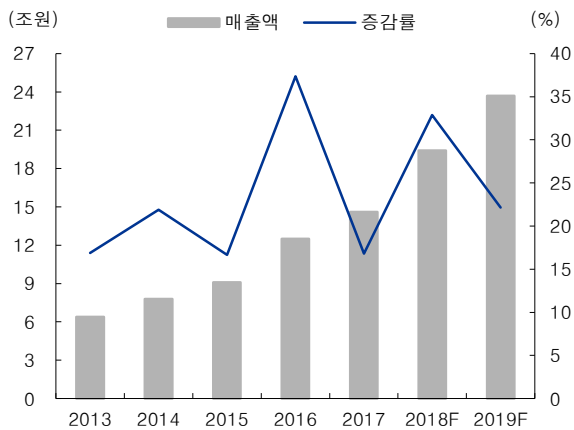
자료: 통계청, 이마트 유통산업연구소 참고, IBK투자증권

그림 11. 백화점 시장 규모 추이 및 전망



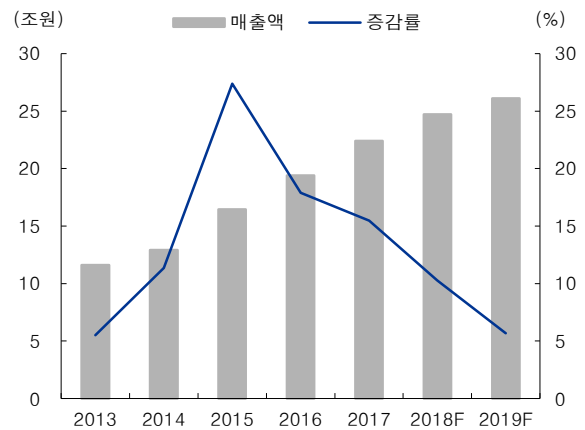
자료: 통계청, 이마트 유통산업연구소 참고, IBK투자증권

그림 12. 면세점 시장 규모 추이 및 전망



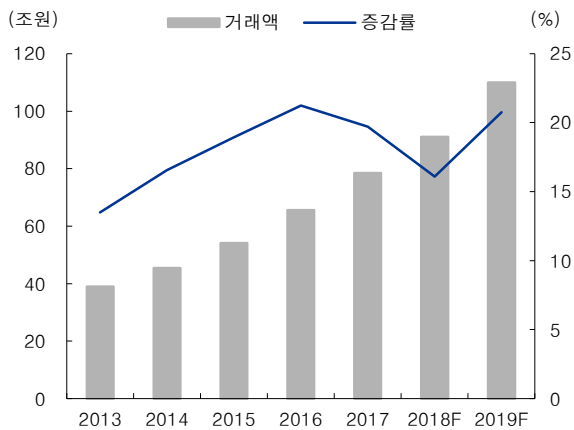
자료: 한국면세점협회, IBK투자증권

그림 13. 편의점 시장 규모 추이 및 전망



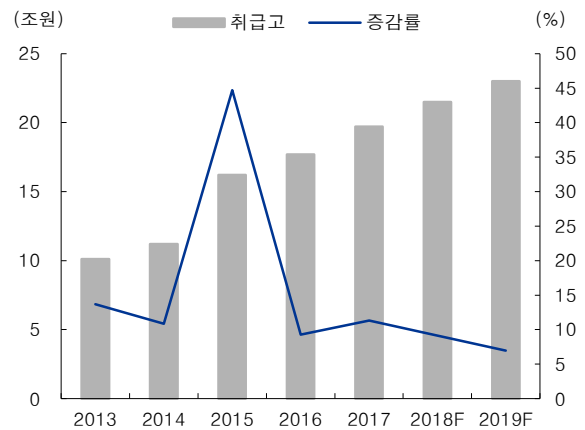
자료: 통계청, 이마트 유통산업연구소 참고, IBK투자증권

그림 14. 온라인몰 시장 규모 추이 및 전망



자료: 통계청, 이마트 유통산업연구소 참고, IBK투자증권

그림 15. 홈쇼핑 시장 규모 추이 및 전망



자료: 통계청, 한국TV홈쇼핑협회, IBK투자증권

대형마트, 최저임금 52시간 18년 부터 반영, 19년 상대적 부담 완화

표 8. 대형마트, 2018년 리뷰 및 2019년 전망

대형마트	2018년 리뷰	2019년 전망
사업 환경	<ul style="list-style-type: none"> - 온라인몰 경쟁 심화로 식품 매출까지 영향 <ul style="list-style-type: none"> · 식품부문 매출 증가율: 17년 4.0% → 18년 上 0.5% - 최저임금 인상, 영업시간 단축 등에 따른 손익 악화 <ul style="list-style-type: none"> · '18년 최저임금 전년대비 16.4% 인상 (7,530원) 	<ul style="list-style-type: none"> - 방문건수의 지속 감소에 따른 매출 하방압력 심화 <ul style="list-style-type: none"> · 고객 방문 건수 감소로 정당 매출 지속 하락 - 비식품에 이어 식품부문에서도 실적 압박 심화 <ul style="list-style-type: none"> · 대형마트의 실적을 견인하는 집객 CAT 부재
업계 대응	<ul style="list-style-type: none"> - 타 업체 대비 차별화 요소로 신선식품 경쟁력 강화 - 부진점 구조조정 및 자동화 활용을 통한 비용 절감 모색 - '가격' 또는 '경험' 강조형 신사업 추진 	<ul style="list-style-type: none"> - '집객'을 위한 오프라인 혁신 모색 - 온라인 플랫폼 경쟁력 강화 - 신사업 추진 강화로 매출·수익구조 재편 모색

자료: 2019년 리테일매거진 유통 대전망 중 이마트 유통산업연구소, IBK투자증권

2018년 대형마트 업계는 온라인몰 영향이 비식품 부문에 이어 식품 부문까지 미치면서 매출 3분기까지 정체를 보였다. 사업 환경은 온라인몰간의 경쟁이 심화되었는데 근본적으로 오프라인 내 계절 상품 MD가 영향을 받으며 온라인 채널 내 식품 매출에도 직접적인 영향을 미쳤다. 2017년 상반기까지 대형마트의 식품 매출 증가율이 4%를 시현한데 반해 2018년 상반기에는 0.5%에 그쳤기 때문이다. 그러나 기타 온라인 업체들의 상반기 식품 매출 성장률은 26.5%대의 고성장을 시현했다. 한편 온라인 업계 식품 카테고리에 대한 침투율은 2016년 8.7%에서 2017년 9.7%, 2018년 11.5%로 비중확대를 보여 왔다.

2018년 최저임금 인상과 영업시간 단축으로 인한 판관비 증가는 대형마트 업계의 공통 이슈로 확인된다. 이로 인해 대형마트 업계는 산업 내 차별화 경쟁에서 신선식품 강화에 주력 하는 한 해를 보낸 것으로 판단된다. 이마트의 경우 프리미엄 신선식품 브랜드 '저스트 프레시(Just Fresh)' 를 출시했으며, 홈플러스는 '신선 품질 혁신' 제도(A/S서비스)를 도입하는 동시에 부진점 구조조정과 자동화 시스템 활용을 통한 판관비 절감 정책을 강화하고 있다.

구체적으로 이마트(부평점, 대구시지점), 홈플러스(동김해점, 중동점), 롯데마트(동대전점) 등 부진점 폐점의 사례에서 대형마트 3사 모두 시스템 도입을 통한 비용절감 사례가 확인된다. 1)가격 경쟁력 우위형 2) 경험 강조형 업태 등 신사업 추진 등인데 이마트의 경우 가격우위형 만물잡화점 빼에로쇼핑(6월) 출점, 홈플러스는 하이브리드형 매장인 홈플러스 스페셜(6월) 출점, 롯데마트는 가격 우위형 매장인 '마켓D'(4월)를 출점했기 때문이다. 2019년에도 대형마트는 온라인으로 무대 확장을 통해 신선 식품분야의 경쟁은 더욱 심화될 전망이다. 특히 이마트의 온라인 전용 신설법인 설립과 투자유치를 통한 물류투자 확대는 대형마트의 온라인 전환에도 긍정적인 변화를 줄 것으로 판단된다.

백화점 3사 대형점 내 면세점 입점, 명품 트랙픽 시너지

표 9. 백화점, 2018년 리뷰 및 2019년 전망

백화점	2018년 리뷰	2019년 전망
사업 환경	<ul style="list-style-type: none"> - 명품 소비 회복으로 백화점 실적 반등 · '18년 부동산가격 상승으로 인한 부의 효과, 밀레니얼 세대의 '스몰 럭셔리' 트렌드 등으로 명품 매출 신장 - 소비양극화 추세로 VIP 매출 비중 확대 	<ul style="list-style-type: none"> - 의무휴업 적용 가능성과 구조조정에 등에 따른 시장 성장 제약 예상 - 경기 둔화 및 금리 인상 등으로 소비심리 위축 전망
업계 대응	<ul style="list-style-type: none"> - 소비 양극화에 따른 고급소비재 수요 증가에 대응하여 고급 PB 및 럭셔리 MD 확대 - 서비스 고급화로 차별화, 잠재 VIP 및 밀레니얼 고객 확보에 주력 	<ul style="list-style-type: none"> · 신성장 동력 확보를 위해 사업 다각화 및 상품 판로 확대, 편집숍 전개, 타채널 통한 PB 상품 판매, 리빙 MD 강화 - 장기 저성장기에 대비하여 내실 강화, 판촉비 절감, 점포 리츠 전환 통한 현금 확보 등

자료: 2019년 리테일매거진 유통 대전망 중 이마트 유통산업연구소, IBK투자증권

2018년 백화점은 소비양극화 등에 따른 럭셔리 MD 매출 신장에 힘입어 대형점포 위주로 고성장을 시현하며 백화점 전체 기준점도 평균 5~6% 성장한 것으로 추정된다. 객단가가 높은 수입 명품의 20%대 고성장이 백화점 전체 성장성을 주도했다 해도 과언이 아니었기 때문이다. 여기에 금년 상반기는 부동산 가격 상승으로 인한 부의 효과, 밀레니얼 세대의 '스몰 럭셔리' 트렌드 또한 해외명품 매출의 증가를 견인 했다. 해외유명브랜드의 매출 비중은 2015년 12.5%, 2016년 13.5%, 2017년 15.8%, 2018.3Q 20.1% 4년 연속 두 자리 수 성장성이 유지되었으며 특히 2018년엔 20%에 가까운 수준으로 성장성도 확대된 것으로 추정된다. 이러한 배경에는 국내 소비의 양극화 추세와 VIP 매출 비중 확대가 집적적인 것으로 판단되는데 전체 내점 객수는 감소 추세를 보인 반면, 객단가는 증가 추세를 보였다. 백화점 별로 VIP의 비중을 보면 롯데는 MVG의 매출 비중이 2015년 22%, 2016년 23%, 2017년엔 24% 수준인데 반해 2017년 신세계는 40%에 육박했던 것으로 파악된다. 특히 2017년 신세계의 명품 매출 비중은 약 29%인데 반해 롯데백화점은 9%로 VIP의 명품 수요의 차이가 기준점 신장률에 직접적인 영향을 미쳤다.

2019년에는 국내 경기 둔화와 소비심리 위축, 지속되는 규제 이슈로 인한 환경적 부담은 여전할 전망이다. 특히 백화점도 월 2회 의무휴업 대상으로 지정될 가능성이 제기되면서 우려감이 더해지고 있다. 그럼에도 당분간 해외수입명품의 트렌드 변화과 아시아의 20-30대 고객을 중심으로 재편되며 명품 업체들 또한 신제품 출시 프로모션도 유럽, 미국이 아닌 아시아에서 먼저 진행하는 등의 마케팅 활동을 강화하고 있다. 여기에 현대백화점 무역점 내 면세점 오픈은 강남 지역 내 외국인 상권 확대를 가져와 기존 백화점 내 명품 수요에도 긍정적 효과를 줄 것으로 전망된다.

여기에 백화점 업계는 명품에 집중된 트랙픽을 국내 프로덕믹스에도 활용할 것으로 보이는데 과거 3년 연속 감소세를 이어온 여성패션 및 남성, 아동 스포츠의 턴어라운드 위한 연계 프로모션도 예상된다. 뿐만 아니라 리빙, 가구, 홈퍼니싱에 대한 국내 수요 증가를 파악, MD 다양화에 주력할 전망이다. 이러한 시도를 통한 점포별 판관비 절감을 통해 기준점의 실질적인 수익성 개선 노력도 이루어질 전망이다.

편의점, 19년은 18년 대비 상대성 부각

표 10. 편의점, 2018년 리뷰 및 2019년 전망

편의점	2018년 리뷰	2019년 전망
사업 환경	<ul style="list-style-type: none"> - 최저임금 인상에 따른 비용 증가로 출점 증가율 둔화 · '18.2~8월 5대 편의점 출점 점포 수 △49.5% 감소 - 1인가구 증가에 따라 점당 매출은 증가로 전환 · 점당 매출 '18.2월부터 플러스 증가율로 전환 	<ul style="list-style-type: none"> - 근접 출점 자율 규제 등 추가 규제 가능성 대두 · 협회 자율 규약으로 이중 브랜드간 근접 출점 규제 가능 - 최저임금 추가 인상으로 신규 출점 둔화 예상 · '19년 최저임금 8,350원으로 10.9% 인상
업계 대응	<ul style="list-style-type: none"> - 무인점포, 자판기 도입 등으로 비용절감 모색 - HMR·도시락·술안주 등 식품 MD 집중 강화 - 점주 이탈 방지 위한 편의점 본사의 상생 강화 	<ul style="list-style-type: none"> - 자동화 활용 등으로 점당 매출이익 제고 주력 예상 - 타 업종과 전략적 제휴 등으로 신규 서비스 확대 - 차별화 콘셉트 매장 확대로 집객 강화 도모

자료: 2019년 리테일매거진 유통 대전망 중 이마트 유통산업연구소, IBK투자증권

2018년 유통업계에서 최저임금 인상을 가장 대표적으로 반영한 채널은 편의점이다. 대형마트의 경우 이마트가 선제적으로 인건비 인상을 적용했다면 편의점은 대표 기업인 GS리테일과 BGF리테일 모두 가맹점들의 인건비 상승에 따른 점주들의 부담 완화를 위해 연간 상생비용 400~500억원을 지원하고 있기 때문이다. 여기에 2017년 전자담배 판매 호조에 따른 담배 매출 감소도 기존점 성장률에는 마이너스로 작용했다.

2019년에는 유통업체들 가운데 최저임금에 대한 가장 적극적인 대응을 진행한 업태로 점포별 체질 개선은 구체적일 것으로 판단된다. 2018년 GS리테일과 BGF리테일의 점포 순증은 과거 5년대비 크게 축소된 상황이다. GS리테일의 점포 순증은 205년 995점, 2016년 1,443점, 2017년 1,701점이며 5년 평균 1,058점이다. 이에 반해 2018년엔 650~700개 수준으로 축소가 불가피할 전망이다. BGF리테일 또한 점포 순증 추이를 보면 2015년 1,001점 2016년 1,448점, 2017년 1,646점이며 2018년 600개~700개 수준이 예상된다. 그러나 양사 모두 가맹점에 대한 상생비용을 5년간 지원 계획을 제시함에 따라 출점에 대한 기준이 엄격해질 수 밖에 없는 상황이다. 2018년 엄격한 기준을 거쳐서 출점한 신규점들의 경우 출점 1년차에 기존점 매출대비 80% 수준까지 시현하는 모습을 보이고 있어 2019년 기존점의 펀더멘탈은 보다 강화될 전망이다.

뿐만 아니라 2017년 1인 가구수는 562만으로 전체 가구의 29% 비중으로 역대 최고 수준을 경신했다. 또한 당장에 직접적인 효과는 제한적이지만 편의점 업계는 무인점포, SCO, 자판기 매장 도입 등으로 가맹점 비용 개선을 위해 지속적으로 다양한 시도들을 하고 있다. 이마트24의 무인점포, CU의 바이셀프, GS25의 스마트 GS25, 세븐일레븐 세븐일레븐 시그니처 등이 각사의 미래형 점포 모델로 테스트 점포 운영 중인 것으로 확인된다. 다만 2019년에 최저임금인상(8,350원 +10.9% 인상)에 이어 우려되는 부분은 근접 출점 자율 규제 등 추가적인 규제의 가능성이다. 지난 2018년 7월 편의점협회는 자율규약으로 이중 브랜드간 근접 출점 규제 가능 여부 공정위 검토 요청(연내 결과 발표 예상)이 있었다. 또한 기재부에서는 편의점 내 로또 판매 금지 검토 중에 있다. 또한 2018년 8월 서울시는 담배소매 영업소 거리 제한을 50m→100m 이상 강화 추진을 보인다. 여전히 검토 중에 있는 이슈들이지만 2018년 적극적인 상생비 지원으로 선제적으로 내부 점검을 진행한 GS리테일과 BGF리테일의 경우 2019년 경쟁사들 대비 급격한 펀더멘탈 약화는 제한적일 것으로 전망된다.

온라인, 오프라인 강자들의 온라인 전개 강화

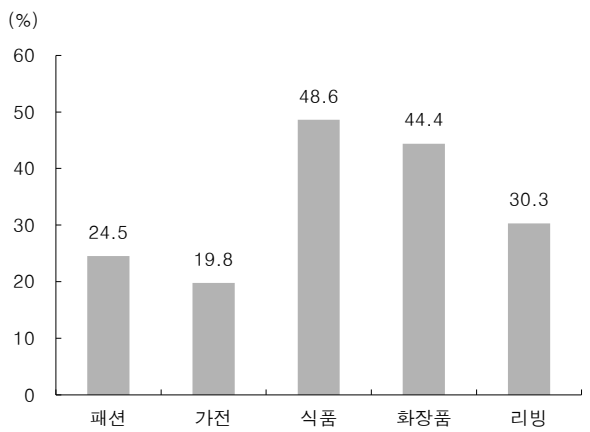
표 11. 온라인몰, 2018년 리뷰 및 2019년 전망

온라인몰	2018년 리뷰	2019년 전망
사업 환경	<ul style="list-style-type: none"> - 인구구조 변화, 기후 변화, 기술 발전에 힘입어 수요기반 지속 확대 - 기존 온라인 침투율이 낮았던 식품군 포함 대부분 CAT 고성장 추세 	<ul style="list-style-type: none"> - 메이저 업체들 간의 플랫폼 확대 경쟁 심화 - 인터넷 포털 업체 및 제조사의 이커머스 확대로 경쟁 심화
업계 대응	<ul style="list-style-type: none"> - 음성인식, 상품추천 등 통해 쇼핑 편의성 제고 - 신선식품 MD 및 배송경쟁력 강화로 트래픽 확대 - 자본 유치, 조직 통합 통한 온라인 플랫폼 확대 모색 	<ul style="list-style-type: none"> - '커머스 포털'로 진화하면서 생태계 구축 시도 - 기술 개발, 전략적 제휴 활용 통한 쇼핑 편의성 및 경험 제고 모색 - 다양한 혜택 제공하는 '유료 회원제' 확대

자료: 2019년 리테일매거진 유통 대전망 중 이마트 유통산업연구소, IBK투자증권

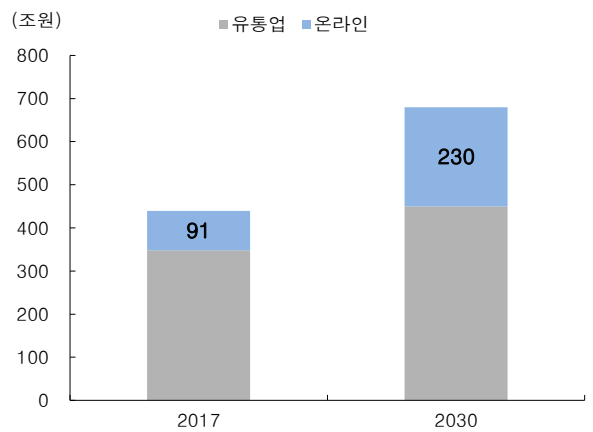
2018년은 온라인몰은 온오프라인 모든 업체에서 소매업의 재편과 소비트렌드의 패러다임 변화에 대한 적극적인 대응으로 지속적으로 최소 20% 이상의 성장성을 유지해왔다. 1인구가의 30% 비중으로 확대 추세, 맞벌이 가구 비중 45%, 밀레니얼 및 Z세대 이션의 30% 상회 등 이커머스에 대한 수요 기반은 지속적으로 확대되고 있기 때문이다. 특히 40대 이상의 모바일 쇼핑 고객들도 20%에 가까운 수준으로 비중확대를 보인 것으로 파악된다. 이러한 배경을 바탕으로 한국의 온라인 채널 비중은 전체 유통업에서 약 12% 수준을 차지하고 있는 것으로 추정된다. 특히 온라인 내 프로덕트믹스 별 현황은 2018년 2분기 기준 가전, 패션, 식품, 가정용품이 30%에 가까운 수준의 매출 증가율을 보인 것으로 파악된다.

그림 16. 식품과 화장품이 온라인 성장성 주도 -3년 연평균 신장율



자료: 산업통상자원부, 2019년 리테일매거진 세미나, IBK투자증권

그림 17. 유통업 내 온라인 규모 및 전망



자료: 산업통상자원부, 2019년 리테일매거진 세미나, IBK투자증권

홈쇼핑, T커머스 트래픽에 긍정적이지만 고정비 부담의 원인

표 12. 홈쇼핑, 2018년 리뷰 및 2019년 전망

홈쇼핑	2018년 리뷰	2019년 전망
사업 환경	<ul style="list-style-type: none"> - T커머스와 모바일 채널의 고성장에 힘입어 시장 규모 확대 - 송출수수료 및 방송위 징계 강화에 따른 부담 가중 	<ul style="list-style-type: none"> - 홈쇼핑 접목 가능한 기술 발달 가속화, T커머스·모바일 지속 성장 - 규제 완화로 T커머스의 케이블 방송사 송출 채널 확대
업계 대응	<ul style="list-style-type: none"> - T커머스 강화 및 모바일·오프라인 매장 등 채널 다변화 전략 - 고객 신뢰도 확보 위해 각사별 자체 심의 조직 및 TF 신설 	<ul style="list-style-type: none"> - 고성장세의 T커머스 및 모바일 경쟁력 강화 - 기술 접목으로 쇼핑 편의성 제고 / 8VSB 송출 허용에 따른 시청자 추가 확보

자료: 2019년 리테일매거진 유통 대전망 중 이마트 유통산업연구소, IBK투자증권

특히 오프라인 대형마트를 포함한 인터넷 포털 업체들까지도 온라인 내 신선식품 MD 강화에 도전하며 배송 경쟁력 강화를 위한 투자도 경쟁적으로 진행 중이다. 특히 신세계그룹은 2018년 10월 31일 이마트, 신세계 내에서 온라인 사업부에 대한 물적분할을 공시했다. 2018년 12월 27일 분할등기 이후 2019년 온라인 사업만을 전담하는 법인 설립도 동시에 진행 될 전망이다. 신규법인 설립을 위한 계약상대방은 어피니티 에쿼티 파트너스(Affinity Equity Partners), 비알브이 캐피탈 매니지먼트(BRV Capital Management)이며 (주)이마트와 (주)신세계가 온라인 사업부문을 각각 물적분할 후 합병을 통해 신규 별도법인을 설립할 것으로 전망된다.

롯데쇼핑 또한 2018년 8월 그룹사 내 온라인 사업부문을 롯데쇼핑을 통해 통합하는 운영하며 향후 5년간 3조의 투자 계획을 제시한 바 있다.

2018년 홈쇼핑은 기존 아날로그 TV는 취급고 및 순매출액 감소가 불가피했다. SO는 가시청 가구수 감소가 이어지고 있는 반면 IPTV로의 가입자 전환이 이어지고 있기 때문이다. 이로 인해 기존 홈쇼핑사들의 채널별 트렌드를 보면 T커머스와 모바일의 취급고는 아날로그 TV대비 성장성을 주도하고 있다. 이러한 추세는 2019년에도 지속될 전망이다. T커머스 전용 사업자인 K쇼핑(KT), 쇼핑엔티(쇼핑엔티), 신세계 쇼핑(이마트), SK스토어(SK) 등의 사업자 역시 T커머스 내 공격적인 채널 마케팅과 함께 모바일에서도 전략을 강화하고 있기 때문이다. 다만 기존 홈쇼핑사 대비 MD의 차별화는 아직 제한적인 수준으로 판단된다. 한편 롯데홈쇼핑은 그룹 내 이커머스 전략의 일환으로 홈쇼핑과 티커머스간의 애플리케이션 통합을 강화하고 있으며 CJ와 현대는 모바일 전용 방송을 부각, GS홈쇼핑은 홈쇼핑 업계 최초로 자가 물류센터를 건립 중에 있다. 이러한 차별화 노력은 T커머스 채널에서 과도해지는 송출 수수료 인상 경쟁과 이에 따른 판관비 부담에 대해 대응하기 위한 효율화 노력으로 판단된다.

국내 오프라인 업체들이 중국, 미국 보다 느긋한 이유

세계유통 순위 2위 진입
예고하고 있는
아마존(현재 6위)의
오프라인 유통 본격화

한국에는 아직까지
미국의 아마존과
중국의 알리바바 처럼

오프라인의 기득권 강자를
위협하는 독보적인 업체가
없음.

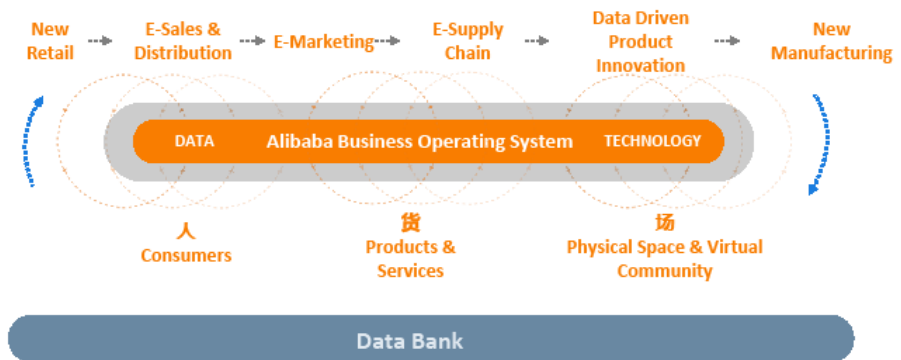
반면에 미국과 중국에서
전통적 오프라인 업체들은
사업 존립 여부,
생존에 위협적인 상황

글로벌 소매업 6위에 진입한 아마존(2018년 2위 전망)의 오프라인 슈퍼마켓 인수가 이미 잘 알려진 데 비해 중국 알리바바는 2018년 아마존대비 오프라인 채널에서 확장 속도를 높일 것으로 전망된다. 알리바바는 지난 3년간 오프라인 채널에 대한 적극적인 M&A를 진행해 왔으며 2017년 11월 중국 대형마트 1위의 썬아트리테일(RT마트 446점포) 지분 36.16%에 대해 약 4조 2천억원을 투자하며 오프라인에 대한 거대한 도전장을 제시하고 있다. 이에 대한 첫 도전장인 허마(盒马鲜生, 알리바바의 오프라인 슈퍼마켓)은 2017년 25개 점포에서 2020년까지 2천점을 제시하며 있다. 온라인 대표주자가 오프라인 시장 공략을 알리는 동시에 영역 확장에 속도를 올릴 수 있는 배경에는, 소비자가 원하는 것 빨리 파악하고 높은 호응을 얻어내는 데 성공했기 때문으로 판단된다.

미국의 아마존이 제시한 이커머스 생태계의 프레임은 소매업 관점에서 그리고 데이터 분석을 접목해서 신유통의 개념으로 풀어낸 알리바바의 경쟁력은 지난 2년간 허마슈퍼의 확장과 운영을 통해 충분히 입증된 것으로 판단된다. 반면에 국내 유통업계는 백화점 3사와 이마트는 소비침체의 장기화 속에서 20년에 가까운 부동산 지배력이 오히려 성장을 늦추는 부담이 되고 있다. IMF 직후 10년 연속의 공격적인 자가 점포 투자는 유통업 과점의 배경이 되었다. 그러나 지난 5년 동안 유통업계에서는 이미 오프라인과 온라인간의 채널 연계, 이커머스의 중요성을 강조하는 동시에 오프라인 업체의 근본적인 회복이 제한적이라는 점을 인식하기 시작했다. Big4로 과점화된 업체는 2018년은 출점보다는 부진점의 폐점 및 매각도 진행되는 동시에 매장별 MD전환 역시 지속적으로 전략이 집중될 것으로 생각된다. 한국의 유통업은 자본력을 갖춘 오프라인의 강자들이 여전히 주도권을 갖고 있지만 앞으로의 소매업의 전개는 오프라인, 온라인으로 영역 나누기가 아닌 O2O를 완전체로 포지셔닝을 강화할 것으로 전망된다. 이마트, 신세계에 이어 롯데쇼핑 또한 오는 8월 롯데닷컴 흡수합병으로 글로벌의 아마존 그리고 가까운 중국 알리바바의 오프라인 전개는 소비자 니즈의 변화를 선제적으로 파악할 수 있는 중요한 사례가 될 것으로 판단된다.

그림 18. 알리바바의 영업 관리 시스템

한국에는
미국의 아마존,
중국의 알리바바가
없기 때문에
오프라인 업체들의
생존위협이 상대적으로
안정적



자료: Alibaba 18, 3Q IR, IBK투자증권

글로벌 패러다임의 변화를 적극 수용하는 이마트와 롯데쇼핑

2018년 유통업
본업 회복보다
통합과 신규 사업 확대로
외형성장 유효
반면에 수익성 개선은
기저효과에 국한

2018년 3분기 유통업은 온오프라인간 인프라 확대와 콘텐츠 강화로 외형은 역신장에서 겨우 벗어났다. 반면에 온라인 투자는 유통 3사 별도로 상당한 진도 차이를 보일 것으로 판단되는데 최근 그룹 내 8개 기업의 분할합병 모델을 제시하고 있는 롯데쇼핑의 이커머스 사업에는 기회비용 증가가 불가피한 단계에 있는 것으로 판단된다. 이마트와 신세계는 이미 지난 1분기 제시한 바와 같이 2018년 연내에 온라인 전문 자회사 설립에 속도를 내고 있는 상황이다.

롯데쇼핑, 중국 마트 매각
및 철수에 이어
그룹 내 온라인 통합
2022년 온라인 20조원
매출규모 제시

2018년 이마트에 이어 롯데쇼핑 또한 중국 내 마트사업의 매각 및 철수를 완료하며 지난 3분기 회계적 반영도 마무리했다. 롯데쇼핑 중국 리스크에서 벗어나는 동시에 국내 핵심 사업에서의 턴어라운드와 온라인 부문 통합 운영으로 온라인몰의 2022년 매출액 20조원 시현을 제시했다. 롯데그룹은 8개의 계열사별로 각각의 온라인 사업을 진행해 왔으며 합산 구매고객 수는 약 3,800만명으로 파악된다. 이마트와 신세계에 이어 이커머스에 대한 중장기 가이드를 제시함에 따라 순수 내수 유통업 성장을 위한 기반을 재점검해 나갈 것으로 전망된다. 한편 현대백화점(TP 150,000원/매수)은 11월 1일 면세사업을 시작으로 2003년 홈쇼핑 이후 15년만에 100% 자회사로 신사업 확장을 가시화 했다. 호텔신라 역시 면세점 사업과 관련된 센터먼트를 반영한 가운데 경쟁사들 대비 글로벌 포트폴리오를 통해 펀더멘탈의 차별화를 이뤄나갈 전망이다. 한편 SK네트웍스는 무역상사 비중 보다 SK매직의 안정화와 연내 AJ렌터카 인수 마무리를 통해 2019년 전사적으로 안정된 사업 모델을 확고히 할 것으로 전망된다.

이마트와 신세계는
2018년 하반기
신설 온라인 통합법인
설립 계획

2018년 최저임금인상으로
수익성 부담을 적극 반영중
이마트, 편의점
자본주의 4.0시대를 적극
반영하며 향후 사업
건전성과 펀더멘탈의 초석
마련의 과정

한편 대형마트, 홈쇼핑, 편의점은 PB상품 개발에도 주력해 왔는데 2018년은 채널별로 업체별로 상품(PB, 해외소싱) 경쟁력을 바탕으로 수익성 개선도 가능할 전망이다. 2018년 소비 트렌드의 변화 보다도 대형마트와 편의점은 최저임금인상이라는 화두를 반영하며 수익성 감소를 겪고 있다. 그러나 최저임금에 대한 적극적인 반영은 궁극적으로 자본주의 4.0 시대를 위한 유통업의 건전성과 펀더멘탈 위한 초석 마련의 기회가 될 것으로 판단된다.

III. 화장품, K-ODM이 주도하는 2019년 전망

중국 내수 채널, 웨이상 급증 및 스마트 화장품 카테고리 확산

2018년 9월 IBK의 중국 화장품 시장 전문가 특강 및 중국 채널 탐방 결과

중국의 빠우허우와 지우링허우는 온라인 웨이상 유통의 핵심 세대인 동시에 오프라인 내 신유통 포맷 전환을 주도

IBK에서는 지난 8월 중국 상하이의 유통 채널을 방문 및 조사한 결과 최근 중국 내수 화장품 업체들의 판매 채널은 기존 전통적인 오프라인 플랫폼 형태를 넘어 일명 스마트 화장품이 대거 출시되고 있음을 확인했다.

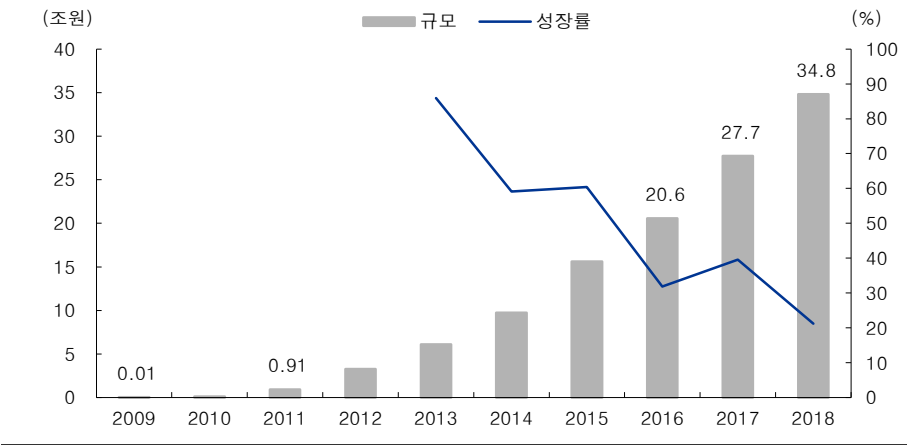
중국 1,2선 도시에서 빠우허우(1985년 이후 출생자), 지우링허우(1990년 이후 출생자) 즉 밀레니얼 및 Z세대네이션의 젊은 소비자들의 구매력이 갈수록 높아지는 상황이다. 이커머스에 대한 네이티브인 빠우허우와 지우링허우는 중국 온라인 내 웨이상 유통의 핵심 세대인 동시에 신유통의 전환을 주도하고 소비세력으로 확인된다.

표 13. 중국 시장 진출 주요 한국기업

업체명 / 브랜드	사업현황
아모레퍼시픽 (라네즈, 마몽드, 설화수, 아이오페, 에뛰드하우스, 이니스프리, 헤라 등)	- 유통경로 : 온라인, CS, 왓슨스 등 - '14년 상하이에 생산, R&D, 물류를 모은 종합기지를 설립, 연평균 생산 규모는 1.3만 톤에 달함 - '16년 기준 중국 내 이니스프리 매장은 330개에 달함
LG생활건강 (비온드, 수려한, 페이스샵, 후, tomaru, CNP, VDL 등)	- 유통경로 : 온라인, KA, 왓슨스, TV홈쇼핑 등 - SKU 200개 이상 보유 - 립, 핸드케어, 마스크팩 등 제품 취급
스킨푸드	- 유통경로 : 온라인, KA, CS, 왓슨스, 백화점 등 - SKU 360개 이상 보유 - Sasa 등 새로운 유통경로 개척 진행 중
클리오	- 유통경로 : 온라인, CS, 백화점, Clubclic, 세포라 등 - 온라인 유통 확대 예정
네이처리퍼블릭	- 유통경로 : 온라인, KA, CS, 왓슨스 등 - 60여 개 브랜드샵 설립 예정
SNP	- 유통경로 : 온라인, KA, CS, Sasa 등 - 온라인 유통 확대, 중국 내 생산라인 설립 예정
코스맥스 (OEM, ODM)	- '08년 상하이에 생산공장 설립, 면적 2.6만㎡, 생산규모 1.5억 개 - '13년 광저우에 생산공장 설립, 면적 2.63만㎡, 생산규모 1.7억 개 - '15년 상하이에 색조전문 제2공장 설립, 생산규모 2.5억 개 - Chando, Kans, Pechoin 등 유명 로컬브랜드 포함 다수 고객사 보유
콜마 (OEM, ODM)	- '10sus 베이징에 생산공장 설립, 생산규모 1.2억 개 - '16년 우시에 생산규모 4억 개에 달하는 생산공장 설립 개시 - 제품 연구 개발에 투자 확대
토니모리	- SKU 350개 이상 보유 - '15년 기준 브랜드샵 48개 보유, 주로 완다(万达), 홍콩(恒隆) 상권 위치 - '16년 저장 핑후(平湖)에 생산규모 5억 개에 달하는 생산공장 설립 중
VOV	- 유통경로 : 온라인, CS, 백화점 등 - SKU 100개 이상 보유 - 제품라인업 교체 및 새로운 브랜드 이미지 작업 중
메디힐	- 유통경로 : 온라인, CS, KA, 왓슨스, Sasa 등 - 온라인 플래그십 스토어 확장 계획

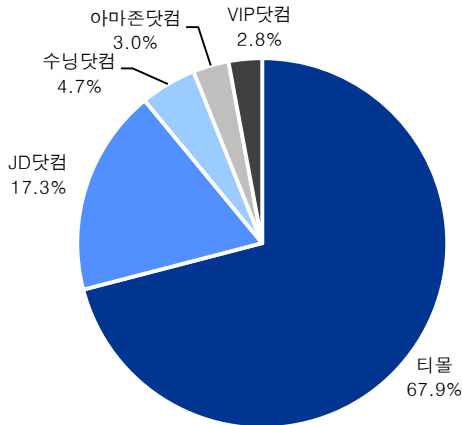
자료: KOTRA(바이두, Sohu 등 정리) 재인용, IBK투자증권

그림 19. 알리바바 티몰의 2018년 11월 11일 광군절 매출액 35조원 시현 및 10년 매출 추이



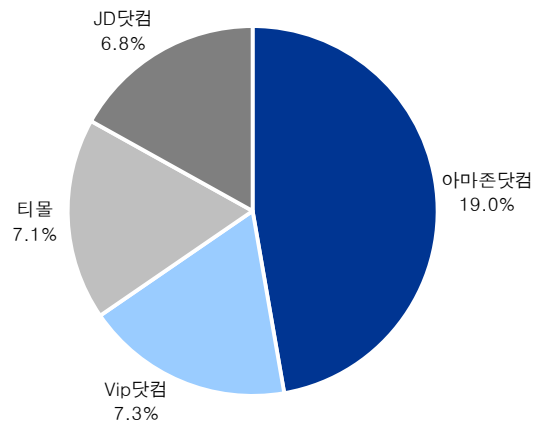
자료: Tmall, IBK투자증권

그림 20. 2018년 광군절 내수 기준 채널 별 M/S



자료: Tmall, IBK투자증권

그림 21. 18년 광군절 각사 역직구 비중- 티몰(내 한국화장품 3위)



자료: Tmall, IBK투자증권

표 14. 2018년 11월 11일 광군절 기준 중국 소비자 인기카테고리 매출 순위 10위

순위	카테고리
1	스마트폰
2	생활가전
3	화장품, 퍼스널케어
4	랩탑, 노트북, 가전
5	가구 및 가정용품
6	패션잡화
7	식음료품
8	신발
9	주택건축자재
10	시계보석류

자료: Tmall, IBK투자증권

아모레퍼시픽과 LG생활건강의 시가총액은 2018년 3분기 28조원(16년 50조원 상회)까지 감소했다가 최근 저점에서 반등하는 상황이다. 현재 주식 시장 내 업종에 대한 관심은 오로지 '중국 관광객 회복' 집중되어 있지만 2019년 FTT수요 증가에도 리스크 요인도 다양해질 전망이다.

한편 2018년 11월 11일 광군절은 하반기 중국 내수에서의 가장 큰 쇼핑 행사로서 성공적인 결과 거뒀을 뿐만 아니라 K-Beauty의 회복세를 확인한 중요한 계기가 되었다. 티몰글로벌 기준 한국은 미국 일본에 이어 국가별 매출 3위를 차지했기 때문이다. 주요 화장품 브랜드들은 전년동일 50% 이상의 매출 성장성을 시현했는데 이는 향후 중국의 전자상거래법 실시 이후에도 경쟁력을 이어 갈 수 있다는 점을 일부 확인시켜 준 것으로 판단되어 긍정적이다.

표 15. K-Beauty 인기 제품

제품 사진	브랜드/제품명	가격/용량	인기 비결
	Dr.Jart+ BB크림	218위안 / 40ml	- 자연스러운 메이크업에 촉촉함 유지 효과
	Dr.Jart+ 마스크팩	145위안 / 25g*5	- 천연재료 사용 및 자극이 없으며, 보습효과가 뛰어나
	JM Solution 마스크팩	89위안 / 30ml*10	- 허니성분 함유 및 자극이 없으며, 보습 및 피부영양 보급 등 기능
	AHC 마스크팩	119위안 / 27ml*5	- 천연재료 사용, 무자극, 뛰어난 보습효과 등
	VT 에어쿠션	169위안 / 12g	- 피부를 촉촉하게 유지해주는 효과가 탁월하여 인기 좋음.
	RECIPE 선 미스트	69위안 / 150ml	- 피부에 자극적이지 않고, 자외선 차단 효과 탁월

자료: Tmall, 각사 웹사이트, IBK투자증권

중국 화장품 시장에 대한 매력도는 여전 높음, K-Beauty 재공략

중국 내수 시장의
급격한 확장으로
글로벌 화장품의
K-Beauty 수요 확대
(중국 시장 재공략 목표)

또한 선진 시장 내
K-Beauty 브랜드 인지도
상승 중

중국의 화장품 시장 규모는 2011년 일본을 재치고 세계 3위에서 2위로 상승한 이후 2014년 30조원, 2015년 33.5조원에서 2017년 54조원을 시현하며 굳건한 2위로 자리 매김했다. 성장률 또한 10%에 가까운 수준으로 주요 국가 중 가장 높은 수준이다.

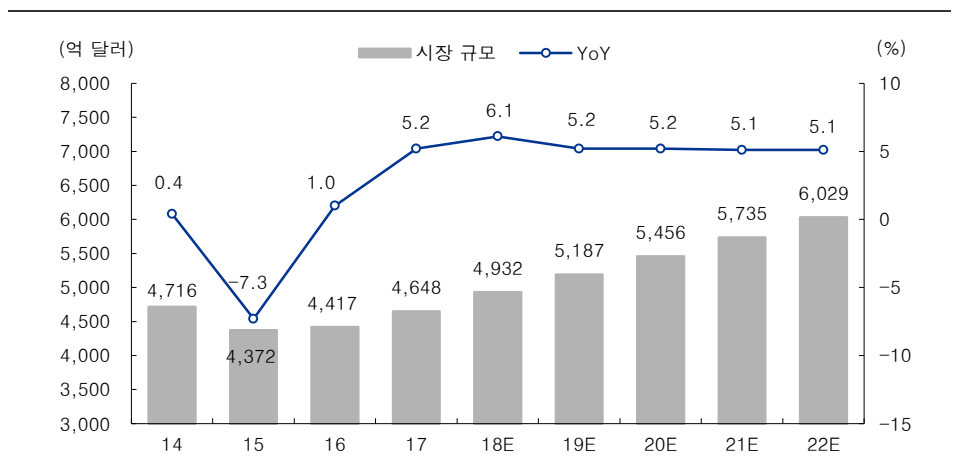
통계 출처와 품목 기준에 따라 차이가 있지만 2018년 중국의 시장규모는 60조원에 육박할 전망이다. 현재까지 세계 1위의 미국과는 약 30조원의 차이를 보이고 있다. 그러나 최근 5년 동안 홍콩의 화장품 시장 규모는 2조원 미만에서 2조5천억원대로 증가하고 홍콩 소비자의 1인당 화장품 구매액이 2016년 150 US\$에서 2017년 160\$에 가까이 증가한 점 역시 중국 화장품 시장 성장과 직접적인 연관이 있기 때문이다. 중국은 전 세계에서 가장 매력적인 시장인 점은 강조할 필요가 없는 부분이다.

표 16. 2017년 전세계 상위 10위 국가별 뷰티 시장 규모 (단위: 백만 USD, %)

국가명	시장규모	yoy	순위
미국	86,070.9 (약 93조원)	3.1	1
중국	53,494.4 (약 57조원)	9.6	2
일본	36,072.3	2.2	3
브라질	32,129.2	3.2	4
독일	18,637.5	1.5	5
영국	16,429.8	2.7	6
프랑스	14,545.8	-0.6	7
인도	13,580.7	9.1	8
한국	12,560.0(약 13.6조원)	0.9	9
이탈리아	11,174.3	1.1	10

자료: 유로모니터코리아 2018.5.16 보도자료, IBK투자증권

그림 22. 글로벌 화장품 시장규모 추이



자료: 2018 글로벌 화장품 산업 백서(KOTRA: Euromonitor(2018.7월) 재인용), IBK투자증권

표 17. 글로벌 화장품 산업 트렌드

트렌드		주요 내용
공급	Active Beauty	· (활동성) 건강 증시 및 활동성 높은 여성 타깃 제품 출시 · (에슬레제) 운동 맞춤형(땀방자 리프레셔) 전용 브랜드 · (휴대성) 야외활동시 휴대 보관 편의성 제고 디자인
	Brisk(Fast) Beauty	· (생산주기) 기획, R&D, 생산, 판매 제품 사이클이 매우 단축 · (소모품화) 색조화장품의 기본전환용, 소모품화 · (일회성화) 여행 전용 제품 및 일회용 고기능성 제품
	Cosmeceutical	· (바이오) 원료: 기능성 소재 → 매커니즘 중심 공법 · (천연원료) 유기농 및 한방원료를 활용한 제품 출시 · (프리미엄) 노화방지, 피부질환 개선 등 고급 프리미엄화
	Device & Design	· (혁신) 스마트 기기 활용한 미용제품의 소비 트렌드 · (빅데이터) 개인정보 활용한 맞춤형 솔루션 제공 · (패키징) 창의적· 신선한 디자인의 포장으로 고부가화
수요	Minimalism	· (최소화) 화장품 가짓수 제한으로 피부 자극 최소화 · (자연스러움) 화려한 화장보다 자연스런 화장법 유행
	Multi-functionality	· (올인원) 화장 소요시간 줄이는 All on One 제품 인기 · (다용도) 기초, 색조, 다양한 기능을 복합한 제품 소비 · (수면활동) 여성의 사회활동 늘어 화장시간 절감 필요
	Masstige-Men's	· (소확행) 평소 소비 화장품이나 고급원료의 고가제품 소비 · (남성용) 뷰티에 눈뜬 남성을 위한 화장품 수요 확대
	Multi-brandshop	· (소비경험) 다양한 브랜드 비교, 체험 가능한 유통채널 · (스마트) 소비자 경험, 체험 중심(가성비 vs. 품질) · (오프라인) 백화점, 할인점 대비 주력 매출채널 부상

자료: 2018 글로벌 화장품 산업 백서(KOTRA), IBK투자증권

지난 10년 기준으로는 중국의 화장품 시장 규모는 5년(2010-2015) 연평균 성장률은 10%를 시현 했다. 또한 전세계 화장품 시장규모는 2015년 기준 약 187.6조원이며 2015-2020년(F) 5년 연평균성장률 기준 8%를 상회할 전망이다. 중국이 글로벌 시장 성장을 주도하고 있음을 구체적으로 확인시켜주는 부분이다.

표 18. 품목별 시장 규모 및 점유율

(단위: 억 달러, %)

분류	2015	2016	2017	시장점유율(17)
스킨케어	1,149	1,174	1,243	25.1
헤어케어	732	725	750	15.2
색조화장품	590	616	659	13.1
남성용제품	469	471	495	9.9
향수류	462	461	493	10.0
구강케어제품	379	384	404	8.2
목욕용제품	383	384	400	8.1
데오드란트	206	202	209	4.2
영유아용제품	154	155	164	3.3
선케어제품	94	94	99	2.0
제모용품	46	45	46	0.9

자료: 2018 글로벌 화장품 산업 백서(KOTRA: Euromonitor(2018, 7월) 재인용), IBK투자증권

2017년 중국 화장품별 시장점유율은 스킨케어용품이 51%로 가장 높았고, 모발케어용품, 색조화장품이 순이다. 2018-2024년 중국 화장품산업 시장현황 분석 및 투자 전망 보고에 따르면, 2021년 중국 스킨케어용품 시장규모는 약 2505.8억위안(약 43조원) 규모를 보일 것으로 예상된다. 또한 마스크팩은 2017년 중국에서 스킨케어용품 중 가장 큰 시장점유율 42.8%로 품목 중에서는 가장 높은 비중을 보였다. 특히 최근 2년간 20~35세의 중국 젊은 여성의 매주 평균 마스크팩 사용률은 16%에서 19%로 증가한 것으로 조사되었다. 마스크팩 시장규모는 2016년 기준으로 180.7억위안(3.6조원), 마스크팩 카테고리 내에서 한국과 일본의 2017년 M/S는 각각 44%, 50%으로 파악된다. 한국과 일본의 1인당 마스크팩 소비가 주당 0.17, 0.08개인데 반해 중국은 5.7배, 2.7배 높은 수준에 있는 것으로 확인된다.

표 19. 권역별 화장품 시장규모 전망과 연평균 성장률

(단위: 백만 달러, %)

국가별	2017	2018	2019	2020	2021	2022	CAGR (17~22)
전 세계	464,835	493,248	518,706	545,642	573,468	602,921	5.3
아시아	147,644	158,064	168,186	179,429	191,393	204,122	6.7
유럽	105,996	112,249	115,468	119,071	122,374	125,626	3.5
북미	94,035	98,070	102,017	105,949	109,816	113,766	3.9
중남미	65,043	69,306	73,748	78,215	83,099	88,453	6.2
중동아프리카	24,760	32,434	34,965	37,613	40,368	43,473	7.8
CIS	14,151	14,811	15,565	16,226	16,924	17,622	4.5
대양주	7,780	8,314	8,758	9,138	9,495	9,859	4.9

자료: 2018 글로벌 화장품 산업 백서(KOTRA: Euromonitor(2018, 7월) 재인용), IBK투자증권

중국의 화장품 시장은 글로벌 지역별 Top 브랜드가 다양하게 포지셔닝 중, 중국 소비자들의 니즈는 지역별, 채널별, 세대별, 가격대별 매우 다양한 분포를 보임

중국 브랜드의 상향 평준화와 세계 소비 시장으로 빠르게 전환

세계 성장을 주도하고 있는 중국 시장에서 핵심 콘텐츠의 축이 미국, 유럽, 일본 등의 럭셔리 화장품에서 K-Beauty로 재편된 점은 비단 한국 기업들뿐만 아니라 글로벌 및 중국 내수 기업까지 중국 시장을 글로벌 무대로 격상시키는 동기가 되고 있다. 그리고 이점이 중국 시장 성장의 선순환 구조를 만들어 내고 있다. 글로벌 경제가 성장 정체의 장기화로 이어지는 현실 속에서 중국의 화장품 산업이 두 자리 수 성장률 보이고 있는 점은 전세계가 주목하기에 충분한 이유이다.

표 20. 중국 화장품 시장 상위 10개 브랜드 점유율 동향

(단위: %)

구분	주요 브랜드	국적	2013	2014	2015	2016	2017
P&G	헤드앤숄더	미국	13.5	12.8	12.0	10.7	10.2
로레알	로레알 파리	프랑스	9.2	9.4	9.1	8.5	8.5
시세이도	Aupres	일본	3.1	3.0	2.8	2.9	3.1
클게이트 파몰리브	클게이트	미국	2.8	2.8	2.8	2.9	2.8
유니레버	클리어	네덜란드	3.7	3.2	3.1	2.9	2.8
CHICMAX	KanS	중국	-	-	1.9	2.3	2.6
에스티로더	에스티로더	미국	1.8	1.9	2.0	2.0	2.5
아모레퍼시픽	이니스프리	한국	1.2	1.5	1.9	2.4	2.5
상하이 Pehchaolin	Pechoin	중국	0.9	1.4	1.8	2.1	2.3
Jala	Chando	중국	1.5	1.6	1.8	2.0	2.2

자료: 2018 글로벌 화장품 산업 백서(KOTRA: Euromonitor(2018, 7월) 재인용), IBK투자증권

표 21. 중국 주요 화장품 기업 및 브랜드 분류

기업명	스킨케어	색조	아동/남성용	기타
상하이 Chicmax	Kans, One Leaf	Hiface	Wzun	Sovya
JALA	Maysu, Chando Botanical Wisdom	Chando		Insea
Shanghai Jahwa	Herborist, Maxam, VIVE, Fresh Herb, T Beauty		GF, Giving	Dr.Yu, Liushen
Proya	Proya, Uzo, Anya	Yoya, Cats & Roses		
Uniasia	Meifubao, Franic			
Danz	Welcode, Danz		Tenor	Carde
Shanghai Pechoin	Pechoin, Sansheng, Flavor, Bluemyth			
Maogeping	MGPIN	MGPIN		
Guangzhou Kadlian		Carlan, Kafellon		
Shanghai Flyon		MARIE DALGAR		
Nanjing Meiking		MeiKing		

자료: 2018 글로벌 화장품 산업 백서(KOTRA: 중태증권연구소 재인용), IBK투자증권

2018년
중국 5대 H&B스토어
출점 가속화로

전문 PB브랜드 및
글로벌 브랜드 입점
활발,

이 가운데 코스맥스는
H&B 전문 PB브랜드 및
중국 내수 브랜드들과
커버리지 확장 가능성이
높여 나가는 중

2017년 중국 시장은 K-Beauty의 사드 패널티와 상관없이, 그 어느 시점보다 글로벌과 중국 로컬 브랜드의 고성장과 다각화가 속도가 빨랐다. 여기에 태국을 중심으로 동남아 브랜드들의 최저가 존 공략도 두드러졌던 것으로 파악된다. 2018년 상반기까지 중국 내수에서 시세이도, 에스티로더, LVMH, 로레알 등의 글로벌 브랜드가 약진했으며, Chando, Marie Dagar, Carlsan, OSM 등의 중국 브랜드의 고속 성장이 주목받았기 때문이다. [표22]를 기준하면 로컬 인기 브랜드의 등장은 글로벌 브랜드가 접근할 수 없는 내수 전문 영역을 탄생시켰다. 과거 로컬 브랜드들은 정립되지 않은 Mass Zone에서 채널은 대형마트 그리고 3~4선 도시 위주로 사업을 전개해 왔었다. 그러나 이커머스 네이티브인 중국의 밀레니얼 및 Z제네레이션을 기반 중국 내 Masstige Zone은 로컬 브랜드들의 라인업[표23-표29]을 바탕 속에서는 급성장하는 강력한 채널로 포지셔닝을 구축했다.

한편 중국 내수 시장에서 로컬전문 브랜드 존의 급성장 역시 한국의 ODM업체들에는 매우 긍정적 기회로 판단된다. 코스맥스의 경우 중국 진출 초기 당시 백화점 채널에 진출해 있는 글로벌 브랜드사들과의 신규 거래가 사업 확장의 초석을 이뤘다. 그리고 중국 대형마트(중국 화장품 시장의 30~40% 점유율)의 대표 브랜드인 바이체링을 중심으로 내수 브랜드의 비중 확대는 중국 1위의 한국 ODM 업체로의 포지셔닝을 확고히 했다. 최근 내수 H&B스토어 채널 확대에 따른 전문 PB브랜드와 글로벌 브랜드의 입점이 활발해 지며 코스맥스는 또한 번의 커버리지 확장 가능성을 높이고 있는 것으로 판단된다.

표 22. 중국 오프라인 채널 내 글로벌, 한국, 중국 내수 브랜드 포지셔닝 변화

	한국	중국
Luxury	에스티로더, 크리스찬디올, 시세이도, 로레알그룹의 브랜드 등	에스티로더, 크리스찬디올, 시세이도, 로레알그룹의 브랜드 등 글로벌 럭셔리 브랜드들의 프리미엄 라인업 강화와 카테고리 및 신제품 대거 출시
Premium	아모레퍼시픽의 설화수 LG생활건강의 후	아모레퍼시픽의 설화수 LG생활건강의 후 글로벌 럭셔리 브랜드들의 프리미엄 라인업 강화와 카테고리 및 신제품 대거 출시
Masstige		한국 로드샵 전용 브랜드들이 중국 소핑몰과 왓슨스 등의 플랫폼을 중심으로 한국 가격대비 평균 200%대 포지셔닝에서 150%이하로 가격 인하 중
Mass	한국 내 로드샵 전문 브랜드들을 중심으로 중국 마스트지 시장 형성, 한국 가격 대비 180%~220%대에 포지셔닝	기존 내수 브랜드들의 포지셔닝 강화, 2018년 터어라운드 성공

자료: IBK투자증권

사드 이후 화장품 시장의
적극적인 시장 전환점

대표 ODM사에는
또 한번의 성장 기회
중국 로컬 브랜드들의
매스티지존으로
대거 유입

지난 10년 동안
중국 시장의 가장 큰 변화
이커머스의 고성장 외에
오프라인에서
백화점, 대형마트 비중 축소

전문점과 드럭스토어 채널
고성장 (시장점유율 30%)

또한 K-Beauty, 한류 이슈가 반영되기 이전부터 중국 화장품 시장에서 지난 10년 가장 큰 변화와 성장의 속도를 낸 채널은 드럭스토어, 한국 스타일로는 H&B스토어다. 현재 중국 전국에는 화장품 전문 드럭스토어 매장이 약 10만개 이상으로 파악된다. 크게 글로벌 전문 채널인 1)세포라, 왓슨스의 전국 범위의 체인점 2) 중국 로컬 전문샵으로 나뉜다. 그러나 최근 3년 동안 오프라인은 중국 로컬의 Masstige Brand가 급성장을 이뤘다. 한국의 로드샵 브랜드를 롤모델로 벤치마크 했지만 매장수는 한국 로드샵이 평균 800개~1,300개의 규모를 갖춘데 반해 중국은 대기업들의 다수의 브랜드들 동시에 급성장하며 로컬 브랜드의 Zone을 확고히 구축한 것으로 판단된다. 대표적으로 교란가인이라는 브랜드샵의 경우 지난해말 전국 2천개 매장이 파악되며 향후 3~4년 내에 브랜드당 최소 1만개의 출점 계획을 제시하며 왓슨스와 함께 로컬 브랜드의 성장성을 이끌어 가고 있는 것으로 확인된다.

표 23. 최근 인기를 끄는 중국 브랜드 제품

제품 사진	제품명/브랜드	가격 / 용량	인기 비결
	Kans 토너	149위안 / 120ml	- 식물 천연성분 함유, 스킨케어 강화효과
	CARSLAN 프라이머	129위안 / 50g	- 장시간 윤기있고 촉촉하게 해주는 효과
	One Leaf 마스크팩	159위안 / 15장	- 미백 마스크팩으로 보습력도 강하여 윤택하게 해주는 효과
	MEIKING 파운데이션	39위안 / 30ml	- 장시간 촉촉하게 유지해주며, 가성비 높음
	MARIE DALGAR 립스틱	69위안 / 3.4g	- 장시간 촉촉한 효과 및 색깔 유지 효과
	MARIE DALGAR 블로셔	49위안 / 6g	- 혈색을 밝게 해주는 효과

자료: Tmall, 각사 웹사이트, IBK투자증권

즉 중국 시장은 지난 10년 동안 이커머스 채널의 고성장이 기반을 이루는 동시에 오프라인 채널에서의 가장 큰 변화는 바로 Cosmetic Store와 H&B 채널이 급성장 했다는 점이다. 중국 화장품 시장의 70~80% 점유율 차지했던 백화점과 대형마트(Key Account) 채널의 시장 규모가 급격히 축소된 반면 이커머스를 포함한 신유통 채널의 비중이 60%를 상회하고 있기 때문이다.

표 24. Shanghai Pechoin 대표 브랜드 및 기업 개요

Shanghai Pechoin		내용
		上海百雀羚日用化学有限公司 Shanghai Pechoin Co., Ltd
대표 브랜드		- 출시연도 : 1931년 - 종류 : 초본 스킨케어 - 타겟군 : 18~55세 여성
		- 출시연도 : 2012년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 20~30세 여성
		- 출시연도 : 2008년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 25~35세 여성
		- 출시연도 : 1931년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 25~45세 여성

- 설립연도 : 1931년
- 홈페이지 : www.pechoin.com
- 주소 : 上海市 静安区 昌平路 710号 3楼 A区 52室
- 대표전화 : 86-21-6299-3388
- 대표메일 : 51870@pechoin.com
- 참고사항
 - 역사가 긴 제조업체로 "상해 저명 상표"와 "중국 유명 상표"로 수차례 선정된 바 있음
 - 디즈니, 아스트로보이 등과 협력하여 관련 캐릭터 제품을 출시했음
 - 2009년 한방본초연구소를 설립하여 천연한방제품을 개발하여 출시
 - 2013년 평리위안 영부인이 탄자니아 방문시 국빈 선물로 증정하며 세계적인 주목을 끌

자료: KOTRA(중태증권연구소), IBK투자증권






표 25. JALA 대표 브랜드 및 기업 개요

JALA		내용
		伽蓝 (集团) 股份有限公司 JALA Corporation
대표 브랜드		- 출시연도 : 2001년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 20~45세 여성
		- 출시연도 : 2001년 - 종류 : 스킨케어, 색조 - 타겟군 : 18~45세 여성
		- 출시연도 : 1997년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 18~45세 여성
		- 출시연도 : 2007년 - 종류 : 코스메슈티컬 - 타겟군 : 민감피부 소비자

- 설립연도 : 2001년
- 홈페이지 : www.jala.com.cn
- 주소 : 上海市 静安区 铜仁路 299号 东海广场 49楼
- 대표전화 : 86-21-6222-0000
- 대표메일 : jalagroup@jala.com.cn
- 참고사항
 - 2010년 상하이 엑스포에 참가한 유일한 중국 화장품 기업
 - 2011년 정부로부터 "하이테크 기술 기업"으로 지정됨
 - 전국 백화점, 마트, 화장품점, 약방 등에 진입, 23,800개에 달하는 판매 네트워크를 운영하고 있음
 - 상하이에 R&D 센터를 설립, 특히 동양 여성의 문화와 식습관 피부 특징에 맞춘 화장품을 개발하여 소비자들에게 어필

자료: KOTRA(중태증권연구소), IBK투자증권

표 26. 상하이 Chicmax 대표 브랜드 및 기업 개요

상하이 Chicmax		내용
		上海上美化妆品有限公司 Shanghai Chicmax Cosmetic Co., Ltd
대표 브랜드		- 출시연도 : 2002년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 20~35세 여성
		- 출시연도 : 2015년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 16~35세 여성
		- 출시연도 : 2015년 - 종류 : 남성용 - 타겟군 : 18~35세 남성
		- 출시연도 : 2015년 - 종류 : - - 타겟군 : 25~40세 여성
		- 출시연도 : 2015년 - 종류 : 아기엄마 - 타겟군 : 85~90년대생 아기엄마
		- 출시연도 : 2007년 - 종류 : 색조 - 타겟군 : 18~28세 여성

- 설립연도 : 2002년
- 홈페이지 : www.chicmaxgroup.com
- 주소 : 上海市 普陀区 中山北路 3300号 环球港 B座 25层
- 대표전화 : 86-21-5203-5555
- 대표메일 : service@kans.cn
- 참고사항
 - 전신은 上海韩束化妆品有限公司로, 2015년 11월 회사명을 바꿈
 - 스킨케어, 마스크팩, 남성스킨, 색조 등 다양한 품목을 다룸.
 - 일용품점, 프랜차이즈, 왓슨스, 전자상거래, TV홈쇼핑, 웨이상 등 다양한 루트와 매체를 통해 판매가 이뤄지고 있는 중국 대표 화장품 기업
 - 린즈링(林志玲), 루현(鹿晗), 셰팅핑(谢霆锋), 안젤라베이비, 자오웨이(赵薇) 등 유명인을 모델로 기용

자료: KOTRA(중태증권연구소), IBK투자증권






표 27. Shanghai Jahwa 대표 브랜드 및 기업 개요

Shanghai Jahwa		내용
		上海家化聯合股份有限公司 Shanghai Jahwa Co., Ltd
대표 브랜드		- 출시연도 : 1998년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 18~45세 여성
		- 출시연도 : 1912년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 18~45세 여성
		- 출시연도 : 1898년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 25~45세 여성
		- 출시연도 : 1995년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 18~30세 여성
		- 출시연도 : 1992년 - 종류 : 남성 스킨케어 - 타겟군 : 25~40세 남성
		- 출시연도 : 2013년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 0~3세 영유아
		- 출시연도 : 2009년 - 종류 : 코스메슈티컬 - 타겟군 : 피부 문제가 있는 소비자
		- 출시연도 : 1898년 - 종류 : 샴푸 - 타겟군 : 모든 소비자

- 설립연도 : 1991년
- 홈페이지 : www.jahwa.com.cn
- 주소 : 上海市 楊浦區 江灣城路 99號 尚浦商務中心 5幢
- 대표전화 : 86-21-3590-7000
- 대표메일 : jalagroup@jala.com.cn
- 참고사항
 - 중국에서 가장 오래된 기업 중 하나이며, 국제표준인 ISO9001 인증을 가장 먼저 받은 중국 기업으로, 국가 표준(GB) 정립에도 많은 영향을 미치고 있음
 - Herborist 브랜드는 한방약초를 활용하여 차별화에 성공, 유럽시장에도 성공적으로 진출
 - 국가급 R&D센터와 공업설계 센터를 보유하며 연구개발에 투자를 지속하고 있음

자료: KOTRA(중태증권연구소), IBK투자증권

표 28. Proya 대표 브랜드 및 기업 개요

Proya		내용
		珀莱雅化妆品股份有限公司 Proya Cosmetics Co., Ltd
대표 브랜드		- 출시연도 : 2003년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 18~45세 여성
		- 출시연도 : 2009년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 18~45세 여성
		- 출시연도 : 2008년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 18~45세 여성
		- 출시연도 : 2009년 - 종류 : 색조 - 타겟군 : 18~35세 여성
		- 출시연도 : 2014년 - 종류 : 색조 - 타겟군 : 18~25세 여성

- 설립연도 : 2003년
- 홈페이지 : www.proya-group.com
- 주소 : 浙江省 杭州市 教工路 18号 世贸丽晶城欧美中心 A座 D区 16层
- 대표전화 : 86-571-8893-1111
- 대표메일 : proya-group@proya.com
- 참고사항
 - 2013년 Proya는 UN 여성기구 중국기업 협력 파트너로 선정, 여성공익 프로젝트를 위해 많은 투자를 했으며, 2015년 UN 공익 대상인 "여성발전공헌상"을 수상함
 - 2014년에는 이다해, 2016년에는 송중기가 모델로 활약함

자료: KOTRA(중태증권연구소), IBK투자증권

표 29. Danz 대표 브랜드 및 기업 개요

Danz		내용
 DANZ 丹姿集團		广东丹姿集团有限公司 Guangdong Danz Group Co., Ltd
대표 브랜드	 WETCODE 水密码®	- 출시연도 : 1998년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 18~40세 여성
	 TENOR 他能量	- 출시연도 : 2010년 - 종류 : 남성 스킨케어 - 타겟군 : 18~35세 여성
	 DANZ 丹姿	- 출시연도 : 1998년 - 종류 : 스킨케어 - 타겟군 : 18~40세 여성
	 CARDE 卡迪那	- 출시연도 : 미상 - 종류 : 두발 보호 - 타겟군 : 두발 손상 소비자

- 설립연도 : 1998년
- 홈페이지 : www.danzi.cn
- 주소 : 广东省 广州市 白云区机场路 1438号 正阳大厦 八楼
- 대표전화 : 86-20-2212-6081
- 참고사항
 - 제품개발부터 판매, 공급사슬 관리까지 모두 진행하는 업체로, 중화미업10강과기혁신기업으로 선정되었음
 - 온·오프라인에서 빠르게 시장점유율을 늘려가고 있으며, 보습 제품류에서는 선두지위를 차지함
 - Danz 스킨케어 연구센터를 설립, 프랑스, 한국, 일본의 R&D 기구와 협력 진행 중

자료: KOTRA(중태증권연구소), IBK투자증권

2018년 K-Beauty의 긍정적 방향, K-ODM 선진시장 확대

수출 비중
대중국 집중도에서

일본, 프랑스, 미국 등
선진 시장으로 확대,

특히 미국은 수출보다
직접 진출이 가시적일
전망

최근 중국 화장품 시장은 세계에서 가장 핫한 국제 시장으로 부상하며 글로벌과 중국 내수 브랜드들의 신제품 출시로 마케팅 경쟁은 더욱 치열해지고 있다. 동남아 브랜드들까지 최저가 존에 진입하는 동시에 중국인 소비자들로 부터 긍정적인 반응을 얻었기 때문이다. 이로 인해 국내의 주요 브랜드사들은 2018년 중국 내수에서 신제품 출시와 신규 카테고리 확장 그리고 지역별 채널 다각화로 한국 면세점의 의존도를 축소하는 전략을 강화할 전망이다. 반면 코스맥스를 중심으로 한국 ODM/OEM 전문 제조사들은 여전히 중국 시장에서의 경쟁력이 확고해지고 있다. 중국 로컬 브랜드들의 활발한 신제품 출시에는 한국의 전문 제조사들과의 연계가 보다 직접적이며, 본격적인 미국 시장 진출로 글로벌 브랜드와의 거래도 확대되고 있기 때문이다.

표 30. 화장품 제조업체 및 제조판매업체 현황 (단위: 백만 달러, %)

구 분	2011	2012	2013	2014	2015	2016
제조업체	968	978	1,535	1,750	2,017	2,033
제조판매업체	1,767*	2,550*	3,884	4,853	6,422	8,175
생산업체	640	1,480	1,895	2,735	3,840	4,961
수입업체	1,127	1,070	1,083	1,073	-	-
합계	2,735	3,528	5,419	5,603	8,439	10,208

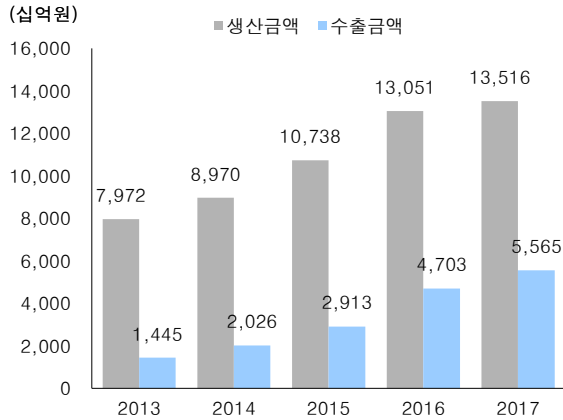
주: 2012년 「화장품법」 개정, 제조업체에서 제조판매업체로 변경
자료: 한국보건산업진흥원, IBK투자증권

표 31. 중국 화장품 수입 상위 10개국 현황 (단위: 백만 달러, %)

순위	국가명	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR ('13~'17)
	전 세계	1,639	2,684	3,740	4,729	6,842	42.9
1	한국	152(4)	235(4)	775(2)	1,186(2)	1,675(1)	82.3
2	프랑스	585(1)	1,009(1)	1,087(1)	1,265(1)	1,653(2)	29.6
3	일본	302(2)	418(2)	607(3)	814(3)	1,440(3)	47.8
4	미국	199(3)	390(3)	474(4)	507(4)	719(4)	38.0
5	영국	70(5)	176(5)	186(5)	272(5)	301(5)	44.1
6	스페인	11(10)	11(10)	18(15)	29(14)	137(6)	88.7
7	이탈리아	48(6)	64(6)	76(7)	72(9)	128(7)	27.9
8	호주	20(8)	28(9)	51(11)	87(7)	125(8)	58.8
9	벨기에	17(9)	54(7)	98(6)	57(11)	121(9)	63.2
10	대만	28(7)	39(8)	69(8)	90(6)	107(10)	40.0

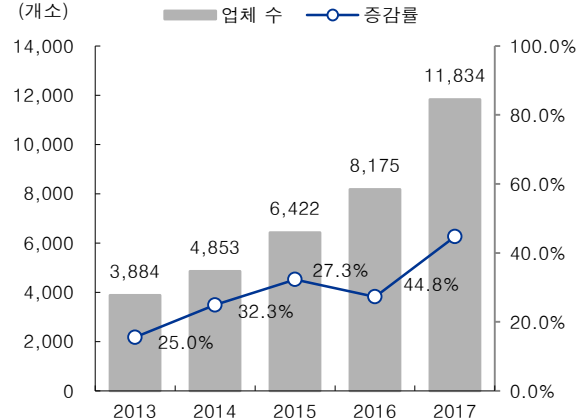
주: ()는 중국 화장품 수입 시장 내 순위
자료: Global Trade Atlas, IBK투자증권

그림 23. 한국 화장품 생산 및 수출금액



자료: KOTRA(식품의약품안전처), IBK투자증권

그림 24. 화장품 제조 판매업체 수



자료: KOTRA(식품의약품안전처), IBK투자증권

한국의 화장품 수출 역시 2014년에서 2017년까지 중국 비중은 전체의 70%에 육박하며 수출 증가를 이끌었다. 절대적인 규모는 중국이 월평균 약 1억 5천만달러를 상회하며 1위 국가의 유지했다. 또한 주목할 만한 결과는 일본은 2012년에서 2015년까지 감소세를 보였던 수출이 2016년 이후 꾸준히 증가세를 보이고 있다는 점이다. 또한 미국과 프랑스 역시 2017년 월기준 각각 최고치인 4,500 달러, 6천달러를 상회하며 지속적인 규모 증가를 시현했다.

표 32. 한국 화장품 권역별 수출 현황

(단위: 백만 달러, %)

순위	권역별	금액			수출 비중			증가율(17/16)
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	
전 세계	전 세계	2,858	4,100	4,879	100	100	100	19.0
1위	중화권	1,959	2,894	3,256	68.5	70.6	66.7	12.5
2위	아세안	293	383	532	10.2	9.3	10.9	39.0
3위	북미	247	360	467	8.6	8.8	9.6	29.8
4위	유럽연합	57	109	165	4.9	4.6	4.7	51.3
5위	중동	32	36	45	2.2	2.7	3.3	23.5
6위	중남미	8	10	13	0.3	0.3	0.3	25.7

자료: KOTRA, IBK투자증권

한편 최근 미국은 트럼프 정부의 무역거래에 대한 보수적 정책들로 FDI 승인 등 수출 증가에 부담 요인들이 작용하고 있다. 그러나 2017년 국내 주요 브랜드들의 미국의 대표 랜드마크인 뉴욕 소호거리 내 점포 출점과 리뉴얼 그리고 코스맥스의 누월드(뉴저지 소재) 전문 제조업체 인수, 한국콜마의 CSR, PTP 법인 인수와 거래 브랜드 확대 등이 구체적인 상황이다. 또한 코스메카코리아는 잉글우드랩 인수와 반기 만의 성공적 턴어라운드를 이뤄냈다. 이에 따라 2018년 미국은 대미 수출은 점진적인 성장성이 예상되는 반면 오히려 브랜드사에서 부터 ODM/OEM사까지 현지 진출과 확장이 좀 더 직접적일 전망이다.

표 33. 미국 화장품 시장 상위 10개 기업 점유율 동향 (단위: %)

구분	주요 브랜드	본사	2013	2014	2015	2016	2017
로레알	로레알파리	프랑스	11.5	11.5	11.6	12.4	12.8
P&G	질레트	미국	15.7	15.5	14.9	11.3	10.7
에스티로더	크리니크	미국	7.2	7.3	7.4	7.7	7.9
유니레버	도브	네덜란드	7.3	7.4	7.6	7.7	7.7
존슨앤존슨	뉴트로지나	미국	5.0	5.0	5.0	5.5	5.4
코티	커버그	미국	2.8	2.8	2.7	5.1	4.9
L Brand	배스앤바디웍스	미국	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9
콜게이트 파몰리브	콜게이트	미국	3.0	2.9	2.9	2.9	2.8
레브론	레브론	미국	2.0	1.9	1.9	2.6	2.5
시세이도	베어미네랄	일본	1.6	1.7	1.7	2.1	2.1

자료: KOTRA(Euromonitor), IBK투자증권

표 34. 미국 화장품 주요 수입국 현황 - 한국 5위 (단위: 1,000USD, %)

순위	국가	규모				비중				2016 YoY
		2014	2015	2016	2017.1H	2014	2015	2016	2017.1H	
	전체	3,788,655	3,949,085	4,505,072	2,271,403	100	100	100	100	14.08
1	중국	600,021	670,265	883,270	451,517	15.84	16.97	19.61	19.88	31.78
2	프랑스	688,634	756,200	771,303	412,020	18.18	19.15	17.12	18.14	2.00
3	캐나다	622,205	645,732	678,238	323,137	16.42	16.35	15.05	14.23	5.03
4	이탈리아	286,534	316,946	418,318	211,289	7.56	8.03	9.29	9.30	31.98
5	한국	127,162	217,531	316,859	199,115	3.36	5.51	7.03	8.77	45.66
6	영국	255,544	231,801	269,223	116,731	6.74	5.87	5.98	5.14	16.14
7	독일	179,917	192,760	203,133	95,593	4.75	4.88	4.51	4.21	5.38
8	일본	118,891	119,350	137,789	75,726	3.14	3.02	3.06	3.58	15.45
9	멕시코	132,616	134,188	187,486	81,209	3.50	3.40	4.16	3.33	39.72
10	벨기에	107,588	121,532	126,581	60,145	2.84	3.08	2.81	2.65	4.15

자료: KOTRA(Euromonitor), IBK투자증권

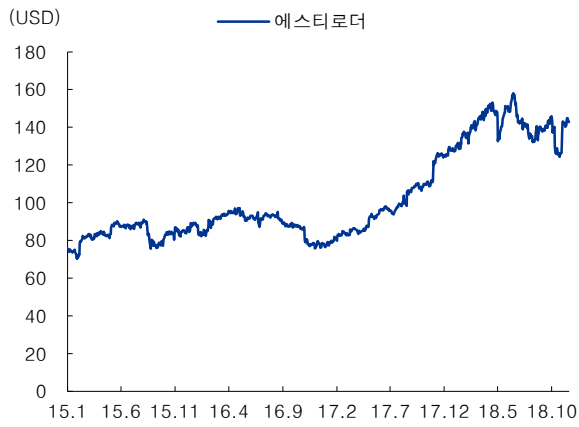
화장품 Global Peer Group 투자지표 및 주가 현황

표 35. 화장품 글로벌 비교 그룹의 투자지표 현황

기업명		시세이도	로레알	에이본 프로덕츠	상하이 자화 유나이티드	크리스찬 디올	P&G	고세	에스티로더	LVMH	ULTA
현재가(현지통화)		7,269.00	205.60	2.08	26.85	328.90	93.29	18,200.00	142.87	256.95	313.28
시가총액(백만달러)		25,868	131,646	920	2,598	67,841	232,423	9,811	51,841	148,303	18,725
매출액 (백만USD)	2016	7,840	27,578	5,718	890	43,721	65,058	2,468	11,824	41,617	4,855
	2017	8,964	29,400	5,716	953	49,330	66,832	2,738	13,683	48,167	5,885
	2018	9,699	30,645	5,547	1,041	53,242	66,723	2,954	14,339	53,464	6,711
	2019	10,507	32,384	5,363	1,223	56,905	68,740	3,150	15,260	57,459	7,520
영업이익 (백만USD)	2016	339	4,342	322	37	7,874	13,955	362	1,692	7,638	655
	2017	717	5,079	273	54	9,263	13,711	437	2,052	9,169	785
	2018	1,083	5,509	264	93	N/A	14,351	522	2,419	11,384	858
	2019	1,294	5,928	259	121	N/A	15,160	568	2,671	12,366	985
순이익 (백만USD)	2016	296	3,438	-108	30	1,952	15,326	200	1,249	4,406	410
	2017	203	4,046	22	58	2,531	9,750	276	1,108	5,794	555
	2018	681	4,565	49	74	3,125	11,422	335	1,799	7,323	657
	2019	836	4,890	64	95	3,445	12,010	361	1,980	7,983	749
PER (배)	2016	36.8	31.5	68.5	90.4	20.3	33.7	26.5	26.0	22.9	41.0
	2017	95.6	27.1	37.1	63.6	24.4	19.0	41.5	31.6	24.0	26.1
	2018	38.0	29.1	48.4	34.5	21.6	21.2	27.3	29.4	20.1	28.7
	2019	31.3	27.1	13.4	27.4	19.6	19.9	25.3	26.5	18.5	24.5
ROE (%)	2016	8.2	12.9	N/A	3.7	16.0	27.8	13.9	31.4	15.7	27.4
	2017	5.6	14.5	N/A	7.3	18.2	18.3	17.6	24.4	18.6	33.4
	2018	17.7	15.2	N/A	8.9	20.2	21.8	19.5	38.2	20.5	35.7
	2019	19.3	15.2	N/A	10.5	19.9	22.2	18.6	43.5	19.9	37.7
EPS (원)	2016	0.7	6.1	-0.3	0.0	10.8	5.6	3.5	3.4	8.7	6.5
	2017	0.5	7.2	0.0	0.1	14.0	3.7	4.8	3.0	11.5	9.0
	2018	1.7	8.1	0.0	0.1	17.4	4.4	5.9	4.9	14.6	10.9
	2019	2.0	8.7	0.2	0.1	19.1	4.7	6.3	5.4	15.9	12.8
PBR (배)	2016	3.0	4.0	N/A	3.5	3.0	4.2	3.5	8.1	3.5	10.9
	2017	5.1	4.2	N/A	4.6	4.3	3.9	6.9	11.2	4.3	7.5
	2018	6.1	4.3	N/A	3.1	4.1	4.5	5.0	11.6	3.9	9.8
	2019	5.3	4.0	N/A	2.8	3.7	4.4	4.3	10.5	3.5	8.6
EPS Growth (%)	2016	-4.8	-6.9	87.8	-90.9	-26.0	5.6	16.1	13.0	11.4	31.0
	2017	-29.2	24.0	N/A	93.3	26.8	-1.1	41.3	-11.5	28.9	37.7
	2018	231.5	7.8	-28.3	30.3	23.5	4.2	21.3	7.6	26.6	33.8
	2019	21.2	7.1	260.5	25.9	10.2	6.9	7.8	11.0	8.9	17.1
OPM (%)	2016	4.3	15.7	5.6	4.2	18.0	21.5	14.7	14.3	18.4	13.5
	2017	8.0	17.3	4.8	5.7	18.8	20.5	16.0	15.0	19.0	13.3
	2018	0.1	0.2	0.0	0.1	N/A	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
	2019	0.1	0.2	0.0	0.1	N/A	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
EV/EBITDA (배)	2016	15.2	17.4	9.0	49.2	6.0	14.4	10.7	17.2	10.0	19.0
	2017	17.3	18.9	6.3	57.8	7.9	13.1	22.2	20.6	13.4	12.5
	2018	17.4	18.5	6.8	23.8	6.7	15.5	15.2	17.9	11.2	16.0
	2019	14.6	17.1	6.6	19.9	6.0	14.9	13.8	16.3	10.1	14.0

주: ULTA는 모든 수치가 확정치. 디올은 2018년부터, 나머지 종목은 2019년부터 추정치.
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 25. 에스티로더(EL US) 주가 추이



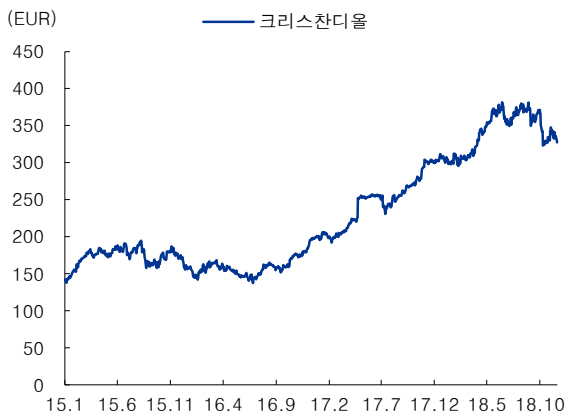
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 26. 시세이도(4911 JP) 주가



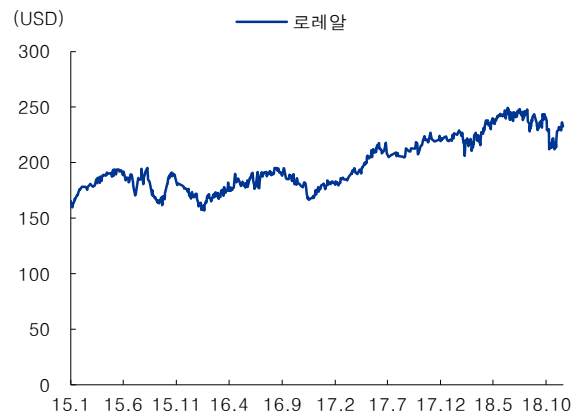
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 27. 크리스찬디올(CDI FP) 주가 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 28. 로레알(OR PA) 로레알 주가 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 29. LVMH(MC FP) 주가 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 30. 고세(4922 JT) 주가 추이



자료: Bloomberg, IBK투자증권



편집상 공백입니다.



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
코스맥스 (192820)	매수(유지)	178,000원
이마트 (139480)	매수(유지)	320,000원
호텔신라 (008770)	매수(신규)	100,000원
현대백화점 (069960)	매수(유지)	150,000원
롯데쇼핑 (023530)	매수(유지)	280,000원
SK네트웍스 (001740)	매수(신규)	5,500원
코스메카코리아 (241710)	매수(유지)	45,000원

매수 (유지)

목표주가	178,000원
현재가 (11/20)	131,500원
KOSPI (11/20)	2,082.58pt
시가총액	1,322십억원
발행주식수	10,050천주
액면가	500원
52주 최고가	179,000원
최저가	108,000원
60일 일평균거래대금	14십억원
외국인 지분율	25.1%
배당수익률 (2018F)	0.8%

주주구성	
코스맥스비티아이 외 4 인	26.53%
국민연금	12.70%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	2%	-4%	31%
절대기준	-2%	-19%	8%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	178,000	178,000	-
EPS(18)	5,154	5,154	-
EPS(19)	7,859	7,859	-

코스맥스 상대주가 (%)



코스맥스 (192820)

환경 극복, 견고한 수익모델

한국,중국에 이어 미국의 경쟁력 강화

코스맥스는 3분기 결과를 통해 사드 이슈로 부터의 마무리가 확인된 것으로 판단된다. 지역별 결과는 **1) 한국** 매출액 40%(yoy), 영업이익 70%(yoy), 순이익 -26%(yoy)를 시현했다. 중국 수출향의 국내 고객사의 꾸준함과 해외 수출 증가, 홈쇼핑 제품 호조 때문이다. **2) 중국**은 상해(매출 +36%, 순이익 +9%)로 환율 및 이자비용 증가가 있었다. 광저우(매출액 +45%)는 완제품 중 기초에서 색조로 비중이 높아졌지만, 전분기 SAP 첫 가동에 따른 일시적 오류를 해결했다. **3) 미국**은 기존 법인이 매출액 182억원, 적자 36억원 시현으로 턴어라운드 추세가 유지되었다. 누월드는 정상적인 회계시스템 도입으로 연간 영업이익률 가이던스 2~3%를 충분히 상회할 전망이다. 미국 전체로는 예상치를 상회했다. **4) 인도네시아**는 최근 일본 고객사와의 협상을 통해 점진적 개선이 기대된다. 한편 태국은 고객사 확대와 생산성 확대로 영업이익이 BEP 수준을 시현하며 기대 이상의 성과를 냈다.

우리의 연결 매출 1조 3천억원은 브랜드사의 매출 원가

코스맥스는 상반기 미국 누월드의 회계적인 연결뿐만 아니라 기존 미국 법인과의 R&D에 이어 IT통합을 진행 중에 있어 하반기 전략적 연계도 가시화되고 있는 것으로 판단된다. 3분기 누적 미국 전체의 영업적자가 80억원 수준으로 2018년 순이익은 70~80억원 적자 시현이 충분할 전망이다. 다만 목표주가는 영업의 이슈들에 따른 연간 수익 추정치 소폭 조정과 주식시장 전체적인 밸류에이션 하락 요인을 충분히 반영한 것으로 판단되며 178,000원을 유지한다. 코스맥스의 2018년 연결매출액은 1조 2,639억원이 전망되는데 연결기준 글로벌 ODM 1위 포지셔닝이 확고하다. 동사의 연결 매출액은 국내와 화장품 브랜드사들의 매출 원가 규모로 실질적으로는 약 6조원 이상의 브랜드 매출 규모와 부합하는 수준으로 판단된다. 따라서 코스맥스의 기업가치에는 화장품 소매 시장에서의 실질적인 매출 규모를 참고한 Valuation Premium 적용이 타당한 것으로 판단된다.

(단위:십억원배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	757	884	1,264	1,643	2,009
영업이익	53	35	61	88	121
세전이익	46	25	47	70	101
지배주주순이익	35	19	52	79	114
EPS(원)	3,752	1,876	5,154	7,859	11,351
증가율(%)	63.4	-50.0	174.7	52.5	44.4
영업이익률(%)	7.0	4.0	4.8	5.4	6.0
순이익률(%)	4.2	1.8	2.5	3.0	3.6
ROE(%)	22.5	8.8	20.0	23.6	27.1
PER	31.8	62.4	25.5	16.7	11.6
PBR	5.7	5.4	4.4	3.6	2.8
EV/EBITDA	19.2	28.0	19.5	14.9	10.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 36. 2018년 실적 전망 - 누월드, 태국 신규 반영

(단위: 백만원, %)

부문	구분	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q(P)	18.4Q	2017	2018	yoy	
코스맥스(연결)	매출	219,110	232,299	208,529	224,012	288,703	327,531	314,643	333,052	883,950	1,263,929	43.0	
	영업이익	9,413	14,321	5,024	6,382	10,407	18,578	13,247	19,952	35,140	62,184	77.0	
	세전이익	4,527	14,645	3,916	2,177	10,145	16,630	6,651	14,973	25,265	48,399	91.6	
	순이익	2,498	9,533	2,856	634	7,567	9,740	4,215	10,681	15,521	32,203	107.5	
코스맥스(한국)	매출	142,328	137,660	119,219	128,997	152,419	190,184	167,263	174,146	528,204	684,012	29.5	
	영업이익	7,979	6,975	2,352	1,481	5,025	7,726	3,990	8,037	18,787	24,778	31.9	
	경상이익	4,534	7,840	3,055	-3,639	4,759	13,356	2,518	7,311	11,790	27,944	137.0	
	순이익	3,948	6,022	2,461	-2,224	3,782	9,818	1,823	5,264	10,207	20,687	102.7	
중국 개별	차이나	매출	67,716	92,169	77,462	89,413	80,359	106,453	105,017	121,050	326,760	412,879	26.4
		순이익	2,895	6,396	3,177	3,275	2,513	6,045	3,473	5,611	15,743	17,642	12.1
	광저우	매출	9,280	13,366	10,488	11,331	18,766	15,107	15,203	13,978	44,465	63,054	41.8
		순이익	1,586	2,083	1,287	1,086	4,545	2,276	1,486	2,011	6,042	10,318	70.8
인도네시아	매출	2,887	1,854	2,313	1,938	1,732	2,437	2,497	2,231	8,992	8,897	-1.1	
	순이익	290	-218	-106	-335	-784	-1,114	-706	-851	-369	-3,455	836.3	
코스맥스	유에스에이	매출	7,214	6,344	11,944	12,563	15,541	14,450	18,159	15,005	38,065	63,155	65.9
		순이익	-5,885	-5,519	-4,029	-4,684	-3,620	-3,849	-3,629	-1,555	-20,117	-12,653	-37.1
	누월드	매출					27,251	24,241	28,030	35,611	0	115,133	신규
		순이익					-167	666	1,785	959	0	3,243	신규
코스맥스 아이큐어	매출	1,184	894	1,663	1,452	1,906	2,101	2,164	2,633	5,193	8,804	69.5	
	순이익	265	-20	584	144	605	249	416	431	973	1,701	74.8	
코스맥스 향약원	매출	0	68	34	34	45	46	46	51	136	188	38.2	
	순이익	-36	29	-14	-109	10	-37	10	11	-130	-6	-95.4	
씨엠테크	매출	115	335	518	857	683	777	1,379	781	1,825	3,620	98.4	
	순이익	-176	-131	-22	-36	-60	-101	-78	-81	-365	-320	-12.3	
코스맥스 태국	매출				0	730	578	4,935	788	0	7,031	신규	
	순이익				-143	-138	-1,065	-45	-1,051	-143	-2,299	1,508	

자료: 코스맥스, IBK투자증권

표 37. 코스맥스 목표주가 178,000원과 매수이견 제시

(단위: 원, 억원, %)

	내용
2017년, 2018년 추정EPS / 2017년 12개월 Forward EPS	18년 EPS 5,152 / Forward 7,633 19년F EPS 7,859
기업가치 ①+②-③ 16,584	Target P/E 25배~20배 ① 기업가치: 7,035 국내 사업가치 F/W 영업순이익에 근거한 수정 F/W 2018년 EPS 3,500 유지 (내수 채널 전환으로 로드샵부진 상쇄, 하반기 점진적인 사드 이슈 해소로 고객사의 신제품 주문 확대, 전년대비 해외 수출 베이스 부담 완화) 중국 사업가치 F/W 영업순이익에 근거한 수정 F/W 2018년 EPS 3,300 유지 Target P/E 30배 / ② 기업가치 9,949 중국 ODM/OEM 1위 업체 프리미엄은 유지하지만 프리미엄 정도 축소 (중국 관련 최대규모 전문ODM/OEM 업체의 가치 부여는 유지) 기타 Value: 현재 비용이나 전사적 Premium 근거 미국 누월드 인수를 통한 기존 미국 법인의 효율성 개선과 본격적인 미국 시장 커버리지 확대 ③ 개별 순차입규모 400 (미국 신규 법인 인수를 위한 SPC에 투자)
	사업부문별 합산 기업가치 16,584(165,022원)
	상대가치(12개월 Forward P/E 25배 3년 평균에 30% 할인율 적용) 19,177(190,825원)
발행주식수	8,999,509주(유상증자 이후 10,049,509 주)

자료: IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	757	884	1,264	1,643	2,009
증가율(%)	41.9	16.8	43.0	30.0	22.3
매출원가	639	772	1,109	1,445	1,748
매출총이익	118	112	155	198	261
매출총이익률 (%)	15.6	12.7	12.3	12.0	13.0
판매비	65	77	94	109	141
판매비율(%)	8.7	8.7	7.4	6.7	7.0
영업이익	53	35	61	88	121
증가율(%)	46.4	-33.2	74.1	44.4	36.5
영업이익률(%)	7.0	4.0	4.8	5.4	6.0
순금융손익	-6	-12	-13	-19	-19
이자손익	-7	-9	-18	-20	-19
기타	1	-3	5	0	0
기타영업외손익	-1	2	-1	1	-1
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	46	25	47	70	101
법인세	15	10	16	20	29
법인세율	32.4	38.6	33.1	29.1	29.1
계속사업이익	31	16	32	49	71
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	31	16	32	49	71
증가율(%)	66.5	-50.6	103.5	56.5	44.4
당기순이익률 (%)	4.2	1.8	2.5	3.0	3.6
지배주주당기순이익	35	19	52	79	114
기타포괄이익	-7	1	7	0	0
총포괄이익	24	16	39	49	71
EBITDA	65	55	85	110	140
증가율(%)	44.6	-15.0	54.0	28.9	27.7
EBITDA마진율(%)	8.6	6.3	6.7	6.7	7.0

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	3,752	1,876	5,154	7,859	11,351
BPS	20,990	21,704	29,863	36,722	47,073
DPS	1,000	300	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배)					
PER	31.8	62.4	25.5	16.7	11.6
PBR	5.7	5.4	4.4	3.6	2.8
EV/EBITDA	19.2	28.0	19.5	14.9	10.8
성장성지표(%)					
매출증가율	41.9	16.8	43.0	30.0	22.3
EPS증가율	63.4	-50.0	174.7	52.5	44.4
수익성지표(%)					
배당수익률	0.8	0.3	0.8	0.8	0.8
ROE	22.5	8.8	20.0	23.6	27.1
ROA	5.7	1.9	3.2	4.6	6.6
ROIC	9.6	3.3	5.2	7.6	10.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	221.2	309.0	288.1	260.9	185.1
순차입금 비율(%)	86.8	158.9	138.5	121.9	80.9
이자보상배율(배)	7.6	3.8	3.4	4.5	6.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.6	4.2	5.2	6.1	8.3
재고자산회전율	7.2	5.7	6.6	7.5	8.0
총자산회전율	1.4	1.1	1.3	1.5	1.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	396	500	572	657	608
현금및현금성자산	68	39	88	86	93
유가증권	2	3	3	4	5
매출채권	187	238	250	285	201
재고자산	125	185	200	241	261
비유동자산	270	434	470	453	444
유형자산	236	307	338	322	308
무형자산	6	91	94	93	93
투자자산	15	20	20	15	13
자산총계	666	934	1,042	1,111	1,052
유동부채	384	522	531	566	443
매입채무및기타채무	125	208	200	219	161
단기차입금	172	220	217	219	151
유동성장기부채	18	22	31	31	31
비유동부채	75	184	242	237	240
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	60	163	215	215	215
부채총계	459	706	773	803	683
지배주주지분	211	218	300	369	473
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	151	151	138	138	138
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	-3	-3	0	0	0
이익잉여금	58	65	158	226	330
비지배주주지분	-4	10	-32	-61	-104
자본총계	207	228	268	308	369
비이자부채	209	300	310	337	286
총차입금	250	405	463	466	397
순차입금	180	363	372	375	298

현금흐름표

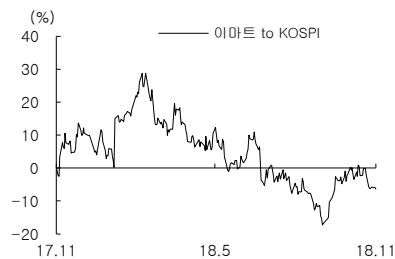
(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	23	-7	57	7	101
당기순이익	31	16	32	49	71
비현금성 비용 및 수익	38	45	56	40	40
유형자산감가상각비	12	20	23	21	19
무형자산상각비	1	1	1	1	1
운전자본변동	-26	-41	-14	-63	9
매출채권등의 감소	-48	-48	-11	-35	84
재고자산의 감소	-41	-60	-15	-41	-20
매입채무등의 증가	47	82	-8	19	-59
기타 영업현금흐름	-20	-26	-16	-20	-19
투자활동 현금흐름	-98	-173	-52	-16	-18
유형자산의 증가(CAPEX)	-90	-81	-50	-5	-5
유형자산의 감소	1	1	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-1	-85	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-10	-5	-1	5	2
기타	2	-2	-2	-16	-15
재무활동 현금흐름	125	150	44	7	-81
차입금의 증가(감소)	44	107	62	0	0
자본의 증가	93	0	9	0	0
기타	-11	43	-27	7	-81
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	51	-29	49	-2	2
기초현금	17	68	39	88	86
기말현금	68	39	88	86	88

매수 (유지)

목표주가	320,000원		
현재가 (11/20)	191,500원		
KOSPI (11/20)	2,082.58pt		
시가총액	5,338십억원		
발행주식수	27,876천주		
액면가	5,000원		
52주 최고가	317,500원		
최저가	188,000원		
60일 일평균거래대금	21십억원		
외국인 지분율	48.7%		
배당수익률 (2018F)	0.8%		
주주구성			
이명희 외 3인	28.06%		
국민연금	10.00%		
추가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-6%	-17%	-8%
절대기준	-9%	-29%	-24%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	320,000	320,000	-
EPS(18)	19,231	19,231	-
EPS(19)	19,905	19,905	-

이마트 상대주가 (%)



이마트 (139480)

한국 이커머스의 빅픽처 가시화

2018년 12월말 전문 이커머스 법인 탄생

한국의 유통업은 자본력을 갖춘 오프라인의 강자들이 여전히 주도권을 갖고 있지만 앞으로의 소매업의 전개는 오프라인, 온라인으로 영역 나누기가 아닌 O2O를 완전체로 포지셔닝을 강화할 것으로 전망된다. 국내외 소매업 환경을 포함한 소비자 트렌드에 근거할 때 이커머스 사업 확장은 절실함에도 불구하고 이마트와 신세계의 전략 진행은 글로벌 대비 빠르지 않지만 국내에서는 주도적인 상황이다. 특히 순차입 규모가 이마트(연결) 35,000억원, 신세계(연결) 25,000억원인 점에 근거할 때 내수 산업에서 경쟁력을 갖춘 PEF들을 통한 자금 조달 방식 또한 매우 긍정적으로 판단된다. 다만 물적 분할 이후 신규 법인 설립 과정에서 1) 이마트와 신세계간 지분 비중이 신설 법인 운영을 위한 합리적인 구조로 이어져야 할 것이며 2) 신설 법인의 신규 투자와 가이드선과 단계적으로 구체화가 제시될 때 신설 법인에 대한 가치 평가도 구체화 될 전망이다.

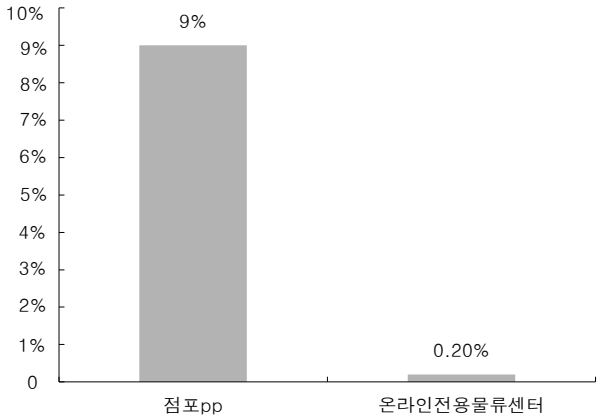
2019년 베이스 부담 완화 이마트 TP 320,000원 유지

2018년 실적은 연결 자회사들 대비 이마트 본업에서의 고정비 부담뿐만 아니라 매출 부진도 다소 부담스러운 이유로 판단된다. 그러나 동사는 할인점 모델의 정체성 극복을 위해 하반기 중 전문점 출점을 확대했다. 다만 다양한 포맷에 대한 테스트와 시행착오를 고려할 때 2019년 수익성 개선은 구체화 될 전망이다. 목표주가는 기존 320,000원을 유지한다. 산업 전반으로 2019년에도 최저임금 상승에 따른 판관비 부담은 지속될 전망이다. 그러나 이마트는 유통업계 내 가장 선제적으로 인건비 인상에 따른 판관비 효율화 작업을 진행해 왔기 때문에 경쟁업계 대비뿐만 아니라 2018년 대비 부담 완화가 전망된다. 뿐만 아니라 12월 27일 온라인 사업부문의 신설법인 설립으로 기업가치의 재평가가 구체화될 것으로 매수의견을 유지한다.

(단위:십억원배)	2016	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	11,631	12,451	13,438	14,513	15,435
영업이익	633	638	602	683	772
세전이익	482	713	704	733	799
당기순이익	384	641	536	555	605
EPS(원)	13,776	22,991	19,231	19,905	21,713
증가율(%)	-21.4	66.9	-16.4	3.5	9.1
영업이익률(%)	5.4	5.1	4.5	4.7	5.0
순이익률(%)	3.3	5.1	4.0	3.8	3.9
ROE(%)	5.2	8.0	6.5	6.5	6.7
PER	13.3	11.8	10.0	9.6	8.8
PBR	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.5	10.6	8.4	7.9	7.0

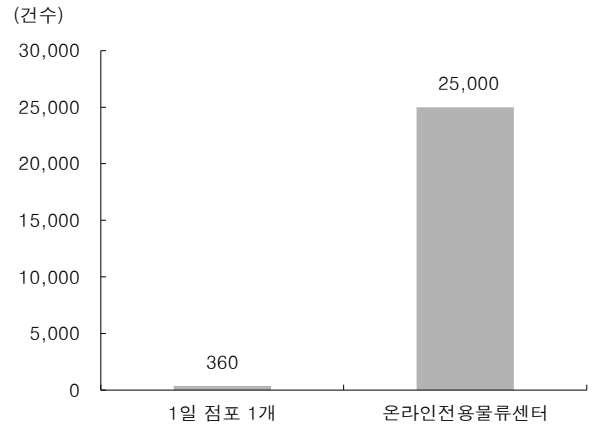
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 31. 온라인전용 센터 효과- 결품률 비교



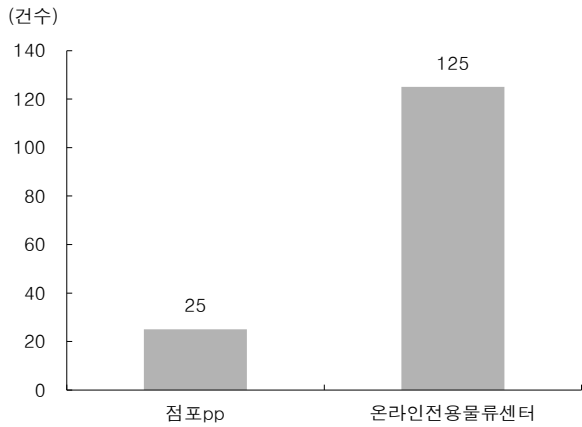
자료: SSG닷컴, IBK투자증권

그림 32. 온라인전용 센터 효과- 1일 1점포당 주문 처리량



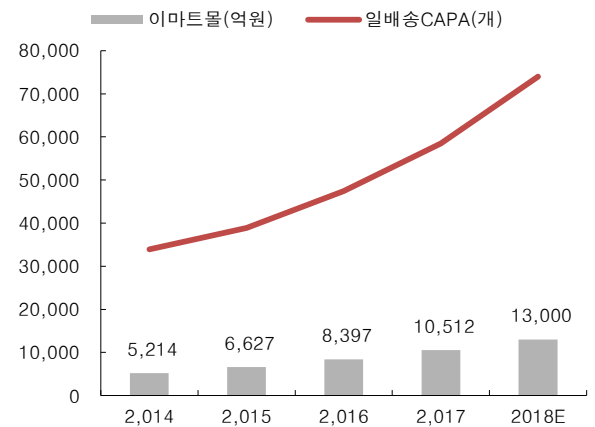
자료: SSG닷컴, IBK투자증권

그림 33. 온라인전용 센터 효과- 1인당 주문처리 효율성



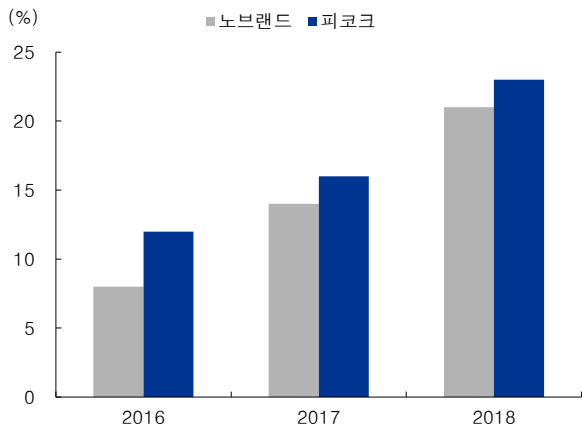
자료: SSG닷컴, IBK투자증권

그림 34. 이마트 물의 매출 추이 및 배송 Capacity 추이



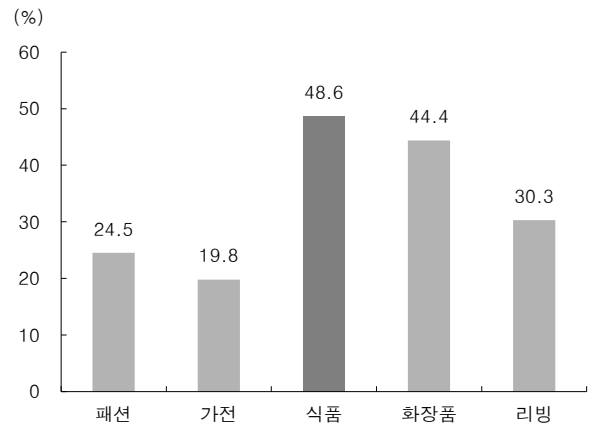
자료: SSG닷컴, IBK투자증권

그림 35. 이마트 몰 내 노브랜드 및 피코크 매출 비중 추이



자료: SSG닷컴, IBK투자증권

그림 36. 국내 온라인 채널 내 상품군별 3년 연평균 성장률



자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	11,631	12,451	13,438	14,513	15,435
증가율(%)	4.3	7.0	7.9	8.0	6.4
매출원가	8,127	8,710	9,542	10,287	10,805
매출총이익	3,504	3,741	3,895	4,226	4,631
매출총이익률 (%)	30.1	30.0	29.0	29.1	30.0
판매비	2,871	3,102	3,293	3,546	3,859
판매비율(%)	24.7	24.9	24.5	24.4	25.0
영업이익	633	638	602	683	772
증가율(%)	0.6	0.8	-5.6	13.5	12.9
영업이익률(%)	5.4	5.1	4.5	4.7	5.0
순금융손익	-58	-18	-6	6	6
이자손익	-80	-65	-44	-37	-13
기타	22	46	39	43	19
기타영업외손익	-12	197	96	21	16
중속/관계기업손익	-81	-103	11	22	5
세전이익	482	713	704	733	799
법인세	98	73	168	178	194
법인세율	20.4	10.2	23.9	24.2	24.2
계속사업이익	384	641	536	555	605
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	384	641	536	555	605
증가율(%)	-21.4	66.9	-16.4	3.5	9.1
당기순이익률 (%)	3.3	5.1	4.0	3.8	3.9
지배주주당기순이익	384	641	536	555	605
기타포괄이익	10	26	-235	0	0
총포괄이익	394	667	301	555	605
EBITDA	983	995	972	1,032	1,105
증가율(%)	1.3	1.2	-2.3	6.1	7.1
EBITDA마진율(%)	8.5	8.0	7.2	7.1	7.2

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	13,776	22,991	19,231	19,905	21,713
BPS	278,183	300,125	295,344	313,500	333,313
DPS	1,500	1,750	1,750	1,900	1,900
밸류에이션(배)					
PER	13.3	11.8	10.0	9.6	8.8
PBR	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.5	10.6	8.4	7.9	7.0
성장성지표(%)					
매출증가율	4.3	7.0	7.9	8.0	6.4
EPS증가율	-21.4	66.9	-16.4	3.5	9.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.8	0.6	0.8	0.9	0.9
ROE	5.2	8.0	6.5	6.5	6.7
ROA	2.8	4.6	3.7	3.8	4.0
ROIC	5.0	8.1	6.9	7.1	7.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	78.1	71.5	73.4	72.6	65.6
순차입금 비율(%)	41.3	35.4	34.3	31.6	25.9
이자보상배율(배)	6.7	8.1	9.9	11.7	38.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	64.6	51.6	48.0	46.5	43.0
재고자산회전율	16.8	16.8	17.6	18.5	19.5
총자산회전율	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순의 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,109	1,275	1,199	1,435	1,715
현금및현금성자산	18	20	34	92	202
유가증권	87	92	69	74	123
매출채권	214	269	291	333	386
재고자산	710	774	754	813	772
비유동자산	12,706	13,072	13,077	13,646	13,670
유형자산	8,893	8,987	9,007	9,267	9,191
무형자산	53	55	52	53	51
투자자산	3,396	3,748	3,755	3,809	3,843
자산총계	13,815	14,347	14,276	15,081	15,385
유동부채	3,197	3,198	3,240	3,611	3,417
매입채무및기타채무	681	761	754	739	849
단기차입금	222	220	274	277	232
유동성장기부채	900	729	535	635	485
비유동부채	2,863	2,783	2,803	2,732	2,676
사채	1,999	1,739	1,863	1,763	1,763
장기차입금	155	355	255	255	255
부채총계	6,060	5,981	6,043	6,342	6,093
지배주주지분	7,755	8,366	8,233	8,739	9,291
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,194	4,194	4,194
자본조정등	376	376	898	898	898
기타포괄이익누계액	1,023	1,089	0	0	0
이익잉여금	1,979	2,524	3,002	3,508	4,061
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	7,755	8,366	8,233	8,739	9,291
비이자부채	2,749	2,903	3,117	3,412	3,359
총차입금	3,311	3,077	2,927	2,930	2,734
순차입금	3,206	2,964	2,824	2,764	2,409

현금흐름표

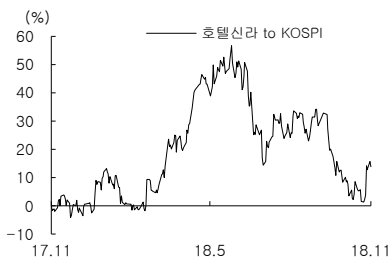
(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	731	724	767	707	1,004
당기순이익	384	641	536	555	605
비현금성 비용 및 수익	630	410	330	296	306
유형자산감가상각비	337	344	358	339	326
무형자산상각비	13	13	12	9	7
운전자본변동	-164	-219	-52	-107	105
매출채권등의 감소	-67	-55	-22	-42	-53
재고자산의 감소	-70	-96	6	-60	42
매입채무등의 증가	33	80	-8	-14	110
기타 영업현금흐름	-119	-109	-47	-37	-13
투자활동 현금흐름	-742	-506	-475	-992	-439
유형자산의 증가(CAPEX)	-448	-549	-535	-600	-250
유형자산의 감소	24	150	181	0	0
무형자산의 감소(증가)	-10	-11	-7	-10	-5
투자자산의 감소(증가)	-183	-96	-235	-150	-51
기타	-124	0	121	-232	-133
재무활동 현금흐름	16	-216	-336	343	-609
차입금의 증가(감소)	-305	-160	-69	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	320	-55	-267	343	-609
기타 및 조정	0	0	57	0	0
현금의 증가	5	2	13	58	-45
기초현금	13	18	20	34	92
기말현금	18	20	34	92	47

매수 (신규)

목표주가	100,000원
현재가 (11/20)	83,200원
KOSPI (11/20)	2,082.58pt
시가총액	3,303십억원
발행주식수	40,000천주
액면가	5,000원
52주 최고가	132,000원
최저가	71,300원
60일 일평균거래대금	57십억원
외국인 지분율	29.4%
배당수익률 (2018F)	0.4%
주주구성	
삼성생명보험 외 5인	17.36%
국민연금	12.07%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	6% -18% 17%
절대기준	3% -31% -4%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	
목표주가	100,000	-	
EPS(18)	3,729	-	
EPS(19)	4,966	-	

호텔신라 상대주가 (%)



호텔신라 (008770)

글로벌 포트폴리오 전개로 리스크 방어

단체관광 회복 시그널, 우선 긍정적

10월 국내 면세점 매출액은 전년대비 28.6% 증가했으며 외국인 매출 성장률은 전년대비 35.5%를 시현했다. 최근 언론 보도에 따르면 중국 온라인 최대 여행사 시트립을 중심으로 한국행 단체관광 패키지 판매 여부와 관련된 혼선이 있었다. 10월 면세점 매출 흐름과 외국인 매출 성장률 추이에 근거할 때 향후 단체관광에 대한 규제가 완화된다 해도 국내 면세점 매출에 폭발적 모멘텀을 주기에는 제한적으로 판단된다. 이미 국내 면세점에는 파이코 중심의 외국인 매출 증가로 2018년 분기 평균 43~45억달러(US) 수준이 유지되고 있기 때문이다. 그럼에도 단체관광의 회복은 분명히 국내 면세점에는 플러스 요인임에 분명하다.

시장 리스크는 공통 사항이지만 포트폴리오 구성 우위

호텔신라는 2018년 싱가포르를 중심으로 해외 사업의 개선이 구체적이며, 연초부터 신규로 운영하는 홍콩은 그랜드 오픈으로 포지셔닝에도 속도를 높이고 있다. 이는 지속되는 알선수수료 경쟁 부담에도 S급 명품에 대한 바이오파워를 키우는 직접적인 근거로 작용하고 있어 2019년 차별화는 구체적일 전망이다.

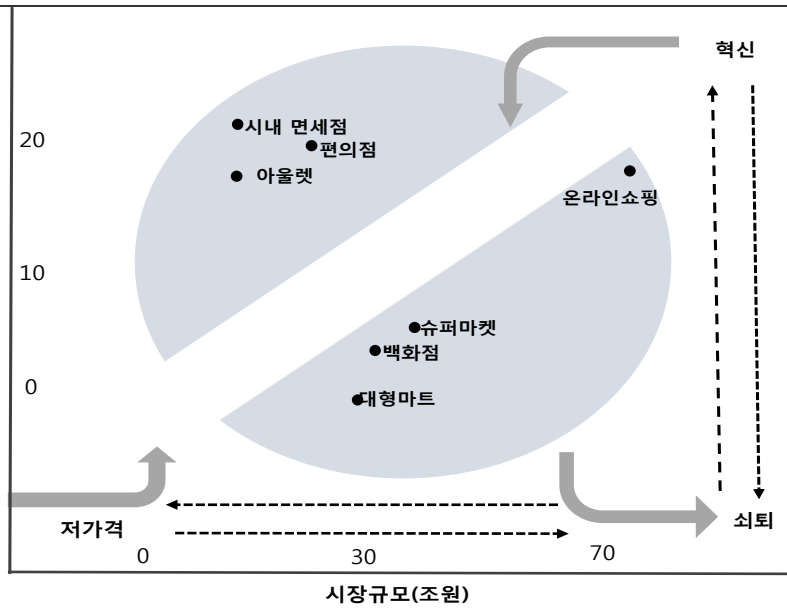
목표주가 10만원 제시하며 분석 재개

미중간의 무역전쟁에 따른 중국 내수 경기 둔화, 중국 증시 하락 및 부동산경기 둔화 등 한국 면세의 주 소비층인 중산층의 가치분소득 악화를 배경으로 실질적인 FITT의 구매력 부담이 우려된다. 이를 바탕으로 호텔신라의 목표주가는 12개월 Forward EPS 4,863원 기준 Target P/E 20배(2018년 Trailing P/E 24.6배와 2019년F P/E 17.2배의 평균값)를 적용했다.

(단위:십억원배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	3,715	4,011	4,733	5,345	6,194
영업이익	79	73	218	269	311
세전이익	52	45	202	269	317
지배주주순이익	28	25	149	199	234
EPS(원)	696	632	3,729	4,966	5,853
증가율(%)	50.6	-9.1	489.9	33.2	17.9
영업이익률(%)	2.1	1.8	4.6	5.0	5.0
순이익률(%)	0.7	0.6	3.2	3.7	3.8
ROE(%)	4.0	3.8	20.2	22.1	21.3
PER	69.2	134.3	22.3	16.8	14.2
PBR	2.9	5.1	4.1	3.4	2.7
EV/EBITDA	15.1	26.1	12.1	10.0	8.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 37. 국내 면세점과 소매 업체간 경쟁



자료: 전환기 맞은 면세산업의 과제와 미래(숙명여대 경영학부 서용구 교수 특강 중), IBK투자증권

표 38. 면세점, 2018년 리뷰 및 2019년 전망

면세점	2018년 리뷰	2019년 전망
사업 환경	<ul style="list-style-type: none"> - 신규 출점 및 중국 다이공(보따리상)의 활약으로 시장 확대 - 인천공항 제2터미널 오픈에 따른 면세사업자 추가 및 시내면세점 오픈(3곳) / 다이공 매출 확대 - 면세업계 2강 구도에서 3강 구도로 재편 	<ul style="list-style-type: none"> - 미중 무역분쟁 및 중국의 규제 등에 따른 타격 우려 - 중국의 소비심리 약화 / 中 다이공 및 웨이상 규제 강화 - 세법개정안 발효 가능성 및 면세한도 증액은 긍정 요인
업계 대응	<ul style="list-style-type: none"> - 경쟁심화에 따라 고객 확보 위한 판촉 강화 - 가격 이벤트를 통해 고객 이탈방지 및 신규 고객 확보에 주력 - 백화점, 쇼핑몰, 호텔 등 주변 인프라 활용한 업체간 시너지 창출 도모 	<ul style="list-style-type: none"> - 해외 사업 강화 통해 신규 수익원 확보 모색 예상 - 해외 면세점 인수 및 해외공항 신규 입찰 등 - VIP 고객 확보 위해 럭셔리 서비스 제공 등 차별화

자료: 2019년 리테일매거진 유통 대전망 중 이마트 유통산업연구소, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	3,715	4,011	4,733	5,345	6,194
증가율(%)	14.3	8.0	18.0	12.9	15.9
매출원가	2,040	2,363	2,506	2,802	3,247
매출총이익	1,676	1,649	2,227	2,543	2,947
매출총이익률 (%)	45.1	41.1	47.1	47.6	47.6
판매비	1,597	1,576	2,009	2,275	2,636
판매비율(%)	43.0	39.3	42.4	42.6	42.6
영업이익	79	73	218	269	311
증가율(%)	2.4	-7.4	198.3	23.3	15.9
영업이익률(%)	2.1	1.8	4.6	5.0	5.0
순금융손익	-11	-15	-9	-3	2
이자손익	-18	-15	-8	-3	2
기타	7	0	-1	0	0
기타영업외손익	-16	-13	-10	3	4
중속/관계기업손익	0	0	2	0	0
세전이익	52	45	202	269	317
법인세	25	19	53	70	83
법인세율	46.9	43.5	26.1	26.2	26.2
계속사업이익	28	25	149	199	234
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	28	25	149	199	234
증가율(%)	50.6	-9.1	490.0	33.1	17.9
당기순이익률 (%)	0.7	0.6	3.2	3.7	3.8
지배주주당기순이익	28	25	149	199	234
기타포괄이익	4	-6	3	0	0
총포괄이익	32	19	152	199	234
EBITDA	153	145	289	327	363
증가율(%)	1.5	-5.8	99.8	13.3	10.9
EBITDA마진율(%)	4.1	3.6	6.1	6.1	5.9

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	696	632	3,729	4,966	5,853
BPS	16,539	16,687	20,148	24,782	30,256
DPS	350	350	350	400	400
밸류에이션(배)					
PER	69.2	134.3	22.3	16.8	14.2
PBR	2.9	5.1	4.1	3.4	2.7
EV/EBITDA	15.1	26.1	12.1	10.0	8.4
성장성지표(%)					
매출증가율	14.3	8.0	18.0	12.9	15.9
EPS증가율	50.6	-9.1	489.9	33.2	17.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	0.4	0.4	0.5	0.5
ROE	4.0	3.8	20.2	22.1	21.3
ROA	1.3	1.2	6.5	8.0	8.3
ROIC	2.9	3.0	20.3	29.5	38.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	208.5	236.7	189.0	165.1	150.2
순차입금 비율(%)	61.2	59.2	24.8	-1.7	-20.1
이자보상배율(배)	2.4	3.3	12.1	19.5	22.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	40.7	41.1	44.2	36.9	37.6
재고자산회전율	7.9	8.3	8.4	8.1	8.2
총자산회전율	1.8	1.9	2.1	2.2	2.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,079	1,198	1,269	1,593	1,991
현금및현금성자산	347	474	313	530	759
유가증권	0	0	13	14	17
매출채권	118	77	137	152	177
재고자산	471	500	628	697	808
비유동자산	962	1,051	1,062	1,037	1,039
유형자산	707	693	683	633	588
무형자산	48	44	41	33	27
투자자산	204	286	304	334	382
자산총계	2,041	2,250	2,331	2,630	3,030
유동부채	740	910	1,040	1,250	1,425
매입채무및기타채무	206	273	294	327	379
단기차입금	53	22	26	29	34
유동성장기부채	100	200	50	150	150
비유동부채	639	672	484	388	394
사채	599	649	449	349	349
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	1,379	1,582	1,525	1,638	1,819
지배주주지분	662	667	806	991	1,210
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
자본조정등	-104	-104	-104	-104	-104
기타포괄이익누계액	-2	-6	-3	-3	-3
이익잉여금	371	382	517	703	922
비지배주주지분	0	1	1	1	1
자본총계	662	668	807	992	1,211
비이자부채	628	712	999	1,110	1,286
총차입금	752	870	525	528	533
순차입금	405	396	200	-17	-243

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	121	207	147	204	201
당기순이익	28	25	149	199	234
비현금성 비용 및 수익	139	130	130	58	46
유형자산감가상각비	61	58	59	50	45
무형자산상각비	14	13	11	8	6
운전자본변동	-23	66	-117	-50	-80
매출채권등의 감소	-45	40	-60	-15	-24
재고자산의 감소	-2	-35	-157	-69	-111
매입채무등의 증가	3	70	54	33	52
기타 영업현금흐름	-23	-15	-15	-3	2
투자활동 현금흐름	148	-162	-74	-52	-83
유형자산의 증가(CAPEX)	-67	-65	-58	0	0
유형자산의 감소	0	4	6	0	0
무형자산의 감소(증가)	1	1	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	183	-103	-28	-30	-48
기타	32	0	5	-22	-36
재무활동 현금흐름	-245	85	-236	66	111
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-245	85	-236	66	111
기타 및 조정	-3	-3	1	0	0
현금의 증가	21	128	-162	218	229
기초현금	326	347	474	313	530
기말현금	347	474	313	530	759

매수 (유지)

목표주가 150,000원
현재가 (11/20) 91,900원

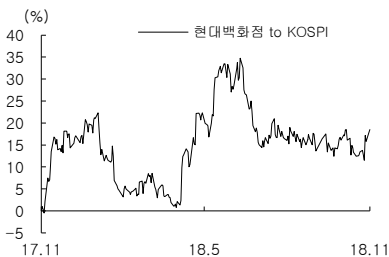
KOSPI (11/20)	2,082.58pt
시가총액	2,151십억원
발행주식수	23,402천주
액면가	5,000원
52주 최고가	119,500원
최저가	84,200원
60일 일평균거래대금	8십억원
외국인 지분율	29.3%
배당수익률 (2018F)	0.9%

주주구성	
정몽근 외 3인	36.08%
국민연금	10.89%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	3%	0%	22%
절대기준	-1%	-16%	1%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	150,000	150,000	-
EPS(18)	11,215	11,168	▲
EPS(19)	14,782	14,781	▲

현대백화점 상대주가 (%)



현대백화점 (069960)

본업 회복과 15년만의 신사업 확장

3분기 수익성 증가 확인

백화점 3사의 국내 실적 동향은 동사를 중심으로 기존점 매출액의 턴어라운드 가 이어졌다. 기존점 회복세를 바탕으로 3분기 영업이익은 면세점 관련 비용 부담에도 15% 성장성을 확인시켜 주었기 때문이다. 외형대비 영업이익의 증가와 영업이익률 개선 만큼은 매우 긍정적인 결과를 시현했다. 수익성 개선의 주된 이유는 국내의 기후 및 생활환경 변화에 따른 대대적인 가전업계 패러다임 변화로 12개월 이상 대부분의 유통 채널 내에서 가전제품의 꾸준한 성장이 이어지고 있기 때문이다. 과거와 달리 가전 수요는 계절성의 한계를 넘어 환경 이슈와 함께 청정기, 건조기, 고가의 청소기, 의류스타일러, 정수기 등 다양한 카테고리 내에서 가격대별 품목 다양하고 동시에 나타나고 있어 특정 구매 주기에 국한되지 않을 것으로 전망된다. 2018년 온라인 부문은 2017년에 이어 월평균 20% 이상의 성장성 시현은 매우 긍정적 결과. 현대닷컴(백화점)의 매출 성장률이 50~60% 수준으로 확대됨에 따라 현대에이치몰 비중(80%)도 단계적으로 축소되고 있어 2017년 기준 온라인몰의 2% 영업이익률시현도 가능한 것으로 추정된다.

목표주가 150,000만원 매수의견 유지

국내 유통업이 시내 면세점의 회복 이슈를 반영하며 동사의 주가 또한 2018년 Trailing P/E는 9배로 상향 거래 중이다. 여기에 본업 회복은 경쟁사 대비 밸류에이션 모멘텀을 더 해 주고 있다. 한편 현대백화점의 면세점은 2018년 11월 1일 출점으로 면세 사업을 본격화 했다. 총 투자비 2,000억원(인테리어 660억원, 운전 자본 1,100억원, 전산투자 240억원)이 예상된다. 기존 무역점 중 3,300평 활용 예정으로 면세점 사업에 대한 5년 투자비는 4천억원(5년간 기부금 500억원)이며 출점 시점에서는 2,000억원 계획이 가능할 전망이다. 금년말 15년만의 신사업 시작과 전호점 4천평 리뉴얼 확장(증축후 14,840평)으로 연간 총매출액 4,000억원(18년 3,600억원) 시현이 가능할 전망이다.

(단위:십억원,배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,832	1,848	1,847	2,117	2,510
영업이익	383	394	374	440	561
세전이익	436	446	433	479	583
지배주주순이익	276	254	273	340	409
EPS(원)	11,784	10,841	11,648	14,518	17,456
증가율(%)	14.5	-8.0	7.4	24.6	20.2
영업이익률(%)	20.9	21.3	20.3	20.8	22.4
순이익률(%)	17.5	16.4	17.4	17.2	17.4
ROE(%)	7.7	6.6	6.7	7.8	8.6
PER	9.2	9.6	9.2	7.4	6.2
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	7.2	6.6	6.2	5.4	4.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,832	1,848	1,849	2,139	2,510
증가율(%)	10.6	0.9	0.1	15.7	17.3
매출원가	315	312	318	449	602
매출총이익	1,517	1,536	1,532	1,690	1,908
매출총이익률 (%)	82.8	83.1	82.8	79.0	76.0
판매비	1,133	1,143	1,147	1,247	1,355
판매비율(%)	61.9	61.8	62.0	58.3	54.0
영업이익	383	394	385	445	561
증가율(%)	5.6	2.7	-2.3	15.6	26.2
영업이익률(%)	20.9	21.3	20.8	20.8	22.4
순금융손익	-6	-3	-3	-18	-16
이자손익	-7	-5	-9	-28	-22
기타	2	2	6	10	6
기타영업외손익	20	7	21	21	10
중속/관계기업손익	39	47	21	52	20
세전이익	436	446	424	500	575
법인세	115	143	113	130	141
법인세율	26.3	32.2	26.5	26.0	24.5
계속사업이익	321	302	312	370	434
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	321	302	312	370	434
증가율(%)	14.6	-5.9	3.2	18.7	17.3
당기순이익률 (%)	17.5	16.4	16.9	17.3	17.3
지배주주당순이익	276	254	262	346	406
기타포괄이익	-8	32	-17	0	0
총포괄이익	313	334	295	370	434
EBITDA	527	536	619	650	775
증가율(%)	7.6	1.9	15.3	5.1	19.1
EBITDA마진율(%)	28.8	29.0	33.4	30.4	30.9

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	11,784	10,841	11,215	14,782	17,343
BPS	157,840	169,016	177,179	191,190	207,761
DPS	700	800	800	800	800
밸류에이션(배)					
PER	9.2	9.6	8.2	6.2	5.3
PBR	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.2	6.6	5.4	4.7	3.7
성장성지표(%)					
매출증가율	10.6	0.9	0.1	15.7	17.3
EPS증가율	14.5	-8.0	3.4	31.8	17.3
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9
ROE	7.7	6.6	6.5	8.0	8.7
ROA	5.0	4.5	4.5	5.1	5.8
ROIC	7.7	6.9	6.7	7.7	9.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	52.8	46.8	46.5	40.6	34.6
순차입금 비율(%)	14.1	9.3	10.5	4.1	0.0
이자보상배율(배)	24.5	33.5	16.1	9.7	14.9
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.2	3.1	3.0	3.4	3.8
재고자산회전율	30.7	30.8	27.1	25.8	25.8
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,150	1,003	1,493	1,744	2,096
현금및현금성자산	70	86	527	545	602
유가증권	180	104	119	183	251
매출채권	597	612	622	641	678
재고자산	60	60	76	90	105
비유동자산	5,437	5,774	5,603	5,561	5,461
유형자산	4,577	4,811	4,857	4,778	4,635
무형자산	45	44	42	41	40
투자자산	702	789	646	673	704
자산총계	6,587	6,777	7,096	7,305	7,557
유동부채	1,326	1,745	1,435	1,264	1,058
매입채무및기타채무	450	456	414	427	377
단기차입금	180	40	78	61	75
유동성장기부채	100	580	580	380	280
비유동부채	951	414	817	843	886
사채	399	0	399	399	399
장기차입금	180	0	100	100	100
부채총계	2,277	2,160	2,252	2,108	1,944
지배주주지분	3,694	3,955	4,146	4,474	4,862
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
자본조정등	-111	-126	-127	-127	-127
기타포괄이익누계액	40	66	24	24	24
이익잉여금	3,035	3,287	3,521	3,849	4,236
비지배주주지분	617	662	698	723	751
자본총계	4,311	4,618	4,845	5,197	5,613
비이자부채	1,418	1,540	1,095	1,168	1,089
총차입금	859	620	1,157	940	854
순차입금	609	429	511	212	2

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	442	437	427	473	501
당기순이익	321	302	312	370	434
비현금성 비용 및 수익	262	280	269	149	190
유형자산감가상각비	142	141	232	204	212
무형자산상각비	2	2	2	1	1
운전자본변동	-42	-42	-101	-19	-102
매출채권등의 감소	-40	-14	-12	-19	-37
재고자산의 감소	0	-1	-16	-14	-16
매입채무등의 증가	11	6	-42	13	-50
기타 영업현금흐름	-99	-103	-53	-28	-22
투자활동 현금흐름	-524	-146	-137	-362	-357
유형자산의 증가(CAPEX)	-334	-314	-294	-125	-70
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-3	-4	188	-27	-31
기타	-188	173	-31	-210	-255
재무활동 현금흐름	108	-275	151	-92	-158
차입금의 증가(감소)	0	0	100	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	108	-275	51	-92	-158
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	26	16	440	19	-14
기초현금	44	70	86	527	545
기말현금	70	86	527	545	532

매수 (유지)

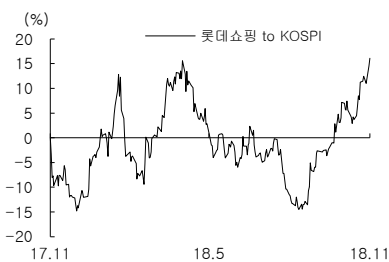
목표주가	280,000원
현재가 (11/20)	229,000원
KOSPI (11/20)	2,082.58pt
시가총액	6,478십억원
발행주식수	28,289천주
액면가	5,000원
52주 최고가	264,000원
최저가	179,000원
60일 일평균거래대금	17십억원
외국인 지분율	20.4%
배당수익률 (2018F)	2.5%

주주구성	
신동빈 외 14 인	60.67%
Orbis Investment Management Limited 외 19 인	5.00%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	10%	16%	20%
절대기준	7%	-2%	-2%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	280,000	280,000	-
EPS(18)	-717	-717	-
EPS(19)	10,475	10,475	-

롯데쇼핑 상대주가 (%)



롯데쇼핑 (023530)

중국 영향에서 벗어나 이커머스로 방향성 제시

턴어라운드 시작

2018.3Q(yoy) 연결 신뢰계기준 실적은 총매출액 6,143십억원(+1.7%), 순매출액 4,675십억원(+2.5%) 영업이익 199십억원(+15.3%), 순이익 208십억원(17.3Q -533억원)으로 전사 턴어라운드를 시험했다. 1) 백화점은 매출액 성장률이 3.9%(국내 +4.2%, 기존점 3.8%)로 대형점(+5%)이 주도했다. 핵심 카테고리(해외패션 +12%, 생활가전 +6.5%, 남성스포츠 +4.8%, 식품 +3.7%, 여성 -0.2%, 잡화 -1.8%)의 성장성이 뒷받침되었다. 해외 기존점은 인도네시아(+8.7%), 베트남(+5.3%)의 약진으로 적자폭이 감소했다. 2) 할인점은 매출액 3.7%(국내 +4.5%, 기존점 1.6%)로 국내는 신선식품(+7.1%), 밀솔루션(+7.0%), 가공식품(+5.6%) 등의 카테고리에서 판매호조를 나타냈다. 3) 하이마트, 수퍼는 전년대비 역기저 부담과 리뉴얼과 폐점 비용 영향으로 영업이익 감소가 있었다. 반면에 4) 홈쇼핑은 수수료매출 부진에도 판매비 효율화를 시험했으며, 컬처웍스(영화관)는 영화간 사업의 객단가 상승과 추석매출 증대, 영화사업 흥행으로 서프라이즈(매출 +31%, 영업이익 +102%)를 시험했다.

중국의 회계적 영향도 마무리, 국내 본업으로 회복 시작

롯데쇼핑은 지난 1년 사이 중국 내 마트를 중심으로 국가적 차원의 불확실성 이슈로 전사적 펀더멘털 훼손을 반영해 왔다. 지난 2분기 중국 마트에 대한 회계적 손실은 이미 반영을 완료했다. 따라서 금번 3분기 중단사업이익 1,061억원(매각법인 차이 1,687억원, 중국 할인점 매각손실 569억원) 반영으로 동사의 중국 관련 기업가치 훼손도 해소된 것으로 판단된다. 또한 롯데쇼핑은 국내 사업에 대해서도 강도 높은 판매비 효율화 작업을 진행 중에 있는데 4분기 백화점의 기존점 성장률은 1%대의 안정적 수준이며, 성과급 충당금을 미리 설정함에 따라 전년 대비 약 10% 이상의 판매비 효율화도 이어질 전망이다. 롯데쇼핑의 목표주가 280,000원을 유지한다. 사업정상화를 기준(19F Forward EPS 15,172원) 최근 시장 밸류에이션 조정분을 반영한 Target P/E 18.5배(IBK유통대비 30%할증)를 적용했다.

(단위:십억원배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	24,114	18,180	18,645	19,634	21,069
영업이익	763	530	582	792	897
세전이익	320	-170	139	458	658
지배주주순이익	168	-136	-20	296	441
EPS(원)	5,341	-4,437	-717	10,475	15,596
증가율(%)	흑전	적전	적지	흑전	48.9
영업이익률(%)	3.2	2.9	3.1	4.0	4.3
순이익률(%)	1.0	-0.1	0.4	1.6	2.1
ROE(%)	1.0	-0.9	-0.2	2.4	3.5
PER	41.5	-44.9	-319.6	21.9	14.7
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	11.1	7.1	6.1	6.0	5.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	24,114	18,180	18,645	19,634	21,069
증가율(%)	-17.2	-24.6	2.6	5.3	7.3
매출원가	16,243	10,544	11,062	11,697	12,852
매출총이익	7,872	7,636	7,583	7,937	8,217
매출총이익률 (%)	32.6	42.0	40.7	40.4	39.0
판매비	7,108	7,106	6,976	7,145	7,332
판매비율(%)	29.5	39.1	37.4	36.4	34.8
영업이익	763	530	582	792	897
증가율(%)	-10.6	-30.6	9.7	36.2	13.3
영업이익률(%)	3.2	2.9	3.1	4.0	4.3
순금융손익	-175	-144	-166	-188	-202
이자손익	-152	-158	-160	37	-78
기타	-23	14	-6	-226	-123
기타영업외손익	-330	-624	-808	-160	-37
총속/관계기업손익	61	68	57	15	0
세전이익	320	-170	139	458	658
법인세	195	273	71	141	217
법인세율	61.0	-160.8	50.8	30.8	33.0
계속사업이익	125	-444	68	317	441
중단사업손익	122	423	0	0	0
당기순이익	247	-21	68	317	441
증가율(%)	흑전	적전	흑전	363.0	39.1
당기순이익률 (%)	1.0	-0.1	0.4	1.6	2.1
지배주주당기순이익	168	-136	-20	296	441
기타포괄이익	-5	-63	15	0	0
총포괄이익	242	-84	84	317	441
EBITDA	1,736	1,435	1,744	1,886	1,913
증가율(%)	-5.6	-17.4	21.5	8.2	1.4
EBITDA마진율(%)	7.2	7.9	9.4	9.6	9.1

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	5,341	-4,437	-717	10,475	15,596
BPS	517,754	450,130	433,506	438,784	449,183
DPS	2,000	5,200	5,200	5,200	5,200
밸류에이션(배)					
PER	41.5	-44.9	-319.6	21.9	14.7
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	11.1	7.1	6.1	6.0	5.9
성장성지표(%)					
매출증가율	-17.2	-24.6	2.6	5.3	7.3
EPS증가율	흑전	적전	적지	흑전	48.9
수익성지표(%)					
배당수익률	1.0	2.6	2.5	2.5	2.5
ROE	1.0	-0.9	-0.2	2.4	3.5
ROA	0.6	-0.1	0.2	1.2	1.6
ROIC	1.5	-0.1	0.5	2.2	2.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	142.8	109.3	113.3	107.1	106.7
순차입금 비율(%)	65.6	29.7	25.9	30.3	29.8
이자보상배율(배)	3.4	2.2	2.4	5.3	5.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	39.1	26.4	36.3	61.2	61.6
재고자산회전율	7.3	7.8	10.5	8.6	9.4
총자산회전율	0.6	0.5	0.7	0.7	0.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	16,932	6,295	8,189	7,578	8,088
현금및현금성자산	2,269	2,626	3,924	2,851	3,866
유가증권	905	1,084	1,300	1,374	1,053
매출채권	664	716	312	330	354
재고자산	3,324	1,354	2,184	2,364	2,107
비유동자산	24,984	21,653	19,553	19,707	19,751
유형자산	15,932	14,918	14,466	14,551	14,615
무형자산	3,357	2,426	2,368	2,314	2,274
투자자산	3,656	2,146	1,671	1,735	1,674
자산총계	41,916	27,948	27,742	27,286	27,839
유동부채	13,386	8,545	8,216	7,538	6,928
매입채무및기타채무	3,765	2,175	2,392	2,199	2,107
단기차입금	1,537	923	1,196	825	737
유동성장기부채	3,521	2,155	1,766	1,766	1,766
비유동부채	11,266	6,053	6,520	6,571	7,441
사채	7,718	3,490	4,207	4,207	4,707
장기차입금	1,706	1,099	1,416	1,416	1,716
부채총계	24,652	14,597	14,736	14,110	14,369
지배주주지분	16,305	12,659	12,263	12,413	12,707
자본금	157	141	141	141	141
자본잉여금	3,911	3,506	3,541	3,541	3,541
자본조정등	153	-2,635	-2,908	-2,908	-2,908
기타포괄이익누계액	88	-83	-70	-70	-70
이익잉여금	11,996	11,730	11,560	11,709	12,003
비지배주주지분	960	693	743	764	764
자본총계	17,264	13,351	13,006	13,176	13,470
비이자부채	10,149	6,921	6,150	5,895	5,442
총차입금	14,503	7,676	8,586	8,214	8,927
순차입금	11,328	3,966	3,362	3,989	4,008

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,507	1,569	1,002	1,399	1,755
당기순이익	247	-21	68	317	441
비현금성 비용 및 수익	1,588	1,529	1,784	1,428	1,243
유형자산감가상각비	836	779	1,065	1,016	946
무형자산상각비	137	126	97	79	70
운전자본변동	-619	-78	-655	-384	150
매출채권등의 감소	-117	-131	355	-18	-24
재고자산의 감소	-47	295	-858	-179	257
매입채무등의 증가	39	358	241	-194	-92
기타 영업현금흐름	291	139	-195	37	-78
투자활동 현금흐름	-968	-1,263	528	-1,646	-906
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,207	-884	-1,398	-1,150	-1,010
유형자산의 감소	57	36	20	50	0
무형자산의 감소(증가)	-102	-69	-20	-25	-30
투자자산의 감소(증가)	-162	-37	1,650	-229	-39
기타	446	-309	275	-293	174
재무활동 현금흐름	-21	75	-254	-825	625
차입금의 증가(감소)	255	905	382	0	300
자본의 증가	0	0	1	0	0
기타	-276	-831	-636	-825	325
기타 및 조정	1	-24	21	0	0
현금의 증가	518	357	1,298	-1,073	1,475
기초현금	1,751	2,269	2,626	3,924	2,851
기말현금	2,269	2,626	3,924	2,851	4,326

매수 (신규)

목표주가 5,500원
현재가 (11/20) 4,700원

KOSPI (11/20) 2,082.58pt
시가총액 1,172십억원
발행주식수 248,301천주
액면가 2,500원
52주 최고가 6,770원
최저가 4,255원
60일 일평균거래대금 7십억원
외국인 지분율 12.1%
배당수익률 (2018F) 2.6%

주주구성
SK 외 6 인 40.33%
국민연금 6.17%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	2%	6%	-9%
절대기준	-1%	-10%	-25%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	5,500	-	-
EPS(18)	67	-	-
EPS(19)	330	-	-

SK네트웍스 상대주가 (%)



SK네트웍스 (001740)

SK매직으로 전사 펀더멘탈의 안정성 주도

핵심사업부 Car-life, SK매직의 펀더멘탈 개선 확인

SK네트웍스는 3분기까지 1) 정보통신의 단말기 판매량 174만대로 전년 대비 19만대 감소, 에너지유통 부문의 임차주유소 전환에 따른 총 주유소수 343개(소유-4, 임차 -126)로 전년 대비 판매량 감소, 상사의 화학 판매량 감소 및 7월과 8월 선적 집중 영향 그리고 이란과의 거래 감소 영향도 작용했다. 그럼에도 SK네트웍스의 전사적인 펀더멘탈 개선은 확인되었다. 2) Car-life의 렌터카 운영대수와 중고차 매각대수 증가. 워커힐도 객실 점유율이 평균 60%를 상회하며 식음료 부문에서도 수익성 개선이 뒷받침 되었기 때문이다. 또한 전체 사업 중 가장 큰 관심을 모으고 있는 SK매직이 꾸준한 계정수(17.3Q 118만계정→18.3Q 148만계정) 증가와 ARPU(평균 23,500원 신규 25,000원) 상승으로 광고비 절감에도 영업 효율성이 개선되었기 때문에 판단된다. 또한 SK매직은 4분기 약 40~50억원의 추가적인 광고비 절감을 통해 2018년 영업이익이 400억원~450억원(17년 320억원) 시현이 충분히 가능할 전망이다.

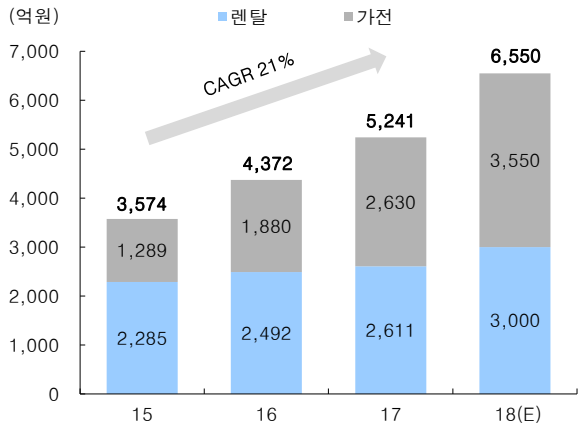
SK매직의 펀더멘탈 안착으로 전사 사업모델 안정화를 주도

SK네트웍스는 현재 AJ렌터카(지분 42.24%)에 대한 인수금액 3,000억원 수준에서 연내 인수를 완료할 전망이다. 현재 SK네트웍스의 렌터카(Car-life) 사업모델은 개인장기 68%, 단기가 20% 비중이다. 반면에 AJ렌터카는 개인단기 20%, 법인장기 60%, 법인단기 30%이며 개인장기는 거의 없는 모델이다. 향후 합병시 Car-life는 기존대비 매각가율 개선과 매각대기 기간 활용에서만 연간 100억원의 판관비 개선이 추정된다. 한편 회사는 인수 2년차인 2018년 SK매직의 가이드를 매출액 6,550억원, 영업이익 450억원을 제시하고 있다. 따라서 SK매직의 실적 개선이 전사 사업모델에 안정성을 더해주고 있어 SK네트웍스에 대한 기업가치 회복도 구체적인 전망이다. 목표주가는 기존 사업의 영업외 변동성에도 매직의 안정성을 반영 12개월 Forward EPS 308원 기준 Target P/E 17.8배(코웨이의 5년 Historical 대비 25% 할인율 적용)를 적용한 5,500원과 매수의견을 제시한다.

(단위: 십억원배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	12,905	15,202	14,288	14,730	15,214
영업이익	155	143	137	153	159
세전이익	71	63	45	95	110
지배주주순이익	-82	33	17	82	94
EPS(원)	-329	135	67	330	380
증가율(%)	적전	흑전	-50.4	393.8	15.2
영업이익률(%)	1.2	0.9	1.0	1.0	1.0
순이익률(%)	-0.6	0.2	0.1	0.5	0.6
ROE(%)	-3.3	1.4	0.7	3.4	3.9
PER	-21.0	49.4	70.4	14.3	12.4
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	11.3	9.0	7.7	7.7	7.4

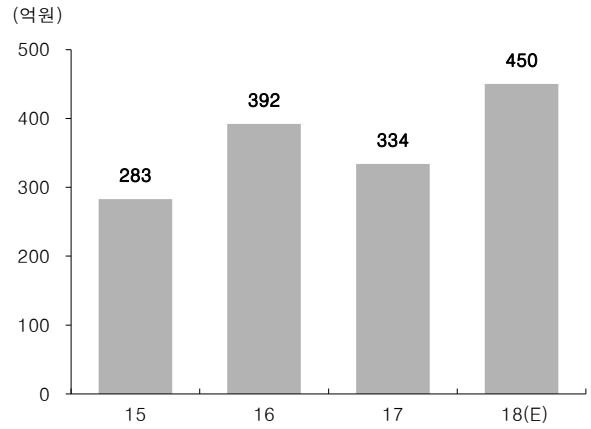
자료: Company data, IBK투자증권 예상

그림 38. SK매직의 매출액 전망



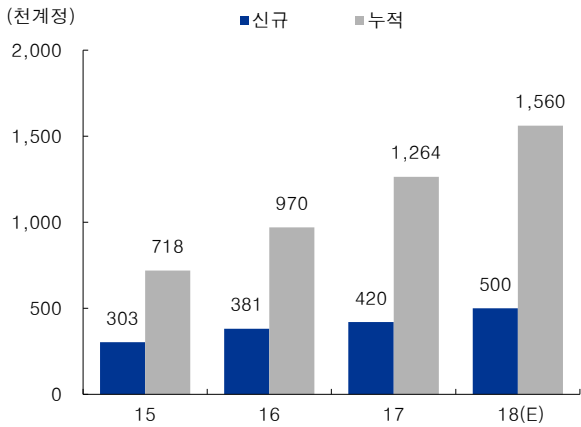
자료: SK네트웍스, IBK투자증권

그림 39. SK매직의 영업이익 전망



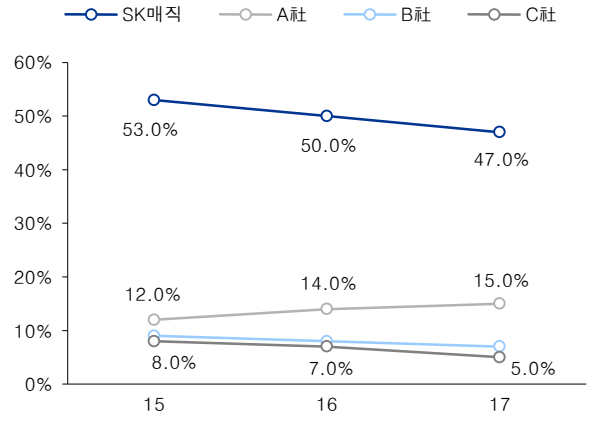
자료: SK네트웍스, IBK투자증권

그림 40. SK매직의 계정수 추이



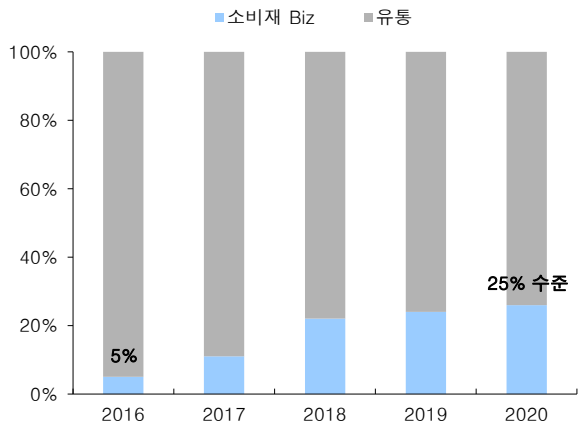
자료: SK네트웍스, IBK투자증권

그림 41. SK매직의 렌탈 신규계정 점유율



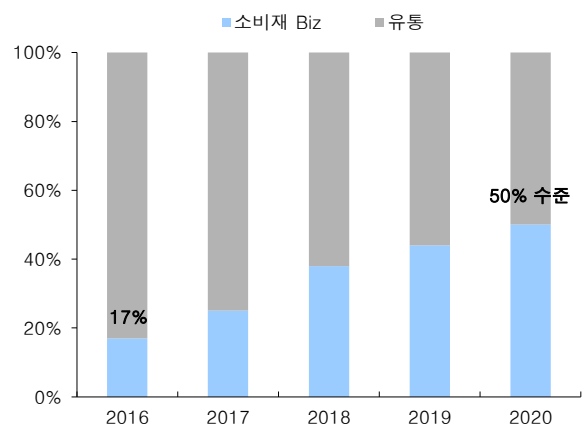
자료: SK네트웍스, IBK투자증권

그림 42. SK네트웍스의 전사 매출액 및 사업비중 전망



자료: SK네트웍스, IBK투자증권

그림 43. SK네트웍스의 전사 영업이익 전망- 소비재 비중 확대



자료: SK네트웍스, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	12,905	15,202	14,288	14,730	15,214
증가율(%)	-33.9	17.8	-6.0	3.1	3.3
매출원가	11,972	14,104	13,236	13,631	14,079
매출총이익	932	1,098	1,052	1,099	1,135
매출총이익률 (%)	7.2	7.2	7.4	7.5	7.5
판매비	777	956	915	946	977
판매비율(%)	6.0	6.3	6.4	6.4	6.4
영업이익	155	143	137	153	159
증가율(%)	-18.7	-8.1	-3.9	11.2	4.3
영업이익률(%)	1.2	0.9	1.0	1.0	1.0
순금융손익	-57	-52	-62	-53	-50
이자손익	-50	-56	-64	-53	-50
기타	-6	3	2	0	0
기타영업외손익	-28	-28	-30	-4	1
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	71	63	45	95	110
법인세	26	16	33	22	26
법인세율	37.3	26.1	74.1	23.6	23.6
계속사업이익	44	46	12	73	84
중단사업손익	-126	-12	-5	0	0
당기순이익	-82	35	17	73	84
증가율(%)	적전	흑전	-50.4	323.8	15.2
당기순이익률 (%)	-0.6	0.2	0.1	0.5	0.6
지배주주당기순이익	-82	33	17	82	94
기타포괄이익	6	-12	-4	0	0
총포괄이익	-75	22	13	73	84
EBITDA	332	386	376	353	340
증가율(%)	-2.8	16.3	-2.6	-6.0	-3.8
EBITDA마진율(%)	2.6	2.5	2.6	2.4	2.2

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	-329	135	67	330	380
BPS	9,778	9,546	9,470	9,684	9,947
DPS	100	120	120	120	120
밸류에이션(배)					
PER	-21.0	49.4	70.4	14.3	12.4
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	11.3	9.0	7.7	7.7	7.4
성장성지표(%)					
매출증가율	-33.9	17.8	-6.0	3.1	3.3
EPS증가율	적전	흑전	-50.4	393.8	15.2
수익성지표(%)					
배당수익률	1.4	1.8	2.6	2.6	2.6
ROE	-3.3	1.4	0.7	3.4	3.9
ROA	-1.0	0.4	0.2	0.9	1.0
ROIC	-2.3	0.9	0.4	1.8	2.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	258.4	207.7	237.7	238.9	228.0
순차입금 비율(%)	84.7	78.4	75.4	66.5	57.3
이자보상배율(배)	2.5	2.3	2.0	2.2	2.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.7	11.8	11.7	11.2	11.2
재고자산회전율	15.3	25.6	20.2	18.6	18.7
총자산회전율	1.5	1.9	1.9	1.9	1.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,419	2,609	3,386	3,669	3,708
현금및현금성자산	696	263	959	1,172	1,128
유가증권	10	7	6	6	6
매출채권	1,436	1,145	1,301	1,339	1,383
재고자산	550	635	779	802	828
비유동자산	5,202	4,618	4,482	4,342	4,224
유형자산	3,985	3,540	3,425	3,278	3,154
무형자산	560	555	561	554	545
투자자산	183	70	226	232	239
자산총계	8,620	7,227	7,868	8,011	7,932
유동부채	4,358	3,207	3,743	3,843	3,697
매입채무및기타채무	2,600	1,988	1,960	2,017	2,083
단기차입금	1,015	417	962	990	761
유동성장기부채	168	333	323	323	323
비유동부채	1,857	1,672	1,794	1,805	1,817
사채	1,157	979	1,128	1,128	1,128
장기차입금	405	384	309	309	309
부채총계	6,215	4,879	5,538	5,648	5,513
지배주주지분	2,428	2,370	2,352	2,405	2,470
자본금	649	649	649	649	649
자본잉여금	815	814	814	814	814
자본조정등	1	-54	-54	-54	-54
기타포괄이익누계액	-41	-52	-53	-53	-53
이익잉여금	1,005	1,012	995	1,048	1,113
비지배주주지분	-22	-22	-21	-41	-51
자본총계	2,406	2,349	2,330	2,364	2,419
비이자부채	3,470	2,766	2,815	2,897	2,992
총차입금	2,745	2,113	2,722	2,750	2,521
순차입금	2,038	1,842	1,758	1,573	1,387

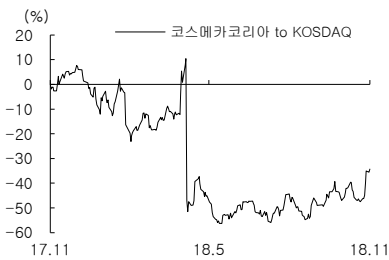
현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	15	-635	-124	286	261
당기순이익	-82	35	17	73	84
비현금성 비용 및 수익	414	354	342	268	229
유형자산감가상각비	167	231	227	189	170
무형자산상각비	9	12	12	11	11
운전자본변동	-226	-953	-387	-1	-2
매출채권등의 감소	-206	43	-123	-38	-44
재고자산의 감소	423	-188	-155	-23	-26
매입채무등의 증가	-68	-505	-72	57	66
기타 영업현금흐름	-92	-70	-97	-53	-50
투자활동 현금흐름	-563	878	158	-71	-75
유형자산의 증가(CAPEX)	-104	-157	-110	-51	-50
유형자산의 감소	20	117	48	8	5
무형자산의 감소(증가)	-3	-3	-4	-4	-2
투자자산의 감소(증가)	9	-21	56	-6	-7
기타	-485	942	167	-18	-21
재무활동 현금흐름	118	-676	662	8	-277
차입금의 증가(감소)	319	137	174	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-201	-813	488	8	-277
기타 및 조정	-2	0	0	-10	0
현금의 증가	-433	-433	696	213	-91
기초현금	1,129	696	263	959	1,172
기말현금	696	263	959	1,172	1,081

매수 (유지)

목표주가	45,000원		
현재가 (11/20)	33,900원		
KOSDAQ (11/20)	690.81pt		
시가총액	362십억원		
발행주식수	10,680천주		
액면가	500원		
52주 최고가	44,850원		
최저가	24,700원		
60일 일평균거래대금	3십억원		
외국인 지분율	14.2%		
배당수익률 (2018F)	0.7%		
주주구성			
박은희 외 3인	38.95%		
박선기 외 2인	6.29%		
주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	22%	3%	22%
절대기준	14%	-18%	7%
	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	45,000	45,000	-
EPS(18)	1,815	1,815	-
EPS(19)	1,966	1,966	-

코스메카코리아 상대주가 (%)



코스메카코리아 (241710)

신대륙 진출로 레벨업 VS 중국 회복 필요

잉글우드랩 인수 성적표 A+

코스메카코리아의 3분기는 무엇 보다 미국법인(신규)의 매출액 398억원 및 영업이익률 12.3% 시현에 있는 것으로 판단된다. 우선 1)한국은 온라인 고객사의 수주 증가, 로드샵 및 홈쇼핑 고객사의 회복이 있었던 반면 2)중국인 오프라인 고객사의 수주량 감소였던 반면에 온라인 고객사에 대응 미흡의 영향을 받았다. 3)미국은 3분기 연결 실적에서 기대 이상의 결과를 시현했다. 구잉글우드랩의 80여개 고객사들의 매출 개선과 한국 법인의 고객 확대로 생산성 효율화(잉글우드랩 영업이익률 12.3%)를 시현했기 때문이다. 다만 중국의 영업적자는 매출액 감소에 따른 고정비 부담 등의 영향 때문이나 다소 우려가 되는 부분이다.

중국의 아쉬움을 미국의 가능성으로

한국법인의 3분기는 계절적 비수에 추석에 따른 생산성 하락, 인센티브 및 주 52시간 근무제로 영업이익률의 0.5%~1% 일시적 하락이 추정된다. 반면에 홈쇼핑과 로드샵 고객사들의 안정화가 나타나고 있어 4분기 수익성 개선이 가능할 전망이다. 중국의 매출액 및 수익성 감소는 온라인 채널의 경쟁심화와 이에 대한 동사의 대응력이 떨어진 영향 때문으로 판단된다. 국내의 경쟁사들의 신공장 확대가 상해 인근으로 집중되고 2019년엔 경쟁이 더욱 치열해질 전망이다. 그럼에도 미국법인은 인수 반년 만에 매니지먼트 개선에 따른 생산성 효율화로 과거 대비 약 2%p 이상의 영업이익률 상승이 나타나며 서프라이즈를 시현한 것으로 판단된다.

2018년 상반기, 목표주가 45,000원 매수유지

코스메카코리아의 목표주가 45,000원과 매수의견을 유지한다. 국내 화장품 업계는 M/S의 60~70%를 차지하는 면세점 내 다이공 규제 이슈가 부각되고 있어 최근 Valuation 조정이 집중되었다. 또한 중국은 IPO이후 300억원의 투자가 집행된 지역으로 신공장을 통한 생산 효율화를 위해서는 구체적인 영업력 개선이 요구된다. 그러나 동사는 한국 내 신규 고객사 발굴로 사업 모델의 안정화, 미국과의 시너지 연계도 속도를 내고 있어 전사적 사업 역량은 레벨 업을 강화할 전망이다.

(단위: 십억원배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	165	182	317	404	481
영업이익	13	11	23	31	42
세전이익	13	11	23	25	36
지배주주순이익	12	10	19	21	28
EPS(원)	1,349	845	1,815	1,966	2,593
증가율(%)	114.7	-37.4	114.8	8.3	31.9
영업이익률(%)	7.9	6.0	7.3	7.8	8.8
순이익률(%)	7.0	5.4	6.1	5.2	5.8
ROE(%)	18.0	9.1	15.5	14.4	16.5
PER	41.5	76.9	18.7	17.2	13.1
PBR	5.7	6.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	15.8	21.1	12.0	9.8	7.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 39. 코스메카코리아 지역별 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %, %o)

	17.1Q	17.2Q	17.3Q	17.4Q	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	2017	2018	yoy
매출액	506	499	373	446	532	796	953	891	1,823	3,172	74.0
한국법인	449	461	305	391	463	702	490	515	1,605	2,170	35.2
미국법인	-	-	-	-	-	-	398	335	-	733	-
중국법인	89	84	91	96	83	113	89	96	361	381	5.5
연결조정	-32	-46	-23	-41	-15	-19	-24	-55	-143	-113	-
영업이익	48	52	5	4	6	96	60	69	109	232	110.6
영업이익률	9.5	10.5	1.3	0.9	1.2	12.1	6.3	7.3	6.0	7.3	1.3
세전이익	42	56	11	1	23	98	50	61	107	230	116.0
순이익	35	49	7	9	21	80	45	48	99	194	95.1

자료: 코스메카코리아, IBK투자증권

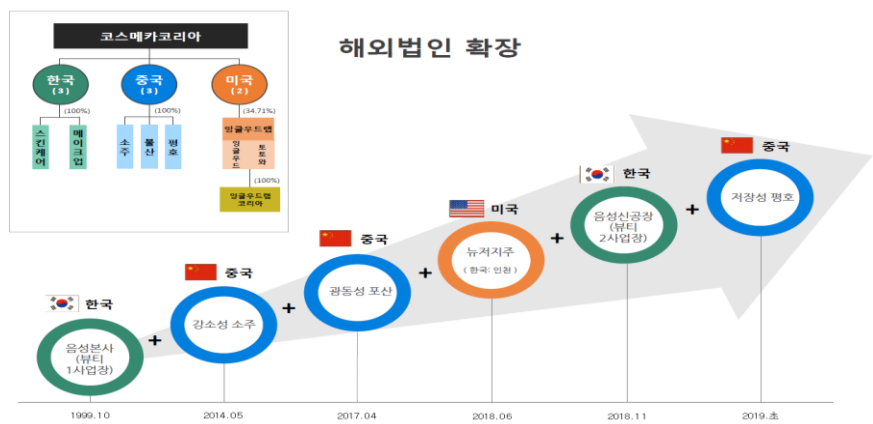
표 40. 목표주가 45,000원, 매수유지

(단위: 원, 천 주)

	유지
2018년F EPS / 12개월 Forward EPS 2019F EPS	1,815/ 1,953 1,966
Target P/E	23배 (BK화장품 커버리지 평균 대비 5% 프리미엄 적용 하반기 내수 신규 고객사의 비중 안정화, 미국 사업 포트폴리오 확대, 다만 잉글우드랩과의 연결 회계에 따른 일시적 부담 적용)
보유순현금	10억원
목표주가 (발행주식수 10,680)	45,000

자료: IBK투자증권

그림 44. 해외법인 확장 현황



자료: 코스메카코리아, IBK투자증권

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	165	182	317	404	481
증가율(%)	66.6	10.4	74.0	27.2	19.1
매출원가	130	143	254	324	385
매출총이익	35	39	63	80	96
매출총이익률 (%)	21.3	21.4	19.8	19.7	20.0
판매비	22	28	40	48	54
판매비율(%)	13.3	15.3	12.5	12.0	11.2
영업이익	13	11	23	31	42
증가율(%)	105.5	-16.3	110.6	35.2	35.2
영업이익률(%)	7.9	6.0	7.3	7.8	8.8
순금융손익	0	0	-1	-7	-6
이자손익	0	0	-2	-8	-7
기타	0	-1	1	1	0
기타영업외손익	0	0	1	1	-1
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	13	11	23	25	36
법인세	2	1	4	4	8
법인세율	14.1	6.9	15.9	16.6	22.0
계속사업이익	12	10	19	21	28
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	10	19	21	28
증가율(%)	128.8	-13.7	95.1	8.3	31.9
당기순이익률 (%)	7.0	5.4	6.1	5.2	5.8
지배주주당기순이익	12	10	19	21	28
기타포괄이익	0	-1	1	0	0
총포괄이익	11	9	20	21	28
EBITDA	16	15	33	41	50
증가율(%)	79.5	-6.9	125.9	21.9	24.2
EBITDA마진율(%)	9.6	8.1	10.5	10.1	10.5

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,349	845	1,815	1,966	2,593
BPS	9,816	10,624	12,790	14,556	16,949
DPS	0	200	200	200	200
밸류에이션(배)					
PER	41.5	76.9	18.7	17.2	13.1
PBR	5.7	6.1	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	15.8	21.1	12.0	9.8	7.4
성장성지표(%)					
매출증가율	66.6	10.4	74.0	27.2	19.1
EPS증가율	114.7	-37.4	114.8	8.3	31.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.6	0.7	0.7	0.7
ROE	18.0	9.1	15.5	14.4	16.5
ROA	10.8	6.8	8.6	6.9	8.5
ROIC	26.5	15.6	15.8	12.1	15.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	36.4	33.1	70.0	60.0	54.0
순차입금 비율(%)	-45.8	-31.8	-0.7	-1.8	-13.0
이자보상배율(배)	32.2	113.0	8.4	3.9	6.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	6.1	5.8	8.9	9.2	9.1
재고자산회전율	13.1	11.9	16.8	18.0	19.1
총자산회전율	1.6	1.2	1.4	1.3	1.5

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	101	91	141	145	187
현금및현금성자산	50	38	66	30	23
유가증권	0	0	2	32	62
매출채권	31	32	40	48	58
재고자산	15	15	22	22	28
비유동자산	42	61	156	165	151
유형자산	38	53	105	101	96
무형자산	1	3	44	43	42
투자자산	2	2	6	19	11
자산총계	143	151	297	310	338
유동부채	36	35	68	71	72
매입채무및기타채무	23	22	31	34	38
단기차입금	2	2	14	11	10
유동성장기부채	0	0	5	10	10
비유동부채	2	3	54	46	46
사채	0	0	12	12	12
장기차입금	0	0	35	25	25
부채총계	38	38	122	116	119
지배주주지분	105	113	137	155	181
자본금	3	3	5	5	5
자본잉여금	70	70	72	72	72
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	-1	0	0	0
이익잉여금	32	41	60	79	104
비지배주주지분	0	0	38	38	38
자본총계	105	113	175	194	219
비이자부채	36	35	56	58	62
총차입금	2	2	67	58	57
순차입금	-48	-36	-1	-4	-29

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	4	10	58	25	25
당기순이익	12	10	19	21	28
비현금성 비용 및 수익	7	6	14	15	15
유형자산감가상각비	3	4	9	9	7
무형자산상각비	0	0	1	1	1
운전자본변동	-14	-4	28	-4	-11
매출채권등의 감소	-8	-1	7	-8	-10
재고자산의 감소	-6	-1	27	0	-5
매입채무등의 증가	2	0	-7	3	4
기타 영업현금흐름	0	-1	-3	-8	-7
투자활동 현금흐름	-13	-22	-77	-50	-27
유형자산의 증가(CAPEX)	-13	-21	-15	-5	-3
유형자산의 감소	0	2	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-3	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	-60	-13	9
기타	0	0	-2	-32	-33
재무활동 현금흐름	56	0	46	-12	-8
차입금의 증가(감소)	-5	0	18	-10	0
자본의 증가	72	0	0	0	0
기타	-12	0	29	-2	-8
기타 및 조정	0	0	0	0	0
현금의 증가	47	-12	28	-37	-9
기초현금	3	50	38	66	30
기말현금	50	38	66	30	21

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2017.10.01~2018.09.30)

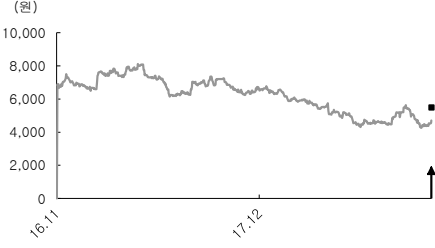
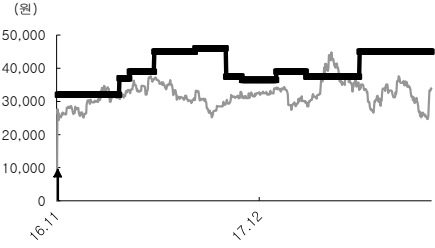
투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	127	84.1
중립	24	15.9
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

코스맥스 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2017.01.11	매수	150,000	-15.58	-6.67					
	2017.02.15	매수	180,000	-22.85	-15.28					
	2017.05.11	중립		-32.08	-					
	2018.03.21	매수	170,000	-11.83	-6.18					
	2018.05.11	매수	200,000	-25.25	-10.50					
	2018.11.07	매수	178,000	-30.51	-24.72					
	2018.11.20	매수	178,000							
이마트 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2017.02.06	매수	240,000	-13.02	-6.04					
	2017.04.11	매수	255,000	-8.50	-5.49					
	2017.05.12	매수	280,000	-15.47	-9.29					
	2017.08.13	매수	300,000	-26.49	-22.33					
	2017.11.09	매수	320,000	-16.74	-6.56					
	2018.02.08	매수	360,000	-27.23	-11.81					
	2018.08.09	매수	320,000	-35.85	-30.78					
	2018.11.20	매수	320,000							

호텔신라 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%) 평균 최고/최저		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%) 평균 최고/최저	
	2018.11.20	매수	100,000							
현대백화점 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%) 평균 최고/최저		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%) 평균 최고/최저	
	2017.01.11	매수	150,000	-32.05	-21.00					
	2017.10.16	매수	120,000	-17.81	-0.42					
	2018.06.15	매수	150,000	-35.04	-23.00					
	2018.11.20	매수	150,000							
롯데쇼핑 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%) 평균 최고/최저		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%) 평균 최고/최저	
	2017.04.27	매수	330,832	-17.63	-8.29					
	2017.07.30	중립		-31.87	-					
	2018.01.22	매수	280,000	-13.72	-8.75					
	2018.02.09	매수	320,000	-27.14	-17.50					
	2018.05.29	매수	280,000	-27.49	-18.93					
	2018.11.20	매수	280,000							

SK네트웍스 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2018.11.20	매수	5,500							
코스메카코리아 주가 및 목표주가 추이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
	2016.11.22	매수	32,000	-8.86	8.59					
	2017.03.22	매수	37,000	-12.75	-9.46					
	2017.04.11	매수	39,000	-10.94	-3.59					
	2017.05.29	매수	45,000	-26.70	-17.22					
	2017.08.17	매수	46,000	-36.79	-27.72					
	2017.10.16	매수	37,500	-16.98	-12.27					
	2017.11.16	매수	36,500	-11.72	-6.85					
	2018.01.22	매수	39,000	-19.74	-11.92					
	2018.03.21	매수	37,500	-4.36	19.60					
	2018.07.03	매수	45,000	-30.33	-16.44					
	2018.11.20	매수	45,000							