



2020년 5월 20일 | Equity Research



# 컨슈머 Overweight

## 한국 1등 vs. Global No.1

- | 2010년 이후 10년, 소비 시장 격변기
- | 한국&글로벌 1등 기업들의 도전과 응전, 실적과 주가의 차별화 원인 분석
- | 이마트의 가능성, 하이마트의 한계, 아모레퍼시픽의 분기점



Analyst 박종대  
02-3771-8544  
forsword@hanafn.com

RA 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

글로벌리서치 RA 김채란  
02-3771-8094  
cr.kim@hanafn.com

### Industry In-depth

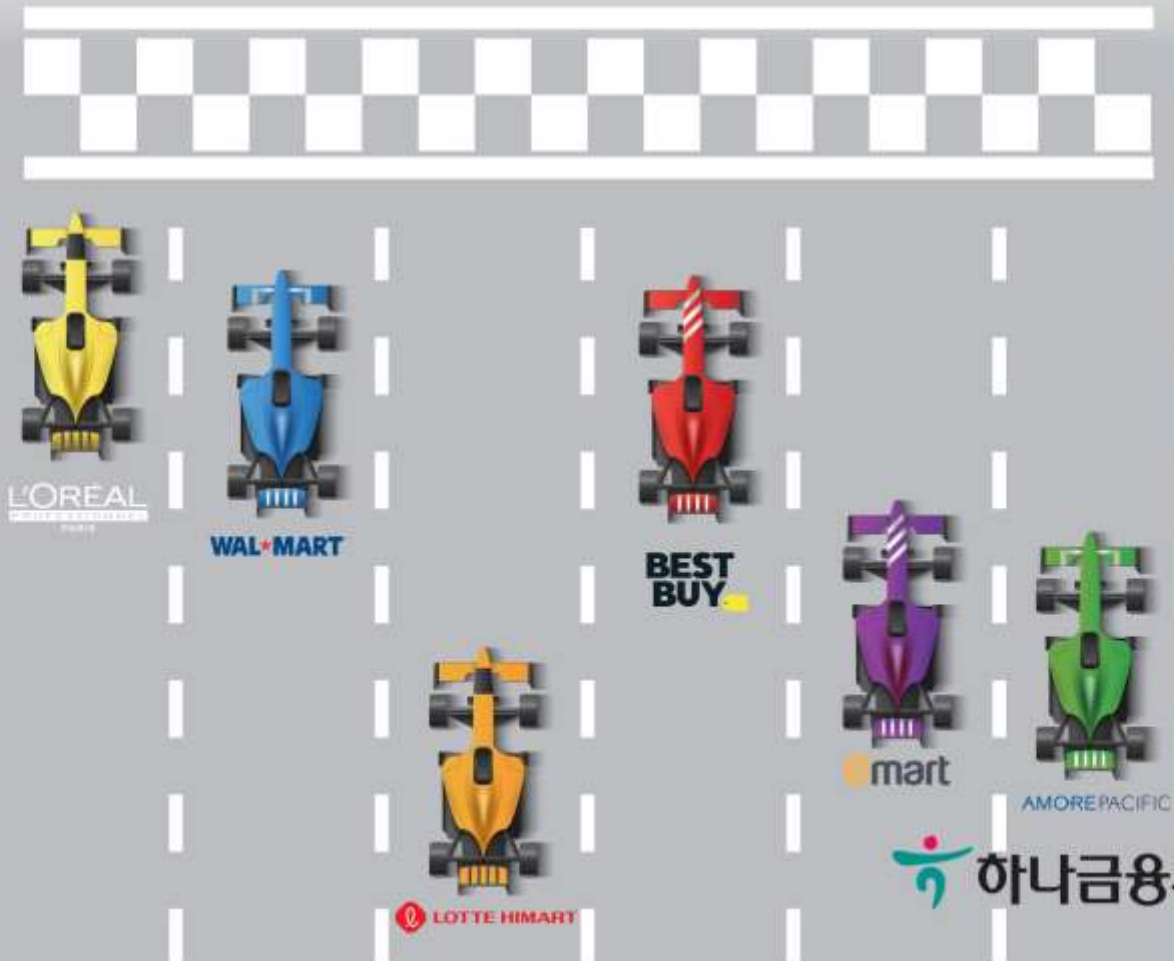
#### 국내기업 Top picks 및 관심종목

이마트(139480) | BUY | TP 135,000원 | CP(5월19일) 112,500원  
아모레퍼시픽(090430) | Neutral | TP 180,000원 | CP(5월19일) 177,000원  
롯데하이마트(071840) | Neutral | TP 31,000원(상향) | CP(5월19일) 28,400원

### 해외기업

종목명	투자선호도	블룸버그 목표가	CP(5월19일)
베스트바이(BBY,US)	★★★★☆	80.00 USD	87.16 USD
월마트(WMT,US)	★★★★☆	130.84 USD	127.66 USD
로레알(ORFP)	★★★★☆	243.56 EUR	250.30 EUR

## World Best!



# CONTENTS

<b>1. 소비 시장의 격변기 10년의 회고</b>	<b>3</b>
<b>2. 가전 양판: 롯데하이마트 vs. 베스트바이</b>	<b>5</b>
1) 가전 양판 산업의 성격	5
2) 베스트바이: 아마존의 위협에도 살아남는 법	10
3) 롯데하이마트: 구조적 한계 극복 여부 과제	19
<b>3. 식품온라인: 이마트 vs. 월마트</b>	<b>24</b>
1) 산업의 성격: 온라인이지만 높은 진입장벽	24
2) 쿠팡의 2019년 실적 발표 의미: 온라인 유통시장 재편 가속화 가능성	30
3) 월마트: 오프라인 경쟁력으로 온라인까지 1위	33
4) 이마트: 식품온라인 도전과 응전, 2020년 결실 기대	40
<b>4. 화장품: 아모레퍼시픽 vs. 로레알</b>	<b>46</b>
1) 산업의 특징과 변화: 중국 소비/온라인/벤처시대	46
2) '브랜드 사업'에 대한 이해	54
3) 로레알: 글로벌 1위 화장품 브랜드 업체	57
4) 아모레퍼시픽: 기로에 선 한국 최대 화장품 브랜드	66
<b>5. 결론: 하이마트의 한계/이마트의 가능성/아모레퍼시픽의 분기점</b>	<b>76</b>
<b>Top Picks 및 관심종목</b>	<b>82</b>
이마트(139480)	83
아모레퍼시픽(090430)	86
롯데하이마트(071840)	90
월마트(WMT.US)	94
베스트바이(BBY.US)	98
로레알(OR.FP)	102

2020년 5월 20일 | Equity Research

# 컨슈머

## 한국 1등 vs. Global No.1

### 지난 10년 격변의 소비시장, 1등 기업들의 생존기

2010년 이후 지난 10년 소비시장은 국내외적으로 어느 때보다 큰 격변기였다. 중국 소비 확대는 대부분 소비재 업체들에게 기회였지만, 사드보복 조치는 큰 위협이 되기도 했다. 온라인 소비는 모든 변화를 관통하는 공통분모였다. 특히, 온라인화는 백화점/대형마트/가전양판과 같은 유통업체는 물론, 방문 판매와 가맹사업에서 높은 진입장벽을 세우고 있던 소비재 1등 기업들에게 사업의 근간을 흔드는 구조적 변화였다. 이들 가운데 상당수가 1등 자리를 내주었거나, 무의미한 1등을 초라하게 유지하고 있다.

### 유사한 사업 모델을 갖고도 실적과 주가가 차별화된 이유

한국 1등 기업과 글로벌 1등 기업을 비교해봤다. 가전양판 시장 거센 온라인화 속에서 베스트바이는 최저가 보장으로 매출을 확보하고, 점포 구조조정으로 마진 하락을 상쇄했다. 하지만, 하이마트는 높은 삼성/LG 비중과 지배구조상 사업구조 개선에 한계가 있다. 대형마트 식품온라인 시장 확대 가운데, 월마트는 아마존의 파상공세를 막강한 오프라인 인프라와 가격 및 제품 경쟁력으로 막아내고 미국 식품온라인 시장 점유율 1위로 다시 올라섰다. 하지만, 이마트는 2018년 이후 예상보다 가파른 식품온라인 시장 성장과 경쟁심화로 수세에 놓이게 되었다. 이마트의 오프라인 대형마트 기존점이 YoY 0%로 회복되고 썬다컴이 식품온라인 시장점유율을 확대한다면 실적 턴어라운드와 함께 이마트 주가는 재평가 될 수 있다.

### 아모레퍼시픽 새로운 시험대

로레알은 글로벌 최고의 라인업으로 중국 화장품 럭셔리 시장 성장을 흡수하고 있다. 공격적 M&A 전략으로 벤처 브랜드 확대를 위협이 아닌 라인업 확충과 경쟁력 제고 기회로 활용하고 있다. 반면, 아모레퍼시픽은 2017년 이후 높은 중저가 비중과 오프라인 자체 유통망 보호 때문에 오히려 온라인/벤처 브랜드 확대 타격이 컸다. 국내외 브랜드 인지도 개선과 라인업 확충 및 채널 구조 변화 등 과제가 산적해 있는 상황이다. 코로나19 사태로 인한 소비시장 격변기, 그 전략적 선택에 따라 중장기 방향성이 크게 바뀔 수 있는 변곡점에 서 있다.

### Industry In-depth

## Overweight

#### 국내기업 Top Picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(5월19일)
이마트(139480)	BUY	135,000원	112,500원
아모레퍼시픽(090430)	Neutral	180,000원	177,000원
롯데하이마트(071840)	Neutral	31,000원(상향)	28,400원

#### 해외기업

종목명	투자선호도	블룸버그 목표가	CP(5월19일)
베스트바이(BBY.US)	★★★★☆	80.00 USD	87.16 USD
월마트(WMT.US)	★★★★☆	130.84 USD	127.66 USD
로레알(OR.FP)	★★★★☆	243.56 EUR	250.30 EUR



Analyst 박종대  
02-3771-8544  
forsword@hanafn.com

RA 서현정  
02-3771-7552  
hjs02014@hanafn.com

글로벌리서치 RA 김채란  
02-3771-8094  
cr.kim@hanafn.com

## 1. 소비 시장의 격변기 10년의 회고

기업의 역량과 경영전략에 따라  
결과는 제각각

기업은 생물이다. 어떤 현상과 변화를 맞이하면 가만히 있지 않고 반응한다. 긍정적인 변화에서는 더욱 강해지려고 하고, 위협적인 변화에서는 극복하거나 적응하려고 애쓴다. 어떤 방식으로든 진화한다. 동일한 현상과 변화를 맞이하는 개별 기업들의 대응은 그 여건과 경영진의 판단에 따라 다르다. 그래서 현상이 산업에 미치는 영향은 같지만, 기업의 결과는 제각각이다. 온라인화로 모든 오프라인 유통업체들이 나빠지는 게 아니고, 중국 인바운드 확대로 모든 면세점 업체들이 좋아지는 게 아니다. 그러므로, 당연히, 현상 자체가 투자판단의 전부가 될 수 없다. 어떤 변화가 산업과 기업에 영향을 미치는 정도를 분석하는 톱다운 접근도 중요하지만, 개별 기업들의 역량과 경영전략에 대한 디테일을 파고들어가는 바텀업 접근이 더 중요할 때가 많다. 악마가 디테일에 있듯, 큰 수익 역시 디테일에 있다.

2010년 이후 소비 시장:  
중국 소비 수요 증가, 사드보복 조치,  
온라인 소비 확대 등 격변의 시기

2010년 이후 지난 10년 소비시장은 국내외적으로 어느 때보다 큰 격변기였다. 중국이 본격적인 소비 국가로 접어들면서, 중국인들이 글로벌 명품/화장품의 블랙홀이 됐다. 중국 소비자들의 트렌드 변화에 따라 개별 업체들의 실적이 엇갈리고 있다. 일본 대지진은 한국 업체들에게는 반사이익이었지만, 사드보복 조치는 큰 위협이 되기도 했다. 저성장과 스마트폰 보급률 확대로 인한 온라인 소비는 모든 변화를 관통하는 공통분모일 것이다. 일부 지역, 어떤 카테고리에서는 온라인 채널 비중이 40%를 넘기도 한다. PC가전부터 생활용품/의류/화장품, 결국 식품에 이르기까지 전방위적으로 온라인 채널은 유통시장을 덮고 있다. 이런 온라인화는 특히, 기존 메이저 업체들에게 더 큰 부담과 위협으로 다가 왔다. 백화점/대형마트/가전양판과 같은 유통업체는 물론, 방문판매와 가맹사업, 또는 특정 허가권을 통해 시장을 선점하고, 높은 진입장벽을 세우고, 매출과 수익성을 제고시켜오던 수많은 컨슈머 1등 기업들에게도 마찬가지다. 아모레퍼시픽이 그랬고, 코웨이와 한샘, 심지어 하나투어와 홈쇼핑까지, 글로벌로 보면 월마트와 JC페니, 로레알과 P&G, 베스트바이도 같은 소용돌이 안에 있다. 이들 가운데 상당수가 1등 자리를 내주었거나, 만신창이가 되어 무의미한 1등을 초라하게 유지하고 있다.

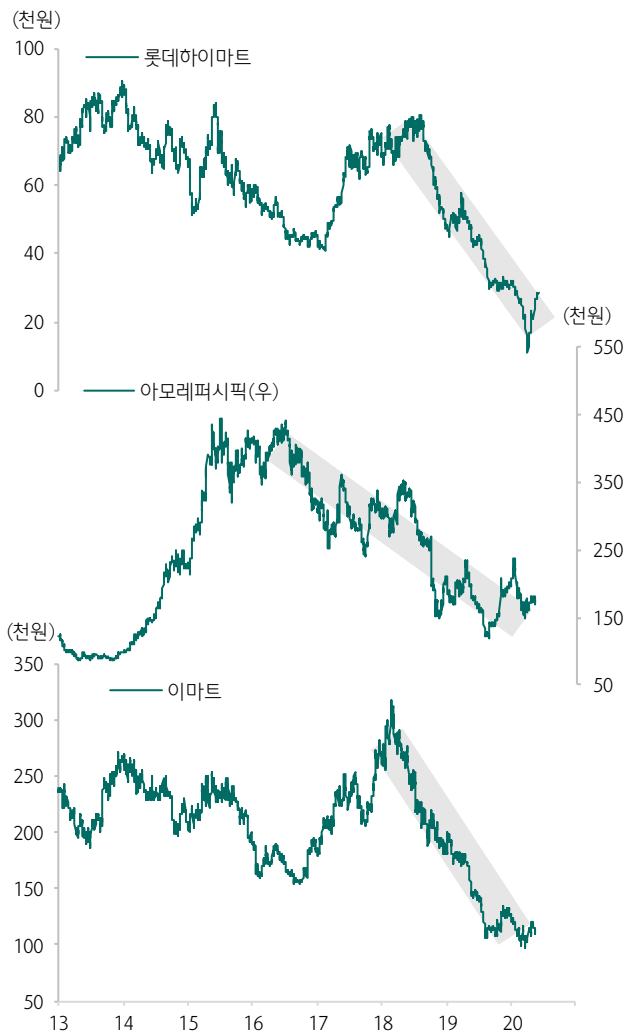
글로벌 소비시장 변화에 따라 한국과  
글로벌 업체의 실적 및 주가는  
차별화되었음

이 리포트에서는 이러한 글로벌 소비시장의 변화가 큰 위협으로 작용했던 업체들 가운데 유사한 비즈니스 모델을 갖고 있으면서도, 어느 시점부터 실적과 주가가 차별화되고 있는 한국 1등 기업과 글로벌 1등 기업을 비교해봤다. 유통에서 국내 1위 업체인 이마트와 글로벌 1위 월마트, 가전 양판에서 국내 1위 업체인 롯데하이마트와 글로벌 1위 베스트바이, 화장품에서 국내 1위 업체인 아모레퍼시픽과 글로벌 1위 로레알이다. 각 그룹을 한 개 장으로 구성하고, 각각에 대해 3가지 분석을 한다. 각 산업의 특징과 2010년 이후 사업 환경 변화에 대해 서술하고, 개별 업체들의 각기 다른 대응과 결과 및 가능한 수준에서 전망까지 해봤다.

매출 및 비용 구조가 비슷한 상황인데도, 왜 어떤 기업은 역대 최악의 실적과 주가를 기록하고 있고, 어떤 기업은 역대 최대 실적과 주가를 구가하고 있을까? 거기에는 경영 전략부터 갖가지 사업 인프라, 각기 다른 소비 문화와 환경 차이도 있었을 것이다. 그래서, 한국 업체들이 벤치마킹이 가능할 수도 있고, 전혀 다른 해법을 찾아야 하는 경우도 있을 것이다. 어쩌면, 달랐던 것이 아니라 시간 차이였을 수도 있다. 만일, 그 가운데 전향적인 변화가 가능한 업체를 찾는다면, 대단히 좋은 투자 기회가 될 수 있을 것이다. 만일 아니라면, 좀더 냉철하게 단기적인 주가 회복을 비판적으로 지켜봐야 할 것이다.

2020년은 코로나19의 해가 되고 있다. 전례 없는 글로벌 경제와 소비의 정지사태다. 이후 경제와 소비 시장이 어디로 어떻게 흘러갈 지 갖가지 예측이 나오고 있다. 무엇이 사실일 지 제한된 역량으로 판단하기 어렵지만, 그 중심에 '온라인'이 있다는 점은 분명하다. 2010년 초반 '온라인 쇼핑'이라는 작은 파장은, 2010년 후반 '4차 산업혁명'이라는 이름으로 기세를 높였고, 이제 '언택트'라는 새로운 이름으로 모든 경제 현상의 왕좌 자리에 앉게 되었다.

그림 1. 한국 기업: 롯데하이마트, 아모레퍼시픽, 이마트 주가



자료: Bloomberg, 하나대투증권

그림 2. 글로벌 기업: 베스트바이, 월마트, 로레알 주가



자료: Bloomberg, 하나대투증권



## 2. 가전 양판: 롯데하이마트 vs. 베스트바이

### 1) 가전 양판 산업의 성격

#### (1) 카테고리 확장으로 민간 소비 이상 성장 가능

가전 소비시장 규모는 44.7조원으로  
연평균 4.3% 성장

기후변화, 기술진보, 소득수준 상승  
등으로 가전 소비는 민간 소비 이상의  
높은 성장을 지속

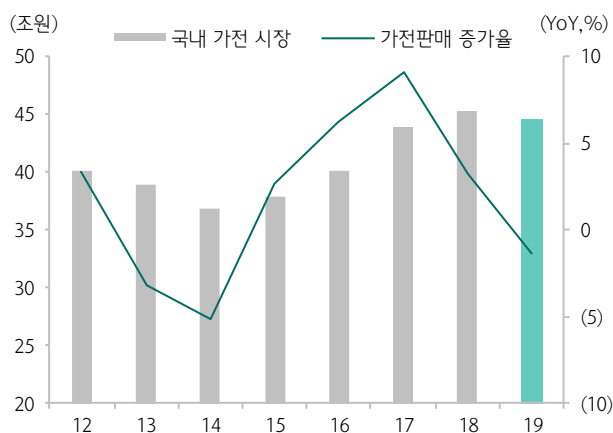
한국의 가전 소비시장 규모는 휴대폰과 PC를 합칠 경우 44.7조원 규모로 2015년 이후 연평균 4.3% 성장을 이어오고 있다. 가전 소비는 전체 민간 소비를 다소 웃도는 성장률을 보이고 있다. 여기에는 기후변화와 기술진보, 소득수준 상승 등이 복합적으로 작용하고 있다.

2015년 이후 평균기온 상승과 미세먼지는 에어컨 보급률을 올리고, 공기청정기를 필수품으로 만들었다. 예전에도 빨래건조기와 스타일러가 있었지만, 너무 전기요금에 많이 나와서 사용하지 않거나, 가스용(빨래건조기)을 사용했다. 가스용은 설치가 불편하고 공간을 많이 차지하기 때문에 실용성이 떨어졌다. 예전에도 무선청소기는 있었다. 하지만, 유선에 비해 힘이 너무 약하고, 배터리도 금방 소진되었다. 2017년 이후 신제품들은 에너지 효율성이 대단히 높아졌고, 배터리는 오래가며 흡인력도 유선과 다르지 않다. 최근에는 코로나19 사태로 재택근무와 온라인 개학이 실시되면서 PC/노트북 수요가 크게 증가하고 있다.

이러한 수요 증가에는 소득수준 상승이 밑바탕에 깔려 있다. 로봇청소기 40만원에 긴장하던 사람들이 무선청소기 100만원짜리를, 세탁기보다 두 배 비싼 건조기를 신혼부부들이 패키지로 사고있다. 이러한 가전 카테고리 확장력은 함부로 예단하기 어려우며, 잠재적인 성장 여력이 된다. 중장기적으로 민간소비 이상의 성장률을 지속할 수 있을 것으로 보인다.

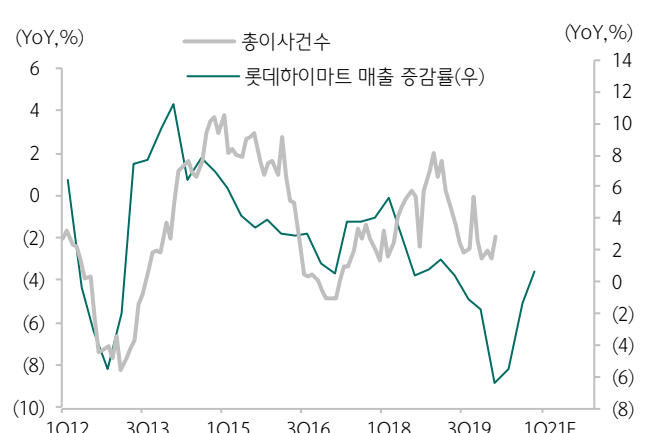
다만, 민간소비나 소매판매 대비 변동성은 심하다. 교체수요나 유행, 기후에 따라 특별히 많이 팔리는 해가 있고, 그렇지 못한 해가 있다. 아울러, 국내 가전 수요의 경우 이사와도 맞물린다. 이사 건수와 롯데하이마트 매출은 상관관계가 상당히 높다. 에어컨이나 냉장고, TV 같은 대형 가전은 이사 시기에 맞춰 교체하는 경우가 많기 때문이다.

그림 3. 국내 가전 시장 규모와 증가율



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 4. 이사건수와 하이마트 매출



자료: 하이마트, 통계청, 하나금융투자

## (2) 높은 표준화, 강한 온라인 채널 침투

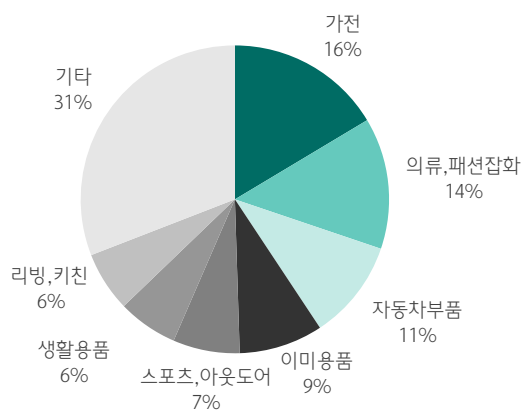
가전은 가장 '표준화' 정도가 큰 제품

모든 공산품 가운데 '표준화' 정도가 가장 큰 제품이 가전이다. 가전제품을 살 때 가장 중요한 것은 스펙과 제조업체다. 아무리, 갤럭시S라도 CPU와 용량이 얼마인지는 철저히 확인한다. 어떤 제품을 살지 결정되면 어디서 살지는 별로 중요하지 않다. 어차피 AS는 제조업체인 삼성과 LG에서 해주기 때문에, 가장 중요한 구매 기준은 '가격'이 된다. 배추와 무우는 표준화가 가장 안돼 있는 제품이라고 할 수 있다. 배추마다 워낙 신선도와 크기가 다르기 때문에 직접 보고 만져봐야 구매를 결정할 수 있다.

하지만 표준화가 큰 재화일수록  
온라인 채널 침투가 가장 가파르게  
작용

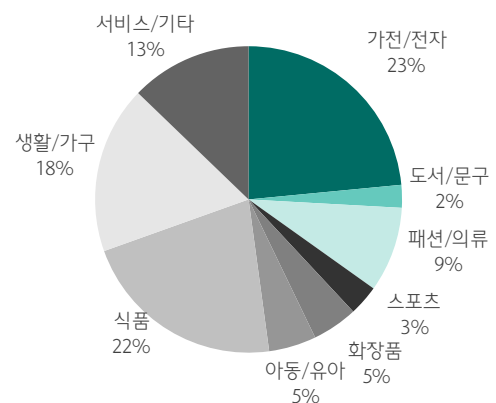
표준화 정도가 큰 재화일 수록 온라인 채널 위협 역시 클 수밖에 없다. 그래서, 2013년 이후 스마트폰 보급률이 급속하게 상승하면서 온라인 채널 침투를 가장 많이 받은 상품군이 가전이다. 대표적인 온라인 유통회사 이베이의 카테고리별 매출을 보면 가전이 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 참고로, 아마존은 애초 인터넷 서점으로 시작한 회사이기 때문에 도서 매출 비중이 가장 크다. 2019년 한국 가전 온라인 채널 판매 규모는 20.3조원으로 전체 가전 시장의 44.5% 수준이며 2014년 대비 2배 이상 상승했다. 이러한, 온라인 채널의 가파른 침투는 대표적인 가전 양판업체 미국의 베스트바이와 한국의 롯데하이마트에게 큰 위협 요인이 되었고, 두 회사 모두 옴니채널/온라인 채널 강화가 가장 큰 현안이 되었다.

그림 5. 이베이 카테고리별 매출 비중



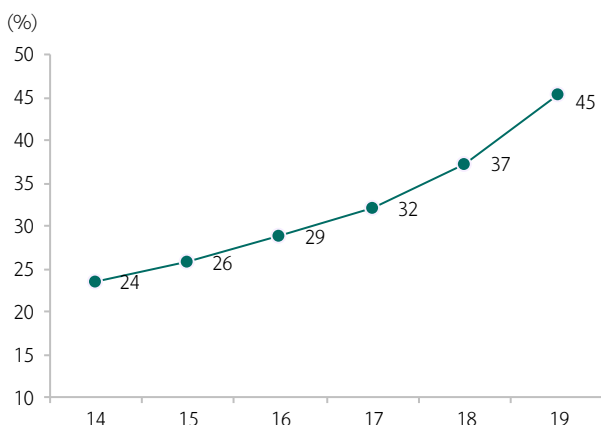
자료: eMarketer, 하나금융투자

그림 6. 국내 온라인 카테고리별 매출 비중



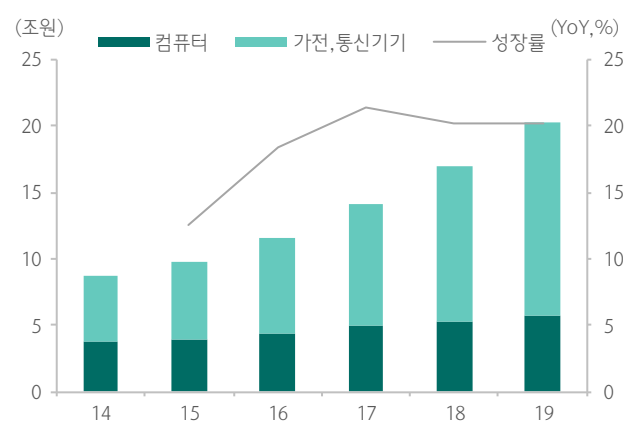
자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 7. 가전 시장 온라인 매출 비중



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 8. 가전 온라인 시장 규모와 성장률



자료: 통계청, 하나금융투자

### (3) 온라인 채널 확대의 근본 이유: 진입장벽과 마진에 대한 가정 붕괴

유통의 온라인화는 상품가격 하락과  
공산품 카테고리 경쟁 심화를 초래

가전제품 판매 가격이 오프라인 대비 온라인 채널에서 싼 이유는 근본적으로 i) 쿠팡과 11번가, G마켓 등 온라인 유통업체들이 고정비와 Capex가 오프라인 유통회사들 대비해서 현저히 낮기 때문이다. 투자비가 적게 들어가다보니 ii) 유통산업 진입장벽이 낮아지면서, 경쟁이 심화됐기 때문이다. 이러한 현상은 가전을 비롯한 생활용품/화장품/의류 등 모든 공산품 카테고리에서 나타나는 현상이다.

온라인채널의 상품가격 하락 원인은  
시장 진입장벽 약화, 유통마진  
소멸 때문

첫째, Capex 측면에서 보면, 연간 총매출 6,000억원 규모 백화점 한 개 점포를 오픈하는데, 평균 6,000억원(토지 3천억원+건물 2천억원+인테리어 천억원)이 소요된다. 그래서, 평균 15개 내외 점포를 갖고 있는 국내 백화점 업체들의 유형 자산 규모는 6조원이 넘는다. 거래액 12조원 이상을 자랑하는 쿠팡의 유형자산은 2019년 기준 7,700억원 밖에 안되는데, 대부분 물류센터 관련 자산이다. 오픈마켓 형태의 11번가나 G마켓의 경우 이마저도 없다. 국내 온라인 유통 거래액 기준 1위 업체인 이베이코리아 유형자산은 600억원 정도밖에 안된다. 투자비를 회수할 게 별로 없는 것이다.

둘째, 고정비 측면에서 보면, 대형마트 한 개 점포를 운영하는데 300명 이상 인력이 필요하기 때문에 이마트의 인건비는 1조원이 넘지만, 유사한 거래액 규모의 이베이코리아의 급여는 690억원(2018년 기준)에 불과하다. 매출 규모 대비 판관비가 작기 때문에 판매 가격을 좀더 내릴 수 있는 것이다. 쿠팡의 인건비 규모가 큰 이유는 배송비 때문이다. 그럼 가격을 올려야하는데, 시장점유율 상승을 위해 매출 확대에 초점을 두다보니 가격은 여전히 최저가 수준이다. 그러다보니, 영업손실이 7천억원(2019년 기준)이 넘는 것이다.

대기업들도 유통사업 진출하기 시작,  
이들의 목적은 '마진'이 아니라  
집객력 확대에 따른 광고/마케팅  
수입

셋째, 유통산업 진입장벽이 낮아지면서 다른 산업에서 1등하는 대기업들이 유통사업에 뛰어들게 되었는데, 대표적인 예가 SKT의 11번가와 네이버의 네이버쇼핑이다. 최근에는 카카오 커머스도 있다. 이들 업체는 유통사업에서 가장 어려운 작업이라고 할 수 있는 '집객'을 이미 끝내 났다는게 가장 무서운 경쟁력이다. 이진희 회장이 백화점 사업을 왜 '부동산업'이라고 업의 정의를 내렸는지 생각해보면 명확하다. 유동인구가 많은 입지를 잘 선택해야 한다는 것이다. SKT는 국내 2천5백만 이상 가입자를 보유하고 있으며, 네이버는 한국 인터넷 포털 사이트, 카카오톡은 국내 최대 SNS다. 세 회사의 거래액을 합하면, 2019년 기준 33조원이다. 국내 백화점 시장규모가 30조원, 대형마트 시장규모가 32조원이다. 오프라인 유통 채널 하나가 세 회사로 넘어간 것이나 다름 없다.

문제는 이들 업체들의 사업 목적이 '마진'에 있지 않다는 점이다. SKT의 경우 이미 2,500만 명의 고객 데이터를 갖고 있으니, 이들의 쇼핑 정보까지 갖게 될 경우 나중에 신규 사업을 진행하는데 훌륭한 리소스가 될 수 있지 않을까 하는 아이디어가 들어가 있었다. 네이버쇼핑의 주 수익원은 유통 판매수수료가 아니라 검색 카테고리 확대를 통한 광고/마케팅 수입이다. 심지어 네이버는 샵인샵으로 입점 업체들로부터 받는 판매수수료(판매가의 1~2%)를 고객들에게 페이백 해주고 있다. 그래서, 국내 온라인으로 상품을 가장 싸게 살 수 있는 방법은 네이버 가격비교를 타고 들어가 해당 사이트에서 구매하는 것이다. 유통 사업에서 수익을 남길 필요가 없으니 추가적인 가격 하락 요인이 된다.

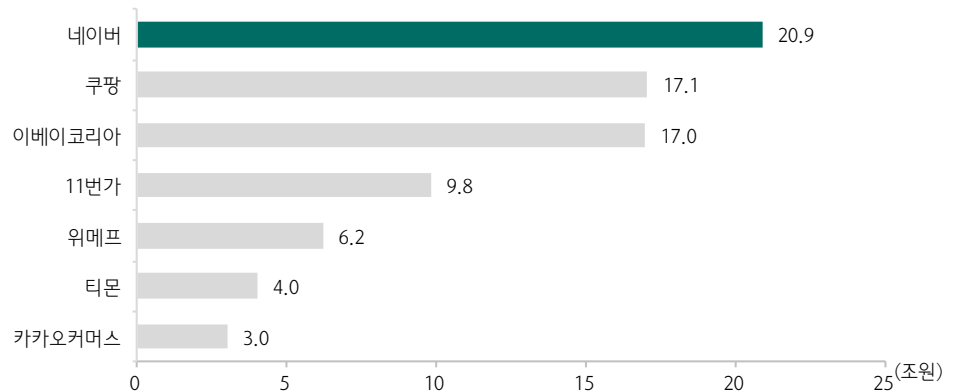


그림 9. 주요 온라인 유통업체 결제액(2019년 기준)

주요 온라인 유통업체 결제액

1위 네이버(21조원)

2위 쿠팡(17조원)



자료: 언론보도, 와이즈앱, 하나금융투자

#### (4) 가전 양판 업체들의 한계와 고민

롯데하이마트와 베스트바이의 근본적  
과제: 온오프라인 가격 격차 극복

롯데하이마트와 베스트바이는 근본적인 과제와 한계가 있었는데, 첫째, 온오프라인 가격 차를 어떻게 극복할 것인가의 문제다. 온라인 쇼핑은 오프라인과 달리 가격 비교가 즉시 가능하기 때문에 오프라인 쇼핑과 같은 점포별 가격 차이가 용인되기 어렵다. 롯데하이마트와 베스트바이와 같은 오프라인 중심 유통업체들은 선택을 해야했다.

1단계, 온라인 판매를 할 것인가에 대한 의사결정부터 해야한다. 두 업체 모두 온라인 판매 사이트를 열었다.

특히, 온라인 판매 가격 책정이 관건

2단계, 온라인 판매 가격은 어떻게 책정할 것인가의 문제가 이어진다. 선택은 쉽지 않다. i) 경쟁력 제고를 위해 온라인 판매 가격을 기존 최저가 수준까지 내릴 경우, 오프라인 매장 가격 차이가 크게 발생할 수 있으며, 오프라인 매장 판매 실적이 훼손될 수 있다. 만일, 오프라인 판매 가격까지 같이 내릴 경우 구조적인 마진 하락 국면을 맞이하게 된다.

ii) 온라인 판매 가격을 오프라인 매장과 큰 차이 없이(아마도 친절한 설명이나 성능 시연 등을 감안하면, 10% 정도는 용인될 수 있을 것이다) 책정한다면, 온라인 판매 실적은 부진할 게 자명하다. 허울뿐인 채널 전략이 된다.

판매 가격 하락 vs. 마진 보전이라는  
문제 충돌

3단계, 매출과 수익률 보전을 위한 추가적인 대책이다. 매출을 위해서는 온라인 판매 가격을 내려야 하는 상황이다. 가격을 내리고, 수량을 늘리면서 매출 성장을 지속해야하는 상황이다. 그렇다면, 어떻게 훼손되는 마진을 보전해야 하는가? 규모의 경제로 바잉파워를 확대하면서 매입가격을 낮출 수 있을 것이다. 판관비 절감을 위해 오프라인 점포수 축소도 불가피해 보인다.

표 1. 롯데하이마트와 채널별 가격 비교

	TV	냉장고	노트북
	 138cm LG OLED TV		 FHD IPS LG gram 15
제품명	OLED55C9FNA.AKR LG올레드 TV 138cm	S833TS30E.AKOR LG전자 양문형 냉장고 821L	15Z90N-V.AR50K LG그램 15인치 i5
하이마트 오프라인 매장	199만원	175만원	178.9(오피스 포함)
하이마트 온라인몰	209만원	216만원	182만원
홈쇼핑	173.8만원(롯데홈쇼핑)	235.6만원(현대홈쇼핑)	221만원(GS홈쇼핑)
오픈마켓(최저가)	158.9만원	200만원	181.9만원

자료: 롯데하이마트, 하이마트몰, 네이버, 하나금융투자

둘째, 마진에 대한 다른 유통 업체들과 입장 차다. 롯데하이마트와 베스트바이는 가전만을 취급하기 때문에 반드시 가전에서 이익을 내야 한다. 반면, 홈쇼핑과 기타 온라인 채널들은 가전으로 이익을 굳이 낼 필요가 없다. 가전은 집객의 수단이다. 전술한 바와 같이 가장 표준화된 카테고리이기 때문에 가격에 대한 소비탄력성이 가장 크다. 가격만 낮추면 집객이 용이하다.

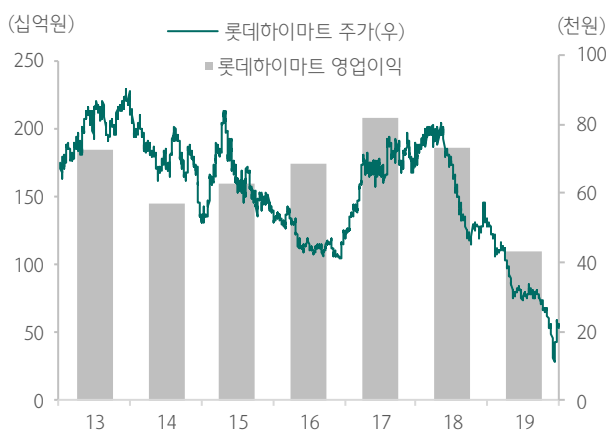
다른 유통 업체들은 낮은 가격으로  
집객과 외형 확보 후 바잉파워  
기반 이익 성장 도모 가능

즉, 가전으로 집객과 외형을 확보한 후에 밴더들에 대한 바잉파워를 확대하면서 기타 생활용품 등으로 이익 성장을 추구하는 전략이 가능하다. 반드시 가전에서 이익을 창출해야 하는 롯데하이마트와 역마진도 감수하는 다른 온라인 유통 업체가 가격 경쟁을 하게 되면 롯데하이마트와 베스트바이의 불확실성은 커질 수밖에 없다. 실제로 홈쇼핑은 물론, 백화점, 대형마트도 가전 카테고리에 대한 제로마진 할인판매는 마케팅을 위한 수단으로 종종 사용돼 왔다.

하지만, 가전 카테고리로만 승부를  
보야하는 롯데하이마트와  
베스트바이의 경우 불확실성 상존

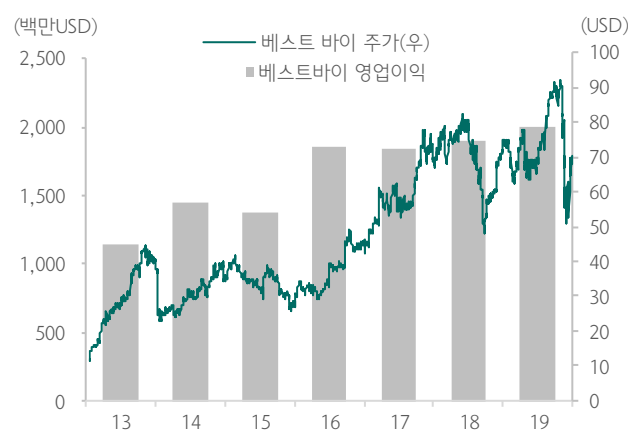
2013년 이후 온라인 채널 침투 확대로 롯데하이마트와 베스트바이는 이와 같은 공통 과제를 안고 있었다. 그런데, 현재 두 업체의 실적과 주가는 대단히 다른 모습을 하고 있다. 과연 어떤 차이가 있었을까?

그림 10. 롯데하이마트 영업이익과 주가



자료: 롯데하이마트, 하나금융투자

그림 11. 베스트바이 영업이익과 주가



자료: 베스트바이, 하나금융투자

## 2) 베스트바이: 아마존의 위협에도 살아남는 법

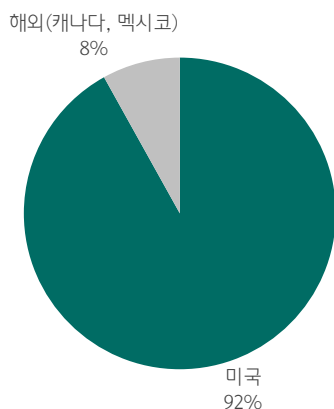
### (1) 미국 최대 전자제품 전문 리테일 사업자

미국 최대 규모 전자제품 전문 리테일 사업자

베스트바이는 미국 최대 규모의 전자제품 전문 리테일 사업자로 2018년 기준 소비자가전(CE) 및 생활가전(Appliances) 시장에서 아마존닷컴을 제치고 시장점유율 1위(21%)를 차지하고 있다. 1966년 미네소타주에서 설립되었으며 설립 초기에는 ‘사운드 오브 뮤직(Sound of Music)’이라는 사명으로 오디오를 전문적으로 판매했으나 현재는 스마트폰/노트북/TV/생활가전/웨어러블 등 다양한 전자제품을 판매하고 관련 서비스를 제공하고 있다. 2020년 1월 말 기준 미국/캐나다/멕시코에서 총 1,231개 오프라인 매장을 운영하고 있으며, 미국 인구의 70%가 베스트바이 매장 10마일(16km) 이내에 거주하고 있다.

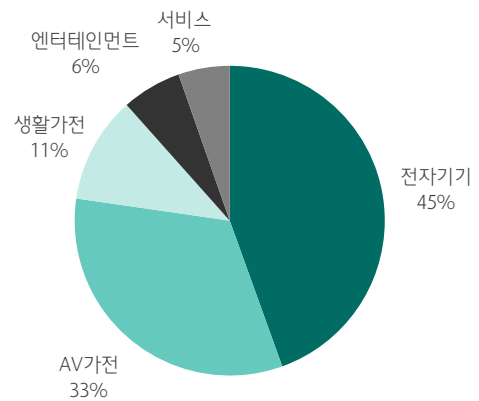
FY2020(2020년 1월 결산) 기준 지역별 매출 비중은 미국 92%, 해외(캐나다, 멕시코) 8%다. 카테고리별로는 전자기기(컴퓨터/스마트폰/태블릿 등) 45%, AV가전(TV/오디오 등) 33%, 생활가전(냉장고/세탁기 등) 11%, 엔터테인먼트(게임/드론/VR 등) 6%, 서비스(설치/컨설팅/유지보수 등)가 5%를 차지하고 있다. 온라인 매출 비중은 약 20%다.

그림 12. 베스트바이 지역별 매출 비중



주: FY2020 기준  
자료: 베스트바이, 하나금융투자

그림 13. 베스트바이 카테고리별 매출 비중



주: FY2020 기준  
자료: 베스트바이, 하나금융투자

## (2) 2000년대 들어서며 아마존닷컴의 위협 시작

2000년대 이후 아마존닷컴을 필두로 한 온라인 유통업체들의 경쟁심화

2000년대에 들어서면서 아마존닷컴을 필두로 한 이커머스가 급격하게 확대되었고 오프라인 유통업체들은 위기에 직면하게 되었다. 소비자들은 매장에서 제품을 살펴본 후 집으로 돌아와 가격이 더 저렴한 온라인에서 주문하기 시작했다. 오프라인 매장은 ‘show room’ 역할만 하게 된 것이다. 미국 온라인 소매판매액은 2019년 약 6천억달러를 기록하면서 2000년 이후 연평균 18% 성장했다. 전체 소매판매가 같은 기간 연평균 3% 성장한 것과 크게 대비되며, 온라인이 전체 소매판매액에서 차지하는 비중은 0.9%에서 11%까지 상승했다. 아마존닷컴의 등장은 미국 전역에서 오프라인 매장 중심 전통 리테일 사업자들에게 성장성과 수익성 측면에서 위협이 되었다.

경쟁 심화로 가전 리테일 2위 사업자였던 서킷시티(Circuit City)는 2009년 폐업했고, 라디오 shack(Radio Shack)과 HH그렉(H.H.Gregg)도 2015년, 2017년 결국 파산 신청했다. 베스트바이도 예외는 아니었다. 1990년대 견조한 매출 성장과 주가 상승을 보였으나, FY2009부터 역신장을 기록하게 된다. 비록 FY2010 서킷시티의 파산으로 시장점유율을 뺏어오면서 기존점 매출이 소폭 증가했으나, FY2011부터 기존점 성장률이 급격하게 하락하기 시작했다. FY2012와 FY2013에는 매장 수 증가에도 매출이 각각 YoY 10%, 7%나 감소했고, FY2013에는 1억달러 이상 영업적자를 기록했다.

## (3) ‘Renew Blue’ 전략, 리테일 성공 신화로 거듭나다!

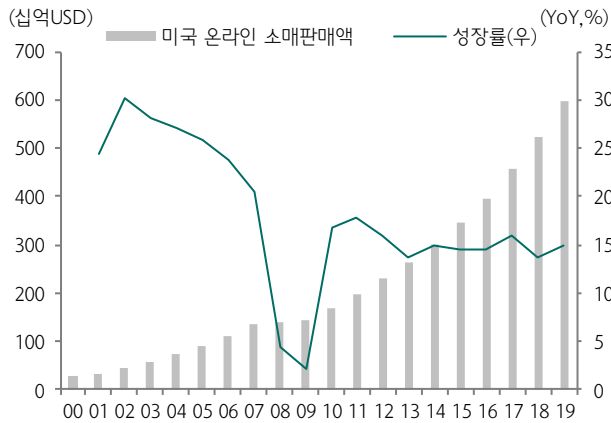
하지만, 위기를 극복하고 현재 미국 소비자가전 및 생활가전 시장 MS 1위 등극

베스트바이는 2018년 기준 소비자가전(CE) 및 생활가전 시장에서 아마존닷컴을 제치고 시장점유율 1위(21%)를 차지하고 있다. 베스트바이가 아마존닷컴의 위협에도 살아남을 수 있었던 핵심 이유 가운데 하나로 2012년 CEO로 새로 부임한 휴버트 줄리(Hubert Joly)의 역할을 꼽는다. 그는 부임 직후 ‘Renew Blue’ 라는 전략을 시행하였는데, i) 가격경쟁력 확보, ii) 차별화된 서비스 제공, iii) 이커머스 대응력 확보, iv) 비용절감을 최우선 과제로 삼았다.

첫째, 최저가 보장 프로그램 도입을 통해 가격경쟁력 제고

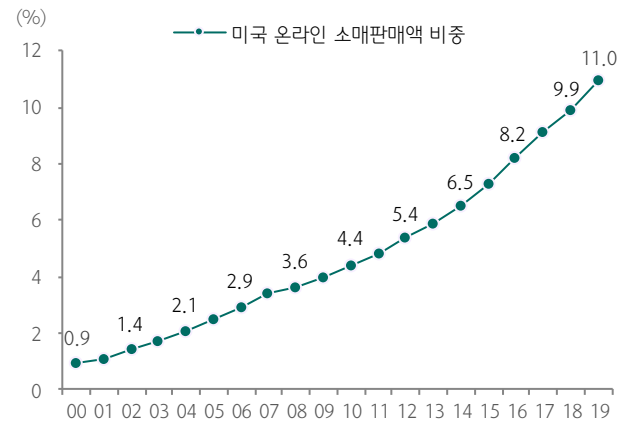
우선 가격부터 손봤다. 당시 온라인 사업자들은 물리적 시설이 존재하는 주에 한해 판매세를 납부했기 때문에 오프라인 사업자 대비 가격경쟁력이 높을 수 밖에 없었다(현재는 50개 주 중에 45개 주에서 온라인 판매세를 시행하고 있음). 휴버트 줄리는 2013년 최저가 보장 (Price Match Guarantee) 프로그램을 도입하여 가격경쟁력을 제고했다. 더 싼 가격을 제시한 사이트가 있으면, 그 가격대로 제품을 판매한다는 전략이다.

그림 14. 미국 온라인 소매판매액 추이



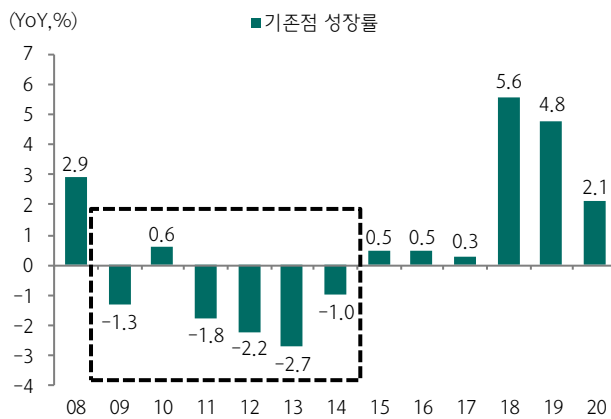
자료: U.S. Census Bureau, 하나금융투자

그림 15. 미국 온라인 소매판매액 비중 11.0%까지 확대



자료: U.S. Census Bureau, 하나금융투자

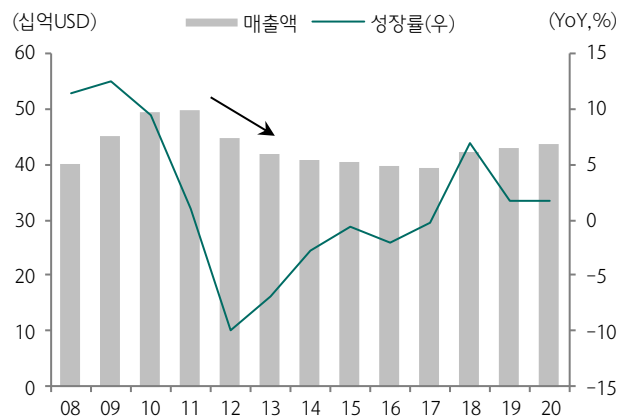
그림 16. 베스트바이 기존점 성장률



주: 회계연도 1월 결산

자료: 베스트바이, 하나금융투자

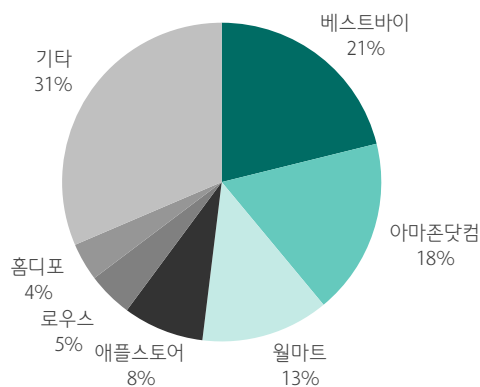
그림 17. 베스트바이 FY2012부터 급격한 매출 하락 경험



주: 회계연도 1월 결산

자료: 베스트바이, 하나금융투자

그림 18. 미국 소비자가전(CE) 및 생활가전 시장점유율



자료: TWICE(2018), 하나금융투자

그림 19. 베스트바이 'Renew Blue' 전략



자료: 베스트바이, 하나금융투자



### 둘째, 오프라인의 강점을 이용한 '체험형 매장' 오픈

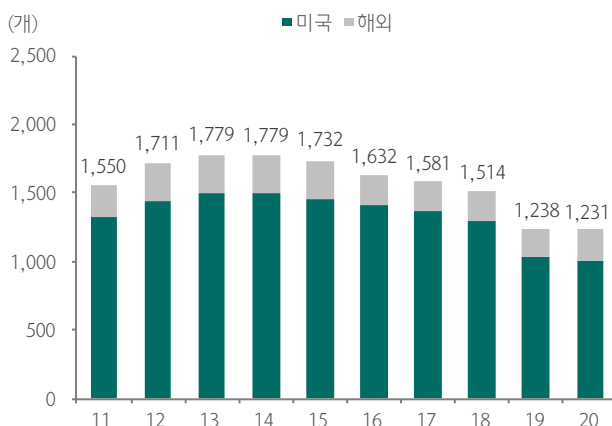
또한 고객에게 온라인 최저가를 보장해주면서도 온라인에서는 경험할 수 없는 체험과 서비스를 제공하는 전략을 펼쳤다. 매장에 샵인샵 형식을 도입, 매장을 쇼룸으로 여기는 트렌드를 활용하기 시작했다. 매장 내 전자기기를 카테고리별로 진열하기 보다는 개별 제조사마다 특징을 살린 전시공간을 마련해 진열했다. 제조사로부터 받은 임대 수수료로 최저가 보장에 따른 수익성 하락분을 상쇄할 수 있었다. 제조사는 추가로 매장을 오픈하는 것보다 훨씬 적은 비용으로 고객에게 신제품 체험 기회를 제공할 수 있게 되었다. 2013년 4월 삼성을 시작으로 HP, 소니, 마이크로소프트, 애플 등 다양한 제조사가 앞다투어 전시공간을 꾸리고 신제품을 전시하기 시작했고, 신제품을 경험하고 싶어하는 고객들의 트래픽이 유입되며 기존 점 성장률 상승에 기여했다. 심지어 경쟁자인 아마존닷컴도 전시공간을 마련해 스마트홈 기기를 체험하도록 하고 있다.

### 셋째, 오프라인 매장을 물류기지로 활용, 옴니채널 전략 극대화

아울러, 1,000개 이상의 매장을 옴니채널을 위한 물류기지로 활용, 이커머스 사업의 핵심 인프라로 탈바꿈시켰다. 온라인 주문을 오프라인 매장에서 직접 배송함으로써 물류비용과 시간을 절감할 수 있었고, 공급망 개선으로 최근에는 익일 배송 서비스까지 제공할 수 있게 되었다. 매장 픽업/반품 제도를 시행하고 대체 픽업장소 제공까지 확대함으로써 옴니채널이 큰 폭 성장할 수 있는 기반이 되었다. 이에따라, 온라인 매출 비중은 FY2020 매출비중 20%까지 상승하게 되었고, 온라인 매출 중 매장 픽업이 차지하는 비중은 42%까지 상승했다. 온라인 주문 반품건의 90% 이상이 매장에서 이뤄지고 있다.

베스트바이는 점포수 및 마케팅 축소 등 비용절감 노력으로 4QFY13부터 3QFY20까지 총 21억달러 규모의 비용을 절감했다. 그 결과 조정 영업이익률이 FY2015 2.7%에서 FY2020 4.9%까지 상승했다. 2019년 9월, 4QFY20부터 FY25까지 추가적으로 10억달러 규모의 비용 절감 계획을 수립, FY2025 영업이익률 5.0%를 제시했다.

그림 20. 베스트바이 매장 수 추이



주: 회계연도 1월 결산  
자료: 베스트바이, 하나금융투자

그림 21. 베스트바이 주가 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

#### (4) 진짜 Best Buy가 되다

베스트바이는 한국의 롯데하이마트와 유사한 사업을 영위하고 있지만, i) 최저가 보장으로 가격경쟁력을 확보하고 있고, ii) 오프라인 점포 구조조정으로 효율성을 제고하고 있으며, iii) 아마존닷컴이 제공하지 못하는 차별화된 서비스로 소비자에게 최고의 구매(Best Buy)를 보장하고 있다. 전술한 휴버트 졸리 대표이사 취임 이후 베스트바이 변화를 좀더 구체적으로 살펴보자.

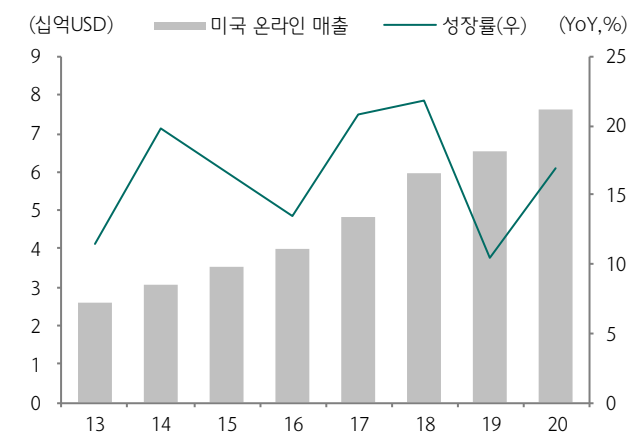
##### ① 가격경쟁력과 이커머스 대응력 확보

우선, 베스트바이는 ‘최저가 보장(Price Match Guarantee)’ 프로그램 시행으로 가격경쟁력을 확보하고 있다. 만약 고객이 베스트바이에서 애플의 에어팟 프로를 사고자 하는데, 같은 지역에서 경쟁하고 있는 리테일 사업자나 아마존닷컴과 같은 온라인 사업자가 판매하는 가격보다 비쌀 경우 해당 프로그램을 이용해 이들과 동일한 가격에 구매할 수 있다.

베스트바이의 온라인 채널 비중은 20%로 미국 온라인 소매판매 비중(11%) 대비 높은 수치

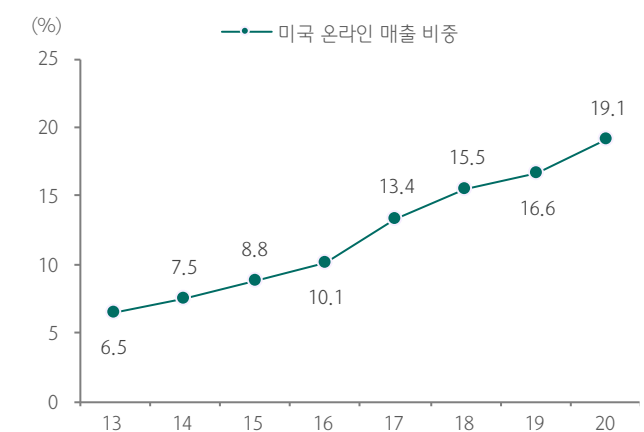
오프라인 매장뿐 아니라 온라인 웹사이트 bestbuy.com과 앱도 운영하고 있다. FY2020 연간 매출에서 온라인 채널 비중은 20% 정도인데, 2019년 미국 온라인 소매판매 비중 11%와 큰 격차를 보이고 있다. 또한 온라인과 오프라인을 통합하는 ‘옴니채널’ 전략도 고무적인 성과를 내고 있다. 1,000개 이상 매장 인프라를 활용, 고객들은 온라인에서 주문한 대부분 제품을 다음날 배송 받을 수 있으며, 근처 매장에서 당일 픽업 및 반품도 가능하다. 최근 분기에는 ‘1시간 후 픽업’ 서비스를 출시했고, 온라인 매출 가운데 매장 픽업이 차지하는 비중은 42%(YoY +5%p)까지 상승했다. 또한 매장이 아닌 대체 픽업 장소 2,000여곳을 마련해 편의성을 향상시키고 있다.

그림 22. 베스트바이 미국 온라인 매출



주: 회계연도 1월 결산  
자료: 베스트바이, 하나금융투자

그림 23. 베스트바이 미국 온라인 매출 비중 약 20%까지 상승



주: 회계연도 1월 결산. 미국 매출 내 비중  
자료: 베스트바이, 하나금융투자

## 부진 점포 구조조정 시행

### ② 오프라인 점포 구조조정

2014년 이후 유럽 및 중국 시장 철수, 미국 내 저마진 매장 스크램으로 매장수를 FY2014 1,779개에서 FY2020 1,231개까지 30% 이상 줄였다. 반면, 매출 규모는 FY2014 대비 FY2020 7% 증가하는 점포당 효율성 제고를 시현했다.

### ③ 차별화된 서비스로 고객군 확대

기존 온라인 사업자가 제공할 수 없는 다양한 서비스 제공

- Geek Squad
- Tech Total Support(TTS)
- In-Home Consultation

베스트바이는 가전 판매 사업 이외에 아마존이 제공하지 못하는 다양한 서비스를 제공하며 고객들과 차별화된 경험을 공유하고 있다. 가장 대표적인 서비스로 2004년 미국과 캐나다 전 지역에서 출시한 'Geek Squad'가 있다. 괴짜(Geek)일 정도로 전자기기를 잘 아는 전문가 집단(Squad)이 제품 추천, 상담과 설치, 기술지원, 수리까지 전담하는 서비스이다. 기능이 복잡하고 자주 업데이트되는 전자제품의 특성 상 소비자는 전문가의 도움을 받아 자신의 구매 성향, 이력 등을 분석해 적합한 전자제품을 추천 받을 수 있다는 장점이 있다. 또한 해당 서비스를 이용 시 제조사에 개별적으로 수리를 맡길 필요가 없다는 장점도 있다. 현재 미국 전역에서 2만여명에 달하는 전문가가 활동하고 있으며, 온라인/전화/가정 방문/매장을 통해 24시간 서비스를 제공하고 있다.

2018년 5월 Geek Squad의 회원제 버전인 'Tech Total Support(TTS)' 프로그램을 미국 전역에 출시했다. 연간 \$199.99를 지불한 고객은 어디서, 언제 가전제품을 샀는지 관계 없이 무제한으로 기술지원 서비스를 받을 수 있다. 회원 수는 2018년 5월 20만명, 2019년 1월 100만명, 2019년 9월 200만명, 2020년 1월 230만명으로 빠르게 증가하고 있으며, FY2020 매출액의 약 1%를 차지하고 있는 것으로 추정된다. TTS 회원들은 해당 서비스를 연평균 2.5회 이용하며, 비회원들에 비해 기타 서비스를 두 배 이상 많이 이용하고 있는 것으로 알려져 있다.

2017년 9월 'In-Home Consultation'을 출시하며 차별화된 서비스 범위를 확대하고 있다. 해당 서비스는 고객들의 집에 방문하여 최대 90분동안 무료로 고객에게 적합한 제품을 추천해주는 서비스이다. 고객의 집 구조, 인테리어에 맞춰 TV, 홈시어터, 주방, 스마트홈 등 다양한 전자제품을 상담해주며 2020년 1월 기준 미국 전역에 725명의 컨설턴트가 활동, 연간 컨설팅 건수는 25만건에 달한다.

그림 24. 베스트바이 'Geek Squad'



자료: 베스트바이, 하나금융투자

그림 25. 베스트바이 'In-Home Consultation'



자료: 베스트바이, 하나금융투자

### (5) 4QFY20 매출액, 조정 EPS 모두 시장예상치 상회

4QFY20 매출액, 영업이익 모두 시장 예상치 상회

4분기 매출액은 152억달러(YoY +3%), 조정 EPS는 2.90달러(YoY +7%)로 모두 시장 예상치(150억달러, 2.73달러)를 상회했다. 기존점 성장률은 3.2%로 시장예상치(1.9%)와 가이던스 상단(3.0%)을 상회, 12개 분기 연속 성장했다. 연말 쇼핑시즌 효과와 헤드폰/컴퓨터/생활가전 카테고리 호조가 성장을 견인했다. 다만, 영업이익은 제품믹스 악화, 관세 영향, 기저효과로 10억달러(OPM 6.4%, YoY -0.2%p)에 그쳤다. 카테고리별 성장률은 전자기기 7%, AV가전 4%, 생활가전 14%, 엔터테인먼트 -22%, 서비스 flat이다. 생활가전이 4개 분기 연속 두 자릿수 성장한 점이 긍정적이며, 엔터테인먼트는 콘솔 게임기 판매 부진으로 두 자릿수 감소를 지속했다.

매출 8개 분기 이래 최고치 19% 성장 달성

미국 매출액은 YoY 3% 증가한 138억달러, 기존점 성장률은 3.4%를 기록했다. 미국 온라인 매출액은 평균 주문액 상승, 트래픽 증가, 구매전환율 상승으로 8개 분기 이래 최고치 19% 성장을 달성했으며 미국 매출의 25%까지 비중이 상승했다. 영업이익은 제품믹스 악화와 관세 영향으로 1% 감소하였다. 해외 기존점 성장률은 캐나다 지역 호조로 1.6%를 기록했고, 영업이익은 부정적 환율, 신규 매장 오픈으로 3% 감소했다.

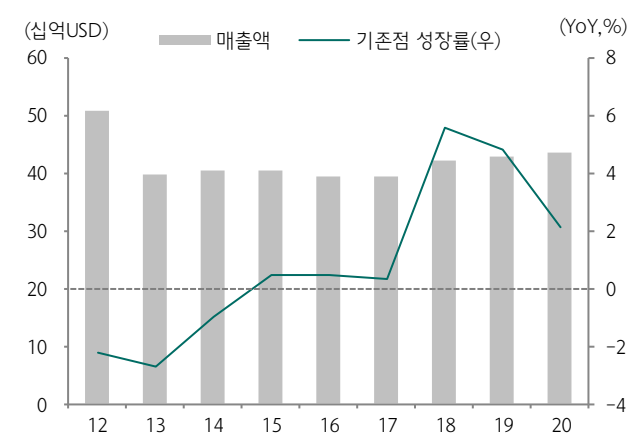
옴니채널 효과 가시화, 온라인 매출 중 픽업 차지하는 비중 5%p 상승

이번 분기에는 옴니채널 효과가 두드러졌다. 1,000개 이상의 매장 인프라를 활용하여 연말 쇼핑시즌 동안 최소 주문 금액 없이 수천 개 품목에 대해 1일 배송 서비스를 제공하였고, 1시간 후 픽업 서비스도 제공하면서 온라인 매출 중 매장 픽업이 차지하는 비중이 전년동기 대비 5%p 상승한 42%를 기록했다. 대체 픽업장소도 2,000여개까지 확대하였으며, 연간 베스트바이 앱 방문자 수는 22% 증가, 매장 내 앱 사용은 17% 증가했다.

우호적인 수요 환경 지속될 경우 중장기적 실적 개선 여력 충분

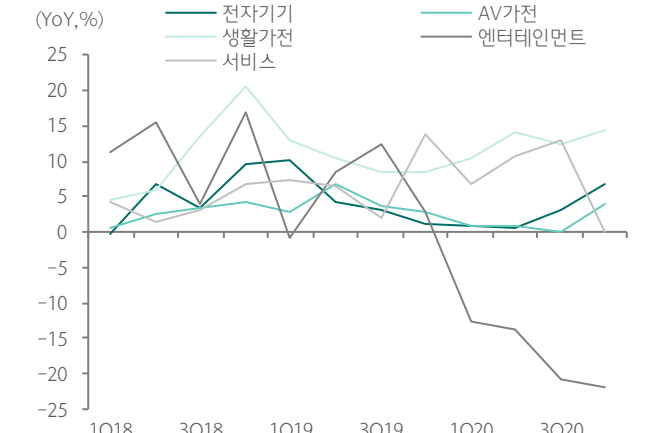
베스트바이는 코로나19 영향으로 단기적인 실적 부진은 불가피해 보이지만, 5G 스마트폰 출시, 8K TV로 교체, 신규 콘솔 기기 출시 등 중장기적으로 우호적인 수요 환경이 지속될 가능성이 크기 때문에 중장기적인 실적 개선 여력은 충분하다는 판단이다.

그림 26. 베스트바이 매출 & 기존점 성장률



주: 회계연도 1월 결산  
자료: 베스트바이, 하나금융투자

그림 27. 베스트바이 미국 카테고리별 매출 성장률



주: 회계연도 1월 결산  
자료: 베스트바이, 하나금융투자

표 2. 베스트바이 분기 실적

(단위: 백만USD)

	FY1Q19	FY 2Q19	FY3Q19	FY 4Q19	FY 1Q20	FY 2Q20	FY 3Q20	FY 4Q20
매출	9,109	9,379	9,590	14,801	9,142	9,536	9,764	15,196
미국	8,412	8,639	8,756	13,497	8,481	8,821	8,964	13,848
해외	697	740	834	1,304	661	715	800	1,348
영업이익	265	335	322	978	334	313	395	967
미국	267	329	315	886	332	309	388	878
해외	(2)	6	7	92	2	4	173	89
세전이익	257	329	330	972	330	307	389	967
지배주주순이익	208	244	277	735	265	238	293	745
매출(YoY,%)	6.8	4.9	2.9	-3.7	0.4	1.7	1.8	2.7
미국	6.3	4.4	3.1	-3.5	0.8	2.1	2.4	2.6
해외	13.1	10.8	0.6	-5.2	-5.2	-3.4	-4.1	3.4
기존점 매출(YoY, %)	7.1	6.2	4.3	3.0	1.1	1.6	1.7	3.2
미국	7.1	6.0	4.3	3.0	1.3	1.9	2.0	3.4
해외	6.4	7.6	3.7	2.5	-1.2	-1.9	-1.9	1.6
영업이익(YoY,%)	-11.7	4.4	-8.0	12.2	26.0	-6.6	22.7	-1.1
순이익(YoY,%)	10.6	16.7	15.9	101.9	27.4	-2.5	5.8	1.4
영업이익률(%)	2.9	3.6	3.4	6.6	3.7	3.3	4.0	6.4
세전이익률(%)	2.8	3.5	3.4	6.6	3.6	3.2	4.0	6.4
순이익률(%)	2.3	2.6	2.9	5.0	2.9	2.5	3.0	4.9

주: 회계연도 1월 결산

자료: 베스트바이, 하나금융투자

그림 28. 베스트바이 최저가 보상 프로그램



자료: 베스트바이, 하나금융투자

그림 29. 베스트바이 픽업 서비스



자료: 베스트바이, 하나금융투자



표 3. 베스트바이 연간 실적 및 밸류에이션

(단위: 백만USD)

	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출	42,151	42,879	43,638	40,666	43,210	43,838
미국	38,662	39,304	40,114			
해외	3,489	3,575	3,524			
영업이익	1,843	1,900	2,009	1,608	1,955	2,039
미국	1,752	1,797	1,907			
해외	91	103	102			
세전이익	1,817	1,888	1,993			
지배주주순이익	1,000	1,464	1,541	1,188	1,440	1,554
합리적 적정시가총액(십억USD)	17,000	24,888	26,197	20,196	24,480	26,418
주식수(백만주)	256,563	256,563	256,563	256,563	256,563	256,563
합리적 적정주가(달러)	66	97	102	79	95	103
적정PER	17	17	17	17	17	17
EPS(USD)	3.90	5.71	6.01	4.63	5.61	6.06
매출(YoY,%)	7.0	1.7	1.8	-6.8	6.3	1.5
미국	6.7	1.7	2.1			
해외	10.6	2.5	-1.4			
영업이익(YoY,%)	-0.6	3.1	5.7	-20.0	21.6	4.3
순이익(YoY,%)	-18.6	46.4	5.3	-22.9	21.2	7.9
영업이익률(%)	4.4	4.4	4.6	4.0	4.5	4.7
순이익률(%)	2.4	3.4	3.5	2.9	3.3	3.5

주: 회계연도 1월 결산. FY18은 매출인식 일수가 1주일 더 많아 매출 큰 폭으로 증가

자료: 베스트바이, Bloomberg 시장예상치, 하나금융투자

### 3) 롯데하이마트: 구조적 한계 극복 여부 과제

#### (1) 국내 최대 가전 양판 업체

##### 국내 가전 양판 1위 업체

롯데하이마트는 2019년 매출 4조 430억원 규모 국내 가전 양판 1위 업체다. 전체 가전 시장점유율 9%이며, 가전 양판 산업내 시장점유율은 39%다(2019년). 2019년 기준 점포 466개로 2014년 436개 대비 30개 증가한 수준을 유지하고 있다. 2012년 10월 롯데쇼핑에 피인수 되면서, 롯데마트 샵인샵 점포수가 100개 이상 증가한 바 있다. 온라인 매출 비중은 12%(옴니채널 제외)로 2015년 2% 대비 큰 폭 상승했다.

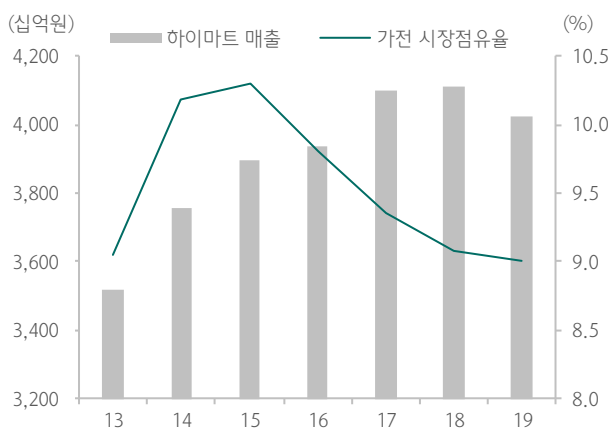
##### 2016년 이후 홈케어 서비스, 초대형 프리미엄 라이프스타일 매장 오픈 등 다양한 서비스 시도 중

2016년 이후 베스트바이와 코웨이를 벤치마킹한 홈케어 서비스를 시작했으나, 품목 수는 29개로 매출 비중은 1%에 그친다. PB와 다양한 글로벌 브랜드 MD를 추구하고 있으나, 역시 매출 비중은 1.4%로 제한적이다. 2020년 1월에는 온라인의 편의성과 오프라인 체험을 강화한 초대형 프리미엄 라이프스타일 매장을 잠실에 열었다. 메가스토어/프리미엄 스토어/옴니 스토어/일반점/마트점 형태로 소비자 니즈와 상권에 맞는 점포 컨셉을 다양화함으로써 오프라인 강점을 살리고 경쟁력을 제고한다는 전략이다.

##### 한편, 온라인 사업은 2015년 사이트 재구축 이후 차별화된 서비스로 로열티 강화

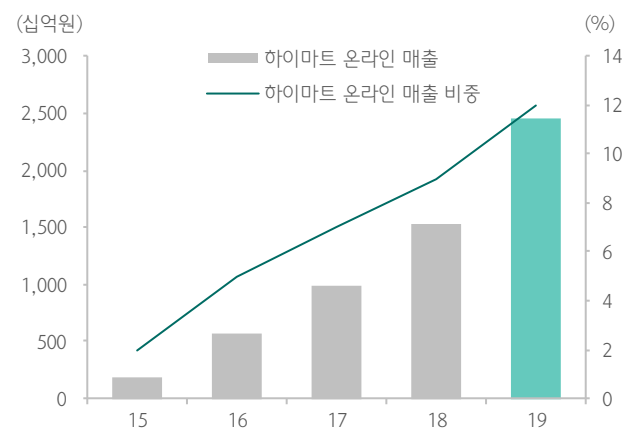
한편, 온라인 사업은 2015년 온라인 쇼핑몰 사이트 재구축 투자를 집행한 이후, SKU를 2016년 14만개에서 2019년 132만개까지 확대했으며, 가전 이외에도 캠핑/패션/가구/스포츠용품 등으로 카테고리를 확대하고 있다. '오늘배송(오전 구매 오후 배송)', '스마트픽(가까운 매장 픽업)', '스마트퀵(구매 후 2시간 배송)' 등 차별화된 서비스로 로열티를 강화하고 있다. 온라인 전용물류센터의 단계적 확대를 도모하면서 2017년 월 출고건수 약 2.7만건에서 2020년 9.5만건, 2022년 17.5만건을 목표하고 있다.

그림 30. 롯데하이마트 매출과 가전 시장점유율 추이



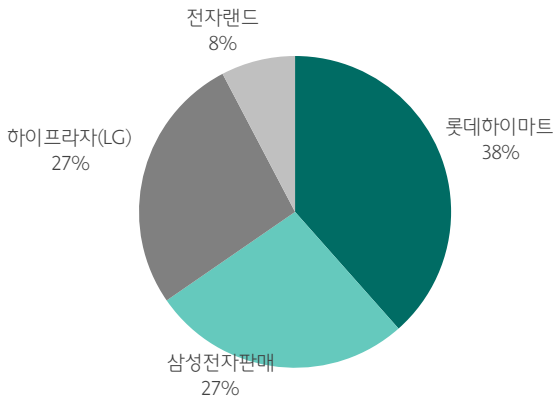
자료: 롯데하이마트, 하나금융투자

그림 31. 하이마트 온라인 채널 매출 및 비중



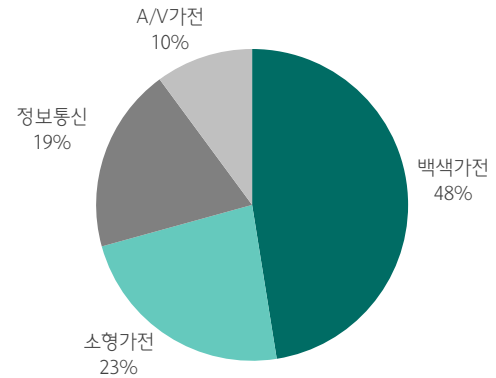
자료: 롯데하이마트, 하나금융투자

그림 32. 가전양판 시장점유율



자료: 롯데하이마트, 하나금융투자

그림 33. 롯데하이마트 품목별 판매 비율



자료: 롯데하이마트, 하나금융투자

## (2) 롯데하이마트의 구조적 한계

### 2019년 연간 영업이익 YoY -41%

하지만, 이런 노력에도 불구하고, 2019년 영업이익은 1,100억원으로 전년 대비 41%나 감소했다. 실적 부진 요인은 4가지로 꼽힌다.

#### 실적 부진 요인 첫번째, 킬러 카테고리 부재

첫째, 킬러 카테고리 부재다. 2016년~17년 실적을 견인했던 빨래 건조기, 에어컨, 공기청정기 등의 수요가 상당히 위축되었다. 건조기는 LG전자 제품의 콘텐츠 자동세척 기능 결합 사건 이후로 전반적인 판매가 위축되었다. 에어컨의 경우, 날씨가 별로 덥지 않았을 뿐 아니라, 신축 아파트의 경우 빌트인으로 들어가고 있는 추세다. 공기청정기는 보급률이 높아지기도 했으며, 미세먼지가 여러 국내외 제도 개선으로 감소세에 있다.

#### 두번째, 온라인 채널 확대에 따른 GPM 하락

둘째, 온라인 채널 확대에 따른 GPM 하락이다. 특별한 킬러 카테고리가 없는 가운데 가격 경쟁이 심해지고 있다. 2018년 하반기 이후 온라인 유통업체들은 시장 주도권을 잡기 위한 치열한 경쟁 상황에 있다. 가전은 표준화가 잘 돼 있기 때문에 가장 가격에 민감한 품목이다. 집객을 위한 도구적 품목으로서 가장 적합하다. 가전시장 온라인 채널 비중이 40%가 넘는데, 하이마트에서 순수 온라인 채널 비중은 13%에 불과하다. 그래서, 하이마트 역시 온라인 채널을 확대하고 있지만 문제는 마진이다. 가격을 오프라인보다 평균 10% 더 싸게 판매하다 보니 GPM이 오프라인 평균 25%에 비해 온라인은 15%밖에 되지 않는다.

#### 셋째, 엘지/삼성전자의 막강한 협상력

셋째, 엘지/삼성전자의 막강한 협상력이다. 온오프라인 가격 차가 크다보니 오프라인 채널 매출이 둔화될 수밖에 없다. 가격을 적당히 내리고 판매량을 늘려서 고정비 부담을 극복해야 한다. 베스트바이의 최저가 보장(Price Match Guarantee) 프로그램 벤치마킹이다. 하지만, 하이마트는 이런 정책이 어렵다. 베스트바이는 절대적인 바잉파워로 직매입에 의한 가격결정권을 온전히 행사했지만, 하이마트의 경우 LG/삼성전자 매출 비중이 60%에 달하기 때문에 직매입에도 불구하고 협상력 측면에서 하이마트가 가격을 함부로 내리기 어려운 상황이다. 협상력이 절대 우위에 있지 않다. LG/삼성전자의 가격 정책에 하이마트가 어느정도 보조를 맞춰야 하는 상황이다.

LG/삼성전자 입장에서는 하이마트에서 발생하는 매출보다 글로벌 표준 가격이 더 중요하다. 매출은 직영 점포나 온라인 채널에서 일으켜도 되고, 해외 매출 비중이 훨씬 크다. LG 전자 가전 카테고리 한국 시장 매출 비중은 35%다. 그런데, 하이마트가 가격을 낮추면 각 직영 점포들도 가격을 다 낮춰야 하고, 자칫 국내외 가격 표준이 흐트러질 수 있다. LG/삼성 입장에서는 온오프라인 가격이 동일해야 할 하등의 이유가 없다. 아니, 오히려 LG/삼성은 온라인 채널 확대를 방관할 수도 있다. 협상력 측면에서 하이마트라는 한 회사에 매출이 집중되는 것을 원하지 않기 때문이다.

#### 넷째, 롯데마트에 대한 임대료 부담

넷째, 롯데마트에 대한 임대료 부담이다. 전체 매장 23%(108개/전체 466개)가 롯데마트 샵 인샵 점포인데, 적자 점포의 절반 이상이 이 롯데마트 점포에서 발생하고 있다. 적자가 발생하는 이유는 두 가지다. i) 식품 온라인 시장 확대로 대형마트 트래픽이 크게 줄어들면서 샵 인샵 하이마트 점포에도 영향이 불가피하다. ii) 기본적인 임대료 수준이 높다. 일반적으로 롯데마트가 다운타운에 위치하고 있기 때문에 인근 상가 임대료가 높은 수준이고, 롯데마트에 대한 하이마트 임대료 역시 이를 기준으로 계약됐다. 하이마트의 다른 점포들 대비 높은 임대료다. 롯데쇼핑에 피인수 전 하이마트 사업구조의 가장 큰 장점 가운데 하나가 탄력적인 점포 이전과 낮은 임대료였는데, 이 장점이 크게 퇴색된 것이다.

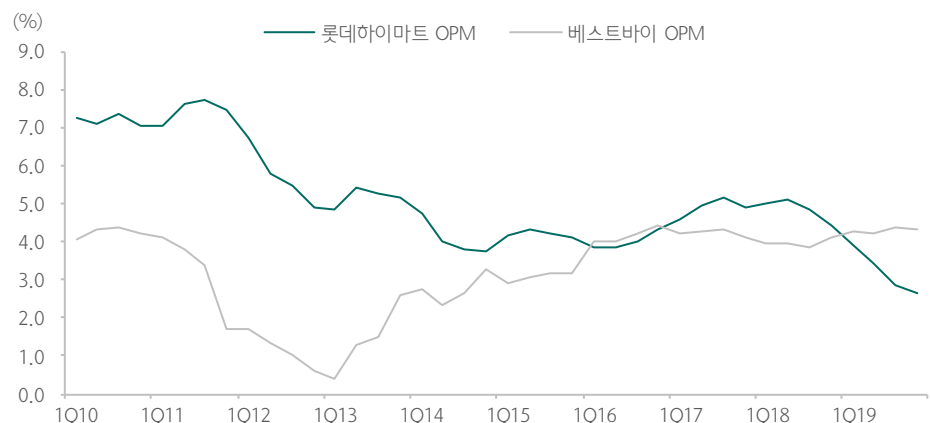
그렇다면, 폐점을 하거나 임대료를 내릴 수 있어야 하는데, 이게 쉽지 않다. 롯데마트를 사업부문으로 두고 있는 롯데쇼핑은 하이마트의 대주주다. 롯데마트 입장에서 하이마트로부터 임대료가 최근 실적 부진을 그나마 만회해주는 고정수입일 것이다. 롯데마트는 2019년에도 490억원 영업적자를 기록했는데, 확정 수익처인 하이마트에 쉽게 폐점이나 임대료 재계약을 허락할 리 없다.

#### 베스트바이와 롯데하이마트의 전략적 차이와 사업구조의 한계로 두 회사의 괴리 확대

이러한 베스트바이와 하이마트의 전략적 차이와 사업구조의 한계로 온라인화가 본격화된 이후 두 회사의 명암은 엇갈렸다. 2013년 초까지는 두 회사의 마진이 같이 하락했지만, 베스트바이는 강한 구조조정과 공격적인 가격 정책 등으로 마진이 회복세로 접어든 반면, 하이마트는 추세적 하락세를 지속, 2019년 영업이익률은 역전되기에 이르렀다.

그림 34. 롯데하이마트와 베스트바이 영업이익률은 역전된 상태

2016년 기점으로 베스트바이 롯데하이마트 영업이익률 역전



자료: Bloomberg, 각 사, 하나금융투자

### (3) 구조적 한계 극복 여부 지켜볼 필요

구조적으로 베스트바이의 가격 정책과 사업구조조정 벤치마킹하기 힘든 상황

히트 상품들이 나오고, 매출이 크게 증가할 때는 이런 구조적인 문제들이 드러나지 않았지만, 매출이 감소하면서 수익성 보전에 큰 제약 요인으로 작용하게 된 것이다. 첫째와 둘째 요인은 베스트바이와 롯데하이마트가 다 함께 처한 위기 요인이었으나, 셋째와 넷째는 롯데하이마트만의 특이한 제약 조건이다. 베스트바이의 가격 정책과 사업구조조정(매장 축소)을 벤치마킹하기 어려운 상황이다.

롯데하이마트도 홈케어 서비스를 제공하고 있지만, 베스트바이의 Geek Squad와 Tech Total Support(TTS)와 같은 이렇다 할 반응이 없다. 미국의 특수한 사업 조건인 듯 하다. 미국은 땅이 워낙 넓고 제조사가 다양하기 때문에 제조사한테 AS 요청을 해도 한달 이상 소요되는게 예사라고 한다. 그래서, 한달에 한번 정기적으로 방문해서 가전제품을 점검해주는 서비스 수요가 클 수 있다. 반면, 한국은 삼성과 LG전자 두 회사의 과점 상황이고, 곳곳에 서비스센터가 있기 때문에 굳이 정기서비스를 받을 필요가 없다는 분석이다.

1분기 매출과 영업이익 YoY 11%, 20% 감소한 9,250억원과 195억원 수준

롯데하이마트의 1분기 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 11%, 20% 감소한 9,250억원과 195억원 수준에 그쳤다. 코로나19 영향이 완화되면서 4~5월은 YoY -3% 수준으로 매출 감소폭을 줄이고 있는 상황이다. 특히, 재택근무/온라인 수업 확대로 PC카테고리 수요가 크게 늘고 있는데, 노트북의 경우 전년 동기대비 100% 이상 증가세다. 집에 있는 시간이 많아지면서 TV 교체 수요도 증가한 듯 하다. 단기적으로는 이런 매출이 전체 외형성장을 견인하기에는 한계가 있다. 코로나19 사태로 미세먼지가 크게 줄었고, 에어컨과 환경가전 매출 역신장이 크기 때문이다. 6월 이후 에어컨 매출 베이스가 낮아지기 시작하면서 매출도 YoY (+) 전환이 가능할 것으로 기대한다.

2020년 비용 관리에 초점, 온라인 마케팅비 축소 및 비효율점포 철수 계획

2020년 온라인 전략은 다소 소극적이다. 2019년 온라인 채널 매출 확대를 위한 마케팅비 증가에 의한 마진 훼손이 컸기 때문이다. 올해는 비용 관리에 초점을 둔다는 방침이다. 오히려, 오프라인 점포 매출 확대와 효율화를 위해 부분적 프로모션 행사 등을 확대하면서 오프라인 쪽에 힘을 실어주는 모습이다.

삼성/엘지전자의 높은 매출 비중과 가격 정책 한계는 단기적으로 안고 가야할 부담으로 봐야 한다. PB와 글로벌 MD 등을 확대하고 있지만 니즈를 이끌어내지 못하고 있다.

다만, 롯데마트의 비효율점포 철수 계획은 하이마트에도 긍정적이다. 하이마트는 올해 23개 점포수를 폐점할 계획인데, 이 가운데 샵인샵 점포가 10개 정도다. 수익성 개선에 긍정적이다. 다만, 이러한 전략은 하이마트 독립적으로 이뤄질 수 없다는 게 아쉬움이다.

2020년 매출은 YoY 3% 감소한 3조 9,000억원, 영업이익은 1% 감소한 1,090억원으로 추정한다. 향후 매출과 비용의 구조적 한계를 어떻게 극복할 지 지켜볼 일이다.



1분기 별도 매출과 영업이익은  
각각 전년 동기대비  
11%, 20% 감소한 9,253억원과  
195억원 기록

표 4. 롯데하이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2020년
매출액	1,037	1,071	984	935	4,026	925	1,022	992	963	3,903
영업이익	24	46	33	6	110	20	43	38	9	109
세전이익	20	42	28	-174	-84	15	38	34	5	92
순이익	15	32	21	-169	-100	11	29	26	2	69
영업이익률(%)	2.3	4.3	3.4	0.7	2.7	2.1	4.2	3.8	0.9	2.8
세전이익률(%)	1.9	3.9	2.9	-18.7	-2.1	1.6	3.7	3.4	0.5	2.3
순이익률(%)	1.5	3.0	2.2	-18.1	-2.5	1.2	2.9	2.6	0.2	1.8
매출액(YoY,%)	8.9	-1.5	-11.6	-2.6	-2.1	-10.8	-4.6	0.9	3.0	-3.1
영업이익(YoY,%)	-41.3	-31.5	-48.4	-52.9	-41.1	-19.6	-7.1	13.3	41.7	-0.8
세전이익(YoY,%)	-48.7	-35.2	-55.5	적지	적전	-26.3	-9.5	18.9	흑전	흑전
순이익(YoY,%)	-48.4	-35.2	-55.4	적지	적전	-26.1	-8.8	19.4	흑전	흑전

자료: 롯데하이마트, 하나금융투자

2020년 별도 기준 매출 YoY 3%  
감소한 3조 9,028억원, 영업이익  
YoY 1% 감소한 1,090 억원 전망

표 5. 롯데하이마트 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출	4,113	4,026	3,903	4,098	4,203
영업이익	186	110	109	117	123
세전이익	127	-84	92	103	111
순이익	85	-100	69	77	83
적정시가총액	855	-999	686	770	833
주식수(천주)	23,607	23,607	23,607	23,607	23,607
적정주가(천원)	36	-42	29	33	35.3
적정PER	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
EPS(원)	3,620	-4,232	2,908	3,262	3,527
영업이익률(%)	4.5	2.7	2.8	2.9	2.9
매출(YoY,%)	0.3	-2.1	-3.1	5.0	2.6
영업이익(YoY,%)	-10.1	-41.1	-0.8	7.7	4.9
순이익(YoY,%)	-42.4	-216.9	-168.7	12.2	8.1

자료: 롯데하이마트, 하나금융투자

### 3. 식품온라인: 이마트 vs. 월마트

#### 1) 산업의 성격: 온라인이지만 높은 진입장벽

##### (1) 온라인 유통이 '사업' 이 되기 위한 조건

2013년 이후 국내 온라인 유통시장  
연평균 19% 고성장

2013년 스마트폰 보급이 본격화되면서 국내 온라인 유통시장은 2019년까지 연평균 19% 고 성장을 이어왔다. 국내 민간소비 성장률이 연간 2~3%에 미치지 못한다는 점을 감안하면 어마어마한 신장세다. 온라인 채널 매출은 2019년 기준 135조원, 전체 유통시장의 36%에 이르렀다. 특히, 2018년 이후 마지막 오프라인의 보루라고 할 수 있는 식품 카테고리까지 온라인 채널이 치고 들어가면서 식품 온라인 시장이 온라인 유통의 핵으로 떠올랐다.

온라인화로 유통시장 완전경쟁시장화  
: 진입장벽/동일상품/가격정보,  
제로마진으로 수렴

온라인화로 유통시장은 완전경쟁시장으로 변화하고 있다. 진입과 탈퇴가 자유롭고(제한적 Capex와 고정비), 거래되는 상품이 동일하며(가전, PC 등 공산품), 가격 정보가 폭 넓게 공유(ex: 네이버 가격비교)되고 있기 때문이다. 이는 기존 유통산업 성격과 정면 배치된다. 진입장벽이 낮아지면서 이중 산업 1위 대기업들의 유통산업 진출이 활발해지고, 유통을 다른 목적(검색 카테고리 확대나 빅데이터 등)의 수단으로 활용하면서, 유통마진은 BEP 이상을 기대하기 힘든 구조가 되고 있다.

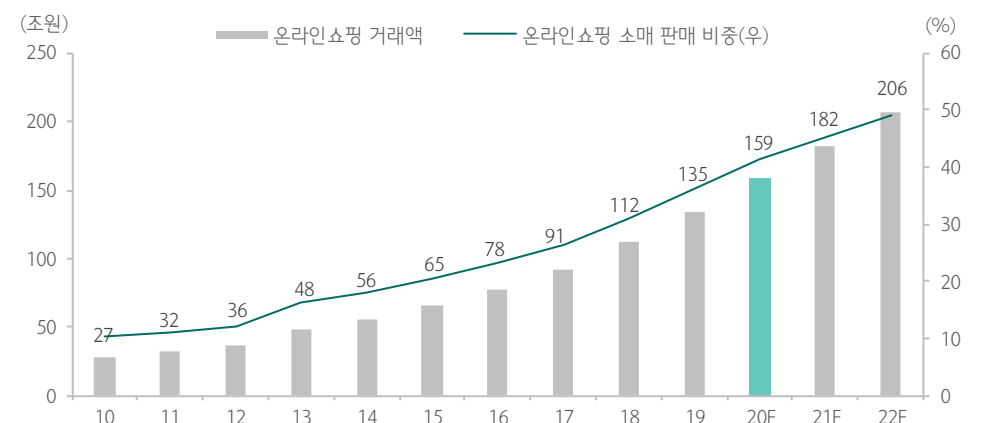
비즈니스 모델 2가지 가능

- 알리바바/아마존
- 식품온라인

온라인 유통시장에서 기업들이 '돈'을 벌기 위해서는 두 가지 비즈니스 모델이 가능하다. 첫째, 알리바바와 아마존 모델이다. 이들은 유통업이 완전경쟁시장이라는 것을 철저히 수용하고 유통 부문에서는 BEP만을 추구한다. 대신, 유통수수료를 크게 낮추고, 집객을 확대하면서 절대적인 시장점유율을 확보하고, '막대한 트래픽 증가를 통한 광고마케팅이나 클라우딩 서비스로 수익을 창출하고 있다. 유통은 사업이 아니라 수단일 뿐이다. 가전부터 생활용품, 의류, 화장품까지 표준화가 잘 되어 있는 공산품이 주 거래 품목이다.

2020년 온라인쇼핑 거래액 159조원,  
소매 판매 비중 42% 추산

그림 35. 한국 온라인 유통시장 규모와 전체 유통시장에서 온라인 비중



자료: 통계청, 하나금융투자

둘째, 완전경쟁시장의 조건 가운데 하나를 깨는 것이다. '진입과 탈퇴의 자유', '정보의 공유'는 온라인 유통 고유의 속성이기 때문에 깨기 어렵다. '거래 상품의 동질성'은 상품 카테고리마다 다르다. 예를 들어 냉장고는 제품명만 같다면 어느 채널이나 어떤 유통회사에서 제품을 구입하든 무차별하다. 가격이 가장 중요한 구매 조건이 된다. 그런데, 배추는 다르다. 쇼핑 물 사진에 있는 배추가 그대로 배달된다는 보장이 없다. 상품의 품질이 유통업체마다 다르다. 표준화가 가장 안돼 있기 때문에 온라인으로 거래되기 가장 어려운 품목이 신선식품이다. 다시 말해, 온라인에서 신선식품을 잘 유통할 수 있다면 높은 진입장벽을 형성하면서 사업 전개가 가능하고, 돈을 벌 수 있다는 말이다.

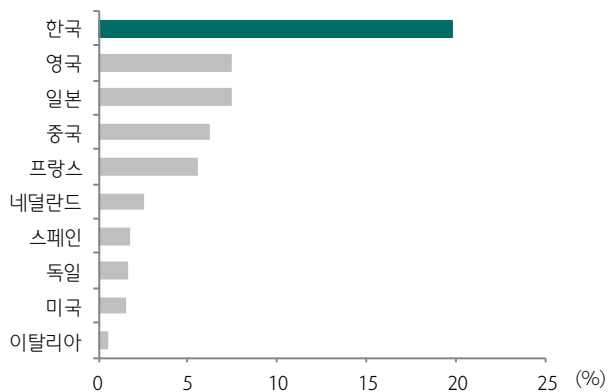
## (2) 식품 온라인 대두 이유와 전망

### ① 식품 온라인 수요의 확대

국내 식품/잡화에서 온라인 채널이 차지하는 비중은 20%로, 글로벌 평균 대비 상위

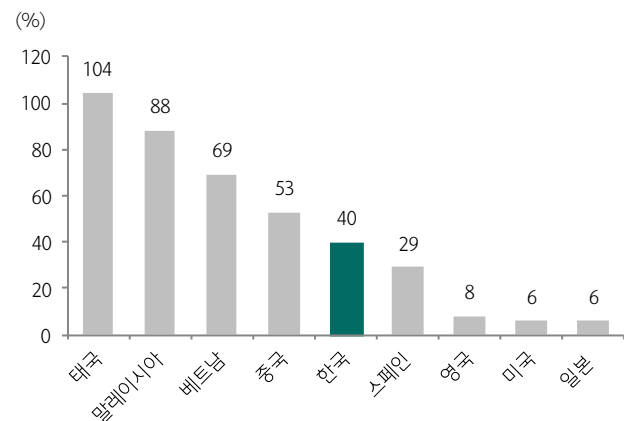
식품 온라인 시장은 특히 한국에서 가장 먼저 발달했다. 전체 식품/잡화에서 온라인 채널이 차지하는 비중은 20%에 이른다. 이러한 수치는 글로벌 평균을 크게 앞선다. 한국은 인터넷망이 잘 구축되어 있고, 서울과 수도권에 집중돼 있어 단시간 배송이 가능하기 때문이다. 일반적인 온라인 채널 침투가 가격 변수에 의한 것이라면 식품 온라인 수요 확대는 사회 구조적인 측면도 강하다.

그림 36. 국가별 온라인 유통시장 식품 비중



자료: KANTAR, 하나금융투자

그림 37. 국가별 식품 온라인 시장 성장률



자료: KANTAR, 하나금융투자

수요시장 확대 요인

- 전업주부 축소 및 직장맘 증가
- 대형마트 의무 휴무 규제
- 레저 수요 증가

첫째, 전업주부의 축소 및 직장맘의 증가다. 여성 취업률이 높아지고, 출산 이후 직장에 복귀하는 여성이 증가하면서 2013년을 기점으로 전업주부(비경제활동 여성인구 가운데 사유가 유아와 가사인 인구)수가 2.3%나 줄었다. 이러한 추세는 당분간 지속될 듯 하다. 여성취업률(2019년 53.5%)은 가파른 상승세에 있지만 여전히 OECD 평균(66.7%)에는 현저히 못 미친다. 직장맘의 증가는 오프라인 장보기 수요를 위축시킬 수밖에 없다. 대형마트는 물론, 재래시장과 개인형 대형 슈퍼의 입지를 약화시키는 요인이다.

둘째, 대형마트 의무 휴무 규제도 중요한 요인이 되었다. 평일 장보기가 어려운 상황에서 공휴일 휴무는 온라인 쇼핑 수요 증가로 이어질 수밖에 없다. 이는 대형마트 업체들 사이 시장재편을 가속화하는 요인이기도 하다. 과거 대형마트 업체들 시장점유율 경쟁이 주로 오프라인 점포의 영업상 중첩 지역에 한정적으로 나타났다면, 온라인 유통 환경 하에서는 지역에 상관없이 경쟁사 고객을 빼앗아올 수 있게 되었다. 절대적 시장점유율이 가능해진 것이다.

셋째, 레저 수요의 확대다. 주말 레저 인구가 점점 많아지면 자동차를 몰고 대형마트를 향하는 수요가 상대적으로 줄어든 수밖에 없다. 신세계/현대/롯데 대형 유통 그룹들이 이들 레저 수요를 트래픽으로 확보하기 위해 다양한 프리미엄 아울렛과 스타필드와 같은 복합몰을 운영하고 있다. 재밌는 현상은 온라인 쇼핑 요일별 결제를 보면 목요일까지 비슷하게 높다가 금~일요일에 톱 떨어진다는 것이다. 오프라인 마트와 백화점 매출이 금~일요일에 집중되는 것과 반대다. 목요일까지 주문하고, 금요일에 받아서 토요일에 야외로 떠나는 것이다.

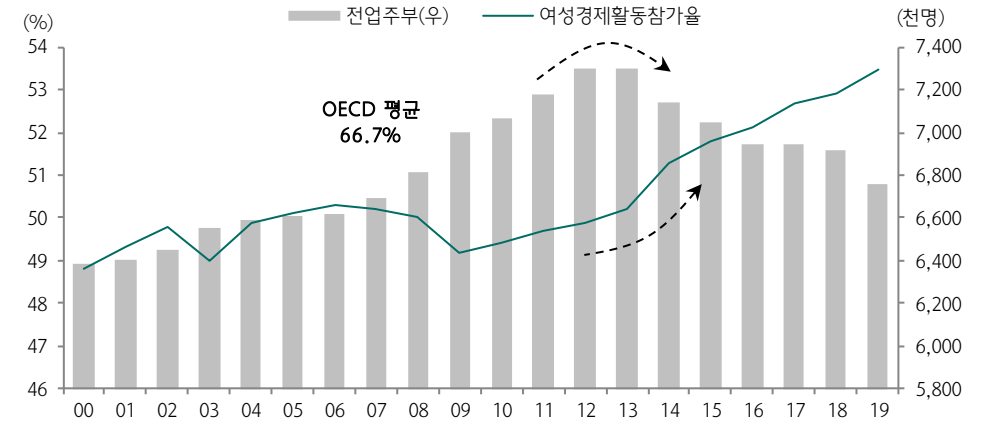
식품 온라인 신뢰도 상승과  
기후/환경 악화로 중요한 요인

넷째, 식품 온라인에 대한 신뢰도 상승이다. 설문조사를 보면, 온라인으로 식품 카테고리를 구매하지 않는 가장 큰 이유는 신선도에 대한 의심이다. 최근 기술 진보와 유통업체들의 설비투자 확대로 신선도를 유지하면서 대량의 재고를 빠른 시간 내에 배송할 수 있게 되었다.

다섯째, 기후/환경 악화로 중요한 원인이 되고 있다. 온라인 쇼핑 동기로 미세먼지 증가를 답하는 소비자들도 많다. 최근과 코로나19 사태로 인한 사회적 거리 두기 운동도 좋은 예가 될 것이다.

워킹맘의 증가는 식품온라인 수요  
증가 주 요인

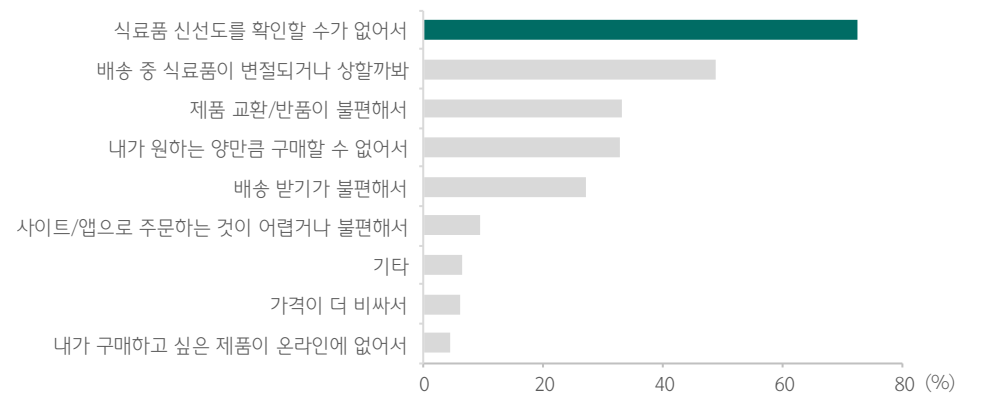
그림 38. 여성 경제활동 참가율과 전업주부 수



자료: 통계청, 하나금융투자

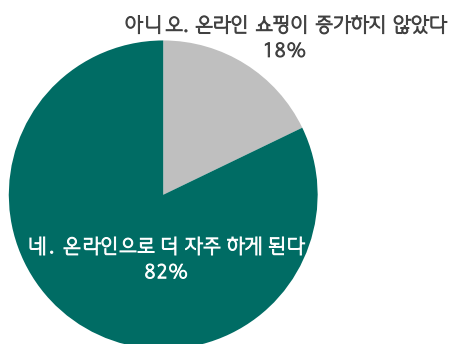
온라인으로 식품 구매를 하지 않는  
첫 번째 이유 신선도 확인이  
어렵기 때문

그림 39. 온라인으로 식품 구매를 하지 않는 이유



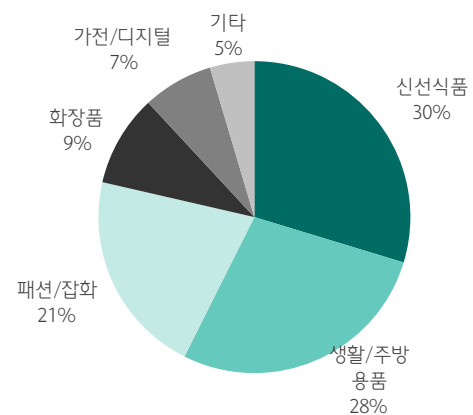
자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 40. 미세먼지의 온라인 쇼핑에 영향



자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 41. 미세먼지 때문에 온라인으로 더 자주 구매하는 상품



자료: 언론보도, 하나금융투자



공급측면

- 기술진보와 물류 인프라 형성
- CA저장고/DPS/Fulfillment 시스템
- 사업성 제고로 비즈니스 모델로 자리매김

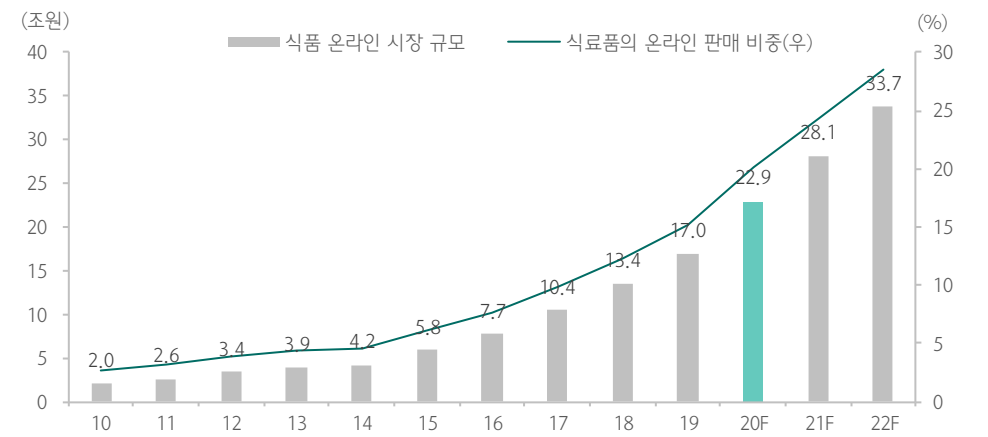
② 식품 온라인 인프라 개선

소비자의 품목별 배송 수요의 양과 위치를 정확히 파악, 예측할 수 있는 데이터베이스 소프트웨어 역량도 크게 향상 되었다. 결품률(결품미배송건수/총 주문건수, 주문과 실제 재고 사이 오류로 발생)과 오배송률(오배송건수/총 주문건수, 품목/수량/배송처 오류)을 줄이면서, 2만개의 SKU를 6시간 내에 픽킹 및 패키징해서 배송할 수 있는 DPS(Digital Picking System)/풀필먼트(Fulfillment)시스템을 갖추었다(이마트/롯데마트). 이를 통해 물류센터별로 효율적인 재고 입고와 출하가 가능하며, 재고처분손실을 최소화하면서 가동률을 극대화할 수 있게 되었다.

동일 배송지 드롭률이 높지 않으면 물류센터와 차량 운용의 고정비 부담을 감당하기 어렵다. 최신 GPS 시스템은 빅데이터를 통해 현재뿐 아니라 30분, 1시간 후 교통량을 예측하여 최단 거리, 배송시간의 정확도를 높였다. 한정된 시간 배송 횟수를 늘리고, 택배기사(개인 사업자)의 사업성을 높이면서, 배송비용을 낮췄다. 과거에는 신선도와 사업성 문제로 거래가 미미했던 식품 온라인 유통이 단순히 서비스가 아닌 ‘비즈니스’로 자리매김할 수 있게 됐다.

경쟁심화로 2019년 YoY 26% 증가  
17조원 도달

그림 42. 한국 식품 온라인 시장 규모와 식품 시장에서 온라인 비중



자료: 통계청, 하나금융투자

### ③ 신규 투자, 마케팅 확대

신규 투자 확대와 경쟁심화 영향,  
2019년 국내 식품 온라인 시장  
17조원 규모로 성장

서비스 제공 업체와 카테고리, 배송 서비스가 한층 다양화 됐고, 쿠팡을 중심으로 역마진 MS(Market Share) 확대 전략이 강화되었다. 2018년 식품 온라인 시장은 새로운 전기를 맞이하게 된 것이다. 2017년 둔화되었던 온라인 쇼핑 성장률이 2018년 YoY 20% 이상 고신장하고, 식품 온라인 카테고리가 성장을 주도하면서 2019년 국내 식품 온라인 시장 규모는 17조원에 이르게 되었다. 전체 식품 시장의 15% 비중까지 올라왔다.

2019년 식품 카테고리 YoY 40%  
고신장

애초 쿠팡의 식품 비중은 10% 미만, 신선식품 비중은 2~3%(추정) 수준에 불과했는데, 2018년 이후 식품 카테고리가 YoY 40% 이상 고신장하면서 핵심 성장 동력으로 작용하고 있다. 물론, 쿠팡의 식품 온라인 사업 구조와 인프라는 이마트나 롯데마트, 마켓컬리 등 전문 업체들에 비할 바 아니다. 신선식품의 경우 소비자와 생산자/도매업자들 중개만 해주는 형태가 많다. 풀필먼트나 CA저장고 등에 기반한 물류가 아니다. 증장기적인 한계는 명확하지만, 매출 비중이 작고, 수요가 크게 증가하고 있기 때문에 적극적인 벤더 소싱과 프로모션, 배송 서비스로 외형 성장에 기여도를 높이고 있다.

인프라 확대보다 마케팅, 외형 성장  
초점, 주요 업체들 손실 폭 확대

이들 업체들의 최근 투자는 상당히 공격적인데, 인프라 확대보다는 마케팅, 즉 외형 성장에 초점을 두고 있다. 쿠팡은 2018년 2조원의 투자를 유치한 이후 프로모션을 더욱 확대했다. 회원제 로켓와우는 실질적으로 무료배송이나 다름 없다. 고객 만족도는 높지만, 막대한 배송 비용은 쿠팡 영업손실의 가장 큰 요인으로 작용하고 있다. 식품 매출 비중 상승으로 물류센터 증설이 필요하지만, 최근 물류센터는 대부분 임차를 통해 이뤄지고 있다. 마켓컬리 역시 가파른 외형성장으로 2019년 2,000억원 신규 투자를 유치했다. 부족한 Capa 증설에 투자할 계획이다. 오아시스는 2019년 3분기 기준의 5배 규모 물류창고 시설투자를 진행, 부족한 Capa를 확보했다.

마케팅/서비스 경쟁 심화로 대부분  
업체들 막대한 영업손실

문제는 이들 업체들이 식품 온라인 주도권을 확대하기 위한 마케팅/서비스 경쟁이 심화되면서 이익을 내지 못하고 있다는 것이다. 마켓컬리의 2019년 매출은 4,290억원으로 전년 대비 173%나 성장했는데, 영업손실 역시 986억원(2018년 OP -337억원)으로 그 이상 증가했다. 온오프라인 시너지로 안정적인 수익 구조가 강점인 오아시스 역시 2019년 매출이 YoY 28%나 증가했지만, 영업이익률은 여전히 채 1%에도 못 미치고 있다.

한편, 2018년 1조 970억원 영업손실을 기록했던 쿠팡은 2019년 7,210억원으로 손실 규모를 크게 줄였다. 원가율과 판관비율이 모두 하락했는데, 바잉파워가 상승하고, 고정비 부담이 완화되고 있다는 말이다. 7천억원이란 영업손실 규모 역시 어마어마한 수준이지만, 온라인 유통시장 '규모의 경제' 가능성을 제시했다는 측면에서 긍정적이다. 쿠팡의 2019년 실적에 대해서는 좀더 구체적으로 살펴볼 필요가 있다.

표 6. 온라인 유통업체들 2019년 실적 비교

(단위: 십억원)

	쿠팡	이베이코리아	위메프	티몬	11번가	마켓컬리	오아시스
거래액(추정)	17,077	16,977	6,203	4,000	9,836	600	
매출	7,153	1,095	465	175	530	429	142
매출원가	5,950		117	22	17	324	107
판관비	1,924		424	228	529	204	35
인건비	1,425		105	63	71	19	12
운반 및 임차료	261		17	8	1	26	0.8
광고선전비(판촉비 포함)	293		145	66	100	44	0.6
영업이익	(721)	62	(76)	(75)	(6)	(99)	1.0

자료: 와이즈앱, 각 사, 하나금융투자

## 2) 쿠팡의 2019년 실적 발표 의미: 온라인 유통시장 재편 가속화 가능성

### (1) 2019년 영업손실 36% 감소

#### 2019년 영업손실 36% 감소

2019년 연결 매출은 64% 증가한 7조 1,530억원, 영업손실은 36%(4,070억원) 감소한 7,205억원을 기록했다. 임대료 리스회계 효과(약 230억원 판관비 감소)를 감안하더라도 영업손실 폭은 크게 줄어든 것이다. 거래액 규모는 약 17.1조원으로 추산되는데, 온라인 유통 시장점유율은 12.5%(YoY 5.7%p)까지 상승한 것으로 추정된다.

#### 원가율 83.2%(YoY -12%p), 손실 축소 주요인

원가율이 83.2%(YoY -12%p)로 크게 하락하면서 손실 축소의 주요인으로 작용했다. 원가율 하락은 배송 효율 상승/객단가 상승/바잉파워 확대에 따른 매입원가 하락이 복합적으로 작용한 결과다. 실제로 배송인당 매출은 2019년 2억 3,800만원(매출/3만명)으로 전년 대비 37%나 증가했다.

#### 판관비율 26.9%(YoY -3.9%p) 하락

판관비는 YoY 44% 증가한 1조 9,240억원을 기록했다. 판관비율은 26.9%(YoY -3.9%p)까지 하락했는데, 2016년(43.1%) 이후 계속 떨어지고 있다. 당기순손실은 7,230억원(YoY +4,210억원)을 기록, 영업이익과 유사한 규모의 손실 축소를 보였다. 참고로, 쿠팡맨과 쿠팡플렉스를 포함한 쿠팡의 직간접 고용 인력은 2018년 2.5만명에서 2019년 3만명으로, 로켓배송센터는 2014년 27개에서 2019년 168개까지 6배 늘었다.

### (2) 2023년 흑자전환 가능, 온라인 유통 사업화 가능성 제시

#### 국내 온라인 유통 시장 '규모의 경제' 통한 사업화 가능성 제시

이번 실적은 세가지 의미가 있다. 첫째, 국내 온라인 유통 시장에서 '규모의 경제'를 통한 사업화 가능성을 제시했다는 점이다. 그동안 국내 온라인 유통 시장에서 시장점유율 상승은 곧 영업적자 확대와 같은 말로 간주되었다. 쿠팡의 경우, 지속적인 물류시스템 효율화와 바잉파워 개선 등으로 5년 후 원가율이 75%까지 하락하고, 판관비율이 24%대까지 떨어진다면, 2023년 흑자전환이 가능할 것으로 추정한다. 2023년 매출 규모는 2019년 이후 연평균 29% 성장한 약 20조원, 시장점유율은 20.5%에 도달한 시점이다.

원가율부터 인건비와 배송인당 매출, 물류비용과 광고선전비 등 가정을 전제하지만, 무리한 수준은 아니다. 최근 주요 화장품/생활용품 업체들의 쿠팡 향 매출 비중은 전체 매출의 50%를 넘고 있다. 벤더들 입장에서는 재고 부담을 덜 수 있기 때문에 쿠팡의 직매입 구조를 선호한다. 쿠팡의 추가적인 GPM 개선 여지가 크다는 말이다. 직매입 비중이 높은 이마트의 상품 원가율은 75% 수준이다. 아울러, 이마트의 판관비율이 26%인데, 오프라인 점포 고정비 부담을 감안하면 쿠팡의 중장기 판관비율 24% 역시 크게 부담스럽지 않다.

표 7. 쿠팡 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
온라인 유통 시장 규모	77,296	94,186	113,314	135,264	160,091	183,490	207,925	234,230	262,381
시장점유율	4.5%	4.4%	6.9%	12.6%	15.5%	17.2%	18.8%	20.4%	21.8%
거래액(추정)	3,450	4,140	7,800	17,100	24,795	31,490	39,142	47,702	57,091
매출	1,916	2,685	4,355	7,153	10,372	13,172	16,373	19,954	23,882
매출원가	1,526	2,167	4,143	5,950	8,369	10,416	12,688	15,153	17,955
매출총이익	390	518	212	1,203	2,003	2,757	3,686	4,801	5,927
판매비	955	1,157	1,340	1,924	2,641	3,220	3,904	4,716	5,625
인건비	566	655	1,012	1,425	1,972	2,435	2,998	3,688	4,500
서비스 이용수수료	108	165	270	406	584	734	903	1,089	1,291
운반 및 임차료	129	147	226	261	363	442	528	617	709
광고선전비	32	54	151	293	408	498	594	695	799
세금공과	23	17	35	41	56	64	72	79	85
소모품 등 매입	28	35	54	95	130	157	186	215	244
감가상각비	41	52	57	181	221	251	282	312	343
배송 인원(천명)	3	17	25	30	40	47	55	64	74
인당 매출(백만원)	766	158	174	238	262	283	300	312	322
평균 임금(백만원)	227	39	40	47	50	52	55	58	61
로켓배송센터수	50	68	85	168					
영업이익	(565)	(639)	(1,128)	(721)	(637)	(463)	(218)	84	302
세전이익	(562)	(674)	(1,142)	(724)					
당기순이익	(562)	(674)	(1,145)	(723)					
증가율(YoY)									
온라인 유통시장		17%	23%	20.2%	18.3%	14.5%	13.2%	12.6%	11.9%
매출		40.1%	62.2%	64.3%	45.0%	27.0%	24.3%	21.9%	19.7%
판매비		21.2%	15.8%	43.6%	37.3%	21.9%	21.2%	20.8%	19.3%
인건비		15.7%	54.4%	40.8%	28.6%	17.1%	15.4%	13.9%	12.5%
서비스 이용수수료		53.5%	63.5%	50.5%	43.6%	25.7%	23.1%	20.7%	18.5%
운반 및 임차료		13.4%	54.1%	15.2%	39.2%	21.9%	19.3%	17.0%	14.9%
광고선전비(판촉비 포함)		66.3%	181.2%	93.9%	39.2%	21.9%	19.3%	17.0%	14.9%
매출 대비(%)									
매출총이익률	20.3%	19.3%	4.9%	16.8%	19%	21%	23%	24%	25%
영업이익률	-29.5%	-23.8%	-25.9%	-10.1%	-6.1%	-3.5%	-1.3%	0.4%	1.3%
판매비율	49.8%	43.1%	30.8%	26.9%	25.5%	24.4%	23.8%	23.6%	23.6%
인건비	29.6%	24.4%	23.2%	19.9%	19.0%	18.5%	18.3%	18.5%	18.8%
서비스 이용수수료	5.6%	6.2%	6.2%	5.7%	5.6%	5.6%	5.5%	5.5%	5.4%
운반 및 임차료	6.8%	5.5%	5.2%	3.6%	3.5%	3.4%	3.2%	3.1%	3.0%
광고선전비(판촉비 포함)	1.7%	2.0%	3.5%	4.1%	3.9%	3.8%	3.6%	3.5%	3.3%

자료: 쿠팡, 하나금융투자

MS상승/손실폭 축소는 투자자  
입장에서 고무적인 현상

### (3) 추가 투자 유치 가능성

둘째, 소프트뱅크 등으로부터 추가 투자 가능성을 높였다. 유동자산(1조 8,690억원)보다 유동부채(2조 1,510억원)가 큰 만큼 2020년 역시 추가적인 재무적 투자 유치가 필요하다. 쿠팡의 시장점유율 상승과 손실 폭 축소는 이마트와 마켓컬리, 위메프 등 경쟁사들의 막대한 영업손실 증가 가운데서 이뤄낸 성과라는 점에서 더욱 의미가 있다. 소프트뱅크(비전펀드) 등 투자자 입장에서는 고무적인 현상이다.

물론, 투자자들이 기대하는 성공적인 투자란 쿠팡의 흑자전환이 아니다. 높은 밸류에이션으로 상장을 통해 기업가치를 높이는 것이다. 이러한 기업가치 제고는 흑자전환보다 시장 점유율 상승이 더 중요하다. 온라인 유통은 완전경쟁시장 성격을 갖고 있기 때문에 유통 수수료 수취를 통해 구조적인 이익 개선을 기대하기 어렵다. 절대적인 시장 점유율 확보와 막대한 고객 트래픽을 기반한 광고마케팅 수익 창출이 핵심 비즈니스 모델이다.

쿠팡 신규 투자유치+MS 상승+  
수익성 개선 지속시, 경쟁사  
기업가치 희석

### (4) 2020년 온라인 유통 시장 재편 가능성 상승

셋째, 국내 온라인 유통 시장 재편 가능성을 높였다. 둘째와 셋째는 상호 역학 관계를 갖고 있다. 구조적으로 이익 내기 힘든 온라인 유통 시장에서, 쿠팡이 수익성을 제고하면서 시장 점유율 확대를 지속할 경우, 11번가와 G마켓을 비롯한 주요 온라인 유통업체들, 엄격히 말하면 이들 회사의 대주주 선택은 두가지다. 쿠팡과 같이 투자를 이어가면서 경쟁을 하던지, 아니면, M&A다. 전자의 경우는 밑빠진 독에 물붓기라는 것을 안다. 그래서, 후자 가능성이 높다. 쿠팡이 영업손실을 확대할 때는 신규 투자 유치가 어려워질 수 있고, 쿠팡이 도태되면서 경쟁이 완화되는 시장 구도를 기대할 수 있었는데, 이제 그것도 어려워진 것이다.

M&A로 선회 가능성, 11번가/이베이  
코리아 매물, 인수보다 합병

반면, 소프트뱅크가 1조원 내외 추가 투자를 집행한다면, 향후 지속 투자에 대한 강한 시그널로 시장은 인식할 것이다. 경쟁의 의미는 무색해지고, 시간이 지날수록 11번가와 G마켓 등 경쟁사들은 시장점유율이 하락하면서 기업가치는 희석될 가능성이 크다. 온라인 유통 시장 재편이 빨라질 수 있는 이유다. 이미 지난 해 11번가, 올해 이베이코리아가 매물로 나왔다. 가격에 부담이 큰 만큼, 인수보다는 합병 가능성이 높다는 판단이다.

쿠팡의 2020년 매출은 전년대비 45% 성장한 10조 3,700억원, 영업손실은 6,370억원 규모로 줄어들 전망이다. 참고로 2월 쿠팡의 월 결제 금액은 1조 6,300억원으로 전년 동기 대비 70% 가까이 성장했다. i) 2020년 쿠팡의 지속적인 고신장과 수익성 개선, ii) 신규 투자 유치 및 온라인 시장 재편을 주목할 필요가 있다. iii) 시장 재편이 가시화될 경우, 경쟁이 완화되면서 이마트의 실적 턴어라운드 가능성은 높아진다. 쿠팡과 이마트의 비즈니스 모델은 다르다. 쿠팡은 공산품 위주 알리바바/아마존 비즈니스 모델을 따라가는 반면, 이마트는 식품 위주 오카도/월마트 비즈니스 모델과 유사하다.

최근 월마트와 아마존의 경쟁 상황을 통해 두 비즈니스 모델이 어떻게 다른지 분석해보자.

### 3) 월마트: 오프라인 경쟁력으로 온라인까지 1위

#### (1) 사업 현황: 글로벌 매출 1위 기업

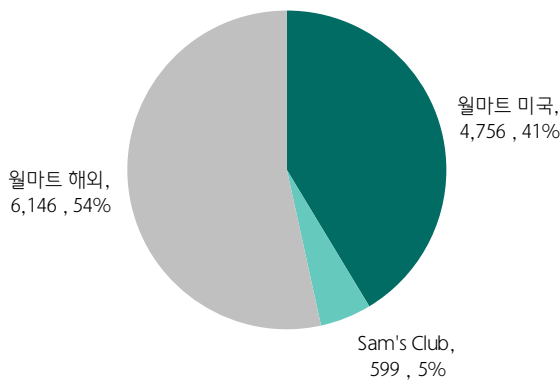
##### 미국 1위 오프라인 유통업체

월마트는 1962년 설립된 미국 1위 오프라인 유통업체이다. 아칸소주에 위치한 작은 식료품 점에서 출발, 1991년부터 멕시코를 시작으로 해외 진출을 본격화하고 있다. 현재 27개 국가에서 56개 브랜드 하에 11,501개 점포를 운영하는 글로벌 1위 유통업체로 성장했다. 주력 시장인 미국에서 오프라인 할인점 ‘월마트’와 회원제 창고형 할인점 ‘Sams’ s Club’을 운영하고 있으며 총 5,355개 점포를 보유하고 있다.

월마트의 경우 크게 세 종류의 매장을 운영하여 지역 상황에 맞게 입점하고 있다. 미국 인구 약 90%가 월마트 매장에서 10마일(16km) 내 거주하고 있으며 다수 매장이 24시간 영업하고 있다. ‘Every Day Low Price(EDLP)’라고 불리는 저가 전략을 펼치고 있으며 PB 상품도 판매하고 있다. 연매출 10억달러가 넘는 PB 브랜드 18개를 보유하고 있으며 가장 유명한 PB 브랜드인 ‘Great Value’는 연매출이 270억달러에 달한다.

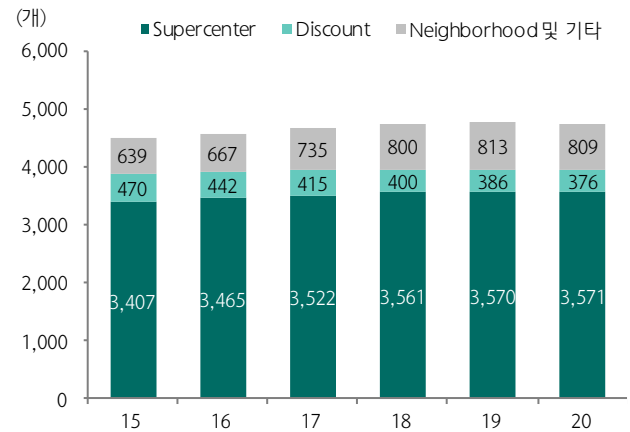
Sam’ s Club은 미국에 599개 매장을 운영하고 있으며 코스트코와 유사하게 연회비를 받는 대신 마진을 적게 가져가는 사업구조를 취하고 있다. 연회비는 클럽회원 45달러, 플러스회원 100달러로 코스트코(골드스타 60달러, 이그제큐티브회원 120달러)대비 저렴하다.

그림 43. 월마트 지역별 매장수와 비중



주: FY2020 기준  
자료: 월마트, 하나금융투자

그림 44. 월마트 미국 점포수 추이



자료: 월마트, 하나금융투자



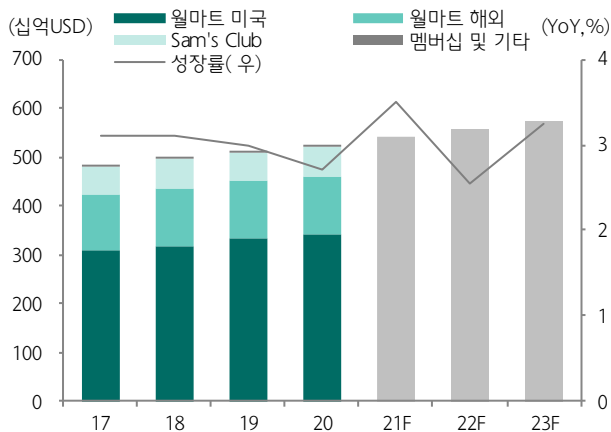
전세계에서 매출액이 가장 큰 기업으로 FY2020 기준 총매출 5,240억원

카테고리별로는 식료품 비중이 60%로 가장 높음

월마트는 전세계에서 매출액이 가장 큰 기업으로 FY2020(2020년 1월 결산) 기준 총매출액이 5,240억달러(YoY 2%)에 달한다. 사업부별 매출 비중은 월마트 미국 65%, 월마트 해외 23%, Sam's Club 11%, 멤버십 및 기타 1%이다. Sam's Club 해외 매장 실적은 월마트 해외 사업부에 포함되며 지역별 매출비중은 미국 77%, 해외 23%이다. 국가별 해외 매출 비중(전체 매출비중)은 멕시코/중앙아메리카 28%(6%), 영국 24%(6%), 캐나다 15%(4%), 중국 9%(2%), 기타 지역 24%(5%)이다.

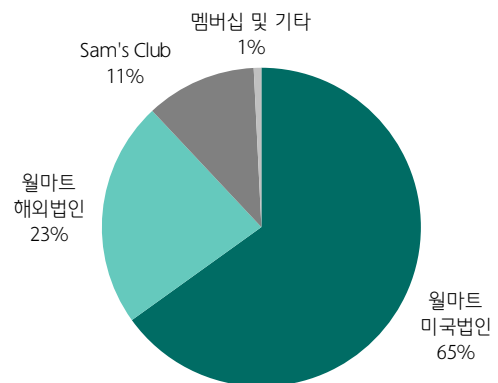
상품 카테고리별 매출 비중은 월마트 미국의 경우 식료품이 56%로 절반 이상을 차지하고 있으며, 잡화 32%, 건강관리 11%, 기타 1%이다. Sam's Club도 식료품 비중이 60%로 과반을 차지하고 있으며 해외 사업부도 유사한 비중을 보이고 있다. 채널별로는 이커머스가 약 10%를 차지하며 대부분의 매출이 오프라인에서 발생하고 있다.

그림 45. 월마트 연간 사업부별 매출과 성장률



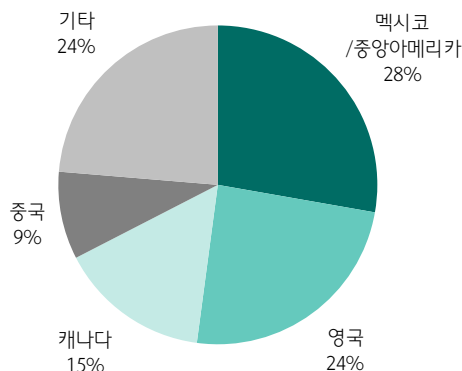
주: FY2020 기준  
자료: 월마트, Bloomberg 시장예상치, 하나금융투자

그림 46. 월마트 사업부별 매출 비중



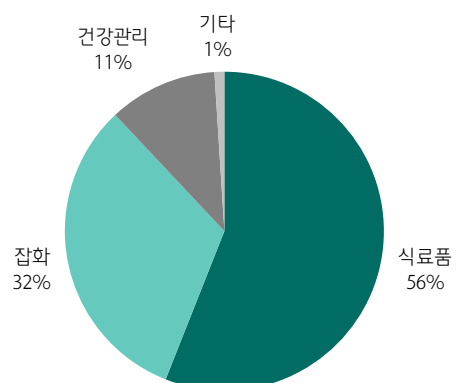
주: FY2020 기준  
자료: 월마트, 하나금융투자

그림 47. 월마트 해외 국가별 매출 비중



주: FY2020 기준  
자료: 월마트, 하나금융투자

그림 48. 월마트 미국 상품 카테고리별 매출 비중



주: FY2020 기준  
자료: 월마트, 하나금융투자

## (2) M&A 현황: 온라인 시장 침투 작업

2016년부터 아마존에 대응해  
다수의 이커머스 회사들 인수

월마트는 2000년 온라인 웹사이트 walmart.com과 samclub.com을 개설하여 본격적으로 이커머스 사업을 시작했으며 해외로 사업을 지속적으로 확장해 현재 총 10개 국가에서 이커머스 사업을 영위하고 있다(아프리카/아르헨티나/캐나다/칠레/중국/인도/일본/멕시코/영국/미국). 2016년부터 아마존에 대응해 다수의 이커머스 회사들을 인수하며 역량을 강화하기 시작했다.

인도 최대 이커머스 업체 Flipkart  
2018년 5월 인수

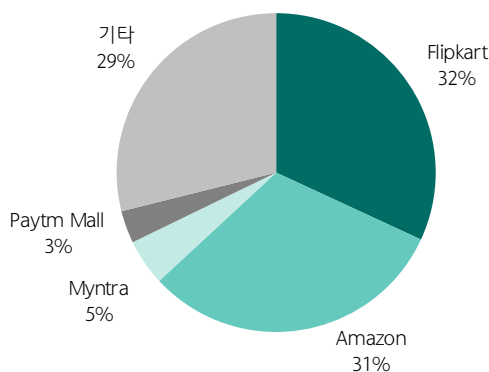
2016년 8월 이커머스 스타트업 Jet.com을 33억달러에 인수하였고 중국 2위 이커머스 업체인 JD.com과 전략적 협업을 맺었다. 카테고리 경쟁력 제고를 위해 Moosejaw/ModCloth/Bonobos 등 이커머스 의류 업체들을 인수하기도 했으며, 2018년 5월에는 인도 최대 이커머스 업체 Flipkart를 160억달러에 인수하며 인도에서 시장점유율을 크게 확대했다. 이러한 M&A 효과로 월마트의 이커머스 채널 매출 비중은 FY2015 약 3%에서 FY2020 약10%로 크게 확대되었고, 2020년 월마트는 이베이를 제치고 아마존에 이어 미국 2위 이커머스 업체가 될 것으로 전망된다.

표 8. 월마트 주요 이커머스 M&A 현황

시기	기업	내용	인수 금액
2016년 8월	Jet.com	이커머스 스타트업	33억달러
2016년 12월	Shoebuy.com	풋웨어 이커머스 업체	7,000만달러
2017년 2월	Moosejaw	아웃도어 의류 및 장비 이커머스 업체	5,100만달러
2017년 3월	ModCloth	여성 의류 업체(현재 재매각)	7,500만달러
2017년 6월	Bonobos	남성 의류 업체	3.1억달러
2017년 9월	Parcel	뉴욕 기반 당일배송 스타트업	-
2018년 5월	Flipkart	인도 최대 이커머스 업체	160억달러
2018년 10월	ELOQUII	플러스 사이즈 여성복 이커머스 업체	1억달러
2018년 10월	Bare Necessities	여성 속옷 이커머스 업체	-
2018년 12월	Art.com	세계 최대 온라인 예술품 거래 사이트	-
2019년 2월	Aspectiva	이스라엘 기반 온라인 쇼핑데이터 분석 스타트업	-

자료: 월마트, 언론보도, 하나금융투자

그림 49. 2018년 인도 이커머스 시장점유율



자료: Forrester(2019), 하나금융투자

표 9. 미국 이커머스 시장점유율 및 순위

	2019년 전망	2020년 전망
1	Amazon(47.0%)	Amazon(38.7%)
2	eBay(6.1%)	<b>Walmart(5.3%)</b>
3	<b>Walmart(4.6%)</b>	eBay(4.7%)
4	Apple(3.8%)	Apple(3.7%)
5	The Home Depot(1.7%)	The Home Depot(1.7%)
6	Costco(1.3%)	Wayfair(1.5%)
7	Wayfair(1.3%)	Best Buy(1.3%)
8	Qurate Retail(1.3%)	Target(1.2%)
9	Best Buy(1.3%)	Costco(1.2%)
10	Macy's(1.2%)	Macy's(1.1%)

자료: eMarketer, 하나금융투자

2019년 미국 식품 이커머스  
침투율 3%  
(전체 이커머스 침투율 11%)

2025년 미국 식품온라인 시장  
2019년 대비 3배 이상 성장 전망

월마트, 미국 식품 리테일 시장  
압도적 1위 사업자

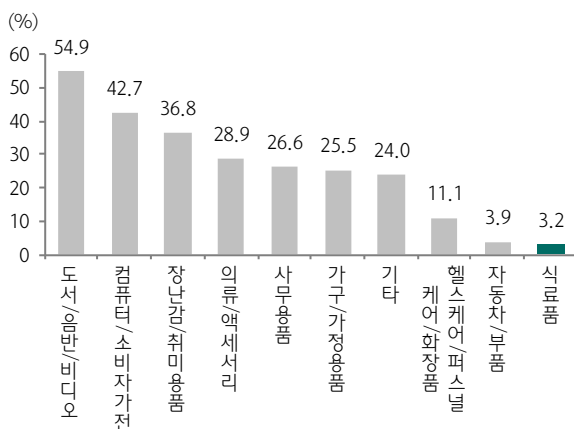
### (3) 미국 식품 온라인 시장: 아마존을 넘어서기 시작하는 월마트

Gallup 조사에 따르면, 2019년 미국 인구의 81%가 온라인에서 식품을 구매해본 적이 없으며, 약 4%만이 일주일에 적어도 한 번 주기적으로 식품을 온라인에서 구매한다고 한다. 2019년 미국 식품 이커머스 침투율은 3%로, 전체 이커머스 침투율인 11%에 크게 못 미치며 카테고리 중 최하위권을 차지하고 있다. 영국이나 한국의 경우 식품 이커머스 침투율은 15%에 달한다.

하지만 미국 식품온라인 시장은 다른 카테고리보다 빠르게 성장하여 2025년 시장규모가 1,000억달러 이상으로 2019년 대비 3배 이상 성장, 이커머스 침투율도 8%까지 상승할 것으로 전망된다. 최근 코로나19 사태 이후 온라인 쇼핑으로 전환은 더 빠르게 이뤄지고 있다. 2020년 4월 도이치뱅크 설문조사에 따르면 미국 식품 구매자 중에서 지난 12개월 내 온라인으로 식품을 구매해본 적이 있다고 응답한 사람의 비중은 45%로 2019년 10월 28%에서 큰 폭으로 상승했다.

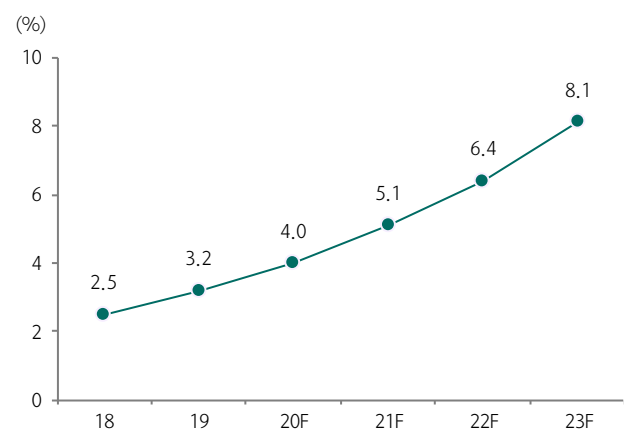
특히 온라인에서 식품을 구매한 사람들 중 57%가 월마트를, 47%가 아마존을 이용했다고 응답했다. 월마트는 2019년 미국 식품 리테일 시장에서 압도적인 시장점유율을 차지하는 1위 사업자가 되었다. 미국 식품온라인 시장은 식품 리테일 시장점유율 1위 업체인 월마트와 이커머스 시장점유율 1위 업체인 아마존이 양강구도를 형성하고 있다.

그림 50. 2019년 미국 카테고리별 이커머스 침투율



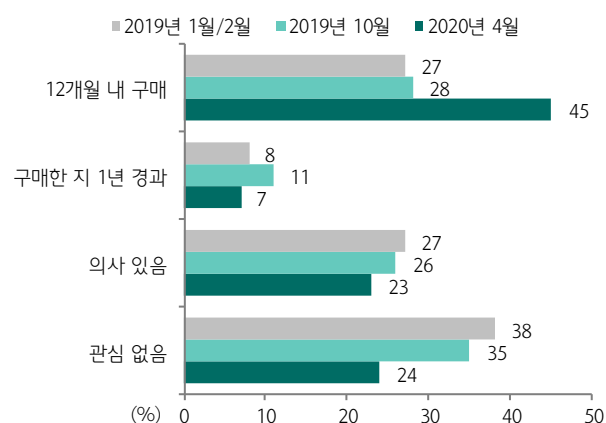
자료: eMarketer(2020), 하나금융투자

그림 51. 미국 식품 이커머스 침투율 전망



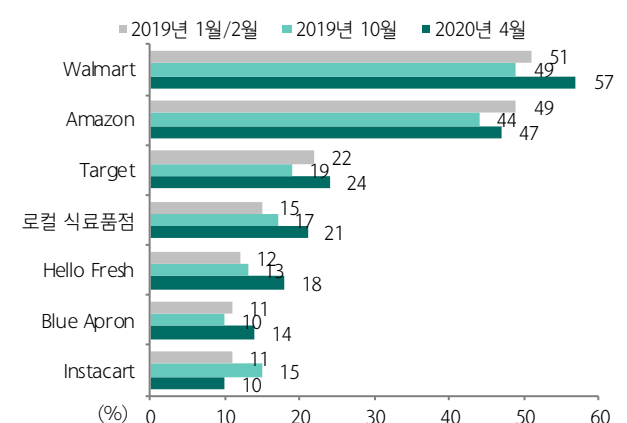
자료: UBS(2020), 하나금융투자

그림 52. 절반 가까운 식품 구매자가 1년 내 온라인에서 식품 구매



자료: 도이치뱅크, 하나금융투자

그림 53. 온라인 식품 구매자들의 구매처



자료: 도이치뱅크, 하나금융투자

월마트 옴니채널 서비스

- Click&Collect
- Free two-day shipping
- NextDay Delivery
- Delivery Unlimited

(4) 옴니채널 전략: 월마트의 온오프라인 시너지

최근 월마트의 식품온라인 시장 선전은 옴니채널 전략이 주효했기 때문이다. 월마트는 M&A를 통한 이커머스 역량 강화 외에도 온라인과 오프라인을 연결하는 ‘옴니채널’ 전략을 펼치고 있다. 2007년 온라인에서 구매한 후 오프라인에서 픽업하는 ‘Site-to-Store(Click & Collect)’ 서비스를 런칭하며 옴니채널 전략을 시행했으며, 2017년 1월부터는 배송 서비스를 본격화하며 2백만개 이상 품목에 대해 ‘Free two-day shipping’ 서비스를 시작했다.

2019년 4월 아마존이 프라임 회원을 대상으로 1일 무료배송 서비스를 발표한 후 이에 대응해 2019년 5월 ‘NextDay Delivery’를 런칭했다. 해당 서비스를 통해 미국 인구의 75%가 월마트에서 35달러 이상 주문 시 다음날 물건을 수령할 수 있게 되었다. 또한 2019년 6월 연회비 99달러로 식료품을 무제한으로 무료배송 받을 수 있는 ‘Delivery Unlimited’를 런칭하며 아마존과의 온라인 식료품 경쟁에 적극적으로 대응하고 있다. 2020년 1월 말 기준 미국 전역에 3,200여개 당일 식료품 픽업매장과 1,600개 이상의 당일 배송 매장, 1,500여개 픽업 타워를 운영하고 있다.

지난 4월 30일에는 2시간 내 배송해주는 서비스(Express Delivery)를 런칭했다고 공식 발표했다. 4월 중순 100개 매장에서 파일럿 서비스를 개시한 이후, 5월 초 1,000여개 매장으로 확대, 5월 내 2,000개 매장에서 이용 가능할 것이라고 밝히고 있다. 식료품/잡화 등 16만개 품목에 대해 서비스가 가능하며, 추가로 건당 10달러 지불해야 한다.

표 10. 월마트 온라인 배송서비스 현황

구분	내용
Walmart Pickup	온라인에서 주문 후 점포에서 픽업. 3,200개 점포에서 가능
Grocery Pickup	3,200개 점포, 678개 도시에서 가능
Free two day Shipping	구매 금액 35달러 이상
NextDay Delivery	구매 금액 35달러 이상, 22만개 품목 가능. 미국 인구 75% 커버 가능
InHome Delivery	미국 3개 도시에서 가능. 미국 100만 고객 커버 가능. 집 안까지 배송
Delivery Unlimited	1,400개 매장에서 진행, 일정 멤버십 요금 지불하면 무제한으로 식료품 무료 배송(월회비 12.95달러, 연회비 98달러)

자료: 월마트, 하나금융투자

### (5) 월마트와 아마존 실적 비교: 경쟁력 차이는 오프라인 인프라

아마존 막대한 신규 투자로 이익 훼손 불가피

아마존은 2019년 2분기부터 4분기까지 1일 배송을 위한 추가 투자로 31억달러를 집행할 계획을 발표했다. 동일 기간 북미 이커머스 매출이 YoY 20% 증가했는데, 배송 비용은 각각 YoY 36%, 46%, 43% 증가하며 1분기 증가율(YoY 21%)을 크게 넘어섰다. 그 결과 2분기부터 4분기까지 북미 이커머스 영업이익은 YoY 15%, 37%, 16% 큰 폭 역성장했다. 고마진 클라우드 사업이 높은 신장세를 보였음에도 불구하고, 배송 인프라 확대를 위한 막대한 신규 투자로 이익 개선세가 제한적이었던 점이 주가 부진 이유로 작용했다.

월마트 이커머스 증가율 YoY 30~40% 증가

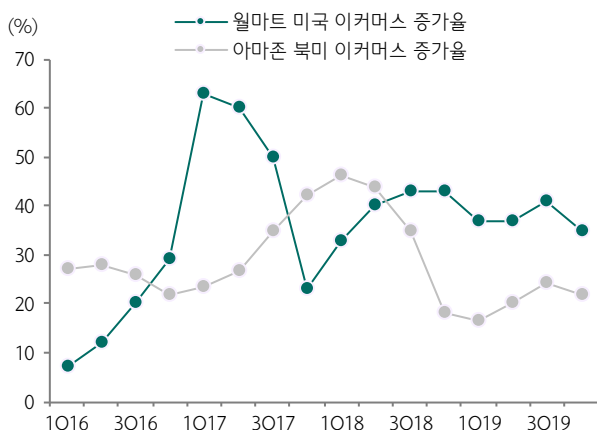
반면 월마트 미국 사업부는 식료품 픽업/배달 호조로 이커머스 증가율이 YoY 30~40%대를 이어오고 있으며, 기존점 성장률에서 이커머스가 기여하는 비중도 점차 확대되어 갔다. 최근 2년 동안 분기 누적 기존점 성장률이 6%대를 유지하고 있으며, 특히 식료품 카테고리의 누적 기존점 성장률은 10년 내 최고치를 기록, 시장점유율 상승에 주 요인으로 작용했다. 월마트 미국 영업이익은 3QFY20까지 5개 분기 연속 전년 동기대비 증가했다. 4Q20 영업이익은 전년도 높은 베이스와 임금상승, 믹스 악화, 칠레 시위 영향 등으로 13% 감소했지만, 일시적 현상으로 보고 있다. 신규 투자로 인한 이익 훼손 가능성은 제한적이다. 과거 막대한 투자를 통해 확보한 인프라 덕분에 아마존과 달리 신규 투자가 제한적이라는 장점을 가지고 있다.

아마존과 달리 오프라인 점포 기반 월마트 신규 투자 우려 제한적

아마존은 2017년 홀푸드마켓을 인수했음에도 불구하고 미국 내 560여개 점포, 150여개 픽업 매장에 불과하기 때문에 미국 전역 식품 온라인 당일 배송을 위해서는 막대한 물류 인프라 투자가 추가적으로 필요한 것이다. 반면, 월마트는 3QFY20 컨퍼런스 콜에서 아마존과 같은 신규 투자 우려에 대해 선을 그었다. 이미 많은 오프라인 점포들이 있기 때문에 추가 투자 필요성은 제한적이며, 옴니채널 효율화에 더 심혈을 기울인다는 전략이다.

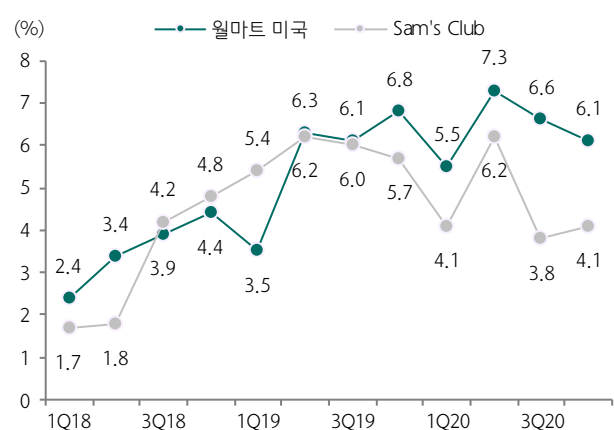
물론, 아마존과 월마트가 지향하는 바는 다르다. 아마존은 공산품과 식품을 포함한 모든 카테고리를 포괄하지만, 월마트는 온라인 식료품 시장에 집중한다. 아마존 대비 월마트 제품 선호도가 높은 품목으로 식품(49.0%)이 1위로 꼽히고 있고, 월마트 매출의 56%가 식품에서 발생하고 있기 때문이다. 다만, 식품온라인 유통 시장에서 오프라인 점포 인프라가 중요한 역량 차이로 작용한다는 점이 입증되고 있다.

그림 54. 아마존과 월마트 이커머스 증가율



주: Calendar Year 기준. 월마트는 1월 결산. 아마존은 12월 결산  
자료: 월마트, 아마존, 하나금융투자

그림 55. 월마트 2년 누적 기존점 성장률 추이



주: 회계연도 1월 결산. 연료(Fuel) 제외  
자료: 월마트, 하나금융투자

오프라인 매장의 역할:

- 온라인 유통의 '허브' 역할
- 재고 소진 장소
- 물류 인프라

(6) 월마트 시사점: 오프라인 매장 가치 재평가 중

식품온라인 시장에서 오프라인 매장의 가치는 다음과 같이 세가지로 정리할 수 있다.

첫째, 오프라인 매장이 온라인 유통의 '허브' 역할을 하고 있다. '클릭 앤 콜렉트(Click&Collect)' 서비스를 통해 온라인이나 모바일에서 상품을 주문하고 월마트 주차장에서 제품을 수령할 수 있다. 매장 내 픽업센터도 있다. 월마트는 이미 보유한 방대한 오프라인 체인을 허브로 활용하여 식품온라인 시장에서 짧은 기간 만에 아마존을 따라 잡았다. 오프라인과 같이 온라인에서도 식품 유통에 있어 절대적 위치에 있음을 각인시켰다.

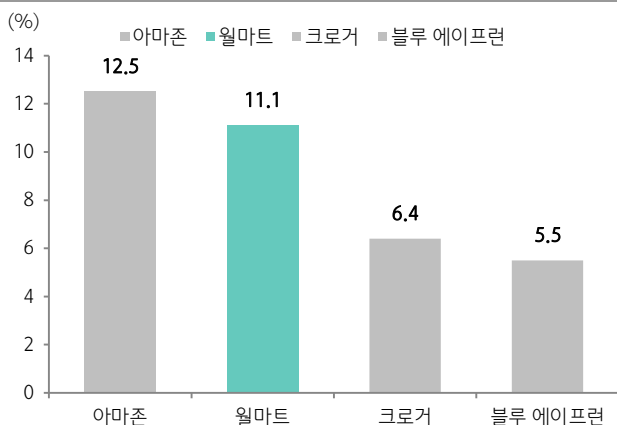
둘째, 신선식품은 신선도가 중요하기 때문에 오프라인 점포가 없으면 재고 소진이 어렵다. 온라인에서는 신선도가 떨어지면 할인을 해도 판매 자체가 안되기 때문이다. 따라서, 오프라인 매장이 없으면 2~3일 내에 팔 수 있는 재고만 한정적으로 가져갈 수밖에 없으며, 이는 매출 측면에서 카테고리 다양성과 매출 규모를 제약하는 요인이 된다. 쿠팡과 마켓컬리 신선식품 매출 규모가 충분히 올라오기 힘든 이유다.

셋째, 구매 측면에서 CA저장고와 같은 특수한 물류 인프라가 없으면 산지 대량 매입이 불가능하기 때문에 원가 측면에서도 불리하다. 현재 쿠팡과 마켓컬리 모두 직매입 상품의 경우 가락동 농수산물시장 중간 도매인을 통해 신선식품을 매입하고 있다. 이마트는 90% 이상 산지에서 직매입하고 있다. 산지에서 300원하는 배추 한포기가 소비자가격 1,400원으로 올라갈 때 가장 유통 마진이 많이 붙는 곳이 농수산도매센터라는 점을 상기할 필요가 있다. 당연히, 이마트가 쿠팡이나 마켓컬리에 비해 원가 경쟁력이 훨씬 높다. 미국 역시 월마트가 타겟이나 홀푸드보다 제품 가격기 가장 저렴한 것으로 알려져 있다(뱅크오브아메리카(BoA) 2019년 조사 결과, 채소와 유제품 포함 54개 품목 동일 제품).

이마트 시장점유율 34%로 월마트에 비해 상대적 열위

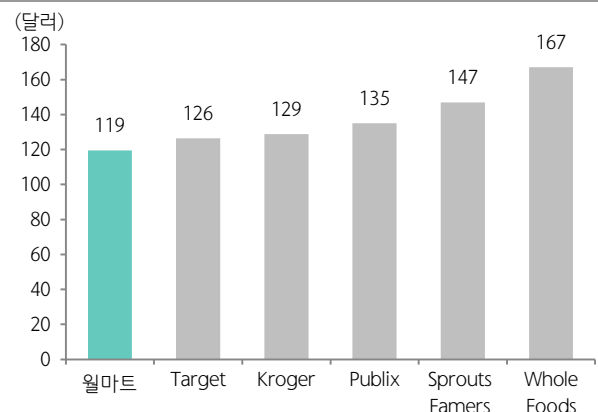
물론, 월마트의 옴니채널 전략이 이마트에 그대로 적용되기는 어렵다. 쇼핑 환경과 생활 문화가 상당히 다르기 때문이다. 예를 들어 '클릭 앤 콜렉트(Click&Collect)'를 한국에서 구현하기에는 주차 공간이 너무 비좁고, 불편하다. 한국에서는 오히려 일부 지역에서는 SKU를 크게 줄이고 쇼핑 및 주차 시간을 최소화한 '소형마트'가 인기를 끌고 있기도 하다. 그리고, 월마트는 미국 전역에 대형마트 시장 절대적인 시장점유율을 차지하고 있기 때문에, 웬만한 가정마다 집에 가는 길에 점포가 하나씩 있다. 하지만, 이마트의 시장점유율은 34%(트레이더스 제외)로 월마트에 비해 상대적으로 열위에 있고, 접근성이 떨어진다. 다만, 식품 온라인 시장에서 오프라인 점포가 상당히 중요한 역할을 할 수 있음은 분명하다.

그림 56. 미국 식품 온라인 시장 점유율(2018)



자료: 도이체뱅크, 하나금융투자

그림 57. 미국 식료품 업체 동일 제품 비교



자료: BOA, 하나금융투자



#### 4) 이마트: 식품온라인 도전과 응전, 2020년 결실 기대

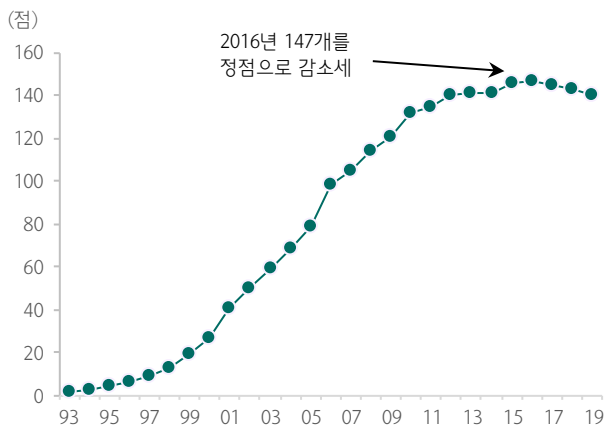
##### (1) 국내 최대 식품/생필품 유통회사

대형마트는 전형적인 미국식 소매점으로 매장 면적 3,000㎡ 이상인 점포를 말한다. 150㎡ 이하의 공간을 슈퍼마켓으로, 대형마트와 슈퍼마켓 사이 규모 점포를 기업형 슈퍼마켓, 즉 SSM(Super Supermarket)으로 부르고 있다. 1990년대까지만해도 대부분 식품 소비가 재래시장이나 인근 슈퍼를 통해 이뤄졌는데, 대형마트가 들어서면서 식품 소비 패턴이 크게 바뀌었다. 그 전까지 "매일 조금씩 사서 저녁에 요리하기"였던 사람들의 라이프 스타일을 "차 몰고 가서 외장창 사다가 쌓아놓고 먹기"라는 패턴으로 바꿔놓았다. 대형마트 등장과 동시에 냉장고가 대형화되고 양문형 냉장고가 불티나게 팔리게 되었다. 대형마트 원형은 넓은 야외 주차장을 갖춘 단층 창고형 매장이다. 한국에도 코스트코, 까르푸와 월마트가 진출할 때도 마찬가지로 형태였다. 하지만, 한국은 아파트 위주의 고밀도 주거환경이고, 미국/일본과 달리 대체로 도시 중심부에 있어야 했기 때문에 공간 효율성을 위해 주차장이 위로 올려졌다.

##### 2000년 이후 한국 식품 유통 1위 업체

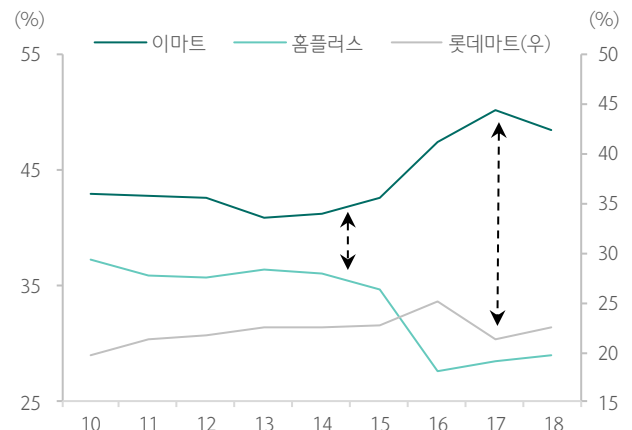
이마트는 1993년 11월 창동점을 1호점으로 시작, 2000년 이후 한국 식품 유통의 기업화를 선도한 업체다. 특히, 미국식 창고형 진열 레이아웃을 버리고, 대신 카테고리를 늘리면서 백화점식 쇼핑의 즐거움을 접목시킨 한국형 대형마트를 처음으로 선보였다. 2000년 27개에 불과하던 이마트(할인점)는 2008년 금융위기 전까지 연평균 10개 이상씩 증가, 2010년 128개까지 증가했다. IMF 위기 이후 1999년~2008년 연평균 23%의 고신장을 기록했다. 홈플러스/롯데마트와 치열한 시장점유율을 경쟁을 했지만, 현재 이마트가 압도적인 우위에 있다.

그림 58. 이마트 할인점 점포수 추이



자료: 이마트, 하나금융투자

그림 59. 대형마트 3사 시장점유율 추이



자료: 이마트, 전자공시시스템, 하나금융투자

## (2) 2010년 이후 본격적인 사업 확장기 진입

SSM, 온라인쇼핑, 창고형 대형마트, PB, 홈쇼핑, 복합쇼핑몰까지 사업 확장

대외적으로 중국/베트남 등 해외 진출을 확대하고, 국내에서는 SSM(에브리데이), 온라인쇼핑(이마트몰, 현재 쓱닷컴), 창고형 대형마트(트레이더스), PB(노브랜드), 홈쇼핑(신세계쇼핑), 복합쇼핑몰(스타필드)까지 진출했다. 해외사업을 제외하고, 대체로 이러한 사업 확장과 사업구조 변화는 소비 트렌드에도 부합하는 결정이었다.

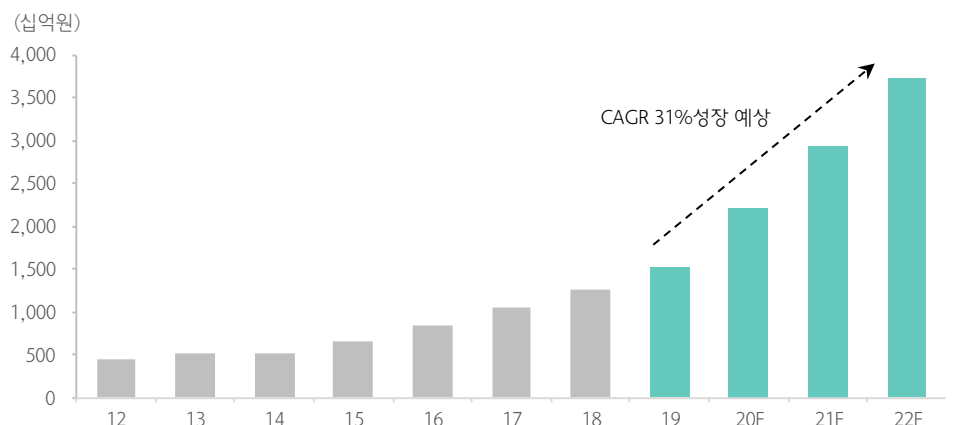
용인과 김포에 온라인 전용 물류센터 확대

이마트몰을 통해서 온라인 수요 확대에 대응하기 시작, 특히, 용인과 김포에 잇따라 온라인 전용 물류(Fulfillment)센터를 확대하면서 생필품 온라인 유통을 선도했다. CA저장고 등 프레스센터를 기반으로 한 신선식품 유통 능력은 최대 경쟁력이다. 이후 신선식품 MD를 지역별 농수산물매센터에서 산지 직구매로 전환, 원가 경쟁력을 제고 시켰다. 신선식품을 이마트처럼 싸게(대량 구매), 신선도를 유지하면서(전용 물류센터), 당일 배송까지 가능한 유통업체는 없게 되었다.

저성장 국면, 합리적 소비가 보편화되면서, 양질의 상품을 싸게 공급할 수 있는 MD 능력은 유통 업체들의 핵심 역량으로 떠오르고 있다. 이마트는 창고형 대형마트 트레이더스를 통해 가격 경쟁력 제고에 진력하면서, 코스트코를 넘어서는 가까운 성장세를 구가하고 있다. 2012년 매출 5,640억원(영업적자 2억원)에서 2019년 매출 2조 3,370억원(영업이익 약 500억원) 수준까지 성장했다. 코스트코와 빅마켓(롯데)과는 차별적인 성장이다. 코스트코와 달리 비회원제/신용카드 범용화로 고객의 폭을 넓혔고, 빅마켓과는 상품믹스(특히 신선식품)와 가격 경쟁력에서 우위에 있다. 2019년 매장수는 18개이며, SKU는 3,000개로 이마트(할인점)의 10% 수준에 불과하며, 이마트의 신선식품 경쟁력을 최대한 활용하고, 높은 바잉파워로 직수입 비중 및 가격 경쟁력을 높였다.

그림 60. 이마트몰 매출 추이

2020년 이마트몰 매출 2.2조원 예상, 2022년까지 연평균 31% 성장 기대



주: 2019년 이후 추정치  
자료: 이마트, 하나금융투자

### 2020년 1분기 노브랜드 첫 분기 흑자 기록하며 기대감 상승

저성장 국면, PB브랜드 확대는 이미 유럽에서 먼저 가본 시장이다. 독일의 알디(Aldi)와 리들(Lidl)은 대형마트 시장점유율을 빠르게 잠식하고 있다. 이마트는 2015년 이후 피코크와 노브랜드를 전략적으로 확대, 2016년에는 노브랜드 전문점을 별도로 오픈하기 시작했다. 2018년 이후 프랜차이즈 모델까지 런칭, 2019년 점포수 250개(FC 30개), 노브랜드 전문점에서만 매출 6,000억원 이상 매출을 기록했다. 2020년 1분기에는 첫 분기 흑자를 기록하면서 기대감을 높이고 있다. 노브랜드는 한국의 커클랜드(Kirkland)가 되고 있다.

### 2023년 이마트24 점포수 6,000개 BEP 목표

1~2인 가구 및 소량/간편구매 확대에 따른 편의점 시장에 편승하기 위해 이마트24를 확대하고 있다. 기존 편의점 사업자와 다른 정액 수수료 체계와 자율적인 점포 운영 방식, 차별적인 PB 경쟁력으로 시장점유율을 빠르게 확대하고 있다. 2019년 점포수 4,490개, 매출 1조 3,540억원(영업손실 280억원)을 기록했으며, 사업규모가 커지면서 연간 영업손실이 100억원씩 줄어들고 있다. 2023년 점포수 6,000개 BEP를 목표로 하고 있다.

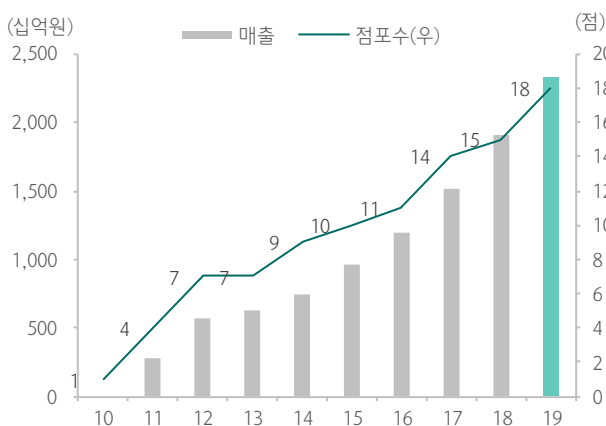
### 새롭게 떠오르고 있는 리테일먼트(Retailment) 컨셉의 스타필드 오픈

저성장 국면, 가게의 시간 배분이 노동에서 여가로 이동하면서 레저시장이 확대되고 있다. 옷과 같은 유형상품 소비에서 여행과 같은 무형상품 소비로 이전하고 있는 것이다. 유통과 레저를 결합한 리테일먼트(Retailment: Retail+Entertainment) 컨셉으로 복합쇼핑몰은 유통업체들에게 또 하나의 대안이 되고 있다. 특히, 이런 복합쇼핑몰은 입지와 입점 업체 구성이 중요한데, 이마트의 스타필드는 2019년 매출 약 1조 5,000억원, 영업이익 700억원(스타필드 하남/고양 단순 합산)을 기록하고 있다.

### 온라인화와 저성장에 따른 소비패턴 변화에 가장 유연하게 대응

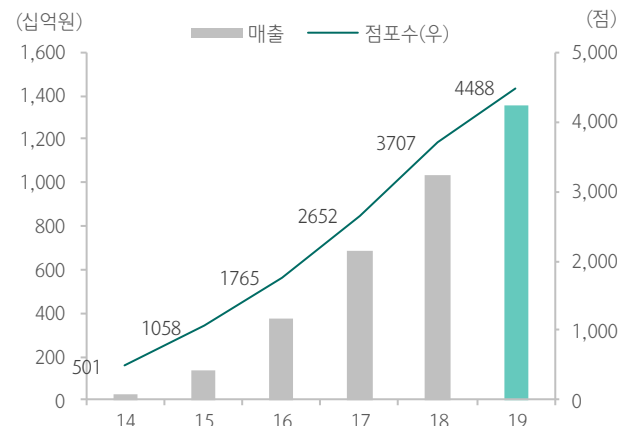
종합해 보면, 이마트가 온라인화와 저성장에 따른 소비패턴의 변화에 가장 유연하게 대응하고 있는 업체가 되었다. 우수한 MD/상품개발/물류 능력과 다양한 채널을 기반으로 집객과 매출확대 및 수익성 개선 등 제반 성과를 낼 수 있는 역량과 인프라를 확보하게 되었다.

그림 61. 이마트 트레이더스 점포수와 매출



자료: 이마트, 하나금융투자

그림 62. 이마트24 점포수와 매출



자료: 이마트, 하나금융투자

## (2) 2018~19년 부진 이유: 지나친 식품 온라인 고신장

이마트 독보적 인프라 불구  
최근 실적 및 주가 하락 충격적

2017년 국내 최대 식품 유통업체 이마트는 초기 인프라 투자를 완료하면서 식품온라인 시장 주도권을 확보, 이 부문 가장 의미 있는 사업자가 되었다. 그런 면에서, 2018년~19년 이마트의 실적 및 주가 하락은 충격적이었다. 글로벌 유통의 3대 흐름이라고 하는 PB(Private Brand, 노브랜드)/창고형 대형마트(트레이더스)/식품 온라인(이마트몰) 시장을 선도하고 있음에도 불구하고, 매출 성장률은 부진하고, 실적은 계속 어닝쇼크를 냈다.

예상보다 가파른 식품 온라인 시장  
성장이 주 원인

그 원인은 다각도에서 분석할 수 있다. 최저임금 상승과 영업시간 단축, 전문점 사업에서 손실도 예상보다 컸다. 하지만, 가장 큰 원인은 예상보다 가파른 식품 온라인 시장의 성장이다. 2018년 10월 이후 쿠팡을 비롯한 온라인 유통업체들의 역마진 MS 확대 전략으로 식품 온라인 시장은 2019년 YoY 26%나 성장했다. 김포 이마트몰 물류센터는 신규 센터 완공을 1년이나 앞두고 이미 풀 가동이었다. Capa 부족이다.

2016년 이후 동대문/구리/미사리까지 부지 확보에도 인근 주민들 반대로 번번히 Capa 증설이 무산되면서 물류센터 확보가 3년이나 지연되었다. 2018년 하반기부터 품질이 많아지고 시장 성장률도 따라가지 못하는 상황에 놓이게 되었다. 반면, 오프라인 할인점에서는 예상보다 객수가 빠르게 줄어들면서 효율성이 떨어지고 고정비 부담이 커졌다. 특히, 트랙픽이 줄면서 영업 면적의 절반을 차지하는 의류/생활용품 카테고리 매출이 급감했다.

## (3) 2020년: 구조조정 완료, 재도약 시기

이마트몰 대규모 배송 Capa 증설  
완료

2020년 2월 이마트는 김포제2물류센터를 본격 가동했다. 총 3개 물류센터에서 2~3만개(이마트 전체 SKU는 약 6~8만개)SKU를 하루 7만개 이상 발송할 수 있다. 오프라인 매장 PP(Picking & Packing) 센터까지 합하면 12만개 발송 Capa다. 이를 통해 이마트몰 매출만 월 1,600억원을 일으킬 수 있게 되었다. 식품 비중이 75%고, 신선식품은 35%다. 배송 차량은 2,500대 지입차 형태로 대부분 냉장탑차다. 2018년 대비 두배 이상 Capa 증설이다.

코로나19 사태로 온라인 매출 급신장

이를 기반으로 코로나19 사태는 전화위복의 기회로 작용하고 있다. 국내 코로나19 사태가 본격화된 2월 쓱닷컴 매출은 YoY 58%, 3월도 51% 성장했다. 할인점 기존점 성장률 회복은 눈여겨봐야 할 부분이다. 1~2월 누적 기존점 성장률 0.2%를 기록했는데, 2개월 누적 성장률이 증가세로 전환한 것은 2018년 9월 이후 15개월 만이다. 2015년 메르스 당시 기존점 매출이 YoY -6%까지 떨어졌고, 성수점 등 일부 휴점까지 있었다는 점을 감안하면 기대 이상 성과다.

오프라인 매장 매출까지 회복세,  
온라인 매출 증가가 오프라인  
효율화로 이어짐

그 이유는 두 가지로 요약된다. 첫째, 온라인 매출 확대다. 2015년 메르스 당시 온라인 채널 비중은 채 7%가 되지 못했다. 배송 인프라도 제한적이었다. 2020년은 다르다. 쓱닷컴 매출에서 이마트몰 매출 비중이 50% 이상, 이마트몰에서 PP센터 매출 비중이 40% 정도 된다. PP 센터는 이마트 오프라인 기존점 매출로 잡힌다. 서울의 동/남쪽의 경우 물류센터가 없거나 Capa가 작기 때문에 기존 오프라인 점포 공간 일부를 온라인 물류 지원 공간으로 만들었다. 2019년 이마트몰 매출이 1.5 조원, PP 센터 매출 규모는 6 천억원 정도다. 이마트 온오프라인 매출이 11 조원 정도 되기 때문에 PP 센터 매출이 YoY 35% 성장하면서 2%p 가까이 기존점 성장률에 기여하고 있는 것이다.

전년도 4분기 이후 실적 턴어라운드  
시그널, 코로나 이후 실적 개선 지속

둘째, 재고 역량이다. 현재 온라인 당일/익일 배송이 모두 품질인 이유는 배송 차량 문제가 크다. 오프라인 매장 재고는 많이 있다. 생필품에 대한 수요 증가가 오히려 오프라인 매장으로 트래픽을 증가시키고 있을 수 있다. 이런 실적 개선은 코로나 사태 영향만은 아니다. 이마트는 지난 4분기 이미 두 가지 긍정적 시그널을 보여줬다. 할인점 기준점 성장률이 YoY -1.2%를 기록하면서 오프라인 실적이 바닥을 지났음을, 쓱닷컴 매출이 YoY 28% 증가하면서 식품 온라인 시장 점유율이 상승하고 있음을 입증했다. 전년도 사업구조조정 기저효과와 대형마트 온오프라인 시너지로 2020년 이마트 연결 영업이익은 500억원 이상 증가할 것으로 예상된다.

쓱닷컴 매출 증가하면서 수익성 개선  
가능

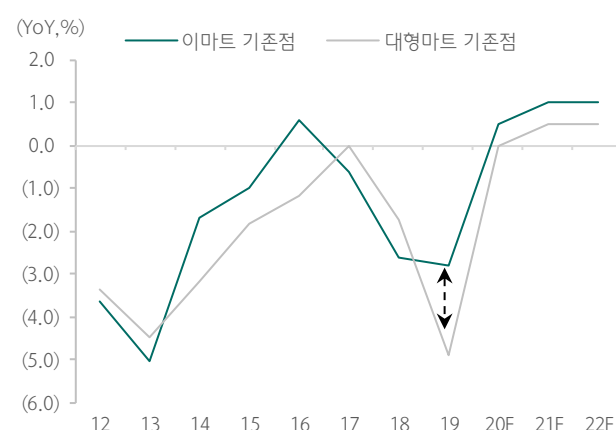
쓱닷컴 수익성에 대한 우려는 기우다. 쿠팡의 손실 증가는 배송비용 때문이다. 특히, 새벽배송은 비용 부담이 더 크다. 이마트는 4만원 이상만 무료 배송이며, 특별한 회원제 서비스도 없다. 특별한 마케팅 비용 없이 모든 배송 슬롯 품질이 나타나고 있기 때문에 2020년 영업손실 폭이 상당히 축소될 수 있다.

1분기 연결 영업이익은 480억원(YoY -35%)를 기록했다. 기대치를 다소 하회한 실적이지만, 신세계푸드(OP -40억원)와 호텔사업(OP -148억원) 적자폭이 예상보다 컸기 때문이다. 하지만, 핵심 사업부라고 할 수 있는 할인점/전문점/트레이더스/쓱닷컴 실적은 예상보다 좋았다. 할인점 기준점 성장률은 -2.4%, 1~4월 누적 -0.9%를 기록하면서 회복세를 지속하고 있다. 4월 기준점 성장률은 4.4%다. 전문점 부문은 50억원의 폐점 관련 일회성 손실을 기록하고도 영업손실 규모가 200억원을 넘지 않았다. 트레이더스 기준점은 YoY 7%나 증가했는데, 연간 영업이익률 3% 회복을 목표하고 있다. 쓱닷컴 매출은 YoY 74%나 증가하면서 영업손실 규모를 200억원 이하로 내렸다. 1분기 실적 발표의 의미는 올해 실적 턴어라운드 에 대한 강한 시그널을 전달했다는 데 있다.

2020년 연간 영업이익 32% 큰 폭  
증가 전망

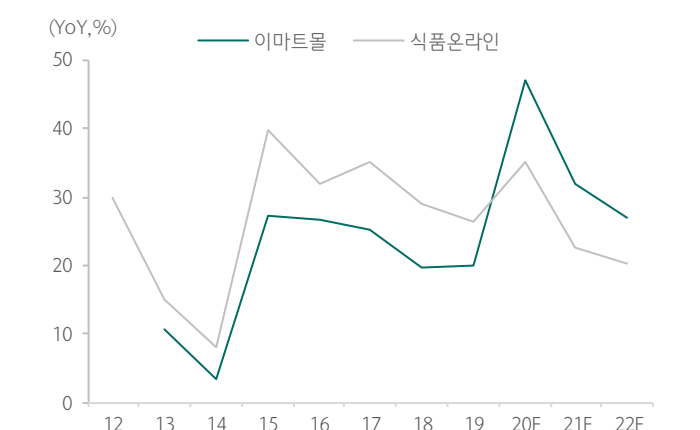
2020년 연간으로 본다면, 영업이익 규모가 1,990억원(YoY 32%)으로 큰 폭 증가하면서 새로운 사업 구조 하에서 실적 턴어라운드 원년이 될 것으로 예상된다. 전문점은 부츠와 빼에로 등 구조조정과 노브랜드 전문점 정상화로 300억원 이상 증익이 예상된다. 이마트24와 트레이더스, 에브리데이 역시 100억원 이상 증익하면서, 신세계푸드와 호텔부문 손실 증가를 상쇄할 것으로 예상된다.

그림 63. 이마트와 대형마트 기준점 성장률 비교



자료: 이마트, 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 64. 이마트몰 성장률과 식품온라인 성장률 비교



자료: 이마트, 통계청, 하나금융투자

식품온라인 매출 규모 1조 1,600억원  
국내 식품온라인 MS 1위

이마트는 식품온라인 매출 규모 1조 1,600억원으로 국내 식품온라인 시장점유율 6.8%로 1위 업체다. 신선식품온라인 매출 규모는 5,230억원으로 시장점유율 14.8%로 추정한다. 식품온라인 시장이 대형마트와 달리 과점화되지 못하는 이유는 쿠팡은 물론, 11번가, G마켓 등 오픈마켓을 통해 산지/제조업체 직접 판매자들이 많이 있기 때문이다. 이마트와 같이 직매입으로 식료품을 온라인 판매하고 있는 업체는 이마트와 롯데쇼핑, 홈플러스 등 메이저 대형마트와 쿠팡, 마켓컬리, 오아시스 정도뿐이다.

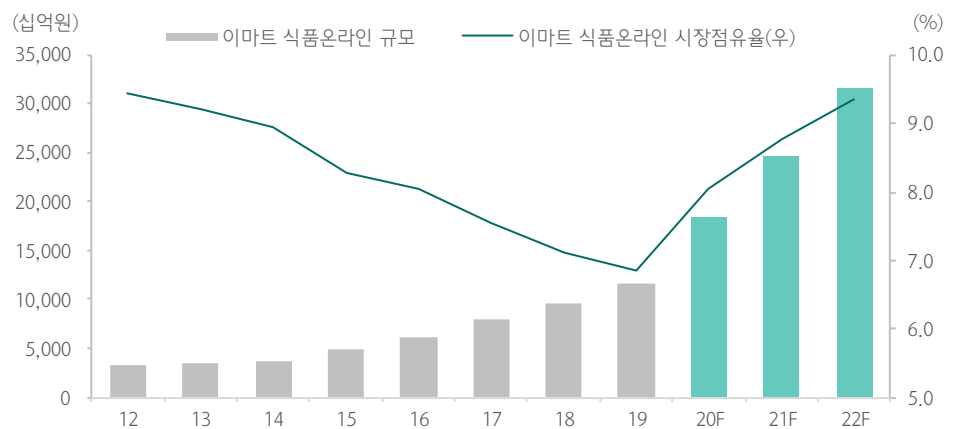
쿠팡은 거래액 규모가 2019년 17조원이나 되지만, 실제 매출은 7조원 남짓, 플랫폼 거래액이 훨씬 크다. 식품 매출 규모는 로켓프레쉬를 모두 식료품이라고 가정하고 하루 배송량 7만건(2019년)과 ARPU 2.5만원을 가정하면 2019년 매출 6,400억원, 신선식품 매출은 2,000억원 내외, 마켓컬리는 1,260억원 수준으로 산출된다. 이마트에 크게 못 미친다.

구조조정 완료/막강한 인프라로  
언택트 소비 주도 업체

2018년 이후 급속한 식품 온라인 시장 확대에 Capa 부족과 오프라인 부진, 경쟁심화 어려움이 있었지만, i) 풀필먼트와 후레쉬센터, 오프라인 점포 등 식품 온라인 인프라 측면에서는 독보적이다. ii) 추가 Capa 증설을 마친 상태이며, 오프라인 구조조정도 큰 산을 넘고 있다. iii) 할인점 기존점 성장률이 회복되고 있으며, 온라인 매출 비중 확대에 식료품 유통 시장점유율이 상승하고 있다. 식품 온라인 시장, '언택트 소비' 시장을 선도할 업체로 주목할 필요가 있다.

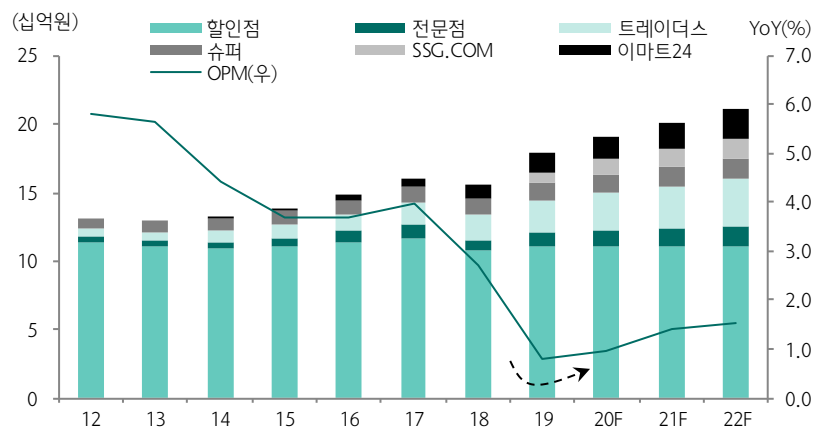
2019년 기점 이마트 압도적  
식품온라인 시장점유율 확대

그림 65. 이마트의 식품온라인 매출 규모와 시장점유율



자료: 이마트, 하나금융투자

그림 66. 이마트 매출과 영업이익률 추이와 전망



자료: 이마트, 하나금융투자

2020년 실적 턴어라운드 본격화



## 4. 화장품: 아모레퍼시픽 vs. 로레알

### 1) 산업의 특징과 변화: 중국 소비/온라인/벤처시대

#### (1) 중국의 소비: 한국 화장품 산업의 성장 기반

한국 화장품 산업은 중국 소비시장에 기대어 있음

화장품은 유통시장 핵심적인 콘텐츠 가운데 하나다. 유통시장이 온라인화와 저성장으로 크게 요동치는 것처럼, 식품과 화장품, 패션 등 콘텐츠/브랜드 업체들도 변화의 큰 파고에 맞서고 있다. 사업 환경 변화에 대한 분석은 톱다운 방식 접근법의 시작이다. 화장품 산업에 가장 큰 영향을 미치고 있는 첫번째는 중국인 소비자다.

중국 소비 중심 내수 확대로 접어들기 시작

2010년 이후 중국이 본격적인 소비의 경제로 접어들면서 전세계 모든 소비재 업체들에게 큰 기회로 작용했다. 지구 반대편 영국의 럭셔리 백화점 해롯(Harrods) 백화점을 기사화생 시켰고, 전세계 명품의 70%를 중국인이 소비한다는 말이 나올 정도였다. 비행시간 2시간 거리에 있는 한국 시장에 미치는 영향은 더 말할 필요도 없을 것이다. 한국경제는 이미 2005년 전후 약 10년 동안 중국 경제가 투자기에 있을 때, 철강/조선/화학 등 소재/산업재 업종이 큰 수혜를 누렸다. 2015년 전후 10년 동안은 중국 소비 확대 수혜기였다고 볼 수 있다.

한국 화장품 시장규모에서 해외수요 (면세점+순수출)제외시 16조원에 규모에 불과

실제로, 한국 화장품 시장규모는 통계청 기준 2019년 34조 6,690억원 규모인데, 여기서 해외수요라고 할 수 있는 면세점과 순수출을 제외하면 16조원 규모에 불과하다. 2015년 이후 연평균 1.6% 역신장이다. 화장품 수출의 경우 중국/홍콩 중화권 비중이 61%로 절대적이다. 한국 화장품 산업은 철저히 중국 소비시장에 기대어 있다.

표 11. 국내 화장품 시장 규모 추이 및 전망

(단위: 십억원)

연도	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
통계청 데이터(소매판매액)	24,605	25,746	29,840	34,669	-	-	-
오차	2,676	1,850	2,514	2,692	-	-	-
<b>국내 화장품 시장규모</b>	<b>21,929</b>	<b>23,896</b>	<b>27,325</b>	<b>31,977</b>	<b>30,575</b>	<b>32,865</b>	<b>35,285</b>
YoY(%)	21.3	9.0	14.4	17.0	-4.4	7.5	7.4
<b>한국 화장품 산업규모</b>	<b>30,225</b>	<b>33,849</b>	<b>40,050</b>	<b>45,960</b>	<b>45,261</b>	<b>49,102</b>	<b>53,106</b>
YoY(%)	31.0	12.0	18.3	14.8	-1.5	8.5	8.2
Premium	10,248	11,432	13,987	18,382	17,288	19,039	20,924
인적판매	1,764	1,749	1,699	1,659	1,589	1,596	1,601
백화점	2,198	2,089	1,859	1,808	1,778	1,782	1,783
면세점	6,285	7,595	10,428	14,915	13,921	15,661	17,540
Masstige	11,681	12,463	13,339	13,595	13,287	13,826	14,361
전문점	3,492	3,178	3,204	3,039	2,780	2,686	2,647
브랜드샵	2,811	2,229	2,016	1,651	1,365	1,191	1,063
H&B	681	948	1,188	1,388	1,415	1,494	1,584
(온라인)	6,103	8,117	9,840	12,299	12,053	13,740	15,801
순수 온라인	4,183	5,313	6,106	6,845	6,985	7,699	8,384
기타	4,006	3,973	4,028	3,712	3,522	3,442	3,330
화장품 수출	4,794	5,513	6,792	7,411	7,742	8,413	9,120
화장품 수입	1,103	1,130	1,174	1,209	1,212	1,216	1,219
해외 현지 생산/판매	914	1,186	1,489	1,579	1,626	1,841	2,019

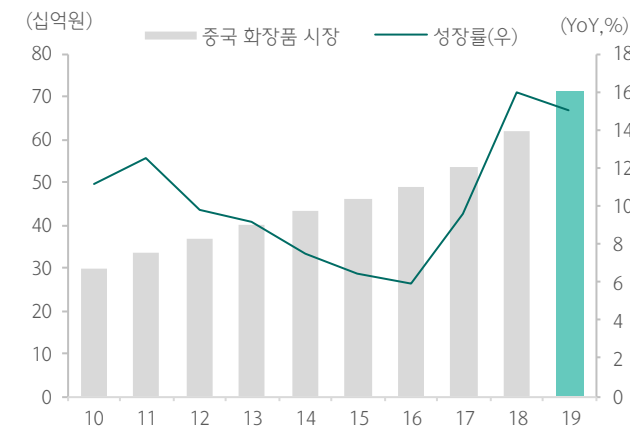
주: 순수온라인은 면세점/백화점 등 중복 채널 온라인 판매를 제외한 수치  
자료: 통계청, KOTRA, 하나금융투자

## 2010년 이후 중국 모멘텀 시기, K-뷰티 시대 도래

중국은 2010년을 기점으로 GDP에서 소비가 차지하는 비중이 늘어나기 시작했다. 2014년 이후 한국 화장품 시장은 전례 없는 호황을 맞이한다. K-뷰티의 시대였다. 아모레퍼시픽의 면세점 매출이 YoY 102% 증가하면서 영업이익은 매 분기 서프라이즈를 기록했다. 컨센서스가 1,500억원인데, 실제로는 2,500억원이 나오곤 했다. 주가는 80만원에서 400만원까지 올랐다. 중국 로컬 화장품 업체를 타깃으로 중국 현지 ODM 시장에 첫 진출한 코스맥스 시가총액은 2010년 대비 10배가 되었다. 모두 중국 모멘텀이었다.

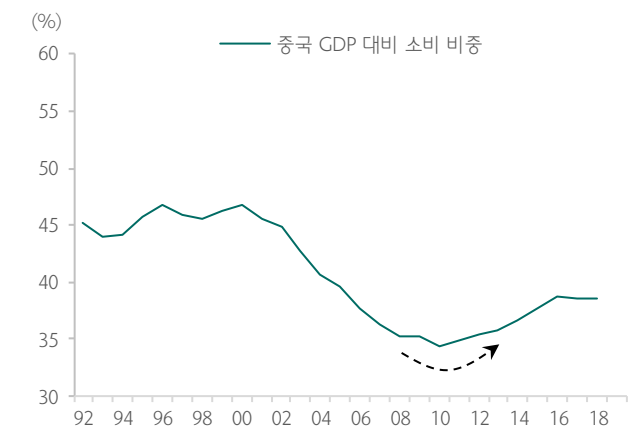
중국 소비시장의 가장 큰 특징은 수요와 공급의 갭이 굉장히 크다는 것이었다. 현지에서 공급할 수 있는 제품의 퀄리티는 현저히 떨어지는데, 수요의 눈높이는 이미 글로벌 톱 수준에 와 있는 것이다. 그 수요와 공급의 간극을 글로벌 브랜드 업체들과 글로벌 ODM 업체들이 들어가서 메우게 되었다. 그런데, 왜 유독 K-뷰티였을까? 중국에서 특히 한국 화장품이 인기 있었던 이유는 한국 화장품 업체들의 내재된 역량과 운이 결합된 효과로 보고 있다.

그림 67. 중국 화장품 시장 규모 추이와 전망



자료: KOTRA, 하나금융투자

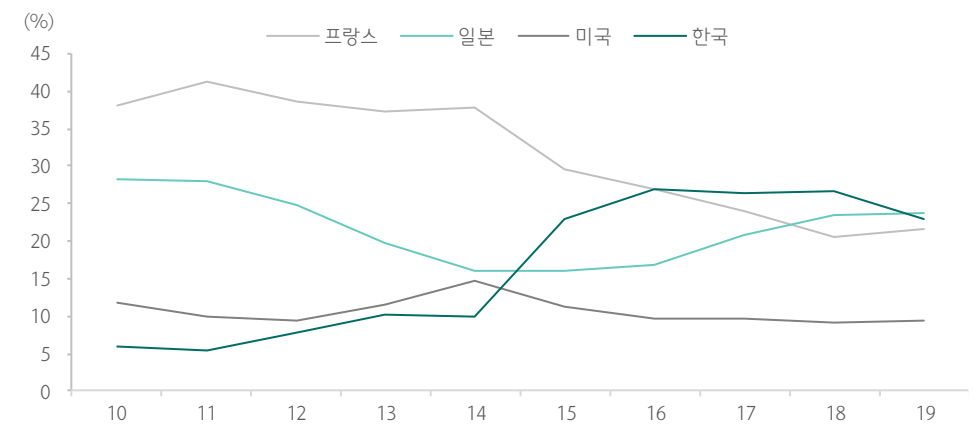
그림 68. 중국 GDP의 소비 비중 변화



자료: CEIC, 하나금융투자

그림 69. 중국 화장품 수입 시장 주요 국가별 점유율

## 2019년 중국의 한국화장품 수입 비중 23%로 전년대비(27%) 하락



자료: KITA, 하나금융투자

## 2003년 이후 역량 확대, 원브랜드샵 전성시대

첫째, 2013년 전후, 역량이 극대화되었던 시기였다. 한국 화장품 시장은 2003년 카드사태로 인한 소비 위축기를 지나면서 산업 구조가 크게 바뀌게 된다. '화장품 나라'와 같은 멀티브랜드 로드샵들이 잇달아 철수하게 되면서 '미샤'와 '더페이스샵' 같은 원브랜드샵 업체들이 이를 대체한다. 용기와 디자인, 마케팅비를 대폭 줄이고, 높은 가성비를 추구함으로써 소비자들에게 선풍적인 인기를 끌었고, 화장품 시장의 새로운 채널로 급부상하게 된다. 2003년 이전에는 화장품 브랜드 업체들이 직접 생산하는 경우가 많았고, 유통을 직접하는 경우는 방판 정도였다.

## 2003년 이후: 생산과 브랜드 분리, 화장품 시장 진입장벽 낮아지며 경쟁심화

하지만, 2003년 이후에는 반대가 됐다. 화장품 브랜드 업체들이 직접 유통을 하고, 생산은 ODM 업체들에게 맡기는 형태가 일반화되었다. 생산과 브랜드가 분리되면서 제조시설이 필요 없어졌고, 화장품 시장 진입장벽은 크게 낮아졌다. 돈과 아이디어/네트워크만 있으면 진출할 수 있는 시장이 되었다. 진입장벽이 낮아지면서, 경쟁이 더욱 심화되었다. 브랜드 업체들과 ODM 업체들이 각자의 아이디어를 쏟아내면서 한국은 전세계에서 가장 제품의 턴오버가 빠르며, 트렌디하고, 신제품이 많이 나오는 시장이 되었다. 기술 수준은 글로벌 톱 수준에 올라서게 되었고, 수천개의 상품 카테고리화 처방전, 수백개의 히트상품 목록을 갖게 되었다. K-뷰티의 가장 큰 장점을 '가성비', '혁신성'으로 꼽는 이유가 여기에 있다.

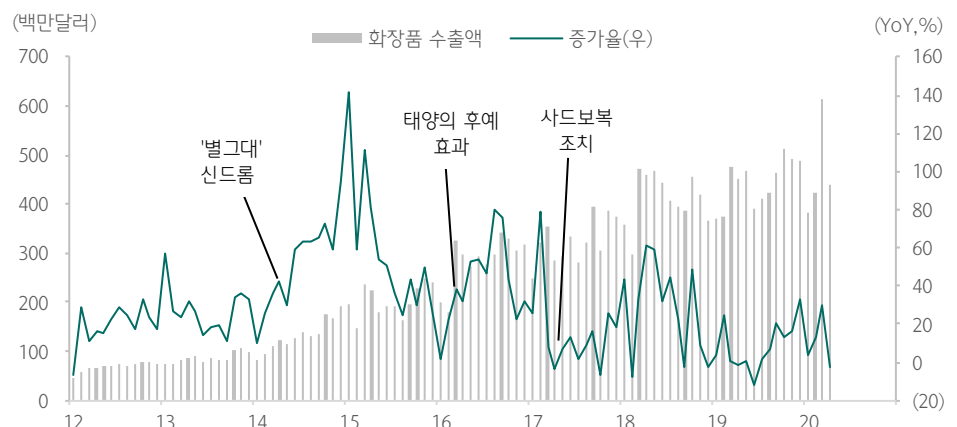
고인 물은 썩게 되어 있다. 2013년 전후 이런 시장구조가 부작용을 낳았다. 신규 브랜드들의 판로가 사라진 것이다. 브랜드 업체들이 유통을 다 잡고 있다 보니 신규 브랜드들이 들어설 자리가 없어졌다. 멀티브랜드 숨이 없기 때문이다. 간간히 홈쇼핑을 통해 소개될 뿐이었다. 10여년간 치열한 경쟁으로 역량은 충만해있는데 시장은 포화기에 접어든 것이다. 신규 시장이 필요한 때였고, 어느 때보다 준비도 완비된 상태였다.

## 2014년: 한류의 극대화, 화장품 수출 증가율 드라마 반영과 일치

둘째, 한류의 극대화다. 한류가 한국 경제 전반에 영향을 미친 시기는 2014년을 시작으로 평가한다. 2014년 '별에서 온 그대', 2016년에는 '태양의 후예'가 있었다. 실제로 이들 드라마가 중국에 공유되면서 화장품 수출액이 한 단계씩 레벨업 했다. 중국 인바운드 규모 역시 2010년 188만명에서 2016년 807만명까지 4배 이상 증가했고, 면세점 시장규모는 3.9조원에서 10.6조원까지 170%나 성장했다. 면세점 매출의 주 고객은 내국인에서 중국인으로 바뀌었고, 면세점은 중국인 관광객의 핵심 소비 채널이 되었다. 화장품은 가장 선호하는 소비 카테고리였다. 현재 면세점 채널은 아모레퍼시픽과 LG생활건강 전체 영업이익의 50% 이상을 차지하고 있다.

그림 70. 한국 화장품 수출과 증가율 추이

한국 화장품 수출액 규모가  
한단계 레벨업 할 때마다  
한류가 기폭제가 됐음



자료: 관세청, 하나금융투자

2010년 이후: 2011년 일본 대지진 이후 일본 화장품 수요 위축, 한국 화장품 반사이익

셋째, 일본 화장품 수요 위축이다. 센카쿠열도 분쟁이 급격하게 확대되었던 시기가 2010년 이후다. 2011년 3월에는 일본 대지진이 있었다. 방사능에 대한 우려로 Made in Japan 화장품에 대한 우려가 크게 확산하였다. 기초 화장품의 경우 90% 이상이 물이고, 럭셔리 기초 라인은 대부분 본국에서 만든다. 2012년 일본의 중국 인바운드 20% 이상 감소했고, 2010~12년 중국 화장품 시장에서 시세이도 시장점유율은 4%에서 2%까지 크게 하락했다. 이러한 일본 화장품의 부진은 한국 화장품의 기회로 작용했다.

중국 소비 시장뿐 아니라, ODM 업체들에게도 반사이익이 컸다. 일본 ODM 수요가 한국으로 대거 이동하는 계기가 되었다. 로레알과 에스티로더 등 글로벌 브랜드의 동북아 생산기지로 한국이 자리매김하게 되었다. 코스맥스 국내 사업에서 수출이 차지하는 매출은 2014년 350억원에서 2016년 1,300억원까지 3배 증가했다.

## (2) 온라인화: 기회와 위기의 공전, 브랜드 양극화

화장품 온라인 채널 시장규모 2019년 12조 3천억원으로 연평균 27% 성장

'중국인 소비'가 모든 소비재 업체들에게 기회라면 온라인화는 플러스와 마이너스가 공존한다. 기회이면서 위기로 작용하고 있다. 화장품 온라인 채널 시장규모는 2019년 12조 3천억원으로 2012년 대비 5.4배, 연평균 27% 성장했다. 모바일 채널 확대로 2014년 이후 급증했다. 면세점 인터넷 채널 매출 규모가 가장 크다. 2019년 인터넷 면세점의 화장품 매출은 5조원이 넘는다. 전체 온라인 화장품 시장의 41%를 차지하는 큰 금액이다.

온라인 채널 확대는 '브랜드 양극화' 심화

온라인 채널의 확대에 의한 가장 큰 화장품 시장의 변화는 '브랜드 양극화'다. 온라인화는 기본적으로 유통시장의 문제다. 온라인 유통은 낮은 Capex와 제한적인 운영비로 유통산업 진입장벽을 낮춘다. 유통업체간 경쟁을 심화시키고, 가격 하락을 유발시킨다. 11번가를 시작으로 네이버, 쿠팡까지 취급고 규모가 10조원 넘는 회사들이 속속 등장하고 있다. 소비가 늘어난 게 아니라, 오프라인 업체들로부터 빼앗아 온 것이다. 롯데쇼핑과 이마트, 현대백화점 등 주요 메이저 유통업체들의 주가는 2013년보다 다 낮은 상태다.

표 12. 해외 역직구 화장품 시장 규모 추이 및 전망

(단위: 십억원)

구분	14	15	16	17	18	19	20F	21F
전체 역직구 시장규모	679	1,260	2,293	2,951	3,604	6,663	6,339	7,284
YoY(%)		85.5	82.0	28.7	22.1	84.9	-4.9	14.9
화장품	257	716	1,638	2,236	2,706	5,003	4,760	5,469
YoY(%)		178.8	128.6	36.5	21.0	84.9	-4.9	14.9
면세	244	680	1,554	2,121	2,578	4,852	4,610	5,301
중국	200	615	1,467	1,955	2,406	4,629	4,397	5,057
기타	44	65	87	166	171	224	213	244
일반	13	37	84	115	129	151	150	168
중국	4	11	27	35	44	52	49	57
기타	9	25	57	81	85	99	101	111
역직구의 화장품 비중(%)	37.8	56.9	71.4	75.8	75.1	75.1	75.1	75.1
화장품의 면세 비중(%)	94.9	94.9	94.9	94.9	95.2	97.0	96.8	96.9
면세의 중국 비중(%)	82.0	90.4	94.4	92.2	93.4	95.4	95.4	95.4
일반의 중국 비중(%)	27.7	30.5	31.9	30.1	34.1	34.4	32.8	33.8

자료: 통계청, 하나금융투자

온라인화는 브랜드력 높은  
업체들에겐 성장 및 수익성 제고  
기회

온라인화는 브랜드 업체들에게도 큰 영향을 미치고 있다. 브랜드력이 높은 업체는 P(Price)가 유지되면서 Q(Quantity)가 증가하기 때문에 성장성과 수익성 측면에서 긍정적이다. 소매 판매 가격이 낮아지는 이유는 유통시장에서 유통업체간 경쟁 때문이다. 유통업체들 마진이 훼손되는 것이다. 후와 설화수 같은 제품들은 유통업체들에 대한 가격 협상력이 높기 때문에 P(도매가격)는 기존 오프라인과 큰 차이가 없다. 소매판매 가격 하락으로 전체 소비량 Q는 증가한다.

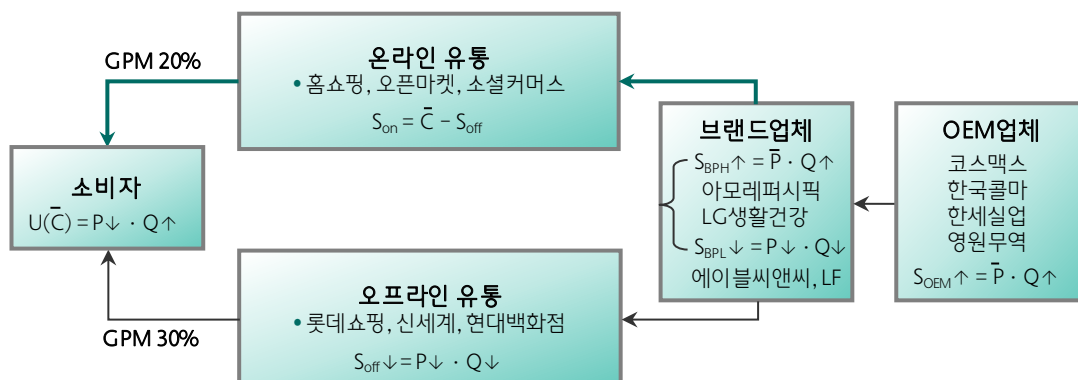
아울러, 온라인 채널은 오프라인 매장이 필요 없기 때문에 도심이 아닌 변두리에서도 심지어 국경을 넘어 소비자를 만날 수 있다. 특별한 비용 부담 없이 판매 권역을 확대할 수 있는 것이다. 설화수나 후와 같은 화장품 브랜드들이 국내외 매장수 정체에도 불구하고 고성장하는 이유 중 하나는 온라인 채널 확대 효과다. 고정비 부담이 작기 때문에 수익성 측면에서도 긍정적이다. 설화수와 후의 온라인 채널 영업이익률은 면세점과 유사한 25%나 된다.

반면, 브랜드력 낮은 업체들 P와 Q  
두 하락: 경쟁심화 부담 증가

반면, 브랜드력이 낮은 업체들은 P와 Q가 모두 하락하면서 성장성과 수익성에 훼손이 발생한다. P가 하락하는 이유는 유통업체들에 대한 협상력이 떨어지기 때문이다. 유통업체들은 유통마진 훼손을 브랜드 업체에게 전가할 수 있다. Q가 떨어지는 이유는 경쟁심화 때문이다. 온라인 채널을 통한 신규 브랜드 진입이 쉬워지고, 브랜드력 높은 업체들에게도 Q를 뺏기는 샌드위치 상황이 발생한다. 싼 제품을 더 싸게 사는 것보다 평소에 사고 싶었던 제품을 10~20% 할인해서 사는 것을 훨씬 선호하는 게 온라인 소비의 특징이다. 상대적으로 브랜드력이 떨어지는 중저가 미샤와 더페이스샵 등 국내 원브랜드샵 업체들의 부진, LF와 한섬 등 국내 의류 업체들의 지속적인 실적 저하의 원인 가운데 핵심이 온라인화에 있다.

온라인화는 소비패턴의 변화이기 때문에 중국인 소비 확대처럼 모든 소비재 업체들에게 긍정적이지 않다. 유통업종과 브랜드력이 떨어지는 업체들에게는 부정적 사업 환경이다. 반면, 브랜드력이 높은 업체와 기술장벽이 높은 ODM 업체들에게는 우호적인 사업환경이 되고 있다.

그림 71. 온라인화에 의한 밸류체인별 영향



자료: 하나금융투자

지난 2020년 1분기 호텔신라와 LG생활건강/로레알 실적발표는 코로나19 사태를 계기로 유통업의 한계와 브랜드업의 강점을 적나라하게 드러낸 실적이었다. 1분기 실적발표는 모든 섹터가 그렇겠지만, 실적을 가늠하기 어려웠다. 코로나19 펜데믹 상황, 국경이 막히고, 3월 중국 인바운드가 YoY 97% 감소라는 이때까지 한번도 경험해보지 못한 상황이 어떻게 실적으로 연결될 지 함부로 예상할 수 없었다.

#### 지난 코로나19 사태 때도 브랜드 업체들 어닝 서프라이즈 기록

그런데, 결과는 상당히 극단적으로 갈렸다. 브랜드 업체들은 어닝 서프라이즈를 기록한 반면, 면세점 업체는 어닝 쇼크를 기록했다. 로레알은 중국 매출이 YoY 6%나 증가했다. 온라인 채널 매출이 67%나 증가하면서 외형 성장을 견인했다. 코로나19 사태로 3~4선까지 온라인 채널을 통해 영업 권역을 확장했다. 1분기 중국 화장품 소매 판매가 13%나 역신장했기 때문에 로레알의 시장 점유율은 크게 상승했을 것이다. 경영진은 컨퍼런스 콜에서 2분기 중국 소비 회복이 확인되고 있다며, 중국 법인 매출 10% 이상 성장을 자신하고 있다.

LG생활건강 중국 법인 매출도 YoY 6% 감소에 그쳤다. 연결 영업이익은 시장 컨센서스를 1,000억원나 뛰어 넘으며, 어닝 서프라이즈를 기록했다. 생활용품 부문 매출이 위생용품 판매 호조로 기여도를 높였지만, 화장품 영업이익 비중이 80%에 가까운 만큼 화장품 사업이 예상보다 훨씬 좋았던 것이다.

#### 브랜드력만 있다면, 유연한 영업전략을 통해 실적 개선 가능

두 업체 모두 면세점을 통한 럭셔리 화장품 카테고리 판매가 성장의 주 동력으로 작용한 회사들이다. 그런데, 면세점 매출이 이렇게 막히는 상황에서도 견조한 실적 개선을 이끌어냈다. 브랜드력만 있다면 영업전략을 유연하게 바꿔가며 판매를 이어갈 수 있다는 브랜드업의 강점을 다시 한번 확인한 실적이다.

면세점은 중국 인바운드 확대라는 글로벌 소비시장 변화에 가장 큰 수혜를 보고 있는 산업이다. 개별 업체들의 자체적인 경쟁력도 중요하지만, 한국의 특수한 상황이 더 큰 성장 요인으로 작용했다. 비유적으로, 사거리 모퉁이에서 떡볶이 장사하고 있는데, 지하철 역이 뚝려 손님이 엄청나게 증가한 것과 같다. 하지만, 출입국이 막히면 면세점은 의미가 없어지는 산업이다. 브랜드업은 브랜드력만 있다면 어떻게든 소비자를 만날 수 있는 산업이다. 온라인 채널이 급속하게 성장하면서 브랜드 업체들 운신의 폭은 더 넓어졌다.

면세점/유통업의 한계와 브랜드업의 강점을 다시 한번 환기시킨 실적발표였다. 결국, 언택트 시대 진정한 승리자 가운데 하나는 '글로벌 브랜드'라고 볼 수 있을 것이다. 코로나19 이후 로레알/에스티로더/LG생활건강 등 글로벌 브랜드 업체들의 유연한 확장성은 밸류에이션 프리미엄으로 작용할 가능성이 크다.



### (3) 벤처 브랜드 시대: 더 낮아진 진입장벽, 더욱 치열한 경쟁

벤처 브랜드들에게 온라인화는  
분명한 기회의 장

벤처 브랜드들에게는 전술한 온라인화가 분명한 기회가 되고 있다. 유통 채널에 대한 진입장벽이 낮아지면서 제품의 퀄리티와 마케팅만으로 소비자에게 접근/어필할 수 있게 된 것이다. 더구나, 최근 유튜브나 인스타그램을 통해 소비자들의 자유로운 커뮤니케이션이 가능해지면서 벤처 브랜드들에게 가장 취약한 인지도와 신뢰도를 단기간에 쌓을 수 있는 기회를 얻게 되었다. 이에따라 한국은 물론, 중국, 미국, 전세계 모든 나라들에서 중저가 시장을 타겟하는 신규 벤처 브랜드들이 우후죽순 생겨나고 있다.

과거 원브랜드샵 시기에는  
'돈'과 네트워크, '아이디어' 필요

과거 원브랜드샵 전성기 당시에는 '돈'과 '네트워크', '아이디어'만 있으면 시장 진입이 가능하다고 했다. 설비가 필요 없다는 측면에서 진입장벽이 낮아졌다는 의미였다. 여기서 네트워크는 가맹점주를 모집할 수 있는 능력, 돈은 신규 브랜드 런칭과 직영점을 위한 최소한의 자본이다. 아이디어는 소비 트렌드를 읽는 브랜드 아이덴티티 설정을 말한다.

벤처브랜드 시기에는 아이디어만  
있으면 됨. 글로벌 브랜드로  
M&A 동기부여

요즘에는 아이디어만 있으면 된다. 돈은 수많은 VC(Venture Capital)들을 통해 조달할 수 있으며, 가맹점주는 필요 없다. 온라인과 H&B스토어를 통해서 소비자들과 직접 대면이 가능하기 때문이다. 아이디어만 있으면, 글로벌 화장품 ODM 업체인 코스맥스나 한국콜마가 몇 달 안에 시제품에서 초도물량까지 완료한다. 화장품 시장 진입장벽이 더 낮아진 것이다. 스타일난다/닥터자르트/AHC 등 벤처 브랜드들이 로레알, 에스트로더, 유니레버 등에 피인수(또는 지분 투자)되면서 한국 화장품 벤처 시장은 제약/바이오 산업만큼 뜨겁다. 결국, i) 역량 있는 인재들이 ii) 소비/유통시장의 변화를 타고, iii) 높은 동기 부여로, iv) 진입장벽이 낮아진 화장품 브랜드 시장에 진출하여, 그 어느 때보다 제약 없이 맘 놓고 신규 브랜드/카테고리들을 줄기차게 내놓고 있는 것이다.

벤처 브랜드 타겟은 중저가 시장

벤처 브랜드는 중저가 시장을 노린다. 브랜드 로열티가 높은 럭셔리 시장은 전통과 역사를 자랑하는 국내외 메이저 브랜드들의 전유물이다. 따라서, 이러한 벤처 브랜드 확대는 기존 브랜드 업체들 가운데, 중저가 매출 비중이 큰 메이저 또는 중견 업체들의 입지는 빠르게 약화시키고 있다. 이들 업체들은 이미 어느 정도 조직화와 규모를 이룬 회사들이다. 인사/법률/재무/회계 등 제반 시스템이 정비돼 있다는 말이다. 그만큼 의사결정 과정이 리스크를 회피하는 방향으로 전개되거나, 속도는 느리며, 변화에 유연하게 적극적으로 대응하기 어렵다. 조직이 커질 수록 이런 보수성은 짙어질 수밖에 없다. 만일 생산 공장을 갖고 있다면, 생산가능성 문제로 의사결정은 더욱 제약을 받는다.

중저가 라인업 비중이 큰  
아모레퍼시픽에겐 위협 요소

하루에도 몇 개씩 튀어 나오는 시장의 혁신적인 아이디어 제품들을 따라가기 어렵다. 에이블씨엔씨/토니모리/더페이스샵/클리오 등 국내 주요 원브랜드샵 업체들의 실적 부진은 어쩌면 벤처 브랜드 전성시대 당연한 귀결인지도 모른다. LG생활건강보다 아모레퍼시픽에게 더 부담이 크다. LG생활건강의 중저가 라인업 비중은 매우 낮다. 더페이스샵은 물론, 이자녹스, 라끄베르 등은 주도권을 상실한 지 오래다.

아모레퍼시픽 내 중저가 브랜드 매출 비중은 49%

하지만, 아모레퍼시픽은 중저가 시장에서도 아리따움과 이니스프리, 에뛰드하우스를 통해 2010년 중반까지 시장을 주도했기 때문에 매출 비중이 작지 않다. 2015년 기준 아모레퍼시픽 그룹 화장품 사업에서 아이오페/라네즈/마몽드/이니스프리 등 중저가 브랜드 매출 비중은 49%였다. 타격이 상대적으로 클 수밖에 없다. 해외도 마찬가지다. 중국 화장품 시장에서 중저가 시장은 로컬 벤처브랜드들의 침투가 거세다. LG생활건강의 중국 사업 화장품 매출에서 럭셔리가 90%를 차지하지만, 아모레퍼시픽은 2015년 당시 고작 15%(설화수+헤라 등)에 불과했다. 이니스프리/라네즈/마몽드 매출 비중이 70%에 달했다.

#### (4) 중국 시장의 변화: 프리미엄/로컬/온라인화

프리미엄화 가속화

중국 화장품 시장의 변화는 국내외 화장품 업체들 실적과 전략에 있어 가장 중요한 지표다. 2010년대 후반 중국 화장품 시장은 2010년 전반과 다른 세가지 모습을 보이고 있다.

중저가 시장에서 로컬 브랜드들의 약진

첫째, 프리미엄화가 빠르게 진행되면서 수입 비중이 계속 상승하고 있다. 에스티로더/로레알/시세이도 등 글로벌 브랜드들의 실적 발표를 보면 아시아와 면세점이 핵심 성장 지역/채널이 되고 있다. 2019년 로레알의 럭셔리 매출은 YoY 14%, 한국 면세점 시장은 YoY 31% 성장했다.

둘째, 중저가 시장에서는 로컬 브랜드들의 약진이 두드러지고 있다. 중국 화장품 시장에서 C-뷰티 시장점유율이 56%로 절반을 넘어선 것으로 보고되고 있다(텐센트, <2019 C-뷰티 보고서>, 2019.5). 앞서 프리미엄화로 글로벌 브랜드 수입 비중이 상승하고 있다는 말과 배치되는 듯 하다. 그럼 어디가 위축되고 있는 것일까?

온라인 기반 신규 브랜드 업체들 가파른 성장세 vs. 오프라인 중심 업체들 부진

중국 화장품 시장은 YoY 15% 내외 신장하고 있지만, 이는 럭셔리 판매 확대 때문이다. 중저가 매스 시장 성장률은 YoY 2~3%에 그치고 있다. 로컬 브랜드들이 빠르게 시장 점유율을 높이면서 한국을 비롯한 해외 브랜드 시장점유율이 하락한 것이다. 이는 지난해 이니스프리/JM솔루션/메디힐/제이준 등 주요 중저가 브랜드들은 물론 이들 제품을 생산하고 있는 코스맥스/한국콜마와 같은 ODM 업체들, 연우와 펴텍코리아의 매출 저하로 이어졌다.

셋째, 중저가 화장품 시장 내에서 경쟁구도 변화다. 오프라인 위주 전통적인 강자들 바이체린/썬당/캉스 등이 크게 위축되고, 퍼펙트다이어리/카슬란/이치춘(YIZHICHUN) 등 온라인 기반 신규 브랜드 업체들의 성장세가 가파르다. 이에 따라, 국내 ODM 업체들의 생산 구조가 바뀌고 있다. 2019년 바이체린 매출 비중이 30%에 달하는 코스맥스 상해 법인 매출은 10% 감소한 반면, 퍼펙트다이어리 매출 비중이 40%를 차지하고 있는 광저우 법인 매출은 YoY 65% 성장한 것이다. 상해법인 매출이 광저우법인 대비 3배가 크기 때문에 코스맥스 실적은 부진할 수밖에 없었다. 코스맥스의 2019년 부진은 기술진입 장벽의 문제가 아니라, 중국 중저가 화장품 시장 내 경쟁구도 변화 때문이다.

## 2) '브랜드 사업'에 대한 이해

한가지 더 살펴봐야 할 부분은 화장품 산업의 본질적인 특징, 즉 브랜드 산업의 성격에 대한 부분이다. 이견 산업 환경에 대한 논의가 아니라 개별 업체들의 본질적인 가치이며, 사업 연속성의 조건이다. 한국 화장품 업종의 높은 밸류에이션과 성장 여력에 대한 의문은 '한국 화장품이 얼마나 오랫동안 중국 소비자들에게 브랜드 로열티를 가져갈 수 있을 것인가?'라는 질문으로 치환 가능하다. 따라서, '브랜드력'에 대한 이해는 화장품 산업을 분석하는데 가장 기초적인 입문이다.

### (1) 브랜드는 변곡점이 없다

소재/산업재에 대한 투자는  
항상 Peak out 고민

소재/산업재와 소비재는 산업구조가 근본적으로 다르다. 철강/조선/화학은 큰 변곡점이 존재한다. 대규모 투자와 수요의 사이클이기 때문에 업사이클과 다운사이클이 크고 주기도 길다. 예를 들어 중국 경제의 고신장과 글로벌 물동량 증가로 2010년까지 조선 수요가 크게 증가했지만, 그 이후 10년 동안 수요 부족으로 조선업종은 부진을 이어오고 있다. 그래서, 소재/산업재에 대한 투자는 항상 Peak out을 고민해야 한다.

소비재는 특별한 변곡점이 존재하지  
않음. 소비는 소비로 이어짐

하지만, 소비재는 특별한 변곡점이 존재하지 않는다. 단기적인 경기 변동은 작용할 수 있지만, 소재/산업재처럼 빅 사이클은 없다. 대체로 국가의 경제구조가 일반적으로 투자에서 소비로 이동하는데, 소비 다음에는 역시 소비이기 때문이다. 소비→기업의 이익 증가→투자확대→임금상승→고용증가→가계수입증가→소비의 선순환이 작동한다.

그래서 미국이나 일본처럼 내수 비중이 높은 나라는 경기 회복이 소비에서 시작한다. 이러한 선순환 구조 때문에 GDP에서 소비 비중이 상승하기 시작하면 중장기적으로 소비 비중은 계속 올라간다. 따라서, 중국 소비 시장 확대는 빅 사이클이 아니라, 그냥 새로운 소비시장이 열린 것이라는 점을 분명히 인식해야 한다.

소비재는 소비패턴 변화와  
브랜드력에 대한 투자

투자관점에서 소재/산업재와 소비재의 차이점은 해당 산업의 기본적 성질과 일치한다. 투자와 소비 차이와 같다. 소재/산업재가 국가 경제의 투자사이클에 근거한 투자라면, 소비재는 소비패턴 변화, 브랜드력에 대한 투자다. 그래서, 소재/산업재는 섹터에 대한 전망이 중요하지만, 소비재는 마이크로적인 개별 기업 경쟁력이 중요하다. 매크로 지표에 의한 Peak out을 고민하기 보다 회사의 펀더멘탈에 주의를 기울여야 한다.

매크로 지표보다 회사의 펀더멘탈  
주목

예를 들어 로레알과 에스티로더의 실적을 보면 단기적인 부침은 있었지만 결국 매출이 계단식 증가를 지속하고 있다. 산업재/소재 섹터의 포스코나 현대중공업과 매우 다른 모습이다. 소비의 안정성에 기반한 브랜드 사업의 연속성을 말해주는 것이다. 또한, 업종 내 업체들의 실적이 같은 방향으로 가지 않는다. LG생활건강과 에이블씨엔씨, 휠라코리아와 LF의 실적과 주가는 크게 차별화되고 있다. 소재/산업재들이 대체로 같은 방향으로 실적과 주가가 움직이는 반면, 소비재 업체들은 개별적인 브랜드력에 따라 부상하는 업체와 사라지는 업체가 있기 때문이다.

지속적인 매출 성장은  
브랜드력 제고 의미,  
밸류에이션 프리미엄 상승

## (2) 브랜드 프리미엄: 지속 성장 가능성 지표

브랜드력은 무형자산이며, 진입장벽이다. 가성비를 넘어서는, 가격에 대해 비탄력적인 요인들이 포함되어 있다. 퀴비통 가방과 설화수/후에 대한 가성비를 계산하기 쉽지 않다. 눈에 보이지 않는 심리적 만족도가 크게 소비에 작용하기 때문이다. 브랜드는 품질(가성비) 이외  $+a$  가 존재한다. 가격으로 따질 수 없는 로열티다. 그건 우연한 사건이나, 막연한 이미지, 긴 역사 또는 이벤트에 의해 형성된 것이다. 플라시보 효과(placebo effect)라고 말할 수도 있다. 이러한 브랜드들은 분명한 건 소비가 가격에 대해 대단히 비탄력적이라는 사실이다. 이런 무형의 가치가 '소프트파워'다. 소프트파워의 진입장벽은 기술력과 가성비에 기반한 하드파워보다 훨씬 높다.

가성비 중요한 소비재 업체들 매출과  
밸류에이션 동시 둔화, 경쟁심화  
우려 때문

이는 자동차나 휴대폰처럼 엔진의 성능이나 CPU의 속도 등 주로 가성비를 구매 기준으로 하는 소비재와는 또 다른 면이다. 가성비를 중요시하는 소비재 업체들의 밸류에이션은 매출 성장률이 떨어지면 다시 원상태로 되돌아 온다. 언제든지 우수한 제품과 기업이 나오면 자리를 내줘야 할 만큼 기본적인 진입장벽이 낮기 때문이다. 중국에서 샤오미와 하이얼은 연일 인터넷을 뜨겁게 달구었고, 중국 로컬 자동차들이 팔리기 시작했다.

브랜드력은 무형자산/진입장벽  
'소프트 파워'

IT는 늘 새로운 기술이 나오기 때문에 당장 내년에 경쟁이 어떻게 될 지 모른다. 하지만, 화장품 브랜드는 한번 럭셔리 반열에 오르면 웬만해서는 흔들리지 않는다. 스마트폰은 스펙에 따라 구매가 언제든지 달라질 수 있지만, 화장품은 한번 그 제품이 내 피부에 맞다고 하면, 특히 기초의 경우 가격이 좀 오르더라도 재구매율이 굉장히 높다. 그 소비 행위가 브랜드 로열티가 중심인지, 가성비(스펙) 중심인지는 간단하다. 제품을 구매할 때 '사양'을 자세히 보면 가성비 기반 소비다. 아무리 갤럭시S라도 CPU와 용량이 얼마인지는 철저히 확인한다. 하지만, 화장품 살 때 제품을 뒤집어 '성분'을 꼼꼼하게 살펴보는 소비자는 거의 없다. 삼성 전자가 비약적인 성장에도 불구하고 항상 PER이 낮은 이유가 여기에 있다.

주가 측면에서 '실적 가시성'과 '사업의 연속성'이 높을 수록 PER이 높게 된다. 로레알과 에스티로더, 나이키 등 글로벌 브랜드 업체들의 12MF PER 추이를 보면 매출 성장률이 떨어지더라도 이전 밸류에이션 수준으로 돌아가지 않는다. 조금씩 밸류에이션 저점이 상승하고 있다. 매출의 지속적인 성장은 결국 브랜드력 제고를 의미한다. 한번씩 경기순환을 겪을 때마다 어김없이 실적 회복이 나타난다는 것은 중장기 실적 가시성이 높아진다는 말과 같다. 좀더 먼 미래의 실적까지 현재가치로 할인 반영함으로써 기업가치를 높일 수 있는 것이다. 글로벌 화장품/패션 브랜드 업체들의 핵심적인 밸류에이션 프리미엄 요인이다.

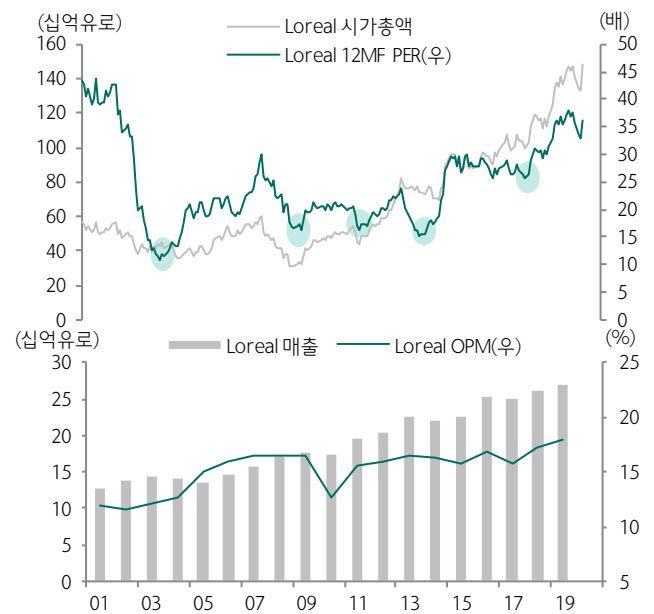
소비재는 각 세그먼트가 얼마나 가성비를 추구하느냐 또는 브랜드 로열티를 추구하느냐에 따라 실적의 연속성과 가시성, 즉 밸류에이션이 달라진다. IT는 화장품보다는 훨씬 가성비를 추구하는 소비재라고 볼 수 있다. 세제와 같은 생활용품보다 화장품이 더 브랜드 로열티를 추구한다. 그래서, 삼성전자보다 P&G나 유니레버가 밸류에이션이 높고, P&G나 유니레버보다 에스티로더와 로레알 밸류에이션이 더 높다.

그림 72. 에스티로더 실적과 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 73. 로레알 실적과 밸류에이션 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

### (3) 럭셔리와 중저가 브랜드 차이

**브랜드력이 높은 업체들 대부분은  
럭셔리 브랜드**

온라인화에서도 잠깐 언급했지만, 브랜드력이 높은 브랜드는 일반적으로 럭셔리 브랜드들이다. 럭셔리 브랜드는 올해 실적이 좋을 경우 내년 실적은 더 좋을 가능성이 크다. 럭셔리 반열에 오르기는 어렵지만, 한번 그 트랙에 올라타면 브랜드 로열티가 높기 때문에 실적 가시성 역시 높아진다. 예를 들어 설화수 자음생 에센스가 2019년 중국 런칭이후 매출이 빠르게 올라오고 있다면, 2020년은 물론 2021년 설화수 실적 개선 가시성은 상당히 높아진다.

**반면, 중저가 브랜드는 트렌드에  
민감, 매출 지속성 여부 불확실**

반면, 중저가 브랜드는 매우 트렌디하기 때문에 올해 실적이 좋다면, 오히려 내년 실적은 부진할 가능성이 있다. 2019년 클리오의 히트상품 청굴비타C와 프로아이팔레트가 2020년에도 그렇게 인기를 끌 수 있을까? 물론 그럴 수도 있지만, 홍수처럼 쏟아지는 중저가 신규/벤처 브랜드들의 신제품들과 미투 제품들을 생각해보면 낙관하기 어렵다. 2012년 미샤의 레벨루션에센스가 그랬고, 2014년 잇츠한불의 달팽이크림, 2015년 리더스코스메틱이 그랬다.

그래서, 화장품 업종은 평균 PER이 별로 의미가 없다. 럭셔리와 중저가 업체들의 밸류에이션은 PER 10배 이상 차이가 나기도 한다. 그럼, 이러한 화장품 산업의 변화와 특징 하에서 글로벌 1위 브랜드 로레알은 어떻게 시장을 선도해왔는지 구체적으로 살펴보자.



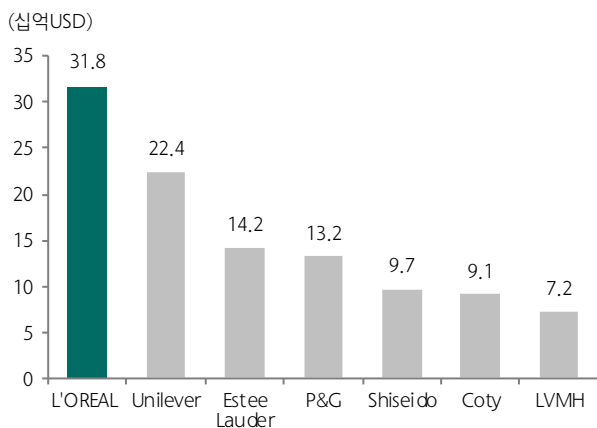
### 3) 로레알: 글로벌 1위 화장품 브랜드 업체

#### (1) 150개국 진출, 36개 글로벌 브랜드 보유

##### 글로벌 1위 화장품 브랜드 업체

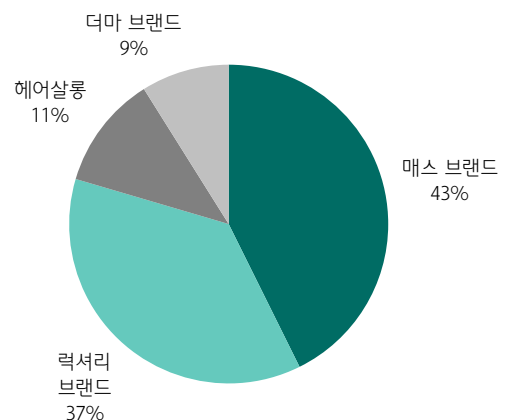
로레알은 1909년 설립된 글로벌 1위 화장품 업체다(MS 7.4% 추정). 현재 150개국에 진출해있으며 랑콤/입생로랑/조르지오 아르마니/키엘/비오텐/라로슈포제 등 높은 인지도를 갖춘 36개 글로벌 브랜드를 보유하고 있다. 2019년 연간 매출액은 299억유로이며 카테고리별로 매스 브랜드(Consumer Products)가 43%, 럭셔리 브랜드(L'Oréal Luxe)가 37%, 헤어샬롱(Professional Products)이 11%, 더마 브랜드(Active Cosmetics)가 9%를 차지하고 있다. 지역별로는 아시아가 32%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 서유럽 28%, 북미 25%, 동유럽 7%, 남미 6%, 아프리카 및 중동이 2%를 차지하고 있다. 제품별 매출비중은 스킨케어 35%, 메이크업(색조/베이스) 26%, 헤어케어 15%, 헤어컬러 10%, 향수 9%이다. 채널별로는 이커머스 채널이 전체 매출의 16%를 차지하고 있으며 면세점 비중은 10% 이하로 추정된다.

그림 74. 글로벌 화장품 기업 매출액 순위



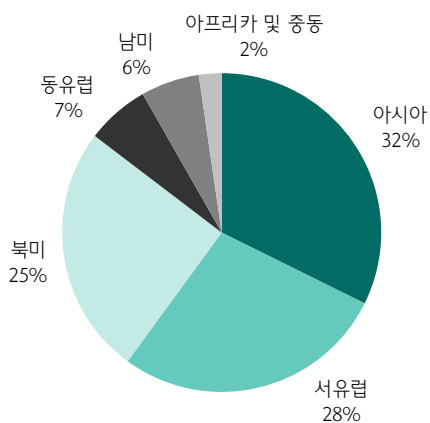
주: 2018년 화장품 매출액 기준  
자료: 로레알, 하나금융투자

그림 75. 카테고리별 매출 구성



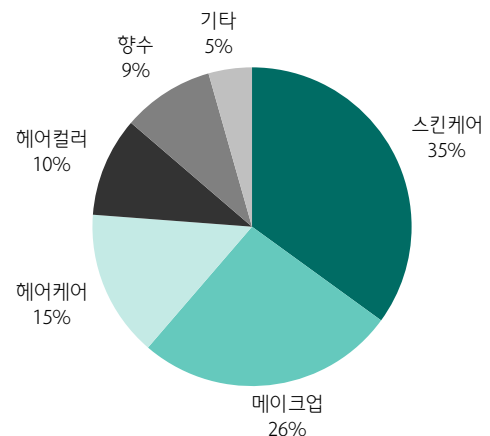
자료: 로레알, 하나금융투자

그림 76. 지역별 매출 구성



자료: 로레알, 하나금융투자

그림 77. 제품별 매출 구성



자료: 로레알, 하나금융투자



표 12. 로레알 카테고리: 유통 경로에 따라 구분

카테고리	구분
매스 브랜드(Consumer Products)	대형마트, 슈퍼마켓, 할인점 등 리테일 채널로 유통
럭셔리 브랜드(L'Oréal Luxe)	백화점, 면세점, 부티크, 전용 이커머스 채널 등으로 유통
헤어샐롱(Professional Products)	전세계 미용실로 유통
더마 브랜드(Active Cosmetics)	병원, 약국, 드럭스토어, 스파 등 전세계 헬스케어 채널로 유통

자료: 로레알, 하나금융투자

그림 78. 로레알 카테고리별 브랜드



자료: 로레알, 하나금융투자

## (2) 전략적 M&A로 사업규모 확대

### 전략적 M&A 통해 사업규모 확대

로레알은 M&A를 통해 소비자의 다양한 니즈를 충족시키고 기존 인프라와 시너지 효과를 내면서 견조한 매출 성장을 달성해왔다. 보유하고 있는 36개 브랜드 중 자체 브랜드 3개(로레알 파리/로레알 프로페셔널/케라스타스)를 제외한 나머지는 모두 인수 혹은 라이선스 계약을 통해 확보한 것이다. 1967년 랑콤을 시작으로 60여년간 40개 넘는 브랜드를 인수하며 매스부터 럭셔리까지 다양한 포트폴리오를 구축했다.

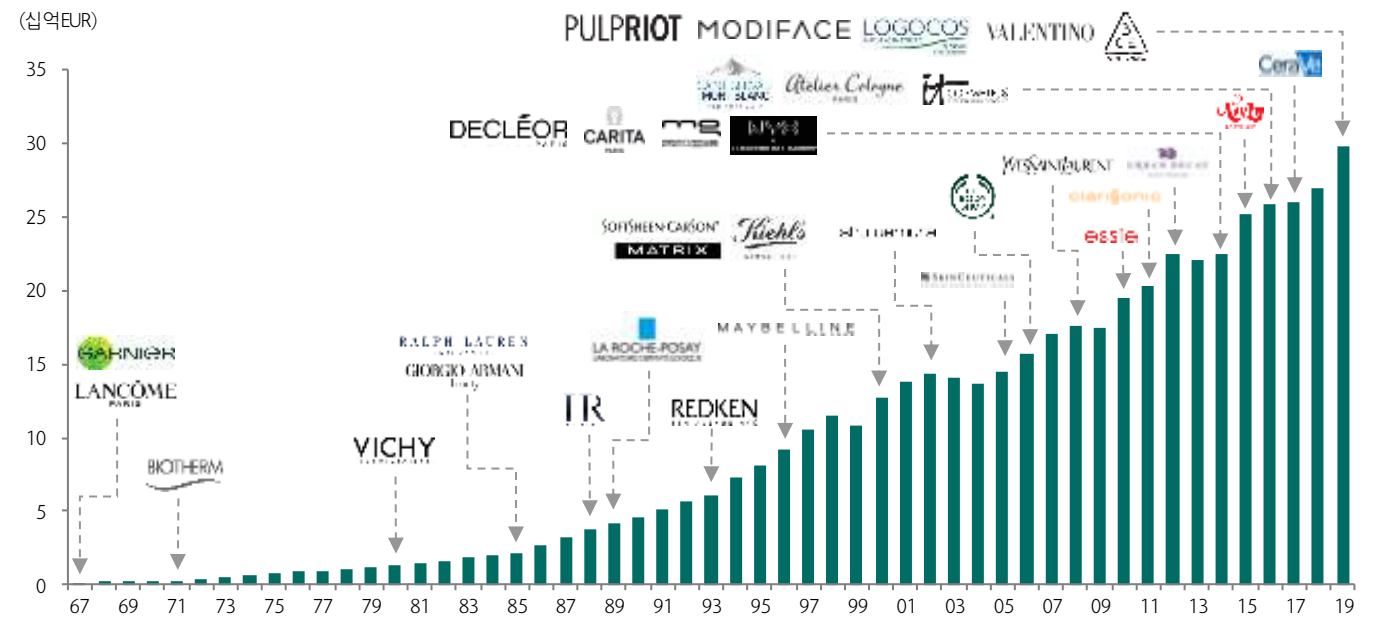
### 시장 트렌드에 부합하는 브랜드 적시에 인수

로레알은 시장 트렌드에 부합하는 브랜드를 적시에 인수하여 글로벌 브랜드로 성장시키는 전략을 취하고 있다. 자체적으로 신규 브랜드를 개발하는 것보다 이미 검증된 브랜드를 인수하는 것이 불확실성을 줄이고, 소비 트렌드를 유연하게 따라갈 수 있어 더 효율적이라고 생각하기 때문이다. 인지도 높은 브랜드를 확보하고 광범위하게 분포되어 있는 인프라와 영업망을 결합, 매출 규모를 레벨업 시키면서 투자금을 회수하는 방식이다. 로레알은 2019년 기준 연매출 10억유로 이상인 브랜드를 9개 보유하고 있는데 이 중 7개 브랜드가 M&A를 통해 확보하고 리뉴얼, 마케팅, R&D 투자를 통해 글로벌 브랜드로 성장시킨 것이다.

### 성장성 높은 벤처 브랜드 인수 통해 로컬 시장 확대

한편 최근에는 성장성이 높은 벤처 브랜드를 인수하며 로컬 시장 확대 전략을 펼치고 있다. 2014년 중국 1위 로컬 마스크팩 제조업체 '매직', 2019년 중국에서 고성장하고 있는 한국 색조 화장품 기업 '스타일난다'를 인수, 중국 밀레니얼 세대의 높은 수요에 대응하고 중국 화장품 시장점유율을 확대하는 첨병으로 삼고 있다.

그림 79. 로레알 매출액과 주요 M&A



자료: 로레알, 하나금융투자

그림 80. 로레알 연매출 10억유로 이상인 브랜드 9개 보유



자료: 로레알, 하나금융투자

표 14. 로레알 M&A 현황

인수 시기	기업명	품목	국가	인수금액	기타
1967년	Lancôme	스킨케어, 메이크업	프랑스	-	
	Garnier	헤어케어, 헤어컬러	프랑스	-	
1971년	Biotherm	스킨케어	프랑스	-	
1980년	Vichy	스킨케어	프랑스	-	
1985년	Ralph Lauren	향수	미국		라이선스 계약
	Giorgio Armani beauty	스킨케어, 메이크업	이탈리아	-	라이선스 계약
1988년	Helena Rubinstein	스킨케어, 메이크업	폴란드	-	1987년 매출 1.5억달러
1989년	La Roche-Posay	스킨케어	프랑스	-	라이선스 계약
1993년	Redken	헤어케어, 헤어컬러	미국	-	
1996년	Maybelline	메이크업	미국	6.6억달러	
2000년	Softsheen Carson	헤어케어, 스킨케어	미국	-	1999년 매출 1.69억달러
	Matrix	헤어케어, 헤어컬러	미국	-	1999년 매출 3.42억달러
	Kiehl's	스킨케어	미국	1.5억달러	1999년 매출 4,000만달러
2002년	Shu Uemura	스킨케어, 메이크업	일본	-	
2005년	SkinCeuticals	스킨케어	미국	-	2004년 매출 3,500만달러
2006년	The Body Shop	바디케어	영국	6.92억달러	2005년 매출 4.2억파운드. 2017년 매각
2008년	Yves Saint Laurent Beauté	메이크업, 향수	프랑스	16.8억달러	2007년 매출 9.2억달러
2010년	Essie Cosmetics	네일	미국	-	FY2009 매출 2,800만달러
2011년	Clarisonic	뷰티기기	미국	-	FY2010 매출 1.05억달러
2012년	Urban Decay	메이크업	미국	3억달러	FY2012 매출 1.3억달러
2014년	NYX Professional	메이크업	미국	5억달러	FY2013 매출 7,200만달러
	Magic Holdings(MG)	스킨케어	중국	8.4억달러	중국 마스크팩 전문 제조업체. 2012년 매출 1.99억달러
	CARITA	스킨케어	프랑스	3.13억달러	
	DECLÉOR	바디케어	프랑스		
2015년	Niely Cosmetics	헤어케어	브라질	-	브라질 최대 헤어케어 브랜드. 2014년 매출 4억헤알
2016년	IT Cosmetics	스킨케어, 메이크업	미국	12억달러	
	Atelier Cologne	향수	프랑스	-	
	Saint-Gervais Mont Blanc	스킨케어	프랑스	-	
2017년	CeraVe	스킨케어	미국	13억달러	2016년 매출 1.68억달러
2018년	Modiface	AR 뷰티 앱	캐나다	-	
	Armani beauty	스킨케어, 메이크업	이탈리아	-	라이선스 갱신
	Stylenanda	메이크업	한국	6,000억원	2017년 매출 1,675억원
	Pulp Riot	헤어컬러	미국	-	2017년 매출 1,100만달러
	Thermes de la Roche-Posay	스킨케어	프랑스	-	라로슈포제 모기업 인수
	Logocos	스킨케어	독일	-	
	Valentino	향수	이탈리아	-	라이선스 계약
2020년	AZZARO	향수	프랑스	-	
	MUGLER	향수	프랑스	-	
2021년	Prada	메이크업	이탈리아	-	라이선스 계약

자료: 로레알, 하나금융투자

### (3) 시장 변화에 대한 대응 전략

로레알은 2019년 글로벌 화장품 시장규모를 전년대비 5% 성장한 2,200억유로로 추정하고 있는데, 2019년 로레알 매출액은 YoY 11% 증가한 299억유로를 달성, 시장 대비 2배 빠르게 성장했다. 그 배경에는 i) 중국 화장품시장 고성장, ii) 독보적인 이커머스 경쟁력, iii) 높은 럭셔리 브랜드 수요를 꼽을 수 있다.

#### ① 중국 화장품 사업 고성장

로레알 중국 시장점유율  
스킨케어 11.7%, 색조 메이크업  
27.8%

2019년 글로벌 화장품 시장에서 중국은 12.3%를 차지하고 있으며 미국에 이어 두 번째로 규모가 크다. 하지만 소득 대비 화장품 지출 수준은 여타 주요국 대비 낮기 때문에 성장잠재력이 여전히 큰 시장으로 평가된다. 2019년 중국 화장품 시장은 글로벌 대비 2배 빠르게 성장했으며, 로레알의 중국 시장점유율은 스킨케어 11.7%, 색조 메이크업 27.8%로 추정된다.

중국 화장품 시장의 가장 큰 특징,  
프리미엄화

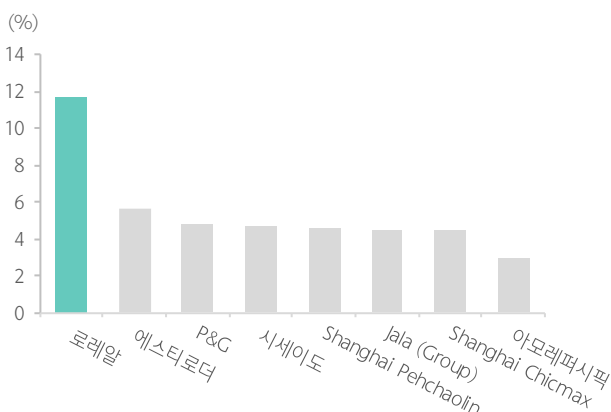
중국 화장품 시장의 가장 큰 특징으로 프리미엄화를 꼽을 수 있다. 소득수준 상승으로 구매력이 높아진 중국 소비자들은 글로벌 브랜드 인지도가 높은 고가 화장을 선호하기 시작했다. 특히 중국 소비의 주축으로 평가되는 밀레니얼 세대의 럭셔리 화장품 수요가 빠르게 증가하고 있다. 2019년 중국 소비자가 가장 선호하는 화장품 브랜드는 로레알, 에스티로더로 대표되는 유럽 및 미국 브랜드가 차지했다.

로레알이 보유한 브랜드 중 대중국 인지도가 가장 높은 브랜드는 종합 화장품 브랜드 ‘로레알 파리’와 럭셔리 브랜드 ‘랑콤’이다. 중국 광군절 Tmall 화장품 Top 10 브랜드 순위를 살펴보면, 로레알 파리와 랑콤은 2017년 각각 8위, 2위를 차지했으나 2019년에는 1위, 2위를 차지하며 브랜드력이 크게 향상되었다. 또한 두 브랜드 모두 광군절 하루 총거래액(GMV)이 10억위안(약 1,700억원)을 돌파하기도 했다.

아시아 지역 매출 매년 고성장 지속

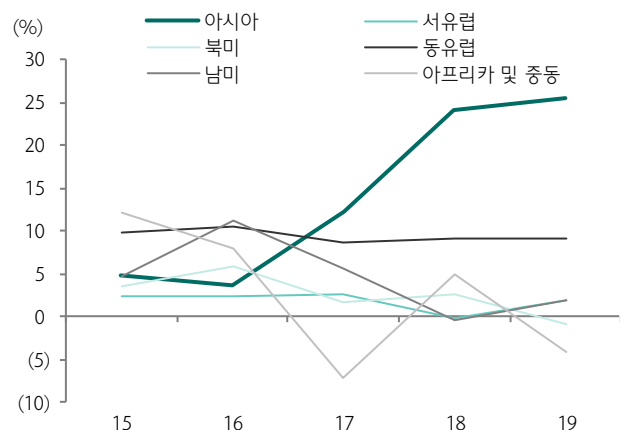
시장선점 효과와 브랜드 로열티 상승으로 2019년 로레알의 아시아 매출액은 YoY 26%(환율, 구조조정 영향 제외) 증가, 전년도(22.5%) 고성장을 이어갔으며 10년 내 가장 높은 성장률 기록했다. 또한 아시아 지역 매출비중이 32%(YoY +4.8%p)까지 확대되며 매출 기여도가 가장 큰 시장으로 성장했다.

그림 81. 중국 화장품 스킨케어 시장 상위 업체 점유율 비교



자료: 언론보도, 하나금융투자

그림 82. 로레알 지역별 매출 성장 추이



자료: 로레알, 하나금융투자

표 15. 중국 광군절 Tmall 화장품 Top 10 브랜드

2017년	2018년	2019년
Pechoin	Lancôme	L'Oréal Paris
Lancôme	Olay	Lancôme
Estée Lauder	L'Oréal Paris	Estée Lauder
Chando	Estée Lauder	Olay
SK-II	SK-II	SK-II
Olay	Pechoin	Chando
One Leaf	Chando	Pechoin
L'Oréal Paris	HomeFacialPro	The History of Whoo
Innisfree	Winona	Perfect Diary
Mask Family	Innisfree	Winona

주: 총거래액(GVM) 기준  
자료: Tmall, 하나금융투자

## ② 독보적인 이커머스 경쟁력

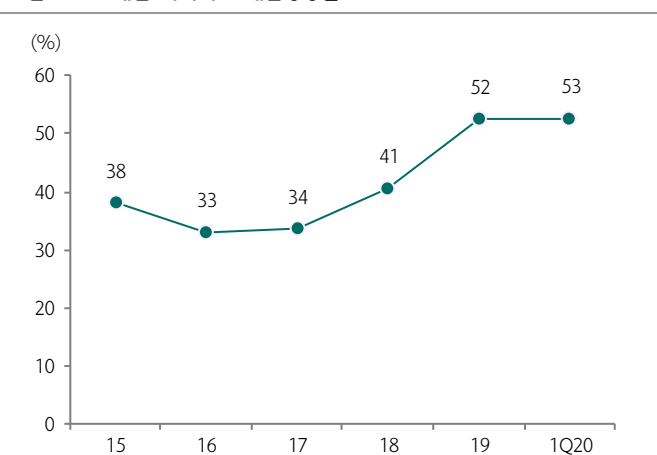
로레알은 브랜드별로 온라인 사이트를 운영하거나 주요 이커머스 사이트에 입점하며 온라인 트렌드에 적극적으로 대응하고 있다. 또한 온라인 채널의 중요성을 조기에 인식하고 유튜브나 페이스북, 인플루언서 마케팅 등 디지털 채널 투자를 지속적으로 확대해왔다. 로레알은 2019년 기준 미디어 광고 지출 중 약 절반을 디지털 채널에 사용하고 있다.

정품이 보증되는 Tmall 전문  
브랜드샵 운영, 브랜드 이미지 훼손  
최소화

화장품 이커머스 침투율이 가장 높은 국가는 단연 중국이며 로레알은 정품이 보증되는 채널인 Tmall 전문 브랜드샵을 운영하여 브랜드 이미지 훼손을 최소화하고 있다. 또한 이커머스 채널을 활용하여 1~2선도시 뿐만 아니라 오프라인 매장 접근성이 낮은 3~5선도시에서도 시장점유율을 확대하고 있다.

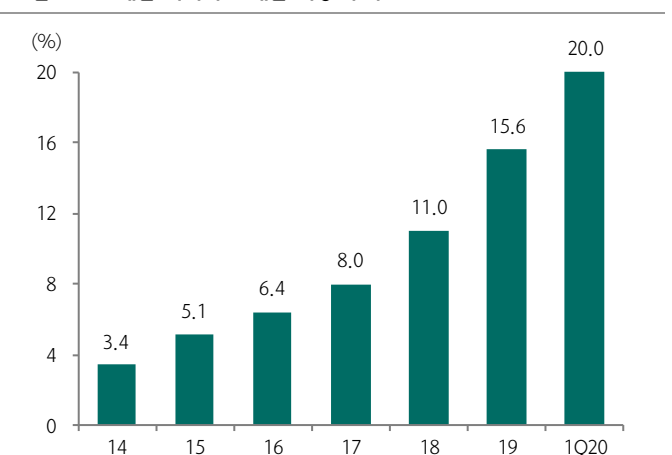
2019년 기준 로레알의 이커머스 채널 매출은 YoY 52% 증가, 성장세가 가속화되면서 매출 비중이 15.6%(YoY +4.6%p)까지 확대됐다. 2020년 1분기 코로나19로 오프라인 매장이 영업을 중단했음에도 불구하고 온라인으로 수요가 빠르게 전환되면서 이커머스 매출이 YoY 53%(매출비중 20%) 증가했다. 중국의 경우 이커머스가 67% 성장, 매출 비중이 사상 최고치인 50%까지 확대되기도 하였다.

그림 83. 로레알 이커머스 매출성장률



자료: 로레알, 하나금융투자

그림 84. 로레알 이커머스 매출 비중 추이



자료: 로레알, 하나금융투자

카테고리별로 고마진 스킨케어  
고성장, 색조 부진

#### ④ 높은 럭셔리 브랜드 수요

최근 로레알 실적을 살펴보면 색조 메이크업은 부진을 면치 못하고 있지만, 스킨케어는 고성장을 이어가고 있는 것을 확인할 수 있다. 색조 메이크업 부진은 특히 미국에서 두드러지는데 그 이유는 기존에 화려하고 펄감이 느껴지는 메이크업을 선호하였던 소비자들이 자연스러운 메이크업을 선호하기 시작했기 때문이다.

2019년 로레알의 스킨케어 매출은 105억유로로 전년대비 20% 증가하며 전체 매출 성장을 상회했지만 메이크업 매출은 79억유로로 전년대비 3% 증가에 그쳤다. 게다가 1Q20에는 코로나19로 인한 사회적 거리두기, 재택근무, 마스크 착용 등으로 메이크업 매출이 YoY 10% 이상 감소했으나 스킨케어 매출은 1% 성장하며 여전히 높은 수요를 확인할 수 있었다.

카테고리별로 보면 색조 메이크업 비중이 높은 매스 브랜드는 부진한 흐름을 보이고 있지만, 스킨케어 비중이 높은 더마 브랜드는 고성장을 이어오고 있다. 또한 중국 화장품 시장 프리미엄화로 럭셔리 브랜드는 매출 규모 대비 괄목할 만한 성장을 보이며 실적을 견인하고 있다. 긍정적인 점은 럭셔리와 더마의 영업이익률이 매스나 헤어케어 대비 높다는 점이다. 고마진 카테고리가 빠르게 성장하면서 2019년 로레알 영업이익은 YoY 12% 증가, 영업이익률은 사상 최고치를 기록했다.

#### (4) 1Q20 실적 현황: 코로나19 우려 불구 중국 법인 매출 YoY 6% 신장

코로나19 우려에도 불구하고 중국 매출  
YoY 6%, 이커머스 매출 YoY 53%

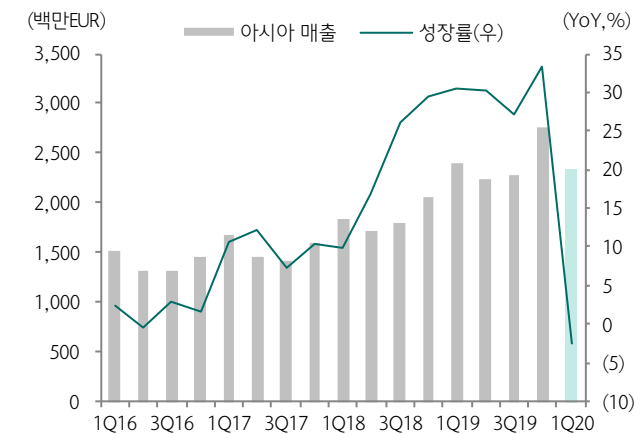
1분기 매출액은 YoY 4% 감소한 72.3억유로(환율 효과 제외 시 YoY -5%)를 기록했다. 카테고리별로 보면, L'oreal Luxe(럭셔리)와 Professional Products(헤어살롱)는 백화점, 미용실 영업 중단으로 각각 YoY -8%, -10% 큰 폭 역신장했다. 반면, Consumer Products(매스)는 주요 판매점이 영업을 지속하면서 YoY -4% 완만한 감소를 보였다. 특히 매출의 2/3가 약국과 드럭스토어에서 발생하는 Active Cosmetics(더마)는 YoY 12%나 증가했다. 지역별로 서유럽과 북미 지역 매출은 각각 YoY -8%, -3%를 기록했고, 아시아는 중국, 인도네시아 지역 호조로 YoY -3% 부진에 그쳤다. 채널별로 면세점 매출은 해외여행 제한으로 YoY 12% 감소했으나, 이머커스 채널 매출은 53% 성장하면서 매출 비중이 20%까지 올라갔다.

중국은 역성장 우려에도 3월부터 매출이 빠르게 회복하면서 1분기 YoY 6% 성장했다. 특히 이커머스가 67% 성장, 채널 비중이 역대 최고치인 50% 이상을 기록하면서 이커머스 채널의 성장 잠재력을 입증했다. 또한 1~2선도시 뿐만 아니라 3~5선도시에서도 이커머스 성장이 가속화되며 시장점유율이 확대되었다. 럭셔리 브랜드는 이커머스가 57% 성장하며 백화점/면세점 매출 하락을 상쇄, 글로벌 시장(YoY -16% 추정) 대비 아웃퍼폼하였다. 더마 브랜드는 이커머스가 62% 증가, 6개 분기 연속 두 자릿수 성장에 기여했다. 매스 브랜드와 헤어살롱 이커머스 성장률은 각각 45%, 44%이다. 마스크 착용으로 메이크업 부문은 부진했으나 전체 매출의 35%를 차지하는 스킨케어는 YoY 1% 양호한 성장을 달성했다.

로레알은 컨퍼런스콜에서 중국 화장품 수요가 여전히 높으며 오프라인 매장 영업 재개로 매출이 빠르게 회복되고 있다고 언급했다. 4월 이미 중국 지역 매출이 YoY 5~10% 성장한 점을 고려하여 2분기 두 자릿수 성장을 전망하고 있다. 압도적인 이커머스 경쟁력을 확보하고 있으며, 중국 럭셔리 화장품 수요 고성장 모멘텀은 여전히 유효하다. 북미/서유럽 매장 영업 재개 시점은 아직 불확실하지만, 매출 감소에도 고마진 이커머스 고성장으로 이익 감소폭은 제한적일 전망이다.

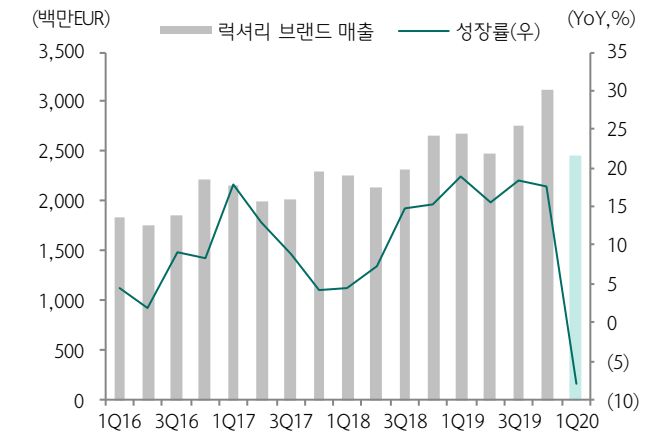


그림 85. 로레알 아시아 지역 매출과 성장률



자료: 로레알, 하나금융투자

그림 86. 로레알 럭셔리 브랜드 매출과 성장률



주: 신흥시장은 아시아, 동유럽, 남미, 아프리카 및 중동 합산  
자료: 로레알, 하나금융투자

표 16. 로레알 분기 실적

(단위: 백만EUR)

	FY 1Q18	FY 2Q18	FY 3Q18	FY 4Q18	FY 1Q19	FY 2Q19	FY 3Q19	FY 4Q19	FY 1Q20
<b>매출</b>	6,779	6,612	6,473	7,073	7,551	7,261	7,183	7,879	7,225
Consumer Products	3,071	3,066	2,854	3,042	3,285	3,246	3,003	3,214	3,170
L'Oreal Luxe	2,253	2,139	2,324	2,652	2,680	2,470	2,752	3,118	2,464
Professional Products	797	834	774	857	835	879	821	907	751
Active Cosmetics	658	573	522	523	751	666	606	641	840
<b>영업이익</b>		2,576		2,346		2,889		2,659	
Consumer Products		1,275		1,153		1,351		1,224	
L'Oreal Luxe		1,027		1,046		1,227		1,266	
Professional Products		313		338		328		364	
Active Cosmetics		326		197		376		245	
<b>세전이익</b>		2,949		2,330		3,221		2,627	
<b>지배주주순이익</b>		2,275		1,620		2,327		1,423	
<b>매출(YoY,%)</b>	-3.8	0.7	6.2	12.0	11.4	9.8	11.0	11.4	-4.3
Consumer Products	-4.9	-3.0	1.2	12.1	7.0	5.9	5.2	5.7	-3.5
L'Oreal Luxe	4.4	7.4	14.8	15.3	19.0	15.5	18.4	17.6	-8.0
Professional Products	-7.1	-5.3	-0.7	3.1	4.8	5.4	6.1	5.8	-10.1
Active Cosmetics	9.2	7.7	9.6	10.7	14.1	16.3	16.3	22.5	11.8
<b>영업이익(YoY,%)</b>		1.8		9.3		12.1		13.3	
<b>순이익(YoY,%)</b>		11.7		4.9		2.3		-12.2	
<b>영업이익률(%)</b>		19.2		17.3		19.5		17.7	
<b>순이익률(%)</b>		17.0		12.0		15.7		9.4	

주: 영업이익, 세전이익, 지배주주순이익은 반기 기준  
자료: 로레알, 하나금융투자

표 17. 로레알 연간 실적 및 밸류에이션

(단위: 백만EUR)

	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출	26,024	26,937	29,874	29,143	31,569	33,373
매스 브랜드	12,119	12,032	12,748			
럭셔리 브랜드	8,472	9,367	11,020			
헤어살롱	3,350	3,263	3,442			
더마 브랜드	2,083	2,276	2,664			
영업이익	4,676	4,922	5,548	5,167	5,903	6,347
매스 브랜드	2,419	2,428	2,575			
럭셔리 브랜드	1,856	2,072	2,494			
헤어살롱	669	652	692			
더마 브랜드	471	523	621			
세전이익	5,003	5,278	5,848			
지배주주순이익	3,581	3,895	3,750	3,962	4,592	4,775
합리적 적정시가총액(십억EUR)	125	136	131	139	161	167
주식수(백만주)	558	558	558	558	558	558
합리적 적정주가(EUR)	224	244	235	248	288	299
적정PER	35	35	35	35	35	35
EPS(EUR)	6.41	6.98	6.72	7.10	8.22	8.55
매출(YoY,%)	4.4	3.5	10.9	-2.4	8.3	5.7
매스 브랜드	1.0	-0.7	6.0			
럭셔리 브랜드	10.6	10.6	17.6			
헤어살롱	-1.5	-2.6	5.5			
더마 브랜드	11.9	9.2	17.1			
영업이익(YoY,%)	3.0	5.3	12.7	-6.9	14.2	7.5
순이익(YoY,%)	15.3	8.8	-3.7	5.7	15.9	4.0
영업이익률(%)	18.0	18.3	18.6	17.7	18.7	19.0
순이익률(%)	13.8	14.5	12.6	13.6	14.5	14.3

#### 4) 아모레퍼시픽: 기로에 선 한국 최대 화장품 브랜드

##### (1) 2003년~08년: 원브랜드샵 시장의 등장, 아리따움으로 맞서다

국내 화장품 시장점유율 1위

아모레퍼시픽은 국내 화장품 시장점유율 1위 업체다. 2019년 한국 화장품 시장규모가 리테일 기준 32조원이라고 하면, 아모레퍼시픽 시장점유율은 12% 정도 된다. 방판과 절대적인 매출 규모도 그렇지만, 사업구조 역시 한국 화장품 산업의 축소판이다. 그래서, 아모레퍼시픽의 지난 15여년 실적과 전략 및 카테고리 변동은 한국 화장품 시장의 환경과 지위 변화를 단적으로 보여 준다. 동시에 아모레퍼시픽의 전략적 스탠스가 어떻게 변화하고 있는지를 알 수 있다.

2003년 원브랜드샵 중심 오프라인 로드샵 시장 선점

전술한 바와 같이, 2003년 카드 사태 이후 미샤와 더페이스샵을 중심으로 원브랜드샵 업체들이 오프라인 로드샵 시장을 잠식하기 시작했다. 그동안 '화장품 나라'와 같은 가두점 중심이었던 중저가 시장에서 B2B로 제품을 공급하면서 홀세일 매출을 이어가던 아모레퍼시픽과 LG생활건강은 심각한 위협을 느꼈다. 아모레퍼시픽은 가두점 직접 운영 전략으로 선회하고, 가맹점주들에게 자체적인 전문점 모델 휴플레이스(현, 아리따움)를 제시하면서 가맹점/유통 사업에 진출하게 된다.

전문점 모델 휴플레이스는 2008년 아리따움으로 전환, 100% 아모레 제품만 유통

처음에는 가맹점주들의 아모레 위주 편중된 제품 구성에 대한 불안감을 해소하기 위해 아모레 제품 50%, 기타 브랜드 50% 조건으로 유통을 시작한다. 대신, 아모레 제품을 다른 로드샵에는 판매하지 않는 조건이었다. 아모레퍼시픽의 전략적 지원과 매출 증대로 가맹점주들의 신뢰가 높아지자, 2008년 아리따움으로 전환, 100% 아모레 제품만 유통하는 아모레퍼시픽 전문점 모델 '아리따움'을 완성하게 된다.

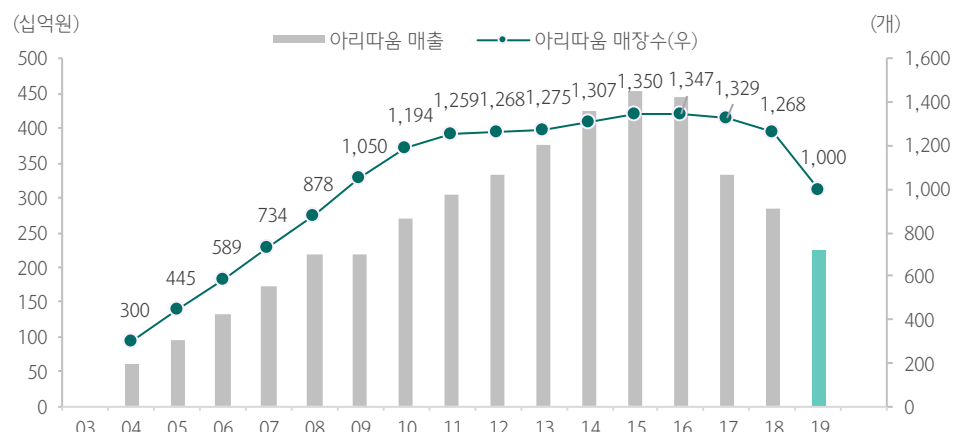
i) 고객이 들어오고 싶고 체험하고 싶은 매장 인테리어 및 디자인 혁신, ii) 고객의 피부 고민에 대한 솔루션을 제공할 수 있는 상품 개발, iii) '뷰티파트너(판매사원)'의 역량 제고를 위한 교육 지원, iv) 가맹 방식을 통한 철저한 매장 관리, v) 100% 직배송을 통한 안전하고 신선한 화장품 제공, vi) 전국 동일한 서비스, 동일한 매장 연출

럭셔리의 높은 가격과 원브랜드샵의 가성비 틈새 공략

이러한 내용들은, 럭셔리의 높은 가격과 원브랜드샵의 가성비 위주 마케팅 사이 공간을 파고든 것이다. 즉, 매스 화장품 시장에 고객이 전문적인 카운셀링과 체험을 할 수 있는 프리미엄 화장품 전문점으로 틈새시장을 공략한 것이다. 2006년 1,550억원 매출은 2015년 약 4,500억원 3배 규모로 성장한다.

그림 87. 아리따움 매출과 매장수

2010~16년 아리따움 매장수 확대, 2017년 기점으로 감소세



자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

## (2) 2008~10년: 시장 위축을 MS 확대 기회로

2008~10년: 방판 채널 위기를 기회로

2000년대 후반, 인적판매, 소위 '방판' 채널은 원브랜드샵의 호황과 맞물려 전망이 밝지 않았다. 물론, 방판은 럭셔리 시장이었지만, 원브랜드샵의 등장으로 소비자들의 소비패턴도 함께 급변했다. 신규 브랜드들이 쏟아지며 단일 브랜드에 대한 충성도가 현격히 떨어졌고, 저렴하고 품질 좋은 다양한 화장품 브랜드로 눈길을 돌렸다. 단일 회사 제품을 판매하는 방판이 밀리기 시작했다. 국내 럭셔리 화장품에 대한 관심도 이완되었다. 소득수준이 상승하고, 해외 수입 브랜드가 증가하면서 SKII, 에스티로더, 랑콤 등 해외 브랜드가 백화점 매출 상위 10개 중 7개를 차지할 정도였다. 특히, 2010년 키엘은 YoY 60% 이상 성장하면서 돌풍을 일으켰다.

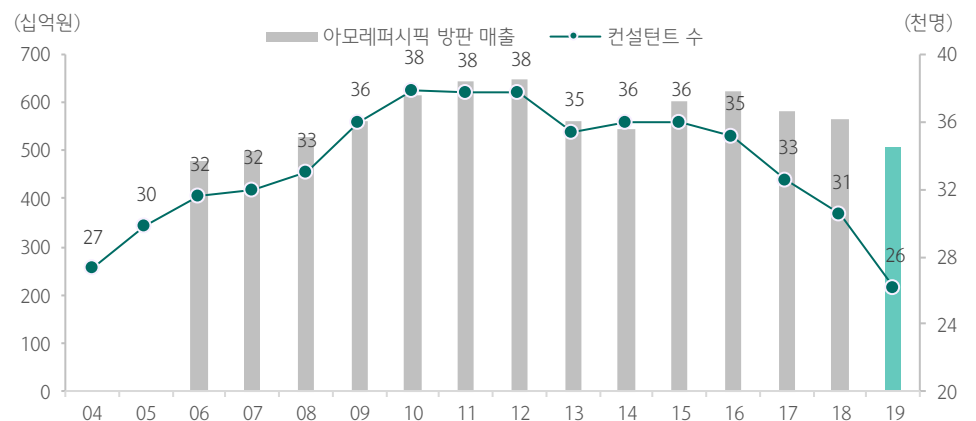
방판 인력 대거 확충, 럭셔리 브랜드 판매

방판 채널은 당시 아모레퍼시픽 매출의 40%를 차지하는 큰 채널이었다. 2008년 리만사태로 인한 금융위기는 화장품 소비시장에도 위협으로 작용했다. 아모레퍼시픽은 1997년 외환위기를 떠올렸던 것 같다. 당시, 가계의 어려움을 극복하기 위해 여성들이 경제활동에 참여하는 수가 증가했다. 아모레퍼시픽은 방판 인력을 대거 확충하고, 설화수, 헤라 등 백화점에서 팔리는 고급 브랜드를 방문판매가 가능하도록 하면서 당시 하락세였던 방문판매 사업을 다시 일으켜 세웠다. 1998년 방문판매에서만 매출 1,000억원을 올린 바 있다.

2008년에도 아모레퍼시픽은 오히려 방판을 공격적으로 확대하면서 차별적인 성장세를 보였다. 2007년 32,000명 방판 인력을 2010년 38,000명까지 늘렸고, 매출 규모를 2007년 4,980억원에서 6천억원 이상까지 끌어올렸다.

그림 88. 아모레퍼시픽 방판 매출과 컨설턴트 추이

2017년 이후 급격한 둔화



자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

이니스프리 분사 후  
원브랜드샵 시장점유율 1위로 등극

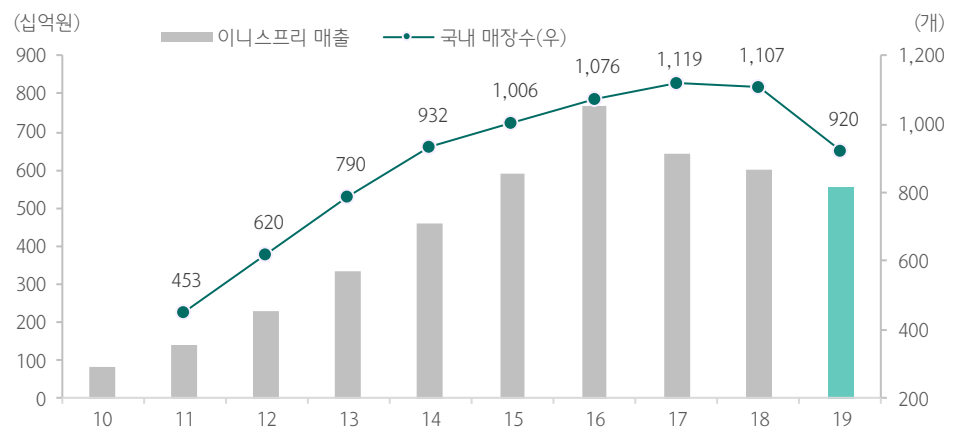
### (3) 2010~14년: 원브랜드샵 공격적 전개

백화점과 방판, 면세점까지 럭셔리 채널에서 안정적인 채널 포트폴리오를 구성한 아모레퍼시픽은 매스 채널 공략을 확대한다. 이니스프리를 아모레G 계열사로 분리하고, 독립법인으로 재량권을 확대한다. 이전에는 럭셔리/프리미엄 브랜드에 밀려서 제대로 된 전략을 세우고 시행하기 어려웠다. 당시 소비시장은 경제가 저성장기로 접어들면서 원브랜드샵 시장이 한 번더 레벨업할 때였다. 신규 브랜드들이 우후죽순 생겨나면서 경쟁은 더욱 치열해지고 있었다.

이니스프리는 기존 원브랜드샵 업체들과 차별적인 마케팅 전략과 점포 확대로 2010년 분사 당시 매출규모 830억원에서 2016년 매출규모 7,680억원, 국내 원브랜드샵 매출 1위 업체로 뛰어 오른다. 기존 원브랜드샵 브랜드들은 파격적인 가격에 초점을 두고 브랜드당에는 소홀한 경향이 있었는데, 이니스프리는 웰빙과 유기농 유행에 착안 '제주' 컨셉으로 '제주에 기원한 자연주의 브랜드'로 마케팅을 확대했다. 자연을 모티브로 한 매장 인테리어, 청정 자연 원료 사용 등 모든 마케팅에 '자연'을 넣었다.

그림 89. 이니스프리 매출과 매장수

2017년부터 매출 감소 본격화



자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

#### (4) 2014~16년: 중국 시장 K-뷰티를 선도하다

##### 심양에서 중국 진출 시작

아모레퍼시픽은 1993년 북경이나 상해가 아닌 변두리 심양에 현지법인을 설립했다. 장춘과 하얼빈 등 동북지방 조선족을 대상으로 안정적 실적을 이뤄나가고 있을 때, 상해 진출 계획을 세운다. 중국 핵심 시장 공략을 앞에 두고 당시 컨설팅 업체들은 반대가 많았다. 고가 시장은 로레알과 P&G 등 글로벌 브랜드가 장악하고 있고, 중저가는 로컬 브랜드 업체들이 치고 올라올 것이기 때문에 '샌드위치' 상황에 놓일 가능성이 크다는 이유였다. 가격과 브랜드 인지도 모두 어중간하다는 평가가 중론이었다. 실제로, 중국 시장은 P&G, 로레알, 메리케이, 시세이도 등 상위 10대 글로벌 브랜드 기업들이 중국 전체 시장의 약 55%를 차지하고 나머지 시장을 두고 수천 개의 중소 화장품 브랜드들이 치열하게 경쟁하고 있었다.

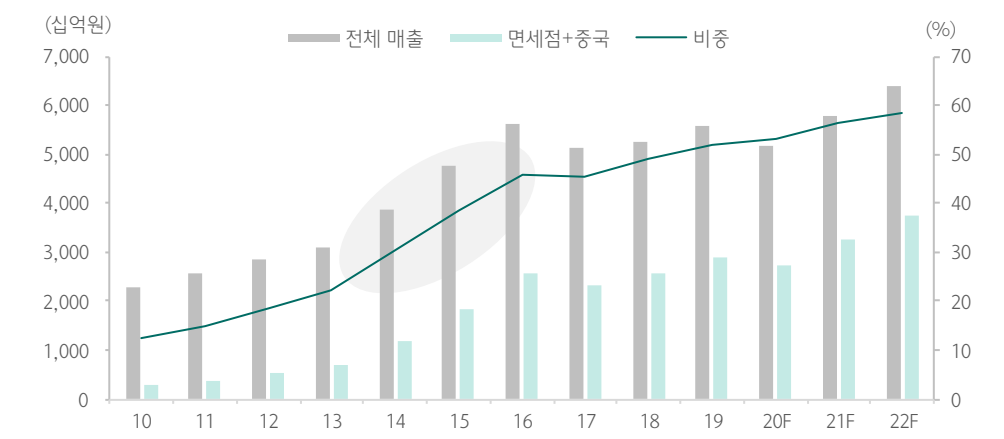
##### 2000년 상해법인 설립

서경배 회장은 숙고 끝에 반대를 무릅쓰고 상해 진출을 결정한다. "그래도 중국은 가야하는 시장이다."라고 뜻을 박는다. 2000년 상해법인을 설립하고 2002년 라네즈 1호점을 오픈하면서 본격적인 중국 시장 진출을 시작한다. 아모레퍼시픽은 외형 확대와 마케팅 확대를 통한 브랜드력 제고라는 일관된 정책을 견지했다. 지속적인 수익성 하락에도 아랑곳하지 않고 20년을 투자해왔다. 2016년까지 아모레퍼시픽은 중국 시장에서 파죽지세로 시장점유율을 확대했다. 이니스프리는 중국 화장품 원브랜드샵의 효시, 롤모델이 되었다.

아모레퍼시픽의 중국 시장 진출 성공으로 2017년 중국과 홍콩 등 중화권 매출 1.4조원, 중국 색조시장 점유율 3위에 오르기도 했다. 대 중국 성공적인 안착은 2014년 이후 K-뷰티 확산기 면세점 매출로 이어져, 아모레퍼시픽 면세점 매출은 2013년 3,500억원에서 2016년 1조 5,000억원 규모까지 4배 이상 증가했다. 더구나, 면세점 채널은 영업이익률 25%의 가장 고마진 채널이어서, 아모레퍼시픽 영업이익은 2013년 약 3,700억원에서 2016년 8,500억원으로 두배 이상 증가했다.

그림 90. 아모레퍼시픽 면세점과 중국 법인 매출 추이와 매출 비중

##### 2014~16년 대 중국 사업 전성기



자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

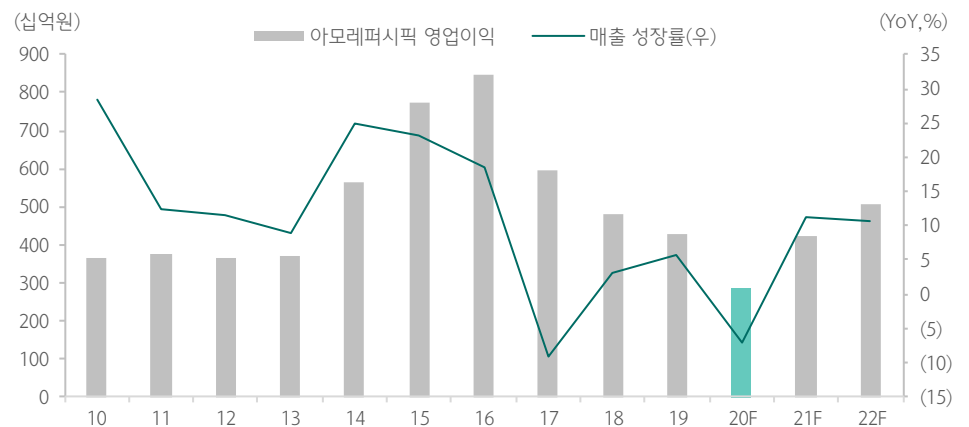


### (5) 2017~19년: 부진과 원인 분석

2017년 사드 보복조치를 기점으로 아모레퍼시픽의 국내외 실적은 부진을 거듭했다. 면세점 매출 규모는 크게 떨어져 2019년이 돼서야 겨우 2016년 1.5조원 수준을 넘을 수 있었다. 중국 법인 성장률은 낮은 한자리수로 하락했으며, 이니스프리와 아리따움 등 중저가 채널/브랜드는 역신장을 지속했다. 이에 따라 2019년 연결 영업이익은 4,280억원으로 2016년 대비 절반에 불과하다.

그림 91. 아모레퍼시픽 영업이익 규모와 매출 성장률

연간 영업이익 8,000억원에서  
4,000억원 규모까지 급락



자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

### ① 벤처 시대: 중저가 비중이 컸던 아모레

2015년 전후 스마트폰 보급률 확대와 올리브영의 H&B채널 안착으로 온라인/벤처 시대가 본격화되면서, 기존 브랜드 업체들 가운데, 중저가 매출 비중이 큰 메이저 또는 중견 업체들의 입지는 빠르게 약화되었다. 이들 업체들은 이미 어느 정도 조직화와 규모를 이룬 회사들이다. 조직이 커질 수록 이런 보수성은 짙어질 수밖에 없다. 하루에도 몇 개씩 튀어 나오는 시장의 혁신적인 아이디어 제품들을 따라가기 어렵다. 에이블씨앤씨/토니모리/더페이스샵/클리오 등 국내 주요 원브랜드샵 업체들의 실적 부진은 어쩌면 벤처 브랜드 전성시대 당연한 귀결인지도 모른다.

2015년 국내 화장품 매출에서  
아이오펜/라네즈/마몽드 등  
프리미엄 브랜드 매출 비중 35%

LG생활건강보다 아모레퍼시픽에게 더 부담이 컸다. LG생활건강의 중저가 라인업 비중은 매우 낮지만, 아모레퍼시픽은 아리따움과 이니스프리, 에뛰드가 최근까지 시장을 주도했기 때문에 매출 비중이 낮지 않다. 2015년 국내 화장품 매출에서 아이오펜/라네즈/마몽드 등 프리미엄 브랜드 매출 비중은 35%나 되며 연결 기준으로 이니스프리, 에뛰드까지 합하면 절반 가까이 된다. 상대적으로 타격이 클 수밖에 없었다. 해외도 마찬가지다. 중국 화장품 시장에서 중저가 시장은 로컬 브랜드 업체들의 침투가 빠르게 진행되고 있다. LG생활건강의 중국 사업 화장품 매출에서 럭셔리가 90%를 차지하지만, 아모레퍼시픽은 2017년 당시 고작 20%(설화수+헤라 등)에 불과했다. 이니스프리/라네즈/마몽드 매출 비중이 75%가 넘었다.

방판/아리따움 채널 지키기 위해  
온라인/H&B 도외시

## ② 온라인/H&B 시대: 직접 유통의 함정에 빠지다

2015년 전후 온라인화가 빠르게 전개되면서, 아모레퍼시픽은 채널 전략에 상당한 혼선을 겪게 된다. 방판이 화장품 사업부문에서 차지하는 매출과 영업이익 비중은 2013년 당시 30%에 근접했다. 방판과 백화점은 프리미엄 채널로 성장해왔다. 백화점은 방판과 겹치지 않는다. 백화점이 주로 대도시와 출퇴근 여성들을 커버하는 반면, 방판은 백화점이 출점해 있지 않은 중소도시와 백화점 쇼핑이 어려운 고객을 대상으로 했기 때문이다. 하지만, 온라인은 지역적/시간적 한계가 없기 때문에 방판 수요와 상충될 수 있었다. 방판 비중이 워낙 크기 때문에, 방판 조직의 이익을 보호하지 않을 수 없었다. 그래서, 온라인에서 설화수와 헤라 등 럭셔리 브랜드를 공격적으로 판매하기 어려웠다.

아리따움도 마찬가지다. 1,350개 오프라인 매장 가맹점주들의 이익 보호가 우선돼야 했다. 그래서, 온라인 채널로 아이오페/라네즈/마몽드를 확대하기 어려웠다. 아모레퍼시픽몰을 구성했지만, 가격을 오프라인보다 더 싸게 팔 수 없었다. 온라인 쇼핑의 핵심 기준이 '가격'인데, 경쟁력이 있을 수 없었다. 홈쇼핑 채널 판매가 고작이었다. H&B채널 확대로 올리브영 매장이 1,000개를 넘어서고 있었지만, 오히려 아모레퍼시픽은 올리브영에서 브랜드를 뺐다. 아리따움 가맹점주들의 반발이 컸기 때문이다.

글로벌 브랜드 업체들이 온라인화 이후 글로벌 전역으로 판매 지역을 빠르게 확대할 수 있었던 것과는 대조적이다. 로레알이나 에스티로더는 직접 유통을 하지 않는다. 이전까지 한국에서는 직접 유통망을 갖고 판매를 한다는 것이 진입장벽을 높이는 요인으로 작용했지만, 소비채널 변화가 오히려 그 변화에 적응과 발전을 가로막는 장애 요인이 된 것이다.

### ③ 브랜드 인큐베이팅 고집, 순혈주의

M&A보다 인큐베이팅으로  
중저가 벤처 브랜드 대응

브랜드에 대한 투자는 i) 인큐베이팅(Incubating), ii) 빌딩(Build-up) iii) M&A로 나눌 수 있다. 글로벌 대기업들은 주로 브랜드 빌딩과 M&A를 한다. 나이트리페어(에스티로더)나 피테라에센스(SKII)와 같은 럭셔리 시그니처 브랜드를 계속 리뉴얼하면서 브랜드 인지도를 이어가고, 유행에 민감한 중저가 브랜드에 대해서는 지속적인 M&A를 통해 카테고리를 확대해 나간다. 전술한 대조직의 한계 때문에 벤처들의 통통 튀는 신규 브랜드를 만들어내기 쉽지 않다는 것을 알고 있기 때문이다. 유망한 신규 브랜드를 빨리 찾아내어 저렴한 가격에 인수하는 것이 중요한 사업 영역인 것이다. 이렇게 인수한 브랜드를 전 세계에 깔려있는 유통망을 통해 전개하면서 브랜드를 한 단계 레벨업 시키고 높은 영업레버리지로 투자금을 회수하는 것이다. 로레알은 2000년 매출규모 127억 유로에서 2019년 299억 유로까지 2.4배 성장했는데, 그 사이 10차례 이상 큰 규모의 브랜드 인수와 매각이 있었다.

외부 투자에 대한 부정적  
고정관념과 유통망 한계도  
제약

아모레퍼시픽의 경우 브랜드 인큐베이팅과 브랜드 빌딩에 브랜드 투자의 대부분을 쏟고 있다. 국내 메이저 브랜드 업체들이 M&A에 특히 인색한 이유는,

첫째, 외부 투자에 대한 부정적 고정관념이다. 아모레퍼시픽은 한국에서 가장 막강한 화장품 연구진과 최고의 마케팅 전문기를 보유하고 있으며, 광고회사들이 항상 줄을 서는 회사다. 최고의 기술력과 네트워크, 인적자원을 보유하고 있는 상황에서, 1,000억원, 2,000억원 거액을 들여서 무형자산을 산다는 것은 아까운 일이다. 자기들 조직과 역량으로 충분히 만들 수 있는 제품이라고 생각한다. 2015년 에어쿠션의 대박은 이런 생각을 더욱 확고하게 만들었을 수 있다.

둘째, 그동안 성공한 사례가 드물다. LG생활건강의 더페이스샵, 아모레퍼시픽의 아낙구팔 모두 이렇다 할 성과를 내지 못했다. 최근 LG생활건강의 CNP코스메틱이 더마코스메틱 브랜드와 함께 양호한 성장세를 보이고 있는 것은 위로가 된다.

셋째, 유통망의 한계다. 글로벌 브랜드 업체들의 경우, 전세계 모든 화장품 유통 업체와 네트워크를 갖고 있다. 제품력만 있다면 매출 300억원 브랜드를 바로 3천억원 브랜드로 만드는 건 그렇게 어려운 일이 아니다. 아모레퍼시픽의 유통망은 한국과 중국에 한정돼 있다. 최근 미국과 유럽 시장 진출은 중장기 유통망 확대를 위한 포석이지만, 특히 유럽 시장은 잇따라 고배를 마시고 있다. 유통망이 좁다보니 성공 가능성이 좀더 확실한 브랜드여야 한다. M&A는 좀더 조심스러울 수밖에 없다. 수동적이다보니 더욱 브랜드들이 노크를 하지 않는다.

국내 대기업이 소극적인 태도로 일관하는 사이, AHC는 유니레버로, 스타일난다는 로레알로 피인수되었다. 아모레퍼시픽은 7,000억원에 가까운 현금성자산을 보유하고 있지만, 여전히 브랜드 투자 전략은 마몽드, 라네즈의 세계화를 위한 마케팅과 인큐베이팅에 초점을 두고 있다.

표 18. 글로벌 화장품 업체 M&A 현황

인수기업/ 피인수기업	기업명	품목	인수일자	인수금액	연매출규모	비고
	스타일난다	색조	2018년 4월	6000억원	1675억 원(2017년)	
	NIELY	헤어케어	2015년 3월	비공개	4억 헤알(2014년)	브라질 최대 헤어케어 제품
	DECLEOR	바디케어	2014년 2월			목욕 화장품
	CARITA	바디케어	2014년 2월			
	MG	기초	2014년 1월	8억4300만 달러	1억 9900만달러(2012년)	중국마스크팩 전문 제조업체 주당 6.3홍콩달러(25%프리미엄) 현금 지불
	NYX	색조	2014년 1월	5000억원	1억2000만달러(2014년)	
	어반디케이	색조	2013년	(3억~4억 달러 추정)	1억3000만 달러(FY12)	
	퍼시픽바이오 사이언스	뷰티기기	2011년 12월	비공개	1억336만 달러(FY10)	가정용뷰티케어 브랜드 클라리소닉 보유
	ESSIE	네일	2010년 4월	비공개	2800만 달러(FY09)	
	입생로랑	색조	2008년	18억 달러	9억 달러(2007년)	
	바디샵	바디/기초	2006년 3월	11억 4000만달러	4.2억 유로(2005년)	주당 300펜스(12% 프리미엄) 현금 지불 2017년 6월 Natura에 11억 달러 규모 매각
에스티로더	닥터자르트	기초	2019년 12월	11억달러	4898억원(해브앤비, 2018년)	지분 전량 인수
	Too Faced	색조	2016년 12월	14억 500만 달러	2억7000만 달러(2016년)	
	닥터자르트	기초	2015년 10월	비공개	3628억원(해브앤비, 2017년)	지분인수(50% 미만, 경영권 미포함)
	FrédéricMalle	향수/라이프스타일	2015년 1월			계열 편입
	GLAMGLOW	색조	2014년 12월	비공개		
	Le Labo	향수/라이프스타일	2014년 10월	비공개		
	SMASHBOX	색조	2010년 5월	비공개 (2억~3억 달러 추정)		
LVMH (Cosmetics)	클리오	색조	2016년 7월	5000만 달러		6.2% 지분 투자 → 2017년 4월 7.5%로 확대
	LuxolaPte Ltd	서비스	2015년 7월			화장품이커머스타트업
	Bite Beauty	색조	2014년 1월			립스틱 전문 브랜드
LG생활건강	AVON Japan	기초/색조	2018년 4월	1050억원	1000억원(2017년)	긴자스테파니 통해 지분 100% 인수
	태극제약	의약	2017년 11월	446억원	600억원(2016년)	피부외용제 전문기업 토니모리 보유 RCPS 포함 80% 지분인수
	제니스	색조	2015년 7월	100억원	179억원(2014년)	70% 지분인수
	케이앤아이	생활용품	2015년 1월	120억원		실크테라피 국내 판권 보유 유통업체 2014년 지분 40% 투자 후 60%까지 확대해 자회사 편입
	CNP코스메틱		2014년 12월	542억원	524억원(2017년)	
	R&Y코퍼레이션	건기식	2014년 3월	472억원	388억원(2013년)	긴자스테파니 통해 지분 100% 인수
	프루츠패션	바디케어	2013년 7월	174억원		
	에버라이프	건기식	2013년 1월	3039억원	3083억원(FY11)	일본 로컬 이너뷰티 통신판매 3위 업체 인수 이후 매출 부진, FY17 매출액 852억원
	긴자스테파니	기초	2012년 2월	1757억원	825억원(2011년)	
	바이올렛드림	색조	2012년 1월	550억원		구보브
	더페이스샵	기초/색조	2010년 1월	4667억원	2571억원(2010년)	
아모레퍼시픽	아니구팔	향수/라이프스타일	2011년 8월		196억원(2012년)	국내기업 최초 해외 뷰티 브랜드 인수

자료: 언론, 하나금융투자

#### ④ 공격보다 수비에 가까워진 경영 전략

아모레퍼시픽은 전통적으로 새로운 유통망을 선점해서 시장점유율을 높인 사례가 많다. 창업 초기부터 소비자들이 어떤 유통망을 선호하는지 소비패턴 변화에 관심을 기울였다. 아모레퍼시픽이 처음 시작한 화장품 방판사업은 1964년 6·25 전쟁 이후 생계를 책임져야 하는 미망인 판매원을 고용하면서부터다. 1980년 특약점과 영업소만 660여곳, 판매원은 1만 6570명에 달했다. 1985년 당시 국내 전체 화장품 매출의 85% 이상이 방문판매를 통해 이뤄졌다는 점을 생각하면, 그야말로 시대를 선도한 것이다.

#### 이전까지 방판/시판/중국 사업 공격적 채널 전략 유효

경제성장과 함께 화장품 로드샵, 시판 시장이 성장하자 아모레퍼시픽은 1991년 11월 방문 판매를 하지 않고 유통점으로만 판매하는 최초의 브랜드 마몽드를 출시했다. 배우 이영애를 모델로 '산소 같은 여자'를 광고 문구로 내세워 20대 여성을 겨냥, 대성공했다. 1994년 국내 화장품 브랜드 최초로 매출 1,000억 원을 돌파했다.

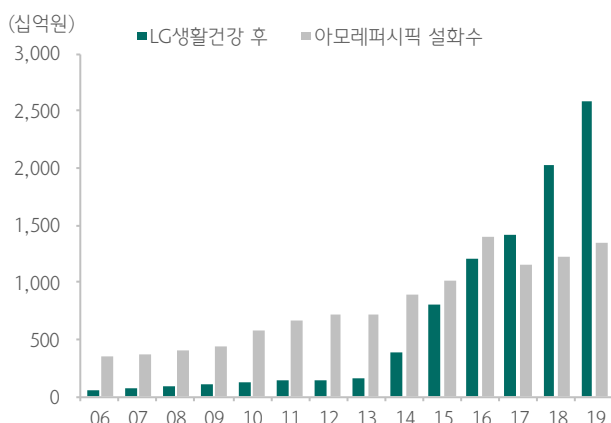
서경배 회장의 중국 시장 진출 결정은 한국 화장품 산업에서 가장 중대한 의사결정 가운데 하나로 평가할 수 있다. 당시를 회상하는 임원들은 서경배 회장의 신념에 가득 찬 눈빛을 잊을 수 없다고 한다. 20년 이상 중국 시장 고난과 역경을 버티게 해준 것은 리더에 대한 강한 신뢰라고 말한다. 아모레퍼시픽의 중국 시장 성공은 우연히 한류만으로 된 것이 아니다.

언제부터인지, 아모레퍼시픽의 경영 전략은 공격보다 수비에 치중하는 느낌이다. 2013년 이후 온라인 채널 침투에 대한 경영진의 전략은 철저한 '수성(守城)', '지키기'뿐이었다. 방판 채널을 지키기 위해 온라인을 포기했고, 아리따움의 '정체성'을 지키기 위해 멀티브랜드샵으로 전환을 지체하다가 H&B시장을 놓쳤다.

#### 2017년 사드보복 조치 당시 설화수 희소가치만 추구하다 부진

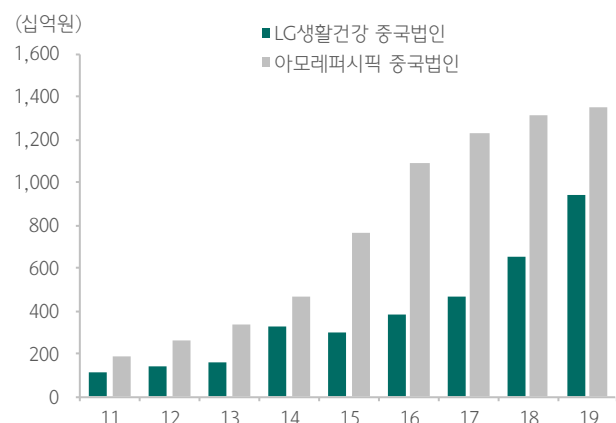
2017년 사드보복 조치 당시 아모레퍼시픽의 설화수는 희소가치만을 추구하면서 면세점 판매 제한을 고집하다가 대 중국 브랜드 인지도 저하와 실적 부진을 이어오고 있다. LG생활건강이 화곡동 파이공 시장까지 찾아다니며 대 중국 영업을 확대한 것과 대조를 이루었고, 2016년까지 아모레퍼시픽은 럭셔리와 중국 법인 매출 규모에서 LG생활건강을 월등히 앞서 있었지만, 사드 보복조치 이후 양상은 완전히 역전됐다. 2020년 설화수 매출은 후의 1/2 수준에 그칠 것으로 보이고, 중국 사업 매출은 아모레퍼시픽 성장률이 YoY 2~3%로 정체된 가운데, LG생활건강은 YoY 30% 이상 성장을 몇 년째 지속하고 있다.

그림 92. 설화수와 후 매출 규모 비교



자료: 아모레퍼시픽, LG생활건강, 하나금융투자

그림 93. 아모레퍼시픽과 LG생활건강 중국 법인 매출 비교



자료: 아모레퍼시픽, LG생활건강, 하나금융투자

**방판에서도 LG와 격차 크게 축소**

최근 2020년 1분기 실적에서 방판 사업을 봐도 그렇다. LG생활건강은 방판 컨설턴트 수가 1,500명 감소했는데도 불구하고, 매출은 YoY 7% 신장세를 지속했다. LG생활건강 측 설명은 이렇다. "요즘 방판은 온라인 채널 성격이 짙다. 카톡으로 주로 판매하기 때문이다. 백화점 못 가는 사람들이 많아지면서 방판 수요가 늘었다." 아모레퍼시픽은 카톡에 대해 통신판매 성격을 갖고 있기 때문에 공식적으로 불가라는 입장이다. 카톡을 통한 대화를 나누고 거래를 결정하는 것이 과연 통신판매인지 유권해석이 필요해 보이기도 한다. 아무튼, 방판 시장점유율이 아모레퍼시픽에서 LG생활건강으로 많이 넘어가고 있는 것은 확실하다. 10년 전 방판 시장에서 아모레퍼시픽 대 LG생활건강 매출 비가 8:1이었다면 지금은 3:2정도 된다.

LG생활건강은 합법과 불법, 브랜드 인지도 훼손과 매출 성장 사이 줄타기를 하면서 영업을 최우선시하는데 비해, 아모레퍼시픽은 최대한 불법에서 거리가 띄우고, 브랜드 인지도를 안전하게 지킬 수 있는 영업 전략을 고수하고 있다. 코로나19 사태로 관세청에서도 파이프에 대한 대량 판매규제를 풀었고, 에스티로더 나이트리페어도 1+1행사하는 마당에 인당 판매규제를 유지하고 있는 유일한 브랜드가 설화수다.

**④ 다시 한번 시험의 무대에 선 아모레퍼시픽**

코로나19 사태로 면세점과 온오프라인 유통망이 급변하고 있다. 변화는 위기이자 기회이기도 하다. 아모레퍼시픽이 이번 위기를 어떻게 극복하고 도약의 기회로 삼을 지 지켜볼 일이다. 2019년부터 아모레퍼시픽은 나름대로 변화를 모색하고 있다. 아리따움 라이브를 통해 멀티브랜드숍으로 전환을 도모했으며, 자사물 우선주의를 버리고 쿠팡 등 메이저 온라인 유통업체 입점을 확대하고 있다. 역직구를 확대하면서 면세점 채널 부진을 상쇄하고 있기도 하다. 아리따움 부진은 올리브영 등 H&B 채널 진입을 더 자유롭게 해주고 있다. 2019년 3분기에는 국내 사업에서 면세점과 디지털 채널 매출 비중이 60%를 넘어서고, 전체 매출에서 설화수 매출 비중이 27%까지 상승하면서 채널 및 상품 믹스 개선에 의한 실적 턴어라운드 가능성을 엿보이기도 했다.

**경영진의 글로벌 화장품 브랜드  
업체로 도약 의지 언제보다 중요**

경영진의 글로벌 화장품 브랜드 업체로 도약 의지가 언제보다 중요한 시점이다. 동아시아의 브랜드에서 글로벌 브랜드로 한단계 레벨업하기 위한 변화가 절실한 상황이다. 코로나19 사태로 인한 소비패턴 변화는 기회가 될 수도 있다. 심양에서 안전한 수익을 과감히 벗어 던지고 더 큰 중국 시장, 상해로 출사표를 던질 때의 벤처 정신이 필요한 때다. 디지털 역직구를 단순히 면세점 채널 부진을 상쇄하는 채널로만 인식해서는 안될 것이다. 올리브영 전용 제품으로만 H&B 채널을 바라봐서는 안될 것이다. 중국에서 설화수는 절대적인 한국 브랜드가 아니라는 겸손함이 필요한 때다. K-뷰티를 한국 화장품 시장 1위 업체 아모레퍼시픽이 대표하지 못한다는 것이 무엇을 의미하는 지 되새겨볼 때다.



## 5. 결론: 하이마트의 한계/이마트의 가능성/아모레퍼시픽의 분기점

베스트바이와 롯데하이마트 모두 온라인 채널 공격에 가장 취약한 가전 카테고리 판매

베스트바이와 롯데하이마트는 모두 온라인 채널 공격에 가장 취약한 가전 카테고리를 주로 팔고 있는 한국과 미국의 1위 업체들이다. 두 회사 모두 온라인 채널 침투로 실적 부진 시기를 맞이했지만, 베스트바이는 이를 극복하면서 2011년 이후 최대 실적과 역대 최고 주가 수준을 기록하고 있다. 매출은 점포를 스크랩해서, 영업이익은 매출 감소로 아직 최고 수준을 도달하지 못했지만, 경쟁사들이 잇따라 철수함에 따라 시장점유율 확대에 따른 밸류에이션이 상승했기 때문이다. 최저가 보장(Price Match Guarantee)으로 가격 경쟁력을 확보하고 있고, 마진 하락 부담을 오프라인 점포 구조조정으로 극복하고 있다. Geek squad 등 차별화된 서비스는 추가적인 로열티 및 실적 개선 요인이 되고 있다.

롯데하이마트는 자체적인 노력에 의해 펀더멘탈 회복 기대 한계

롯데하이마트는 자체적인 노력에 의해 펀더멘탈 회복을 기대하는 것은 한계가 있어 보인다. 매출 증대를 위해 최저가 정책을 취하기에는 삼성/LG전자의 막강한 브랜드력이 발목을 잡는다. 비용구조를 개선하기 위해 매장을 줄이기에는 대주주 롯데쇼핑의 결재를 받아야 한다. 시장점유율을 상승시키기에는 경쟁업체들(삼성디지털플라자와 LG베스트샵)의 뒷배가 너무 세다. 이들 업체들은 돈버는게 목적이 아니라 오히려 하이마트의 유통력을 견제하기 위한 목적일 수도 있다. 온오프라인 전략이 명확하지 않은 가운데, 중장기적으로 내재적인 역량보다는 외생적인 변수에 의존도가 커질 수밖에 없다. 롯데마트 점포 구조조정이나, 에어컨이나 TV 교체수요, 빨래건조기처럼 히트상품을 기다려야 한다. 이런 사업구조적 한계는 당분간 밸류에이션 할인요인으로 작용할 가능성이 크다.

월마트는 아마존의 파상공세를 막강한 오프라인 인프라와 가격 및 제품 경쟁력으로 막아

월마트와 이마트는 각각 글로벌, 한국 대형마트 1위 업체다. 식품 카테고리에 대한 온라인 채널 침투가 가속화하면서 월마트는 아마존의 침투를 이마트는 쿠팡을 대적해야하는 상황에 놓이게 되었다. 오프라인 점포의 효율성이 떨어지고, 시장점유율 하락과 추가적인 Capex 소요 가능성까지 제기되고 있는 상황이었다. 하지만, 월마트는 아마존의 파상공세를 막강한 오프라인 인프라와 가격 및 제품 경쟁력으로 막아내고 미국 식품온라인 시장 점유율 1위로 다시 올라섰다. 공격적인 M&A로 글로벌 식품온라인 시장을 선도하고 있고, 이에 따라 역대 최대 매출과 주가 수준을 기록하고 있다. 아울러, 식품온라인 사업에서 오프라인 기반이 얼마나 중요한 의미가 있는지 증명하고 있다. 3,500개 오프라인 점포는 높은 바잉파워의 기반이며, 재고소진 창구이며, 옴니채널의 전략의 근간이 되고 있다. 사업확대를 위한 신규 투자 소요가 작기 때문에 수익성 개선 여지와 가능성도 높다.

2018년 이후 쿠팡의 천문학적  
마케팅비 집행으로 수세

이마트는 국내 대형마트 1위 업체로 식품온라인 시장 가능성을 보고 선제적 투자를 통해 일찌감치 국내 식품온라인 시장 1위 업체로 나아가고 있었다. 하지만, 2018년 이후 쿠팡의 천문학적 마케팅비 집행으로 수세에 놓이게 되었다. 예상보다 가파른 식품온라인 시장의 성장은 이마트를 Capa 부족으로 몰아갔고, 오프라인 점포는 예상보다 빨리 트래픽이 빠져나가면서 기존점 성장률이 떨어지기 시작했다. 빼에로와 부츠 등 신규 전문점 사업은 추가적인 실적 부진 요인으로 작용했다. 2020년 들어 김포 제2물류센터 완공으로 Capa 부족 문제를 해소했으며, 오프라인 할인점 기존점 성장률은 YoY 0% 대로 회복하고 있다. 2019년 하반기 이후 강도 높은 구조조정으로 부실 사업을 정리하고 있다. 이마트의 오프라인 대형마트가 온라인 채널과 새로운 균형을 찾고, 쓱닷컴이 고신장하면서 식품온라인 시장점유율과 주도권을 확대한다면 실적 턴어라운드와 함께 이마트 주가는 재평가 될 수 있다. 월마트 사례에서 보는 바와 같이 대형마트 오프라인 점포는 '부담'이 아니라 '경쟁력'이라는 것을 입증해야할 때다.

아모레/로레알 모두 중국 소비 시장  
확대 최대 수혜 업체

로레알과 아모레퍼시픽은 각각 글로벌, 한국 화장품 1위 업체다. 두 회사 모두 중국 소비 시장 확대 최대 수혜 업체다. 온라인/면세점 채널 확대라는 기회를 맞이했으나, 벤처 브랜드 확대는 리스크 요인으로 작용하기 도했다. 로레알은 랑콤/입생로랑 등 글로벌 최고의 라인업으로 중국 화장품 소비의 럭셔리화를 실적으로 흡수하고 있다. 중국 1위 로컬 마스크팩 '매직', 한국 색조 '스타일난다' 등을 전격적으로 인수하면서 중국 로컬화 및 색조 시장 트렌드에 편승, 탁월한 성과를 거두고 있다. 이러한 공격적 M&A 전략으로 벤처 브랜드 확대를 위협이 아닌 라인업 확충과 경쟁력 제고 기회로 활용하고 있다. 이커머스 성장률은 YoY 50%까지 상승하면서 사업 영역을 중국 3~5선까지 확장하는 동시에 수익성 개선에 기여하고 있다.

표 19. 글로벌 화장품 비교 (2019년 기준)

(단위: 십억원)

구분		아모레	LG생활건강	시세이도	로레알	에스티로더
시가총액		10,347	22,130	29,669	187,322	86,119
매출		5,580(YoY 6%)	6,686(YoY 14%)	12,900(YoY 7%)	40,092(YoY 8%)	19,947(YoY 11%)
영업이익		428(YoY -11%)	1,176(YoY 13%)	1,298(YoY 5%)	7,446(YoY 13%)	3,104(YoY 13%)
중국사업 매출		1,355(YoY 3%)	945(YoY 44%)	2,466(YoY 19%)	12,961(YoY 26%)	4,929(YoY 25%)
면세점 매출		1,554(YoY 22%)	1,847(YoY 24%)	1,166(YoY 19%)	3,355(YoY 25%)	4,588(YoY 18%)
럭셔리	브랜드	설화수, 헤라 등	후, 오워, 숨 등	시세이도, 나스, 플레드보 등	랑콤, 입생로랑, 조르지오 아르마니 등	에스티로더, MAC 라메르, 톰포드 등
	매출	1,947(YoY 6%)	3,318(YoY 23%)	6,175(YoY 10%)	14,789(YoY 14%)	5,850(YoY 25%)
	비중	35%	43%	48%	37%	29%
Top 브랜드	브랜드	설화수	후	시세이도	랑콤	에스티로더
	매출	1,344(YoY 10%)	2,583(YoY 28%)	2,195(YoY 18%)	4,300(YoY 10% 이상)	2,590(YoY 20%이상)
	비중	24%	34%	17%	11%	13%

주1: 각 사 매출 기준 추정치로, 리테일 기준 다른 기관 조사 자료와 차이가 있을 수 있음

주2: 로레알/에스티로더 중국사업 매출은 아시아지역

자료: 각 사, 하나금융투자

아모레퍼시픽은 2017년 사드보복 조치 이후 크게 꺾이고 있음

서로 플러스&마이너스 제로가 되는 '제로섬' 구조에서 벗어나 성장 전략을 찾아야할 때

반면, 아모레퍼시픽은 2017년 사드보복 조치 이후 크게 꺾이고 있다. 연결 기준 8,000억 원을 넘었던 영업이익은 절반 수준에 그치고 있다. 한때 중국 색조시장 3위, 국내 럭셔리 방판 80% 절대적 시장점유율의 위엄은 퇴색된 지 오래다. 국내외 중저가 비중이 높은 사업구조 때문에 벤처 브랜드 확대에 타격이 크다. 국내외 중국에서 모두 시장점유율이 하락하고 있다. 방판과 아리따움 등 기존 오프라인 사업 보호를 위해 온라인과 H&B채널을 활용하지 못했다. 온라인/벤처 시대에 자체적인 채널을 갖고 있다는 점은, 오히려 사업 확장에 한계로 작용하는 듯하다. 면세점 판매 규제와 럭셔리 브랜드에 대한 제한적 마케팅으로 대 중국 럭셔리 브랜드 인지도 역시 확신을 갖기 어려운 상황이다.

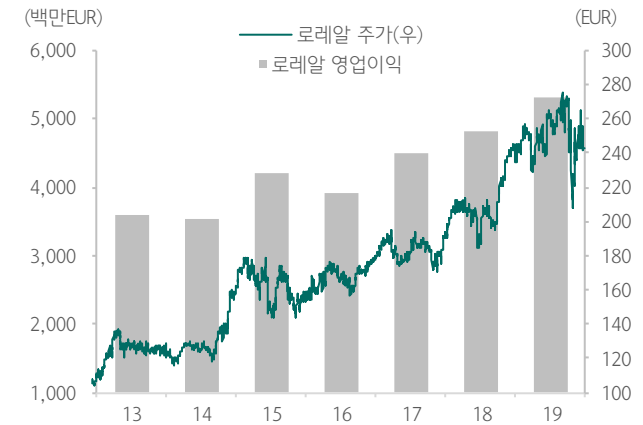
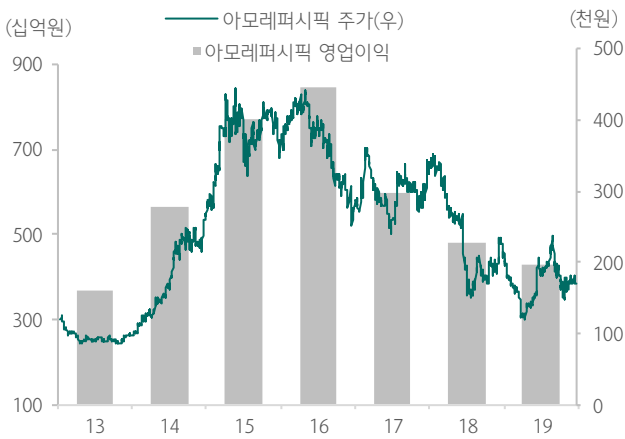
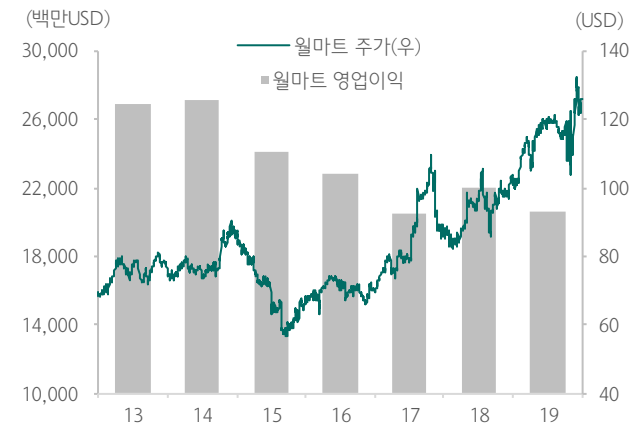
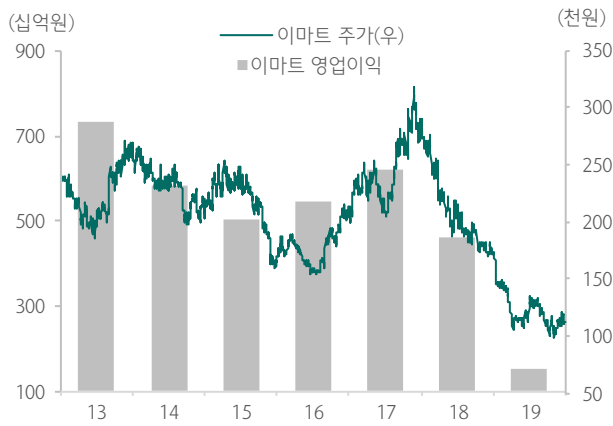
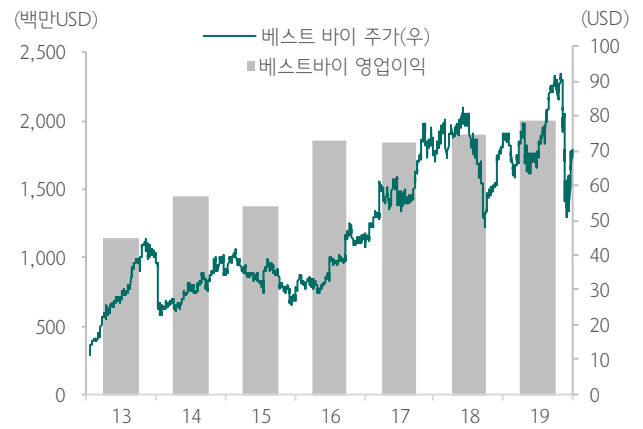
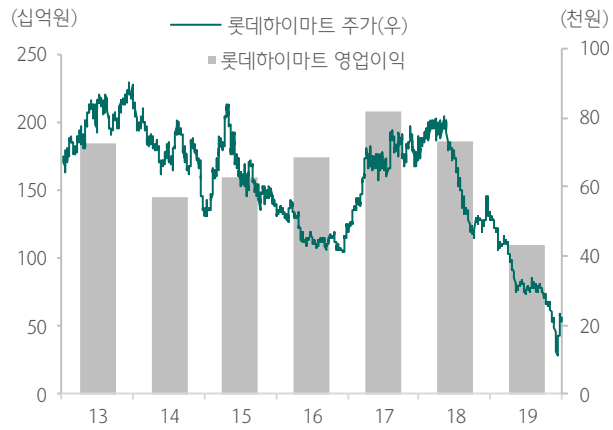
향후 채널 전략 측면에서는, 방판과 온라인, 면세점과 역직구, 아리따움과 H&B가 서로 플러스&마이너스 제로가 되는 '제로섬' 구조에서 벗어나 성장 전략을 찾아야할 때다. 브랜드 전략 측면에서는, 설화수에 한정된 라인업과 브랜드력 저하, 중저가 브랜드들의 위상 약화를 극복해야한다. 아모레퍼시픽의 설화수는 글로벌 럭셔리 브랜드는 물론 국내 '후'와도 이제 어깨를 나란히 겨루기 버거운 상황이다. 아울러, LG생활건강도 그렇지만, 글로벌 브랜드 업체 대비 럭셔리 라인업이 특정 브랜드에 한정돼 있어 불안하다. 주가 측면에서 할인 받는 이유 가운데 하나가 라인업 부족 때문이다. 브랜드 라인업 확충은 인큐베이팅은 물론 적극적인 M&A를 포괄해야 할 것이다. 또한, 미국과 유럽 등 글로벌 시장에서 인지도를 확보할 수 있는 인프라를 확보해야 한다. 미국과 유럽에서 인정받지 못한 럭셔리 브랜드는 중국 시장에서도 지속 성장을 기대하기 힘들다는 판단이다. 아모레퍼시픽이 글로벌 유통망이 없는 것은 사실이지만 한류라는 특별한 지원군이 있는 것 또한 사실이다. 코로나19 사태로 인한 소비시장 격변기, 아모레퍼시픽은 그 전략적 선택에 따라 중장기 방향성이 크게 바뀔 수 있는 변곡점에 서 있다.

표 20. 중국 화장품 시장 변화와 한국 화장품 업종 영향

산업	업체명	시장변화/환경	영향	전략/현황	비고
가전양판	베스트바이	온라인화 가장 표준화	경쟁심화 가격 하락 오프라인 고정비 부담	최저가 보장 정책 오프라인 구조조정 차별화된 신규 서비스	경쟁업체 철수로 MS 확대 P 하락 불구하고 Q 증가 9년내 최대 실적/최고 주가
	롯데하이마트			제한적 가격 경쟁력 오프라인 철수 어려움 신규 서비스 영역 한계	높은 삼성/LG 비중 롯데마트 삽입삽 다수 소비자 니즈 제한적
대형마트	월마트	식품온라인 확대 별도 인프라 필요	경쟁심화 가격 하락 오프라인 고정비 부담 신규 업체들 투자 확대	3,500개 오프라인 활용 옴니채널 전략 높은 가격경쟁력과 신뢰	아마존 공세 방어 미국 식품온라인 MS 1위 탈환 역대 최대 매출/주가
	이마트			예상보다 빠른 성장, Capa 부족 오프라인 점포 비효율화 쿠팡 막대한 마케팅비	오프라인 구조조정 2020년 물류센터 확충 온오프라인 균형 가능성
화장품	로레알	중국 소비 확대 온라인/벤처 확대 (사드보복조치)	중국 럭셔리 확대 중국 로컬 브랜드 확대 오프라인 가맹 위축 중저가 경쟁 심화	공격적 M&A로 벤처 수요 흡수 막강한 럭셔리 라인업 매출 극대화 이커머스 고신장 수익성 제고	중국 '매직', 한국 '스타일난다' 랑콤/입생로랑/조지오알마니 등 YoY 50%, 매출 비중 20%
	아모레퍼시픽			국내 중저가 라인 타격 중국 성장률 저하, MS 하락 면세점/방판 둔화	이니스프리/아리따움 부진 중저가 매출 비중 80% 판매 규제

자료: 하나금융투자

그림 94. 국내, 글로벌 주가 및 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

## Top picks 및 관심종목

이마트(139480)	82
아모레퍼시픽(090430)	86
롯데하이마트(071840)	90
월마트(WMT.US)	94
베스트바이(BBY.US)	98
로레알(OR.FP)	102



2020년 5월 20일

# 이마트(139480)

## 식품온라인 선도 업체 입증할 때

### 1분기 영업이익 484억원(YoY -35%) 기록

1분기 연결 영업이익은 480억원(YoY -35%)을 기록했다. 기대치를 다소 하회한 실적인데, 신세계푸드(OP -40억원)와 호텔사업(OP -148억원) 적자폭이 예상보다 컸기 때문이다. 하지만, 핵심 사업이라고 할 수 있는 할인점 기존점 성장률은 -2.4%, 1~4월 누적 -0.9%를 기록하면서 회복세를 지속하고 있다. 4월 기존점 성장률은 4.4%다. 전문점 부문은 50억원의 폐점 관련 일회성 손실을 기록하고도 영업손실 규모가 200억원을 넘지 않았다. 트레이더스 기존점은 YoY 7%나 증가했는데, 연간 영업이익률 3% 회복을 목표하고 있다. 쓱닷컴 매출은 YoY 74%나 증가하면서 영업손실 규모를 200억원 이하로 내렸다. 1분기 실적 발표의 의미는 올해 실적 턴어라운드에 대한 강한 시그널을 전달했다는 데 있다.

### 2020년 실적 턴어라운드 원년 예상

이마트는 국내 대형마트 1위 업체로 식품온라인 시장 가능성을 보고 선제적 투자를 통해 일찌감치 이 부문 1위 업체로 나아가고 있었다. 하지만, 2018년 이후 쿠팡의 천문학적 마케팅비 집행으로 수세에 놓이게 되었다. 예상보다 가파른 식품온라인 시장 성장은 이마트몰 Capa 부족으로 몰아갔고, 오프라인 점포는 예상보다 빨리 트래픽이 빠져나가면서 기존점 성장률이 떨어지기 시작했다. 빼에로와 부츠 등 신규 전문점 사업은 추가적인 실적 부진 요인으로 작용했다. 2020년 들어 김포 제2물류센터 완공으로 Capa 부족 문제를 해소했으며, 오프라인 할인점 기존점 성장률은 YoY 0% 대로 회복하고 있다. 2019년 하반기 이후 강도 높은 구조조정으로 부실 사업을 정리하고 있다.

### 목표주가 13.5만원, 투자 의견 '매수' 유지

13.5만원은 12MF PER 20배다. 이마트의 오프라인 대형마트가 온라인 채널과 새로운 균형을 찾고, 쓱닷컴이 고신장하면서 식품온라인 시장점유율과 주도권을 확대한다면 실적 턴어라운드와 함께 이마트 주가는 재평가 될 수 있다. 월마트 사례에서 보는 바와 같이 대형마트 오프라인 점포는 '부담'이 아니라 '경쟁력'이라는 것을 입증할 때다. 2020년 매출과 영업이익은 각각 YoY 7%, 32% 증가한 20.4조원과 1,990억원 규모가 가능할 전망이다. 하반기 YoY 증익 전환을 예상한다. 비중확대가 유효하다.

### Top Picks

**BUY**

TP(12M): 135,000원 | CP(5월19일): 112,500원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,980.61
52주 최고/최저(원)	149,000/97,900
시가총액(십억원)	3,136.0
시가총액비중(%)	0.26
발행주식수(천주)	27,875.8
60일 평균 거래량(천주)	247.9
60일 평균 거래대금(십억원)	27.3
20년 배당금(예상, 원)	2,000
20년 배당수익률(예상, %)	1.78
외국인지분율(%)	31.50
주요주주 지분율(%)	
이명희 외 2인	28.56
국민연금공단	13.50
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.6) (14.8) (22.7)
상대	(5.8) (7.3) (19.7)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	21,300.6	22,664.6
영업이익(십억원)	219.2	312.4
순이익(십억원)	284.5	285.7
EPS(원)	10,303	10,255
BPS(원)	336,268	343,834

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	17,049.1	19,062.9	20,419.5	21,556.9	22,595.3
영업이익	십억원	462.8	150.7	199.0	302.4	347.5
세전이익	십억원	585.0	282.1	181.5	299.9	360.8
순이익	십억원	450.2	233.9	144.0	237.9	286.3
EPS	원	16,150	8,391	5,167	8,535	10,270
증감률	%	(26.9)	(48.0)	(38.4)	65.2	20.3
PER	배	11.30	15.20	21.77	13.18	10.95
PBR	배	0.62	0.40	0.35	0.34	0.33
EV/EBITDA	배	9.21	9.48	8.39	7.34	6.75
ROE	%	5.49	2.75	1.63	2.65	3.11
BPS	원	293,262	319,802	323,034	329,635	337,971
DPS	원	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 박종대  
02-3771-8544  
forsword@hanafn.com

RA 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

## 월마트 실적 개선 주목 필요

월마트와 이마트는 각각 글로벌, 한국 대형마트 1위 업체다. 식품 카테고리에 대한 온라인 채널 침투가 가속화하면서 월마트는 아마존의 침투를 이마트는 쿠팡을 대적해야하는 상황에 놓이게 되었다. 오프라인 점포의 효율성이 떨어지고, 시장점유율 하락과 추가적인 Capex 소요 가능성까지 제기되고 있는 상황이었다. 하지만, 월마트는 아마존의 파상공세를 막강한 오프라인 인프라와 가격 및 제품 경쟁력으로 막아내고 미국 식품온라인 시장 점유율 1위로 다시 올라섰다. 공격적인 M&A로 글로벌 식품온라인 시장을 선도하고 있고, 이에 따라 역대 최대 매출과 영업이익, 주가 수준을 기록하고 있다. 아울러, 식품온라인 사업에서 오프라인 기반이 얼마나 중요한 의미가 있는지 증명하고 있다. 3,500개 오프라인 점포는 높은 바잉과 위의 기반이며, 재고소진 창구이며, 옴니채널의 전략의 근간이 되고 있다. 사업확대를 위한 신규 투자 소요가 작기 때문에 수익성 개선 여지와 가능성도 높다.

표 1. 이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

1분기 연결 영업이익 YoY 35%  
감소한 480억원

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2020년
매출액	4,585	4,581	5,063	4,833	19,063	5,211	4,892	5,457	4,859	20,420
이마트	2,839	2,578	2,956	2,667	11,040	2,781	2,578	2,985	2,695	11,040
전문점	262	261	274	277	1,073	287	287	301	305	1,180
트레이더스	551	558	626	602	2,337	671	681	752	648	2,751
SSG.COM	177	208	227	233	844	307	281	295	283	1,165
영업이익	74	-30	116	-10	151	48	-36	121	66	199
이마트	112	-4	130	43	280	85	-5	128	79	287
전문점	-21	-19	-21	-24	-85	-18	-17	-12	-9	-57
트레이더스	14	14	16	5	50	18	18	21	12	69
SSG.COM	-11	-11	-24	-36	-82	-20	-20	-18	-18	-76
세전이익	93	-38	132	95	282	64	-41	116	42	182
지배주주귀속 순익	68	-25	110	81	234	49	-34	108	20	144
영업이익률(%)	1.6	-0.7	2.3	-0.2	0.8	0.9	-0.7	2.2	1.4	1.0
이마트	3.9	-0.2	4.4	1.6	2.5	3.0	-0.2	4.3	2.9	2.6
전문점	-8.1	-7.2	-7.7	-8.7	-7.9	-6.3	-6.0	-4.0	-3.0	-4.8
트레이더스	2.6	2.6	2.5	0.9	2.1	2.6	2.7	2.8	1.8	2.5
SSG.COM	-6.1	-5.4	-10.4	-15.5	-9.7	-6.4	-7.0	-6.2	-6.4	-6.5
세전이익률(%)	2.0	-0.8	2.6	2.0	1.5	1.2	-0.8	2.1	0.9	0.9
순이익률(%)	1.5	-0.5	2.2	1.7	1.2	0.9	-0.7	2.0	0.4	0.7
매출액(YoY,%)	11.7	14.8	7.1	14.4	11.8	13.6	6.8	7.8	0.5	7.1
이마트	4.2	1.7	0.5	6.3	3.1	-2.1	0.0	1.0	1.1	0.0
전문점	45.9	37.0	26.0	19.8	31.2	9.7	10.0	10.0	10.2	10.0
트레이더스	20.1	23.3	16.6	30.4	22.4	21.8	22.0	20.0	7.7	17.7
SSG.COM						73.9	35.0	30.0	21.3	38.0
영업이익(YoY,%)	-51.6	적전	-40.3	적전	-67.4	-34.9	적지	3.9	흑전	32.1
이마트	-30.9	적전	-32.9	-56.9	-45.1	-24.5	적지	-1.0	86.0	2.5
전문점	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
트레이더스	10.9	-10.6	-36.1	-41.6	-20.7	22.4	28.5	32.4	128.1	38.4
SSG.COM	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익(YoY,%)	-44.3	적전	-48.0	118.2	-51.8	-31.6	적지	-11.8	-55.6	-35.7
순이익(YoY,%)	-42.6	적전	-42.4	63.2	-48.0	-28.2	적지	-1.6	-74.8	-38.4

자료: 이마트, 하나금융투자

2020년 매출은 YoY 7% 성장한  
20조 420억원, 영업이익은  
YoY 32% 증가한 1,990억원 추정

표 2. 이마트 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	17,049	19,063	20,420	21,557	22,595
이마트	10,710	11,040	11,040	11,040	11,040
전문점	818	1,073	1,180	1,357	1,533
트레이더스	1,910	2,337	2,751	3,103	3,490
SSG.COM		844	1,165	1,363	1,568
영업이익	463	151	199	302	348
이마트	510	280	287	289	293
전문점	-74	-85	-57	-41	-46
트레이더스	63	50	69	84	101
SSG.COM		-82	-76	-68	-47
세전이익	585	282	182	300	361
순이익	476	224	144	238	286
지배주주귀속 순이익	450	234	144	238	286
적정시가총액	9,004	4,678	2,880	4,759	5,726
주식수(천주)	27,876	27,876	27,876	27,876	27,876
적정주가(천원)	323	168	103	171	205
적정PER(배)	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
EPS(원)	16,150	8,391	5,167	8,535	10,270
영업이익률(%)	2.7	0.8	1.0	1.4	1.5
매출 (YoY,%)	9.3	11.8	7.1	5.6	4.8
영업이익 (YoY,%)	-25.5	-67.4	32.1	52.0	14.9
지배순이익 (YoY,%)	-26.9	-48.0	-38.4	65.2	20.3

자료: 이마트, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>17,049.1</b>	<b>19,062.9</b>	<b>20,419.5</b>	<b>21,556.9</b>	<b>22,595.3</b>
매출원가	12,452.8	14,170.5	15,069.6	15,909.0	16,675.3
매출총이익	4,596.3	4,892.4	5,349.9	5,647.9	5,920.0
판매비	4,133.5	4,741.8	5,150.9	5,345.5	5,572.4
<b>영업이익</b>	<b>462.8</b>	<b>150.7</b>	<b>199.0</b>	<b>302.4</b>	<b>347.5</b>
금융손익	(29.1)	(70.3)	(55.3)	(52.9)	(50.6)
종속/관계기업손익	37.1	73.8	88.8	99.0	110.2
기타영업외손익	114.1	127.9	(51.0)	(48.7)	(46.3)
<b>세전이익</b>	<b>585.0</b>	<b>282.1</b>	<b>181.5</b>	<b>299.9</b>	<b>360.8</b>
법인세	126.1	58.3	37.5	61.9	74.5
계속사업이익	458.9	223.8	144.0	237.9	286.3
중단사업이익	17.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>476.2</b>	<b>223.8</b>	<b>144.0</b>	<b>237.9</b>	<b>286.3</b>
비지배주주지분 손이익	26.0	(10.1)	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>450.2</b>	<b>233.9</b>	<b>144.0</b>	<b>237.9</b>	<b>286.3</b>
지배주주지분포괄이익	(4.2)	121.6	162.0	267.6	322.0
NOPAT	363.1	119.5	157.9	239.9	275.8
EBITDA	992.8	1,033.3	987.8	1,066.6	1,090.4
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	9.9	11.8	7.1	5.6	4.8
NOPAT증가율	(18.3)	(67.1)	32.1	51.9	15.0
EBITDA증가율	(6.9)	4.1	(4.4)	8.0	2.2
영업이익증가율	(20.9)	(67.4)	32.1	52.0	14.9
(지배주주)순이익증가율	(26.9)	(48.0)	(38.4)	65.2	20.3
EPS증가율	(26.9)	(48.0)	(38.4)	65.2	20.3
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	27.0	25.7	26.2	26.2	26.2
EBITDA이익률	5.8	5.4	4.8	4.9	4.8
영업이익률	2.7	0.8	1.0	1.4	1.5
계속사업이익률	2.7	1.2	0.7	1.1	1.3

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	16,150	8,391	5,167	8,535	10,270
BPS	293,262	319,802	323,034	329,635	337,971
CFPS	37,841	41,426	35,974	38,371	39,377
EBITDAPS	35,616	37,066	35,435	38,261	39,116
SPS	611,608	683,850	732,518	773,321	810,568
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	11.3	15.2	21.8	13.2	11.0
PBR	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
PCFR	4.8	3.1	3.1	2.9	2.9
EV/EBITDA	9.2	9.5	8.4	7.3	6.7
PSR	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	5.5	2.8	1.6	2.6	3.1
ROA	2.7	1.2	0.7	1.1	1.3
ROIC	3.9	1.1	1.4	2.3	2.7
부채비율	89.1	106.7	109.4	105.3	100.5
순부채비율	38.0	47.5	36.7	32.0	27.2
이자보상배율(배)	5.7	1.0	1.1	1.8	2.2

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>2,285.6</b>	<b>3,649.9</b>	<b>4,592.4</b>	<b>4,611.6</b>	<b>4,641.0</b>
금융자산	472.0	1,599.6	2,431.2	2,330.0	2,249.5
현금성자산	283.7	681.0	1,488.7	1,367.6	1,268.8
매출채권 등	596.0	684.0	697.7	736.6	772.1
재고자산	1,123.0	1,279.2	1,370.3	1,446.6	1,516.3
기타유동자산	94.6	87.1	93.2	98.4	103.1
<b>비유동자산</b>	<b>14,468.3</b>	<b>17,444.8</b>	<b>16,923.2</b>	<b>16,807.2</b>	<b>16,704.0</b>
투자자산	2,432.3	2,600.8	2,717.9	2,816.1	2,905.7
금융자산	728.8	809.2	866.8	915.1	959.1
유형자산	10,403.9	10,003.7	9,395.7	9,209.8	9,043.1
무형자산	288.1	1,319.1	1,288.4	1,260.1	1,234.0
기타비유동자산	1,344.0	3,521.2	3,521.2	3,521.2	3,521.2
<b>자산총계</b>	<b>16,753.9</b>	<b>21,094.8</b>	<b>21,515.6</b>	<b>21,418.8</b>	<b>21,344.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,998.3</b>	<b>5,406.3</b>	<b>5,860.8</b>	<b>6,211.8</b>	<b>6,541.0</b>
금융부채	1,674.0	1,657.4	1,566.3	1,684.0	1,800.2
매입채무 등	2,358.1	2,596.8	2,986.3	3,152.6	3,304.5
기타유동부채	966.2	1,152.1	1,308.2	1,375.2	1,436.3
<b>비유동부채</b>	<b>2,898.1</b>	<b>5,481.8</b>	<b>5,381.0</b>	<b>4,772.4</b>	<b>4,160.1</b>
금융부채	2,164.9	4,789.3	4,639.3	3,989.3	3,339.3
기타비유동부채	733.2	692.5	741.7	783.1	820.8
<b>부채총계</b>	<b>7,896.4</b>	<b>10,888.0</b>	<b>11,241.9</b>	<b>10,984.2</b>	<b>10,701.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>8,172.3</b>	<b>8,808.6</b>	<b>8,898.7</b>	<b>9,082.8</b>	<b>9,315.2</b>
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0
자본조정	319.8	981.3	981.3	981.3	981.3
기타포괄이익누계액	703.4	656.6	656.6	656.6	656.6
이익잉여금	2,772.7	2,794.3	2,884.4	3,068.4	3,300.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>685.2</b>	<b>1,398.1</b>	<b>1,375.0</b>	<b>1,351.8</b>	<b>1,328.7</b>
<b>자본총계</b>	<b>8,857.5</b>	<b>10,206.7</b>	<b>10,273.7</b>	<b>10,434.6</b>	<b>10,643.9</b>
순금융부채	3,366.8	4,847.1	3,774.5	3,343.4	2,890.1

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>769.8</b>	<b>815.8</b>	<b>1,416.8</b>	<b>1,156.3</b>	<b>1,169.9</b>
당기순이익	476.2	223.8	144.0	237.9	286.3
조정	590.0	809.4	788.8	764.2	742.8
감가상각비	530.0	882.6	788.8	764.2	742.8
외환거래손익	15.2	13.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(93.0)	(74.6)	0.0	0.0	0.0
기타	137.8	(12.5)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(296.4)	(217.4)	484.0	154.2	140.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(816.8)</b>	<b>(1,005.1)</b>	<b>(314.0)</b>	<b>(691.3)</b>	<b>(681.0)</b>
투자자산감소(증가)	285.3	(94.7)	(140.2)	(121.3)	(112.7)
유형자산감소(증가)	(691.7)	127.7	(150.0)	(550.0)	(550.0)
기타	(410.4)	(1,038.1)	(23.8)	(20.0)	(18.3)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>102.8</b>	<b>581.0</b>	<b>(295.0)</b>	<b>(586.2)</b>	<b>(587.8)</b>
금융부채증가(감소)	139.1	2,607.9	(241.0)	(532.3)	(533.8)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	45.5	(1,922.7)	(0.1)	(0.0)	(0.1)
배당지급	(81.8)	(104.2)	(53.9)	(53.9)	(53.9)
<b>현금의 증감</b>	<b>59.9</b>	<b>397.3</b>	<b>807.8</b>	<b>(121.2)</b>	<b>(98.8)</b>
Unlevered CFO	1,054.9	1,154.8	1,002.8	1,069.6	1,097.7
Free Cash Flow	(124.8)	(139.1)	766.8	106.3	119.9

2020년 5월 20일

# 아모레퍼시픽(090430)

## 제로섬 게임에서 벗어날 때

### 2분기 영업이익 630억원(YoY -28%) 추정

2분기 영업이익은 630억원(YoY -28%)로 1분기보다 영업이익 규모는 커질 것으로 기대한다. 면세점 채널 매출은 YoY -35%로 더 안좋을 가능성이 크다. 관건은 면세점 매출 저하를 얼마나 중국 법인 매출로 이전시키느냐이다. 경쟁심화에 대한 불확성은 크다. 에스티로더와 시세이도 등 글로벌 화장품 업체들이 중국 시장 마케팅 확대를 예고하고 있다. 현재 전 세계에서 원활한 화장품 판매가 가능한 지역은 중국과 한국 밖에 없기 때문이다. 매출이 올라오더라도 이익은 예상보다 부진할 가능성도 배제할 수 없다.

### 중장기 채널 및 브랜드 전략 과도기

향후 채널 전략 측면에서는, 방판과 온라인, 면세점과 역직구, 아리따움과 H&B가 서로 플러스&마이너스 제로가 되는 '제로섬' 구조에서 벗어나 성장 전략을 찾아야할 때다. 브랜드 전략 측면에서는, 설화수에 한정된 라인업과 브랜드력 저하, 중저가 브랜드들의 위상 약화를 극복해야한다. 아모레퍼시픽의 설화수는 글로벌 럭셔리 브랜드는 물론 국내 '후'와도 이제 어깨를 나란히 겨루기 버거운 상황이다. 글로벌 브랜드 업체 대비 럭셔리 라인업이 특정 브랜드에 한정돼 있어 불안하다.

### 목표주가 18만원, 투자이견 '중립' 유지

주가 측면에서 할인 받는 이유 가운데 하나가 라인업 부족 때문이다. 브랜드 라인업 확충은 인큐베이팅은 물론 적극적인 M&A를 포괄해야 할 것이다. 또한, 미국과 유럽 등 글로벌 시장에서 인지도를 확보할 수 있는 인프라를 확보해야 한다. 미국과 유럽에서 인정받지 못한 럭셔리 브랜드는 중국 시장에서도 지속 성장을 기대하기 힘들다는 판단이다. 아모레퍼시픽이 글로벌 유통망이 없는 것은 사실이지만 한류라는 특별한 지원군이 있는 것 또한 사실이다. 코로나19 사태로 인한 소비시장 격변기, 아모레퍼시픽은 그 전략적 선택에 따라 중장기 방향성이 크게 바뀔 수 있는 변곡점에 서 있다. 현재 주가는 12MF PER 44배로 실적 추정치를 넘어서는 실적 개선세가 나타나야 정당화될 수 있는 수준이다.

### 관심종목

Neutral

TP(12M): 180,000원 | CP(5월19일): 177,000원

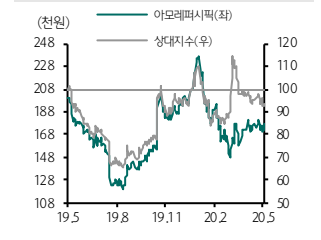
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,980.61
52주 최고/최저(원)	236,500/120,500
시가총액(십억원)	10,347.2
시가총액비중(%)	0.86
발행주식수(천주)	58,458.5
60일 평균 거래량(천주)	373.3
60일 평균 거래대금(십억원)	63.3
20년 배당금(예상, 원)	1,000
20년 배당수익률(예상, %)	0.56
외국인지분율(%)	29.31
주요주주 지분율(%)	
아모레퍼시픽그룹 외 5인	49.29
국민연금공단	7.53
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.9) (2.7) (10.4)
상대	(5.2) 5.7 (7.0)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	5,371.4	6,088.8
영업이익(십억원)	337.8	555.0
순이익(십억원)	248.4	408.1
EPS(원)	3,630	5,956
BPS(원)	68,338	73,236

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	5,277.8	5,580.1	5,187.5	5,772.4	6,386.1
영업이익	십억원	482.0	427.8	286.2	422.2	503.9
세전이익	십억원	453.0	370.6	250.5	392.2	479.2
순이익	십억원	332.2	238.8	192.9	294.1	360.6
EPS	원	4,813	3,460	2,794	4,262	5,225
증감률	%	(15.7)	(28.1)	(19.2)	52.5	22.6
PER	배	43.53	57.80	63.34	41.53	33.87
PBR	배	3.27	3.01	2.58	2.46	2.31
EV/EBITDA	배	16.96	13.50	15.22	13.34	12.29
ROE	%	7.75	5.36	4.23	6.19	7.17
BPS	원	64,092	66,519	68,508	72,063	76,646
DPS	원	1,180	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 박종대  
02-3771-8544  
forsword@hanafn.com

RA 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

## 로레알의 성장과 대비되는 아모레퍼시픽

로레알과 아모레퍼시픽은 각각 글로벌, 한국 화장품 1위 업체다. 두 회사 모두 중국 소비 시장 확대 최대 수혜 업체다. 온라인/면세점 채널 확대라는 기회를 맞이했으나, 벤처 브랜드 확대는 리스크 요인으로 작용하기 도했다. 로레알은 랑콤/입센로랑 등 글로벌 최고의 라인업으로 중국 화장품 소비의 럭셔리화를 실적으로 흡수하고 있다. 중국 1위 로컬 마스크팩 ‘매직’, 한국 색조 ‘스타일난다’ 등을 전격적으로 인수하면서 중국 로컬화 및 색조 시장 트렌드에 편승, 탁월한 성과를 거두고 있다. 이러한 공격적 M&A 전략으로 벤처 브랜드 확대를 위협이 아닌 라인업 확충과 경쟁력 제고 기회로 활용하고 있다. 이커머스 성장률은 YoY 50%까지 상승하면서 사업 영역을 중국 3~5선까지 확장하는 동시에 수익성 개선에 기여하고 있다.

반면, 아모레퍼시픽은 2017년 사드보복 조치 이후 크게 꺾이고 있다. 연결 기준 8,000억원을 넘었던 영업이익은 절반 수준에 그치고 있다. 한때 중국 색조시장 3위, 국내 럭셔리 방판 80% 절대적 시장점유율의 위엄은 퇴색된 지 오래다. 국내외 증저가 비중이 높은 사업구조 때문에 벤처 브랜드 확대에 타격이 크다. 국내와 중국에서 모두 시장점유율이 하락하고 있다. 방판과 아리따움 등 기존 오프라인 사업 보호를 위해 온라인과 H&B채널을 활용하지 못했다. 온라인/벤처 시대에 자체적인 채널을 갖고 있다는 점은, 오히려 사업 확장에 한계로 작용하는 듯하다. 면세점 판매 규제와 럭셔리 브랜드에 대한 제한적 마케팅으로 대 중국 럭셔리 브랜드 인지도 역시 확신을 갖기 어려운 상황이다.

표 1. 아모레퍼시픽 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19	2019년	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2020년
매출	1,451	1,393	1,402	1,334	5,580	1,131	1,238	1,340	1,479	5,188
화장품	789	772	780	656	2,997	619	647	686	775	2,728
생활용품	151	120	151	99	521	142	116	155	99	512
해외화장품	522	512	487	558	2,078	374	479	504	591	1,948
영업이익	187	88	108	46	428	61	63	95	68	286
화장품	118	76	74	49	316	72	49	55	56	232
생활용품	12	-2	9	-15	3	14	1	11	-11	15
해외화장품	46	20	35	3	104	-32	13	29	29	39
세전이익	184	82	138	-34	371	66	54	86	45	250
순이익	123	61	104	-49	239	72	40	64	16	193
영업이익률(%)	12.9	6.3	7.7	3.4	7.7	5.4	5.1	7.1	4.6	5.5
화장품	14.9	9.8	9.5	7.4	10.5	11.7	7.5	8.0	7.2	8.5
생활용품	7.8	-2.0	6.0	-15.3	0.6	10.0	1.0	7.0	-11.0	3.0
해외화장품	8.8	3.9	7.2	0.6	5.0	-8.7	2.7	5.8	4.9	2.0
세전이익률(%)	12.7	5.9	9.9	-2.5	6.6	5.8	4.4	6.4	3.0	4.8
순이익률(%)	8.5	4.4	7.4	-3.7	4.3	6.3	3.3	4.8	1.1	3.7
매출(YoY)	1.4	3.7	9.7	8.9	5.7	-22.1	-11.2	-4.4	10.9	-7.0
국내화장품	1.1	1.4	11.9	10.1	5.7	-21.6	-16.1	-12.0	18.1	-9.0
생활용품	-5.6	2.8	5.6	5.8	1.5	-6.1	-3.6	2.8	0.5	-1.7
해외화장품	4.2	7.4	8.8	2.3	5.5	-28.3	-6.4	3.5	5.9	-6.3
영업이익	-20.9	-39.8	40.6	93.1	-11.2	-67.4	-28.4	-11.9	47.4	-33.1
화장품	-16.3	-19.5	60.0	1,471.0	11.3	-38.4	-36.1	-25.7	15.0	-26.7
생활용품	-30.2	적지	210.3	적지	흑전	20.3	흑전	20.4	적지	365.3
해외화장품	-43.7	-55.7	32.8	-94.0	-49.7	적전	-34.7	-16.6	813.4	-62.5
세전이익	-22.2	-43.0	103.3	적전	-18.2	-64.3	-34.4	-37.9	흑전	-32.4
순이익	-28.7	-44.0	112.7	적전	-28.1	-41.9	-33.5	-38.2	흑전	-19.2

자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

2분기 연결 매출 전년 동기대비  
11% 감소한 1조 2,380억원과,  
영업이익 28% 감소한  
630억원 수준 예상



표 2. 아모레퍼시픽 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

2020년 연결 매출 YoY 7% 감소한

5.2조원과 영업이익 YoY 33% 감소한

2,860억원 추정

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출	5,278	5,580	5,188	5,772	6,386
화장품	2,835	2,997	2,728	3,102	3,485
생활용품	513	521	512	533	547
해외화장품	1,971	2,078	1,948	2,138	2,354
영업이익	482	428	286	422	504
화장품	284	316	232	295	349
생활용품	0	3	15	16	17
해외화장품	207	104	39	112	138
세전이익	453	371	250	392	479
순이익	335	224	193	294	361
지배주주순이익	332	239	193	294	361
적정시가총액	7,952	8,588	9,275	10,017	10,819
주식수(천주)	58,458	58,458	58,458	58,458	58,458
적정주가(천원)	136	147	159	171	185
적정PER(배)	23.9	36.0	48.1	34.1	30.0
EPS(원)	5,683	4,085	3,299	5,032	6,169
영업이익률(%)	9.1	7.7	5.5	7.3	7.9
화장품	8.5	9.0	7.2	8.1	8.6
생활용품	-0.1	0.6	3.0	3.0	3.1
해외화장품	10.5	5.0	2.0	5.2	5.9
매출 (YoY,%)	3.0	5.7	-7.0	11.3	10.6
화장품	0.2	5.7	-9.0	13.7	12.4
생활용품	-0.8	1.5	-1.7	4.2	2.5
해외화장품	8.2	5.5	-6.3	9.7	10.1
영업이익 (YoY,%)	-19.2	-11.2	-33.1	47.5	19.4
국내부문	-29.5	11.3	-26.7	27.1	18.3
해외화장품	6.4	-49.7	-62.5	186.0	24.2
순이익 (YoY,%)	-15.9	-33.2	-13.8	52.5	22.6

자료: 아모레퍼시픽, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>5,277.8</b>	<b>5,580.1</b>	<b>5,187.5</b>	<b>5,772.4</b>	<b>6,386.1</b>
매출원가	1,434.9	1,500.5	1,405.8	1,541.2	1,698.7
매출총이익	3,842.9	4,079.6	3,781.7	4,231.2	4,687.4
판매비	3,361.0	3,651.8	3,495.5	3,809.0	4,183.4
<b>영업이익</b>	<b>482.0</b>	<b>427.8</b>	<b>286.2</b>	<b>422.2</b>	<b>503.9</b>
금융손익	10.0	(5.2)	(2.7)	(0.2)	2.1
종속/관계기업손익	0.0	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타영업외손익	(39.0)	(51.7)	(32.8)	(29.6)	(26.6)
<b>세전이익</b>	<b>453.0</b>	<b>370.6</b>	<b>250.5</b>	<b>392.2</b>	<b>479.2</b>
법인세	118.1	146.8	57.6	98.0	118.6
계속사업이익	334.8	223.8	192.9	294.1	360.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>334.8</b>	<b>223.8</b>	<b>192.9</b>	<b>294.1</b>	<b>360.6</b>
비지배주주지분 손이익	2.6	(15.0)	(13.0)	(19.8)	(24.2)
<b>지배주주순이익</b>	<b>332.2</b>	<b>238.8</b>	<b>192.9</b>	<b>294.1</b>	<b>360.6</b>
지배주주지분포괄이익	355.6	246.3	205.6	313.6	384.5
NOPAT	356.3	258.3	220.4	316.6	379.2
EBITDA	748.1	913.3	667.4	721.5	739.0
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	3.0	5.7	(7.0)	11.3	10.6
NOPAT증가율	(14.8)	(27.5)	(14.7)	43.6	19.8
EBITDA증가율	(8.8)	22.1	(26.9)	8.1	2.4
영업이익증가율	(19.2)	(11.2)	(33.1)	47.5	19.4
(지배주주)순이익증가율	(15.7)	(28.1)	(19.2)	52.5	22.6
EPS증가율	(15.7)	(28.1)	(19.2)	52.5	22.6
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	72.8	73.1	72.9	73.3	73.4
EBITDA이익률	14.2	16.4	12.9	12.5	11.6
영업이익률	9.1	7.7	5.5	7.3	7.9
계속사업이익률	6.3	4.0	3.7	5.1	5.6

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,813	3,460	2,794	4,262	5,225
BPS	64,092	66,519	68,508	72,063	76,646
CFPS	11,869	14,764	9,315	10,004	10,219
EBITDAPS	10,839	13,233	9,670	10,454	10,707
SPS	76,472	80,853	75,164	83,638	92,530
DPS	1,180	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	43.5	57.8	63.3	41.5	33.9
PBR	3.3	3.0	2.6	2.5	2.3
PCFR	17.7	13.5	19.0	17.7	17.3
EV/EBITDA	17.0	13.5	15.2	13.3	12.3
PSR	2.7	2.5	2.4	2.1	1.9
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	7.7	5.4	4.2	6.2	7.2
ROA	6.2	4.2	3.3	4.9	5.7
ROIC	11.3	7.2	6.1	9.7	12.6
부채비율	20.8	33.1	26.7	27.3	27.5
순부채비율	(14.9)	(7.1)	(18.0)	(27.8)	(36.2)
이자보상배율(배)	206.4	21.4	15.9	26.1	34.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>1,567.2</b>	<b>1,803.1</b>	<b>2,054.1</b>	<b>2,663.7</b>	<b>3,279.7</b>
금융자산	780.6	884.3	1,199.7	1,713.4	2,228.8
현금성자산	735.5	673.6	994.2	1,500.2	2,007.5
매출채권 등	318.5	396.2	368.4	409.9	453.5
재고자산	403.3	452.6	420.7	468.2	518.0
기타유동자산	64.8	70.0	65.3	72.2	79.4
<b>비유동자산</b>	<b>3,803.9</b>	<b>4,185.9</b>	<b>3,801.8</b>	<b>3,506.8</b>	<b>3,276.3</b>
투자자산	54.4	48.4	45.5	49.8	54.3
금융자산	42.4	38.9	36.1	40.2	44.5
유형자산	2,713.1	2,661.8	2,280.6	1,981.3	1,746.2
무형자산	<b>254.1</b>	<b>226.5</b>	<b>226.5</b>	<b>226.5</b>	<b>226.5</b>
기타비유동자산	<b>782.3</b>	<b>1,249.2</b>	<b>1,249.2</b>	<b>1,249.2</b>	<b>1,249.3</b>
<b>자산총계</b>	<b>5,371.1</b>	<b>5,989.0</b>	<b>5,856.0</b>	<b>6,170.5</b>	<b>6,556.0</b>
<b>유동부채</b>	<b>763.2</b>	<b>1,066.6</b>	<b>820.2</b>	<b>892.9</b>	<b>969.1</b>
금융부채	71.5	296.9	99.3	99.3	99.3
매입채무 등	548.4	622.4	578.6	643.9	712.3
기타유동부채	143.3	147.3	142.3	149.7	157.5
<b>비유동부채</b>	<b>161.5</b>	<b>423.6</b>	<b>412.6</b>	<b>429.0</b>	<b>446.1</b>
금융부채	<b>44.7</b>	<b>267.9</b>	<b>267.9</b>	<b>267.9</b>	<b>267.9</b>
기타비유동부채	116.8	155.7	144.7	161.1	178.2
<b>부채총계</b>	<b>924.7</b>	<b>1,490.2</b>	<b>1,232.8</b>	<b>1,321.8</b>	<b>1,415.2</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>4,422.0</b>	<b>4,489.5</b>	<b>4,626.7</b>	<b>4,872.1</b>	<b>5,188.4</b>
자본금	<b>34.5</b>	<b>34.5</b>	<b>34.5</b>	<b>34.5</b>	<b>34.5</b>
자본잉여금	720.5	723.5	723.5	723.5	723.5
자본조정	(17.6)	(117.6)	(117.6)	(117.6)	(117.6)
기타포괄이익누계액	(41.3)	(24.7)	(24.7)	(24.7)	(24.7)
이익잉여금	3,726.0	3,873.8	4,011.1	4,256.4	4,572.7
<b>비지배주주지분</b>	<b>24.4</b>	<b>9.3</b>	<b>(3.6)</b>	<b>(23.4)</b>	<b>(47.6)</b>
<b>자본총계</b>	<b>4,446.4</b>	<b>4,498.8</b>	<b>4,623.1</b>	<b>4,848.7</b>	<b>5,140.8</b>
순금융부채	(664.5)	(319.4)	(832.4)	(1,346.1)	(1,861.5)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>646.7</b>	<b>718.3</b>	<b>578.7</b>	<b>586.6</b>	<b>588.4</b>
당기순이익	334.8	223.8	192.9	294.1	360.6
조정	340.0	655.9	381.2	299.4	235.0
감가상각비	266.1	485.5	381.2	299.3	235.1
외환거래손익	(0.3)	2.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.3	0.0	0.0	0.0
기타	74.2	168.1	0.0	0.1	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(28.1)	(161.4)	4.6	(6.9)	(7.2)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(413.9)</b>	<b>(403.2)</b>	<b>8.0</b>	<b>(12.0)</b>	<b>(12.6)</b>
투자자산감소(증가)	7.9	6.0	2.9	(4.3)	(4.5)
유형자산감소(증가)	(403.8)	(218.8)	0.0	0.0	0.0
기타	(18.0)	(190.4)	5.1	(7.7)	(8.1)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(103.4)</b>	<b>(387.4)</b>	<b>(266.1)</b>	<b>(68.6)</b>	<b>(68.6)</b>
금융부채증가(감소)	(13.4)	448.7	(197.6)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.7)	(757.7)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(88.3)	(81.4)	(68.6)	(68.6)	(68.6)
<b>현금의 증감</b>	<b>131.3</b>	<b>(61.9)</b>	<b>320.6</b>	<b>506.0</b>	<b>507.3</b>
Unlevered CFO	819.2	1,018.9	642.9	690.5	705.3
Free Cash Flow	241.2	471.8	578.7	586.6	588.4

2020년 5월 20일

# 롯데하이마트(071840)

## 점진적 가전 수요 회복 기대

### 1분기 영업이익 195억원(YoY -20%) 기록

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 11%, 20% 감소한 9,250억원과 195억원으로 시장기대치(OP 160억원)는 상회했지만 부진한 실적이었다. PC/TV 등 호조에도 불구하고 에어컨과 공기청정기가 40% 이상 감소하면서 매출 저하의 주요인으로 작용했다. GPM은 1.1%p 개선되었는데, 전년 대비 온라인 프로모션을 축소했기 때문이다. 매출 감소에 따른 설치비 등 축소로 판관비도 YoY 5% 감소했다.

### 코로나19 영향 가전 수요 증가 중

4~5월 매출은 YoY 3% 감소하는 수준으로 파악되고 있다. 집에 머무르는 시간이 증가하면서 대형 TV와 냉장고 등 교체수요가 증가하고 있으며, 재택근무/온라인 강의 증가로 PC/노트북 매출은 YoY 100% 이상 성장하고 있다. 다만, 전년도 5월 까지 에어컨 매출 베이스가 높다. 긴급재난지원과 6월 이후 기저효과에 의한 매출 YoY (+) 전환을 기대한다.

### 목표주가 2.4->3.1만원, 투자 의견 '중립', 유지

시장 밸류에이션 상승과 하반기 실적 모멘텀 회복 가능성에 따라 목표주가를 3.1만원으로 상향 조정한다. 투자 의견은 '중립'을 유지한다. 롯데하이마트는 자체적인 노력에 의해 펀더멘탈 회복을 기대하는 것은 한계가 있어 보인다. 매출 증대를 위해 최저가 정책을 취하기에는 삼성/LG전자의 막강한 브랜드력이 발목을 잡는다. 비용구조를 개선하기 위해 매장을 줄이기에h 지배구조상 쉽지 않다. 시장점유율을 상승시키기에는 경쟁업체들(삼성디지털플라자와 LG베스트샵)의 뒷배가 너무 세다. 이들 업체들은 돈버는 게 목적이 아니라 오히려 하이마트의 유통력을 견제하기 위한 목적일 수도 있다. 온오프라인 전략이 명확하지 않은 가운데, 중장기적으로 내재적인 역량보다는 외생적인 변수에 의존도가 커질 수밖에 없다. 롯데마트 점포 구조 조정이나, 에어컨이나 TV 교체수요, 빨래건조기처럼 히트상품을 기다려야 한다. 이런 사업 구조적 한계는 당분간 밸류에이션 할인요인으로 작용할 가능성이 크다.

### 관심종목

Neutral

TP(12M): 31,000원(상향) | CP(5월19일): 28,400원

Key Data		Consensus Data	
		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	1,980.61		
52주 최고/최저(원)	45,700/11,250	매출액(십억원)	3,970.1 4,075.3
시가총액(십억원)	670.5	영업이익(십억원)	112.6 124.3
시가총액비중(%)	0.06	순이익(십억원)	73.4 84.1
발행주식수(천주)	23,607.7	EPS(원)	3,110 3,564
60일 평균 거래량(천주)	174.6	BPS(원)	83,455 85,682
60일 평균 거래대금(십억원)	3.6		
20년 배당금(예상, 원)	1,000	Stock Price	
20년 배당수익률(예상, %)	3.52		
외국인지분율(%)	10.02		
주요주주 지분율(%)			
롯데쇼핑 외 5인	61.14		
국민연금공단	6.02		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	29.7 (8.2) (33.0)		
상대	25.4 (0.2) (30.5)		

Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	4,112.7	4,026.5	3,902.8	4,098.3	4,203.3
영업이익	십억원	186.5	109.9	109.0	117.3	123.0
세전이익	십억원	126.9	(83.9)	91.5	102.7	111.0
순이익	십억원	85.5	(99.9)	68.6	77.0	83.3
EPS	원	3,620	(4,232)	2,908	3,261	3,527
증감률	%	(42.4)	적전	흑전	12.1	8.2
PER	배	12.89	N/A	9.77	8.71	8.05
PBR	배	0.53	0.38	0.34	0.33	0.32
EV/EBITDA	배	6.02	5.87	6.15	6.30	5.33
ROE	%	4.18	(5.02)	3.53	3.86	4.06
BPS	원	87,338	81,410	83,318	85,579	88,106
DPS	원	1,700	1,000	1,000	1,000	1,000



Analyst 박중대  
02-3771-8544  
forsword@hanafn.com

RA 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

## 국내 최대 가전양판 업체, 단 구조적 한계 극복 여부 과제

롯데하이마트는 2019년 매출 4조 430억원 규모 국내 가전양판 1위 업체다. 전체 가전 시장 점유율 9%이며, 가전 양판 산업내 시장점유율은 39%다(2019년). 2019년 기준 점포 466개로 2014년 436개 대비 30개 증가한 수준을 유지하고 있다. 2012년 10월 롯데쇼핑에 피인수 되면서, 롯데마트 삼인삼 점포수가 100개 이상 증가한 바 있다. 온라인 매출 비중은 12%(옴니채널 제외)로 2015년 2% 대비 큰 폭 상승했다.

2016년 이후 베스트바이와 코웨이를 벤치마킹한 홈케어 서비스를 시작했으나, 품목 수는 29개로 매출 비중은 1%에 그친다. PB와 다양한 글로벌 브랜드 MD를 추구하고 있으나, 역시 매출 비중은 1.4%로 제한적이다. 2020년 1월에는 온라인의 편의성과 오프라인 체험을 강화한 초대형 프리미엄 라이프스타일 매장을 잠실에 열었다. 메가스토어/프리미엄 스토어/옴니 스토어/일반점/마트점 형태로 소비자 니즈와 상권에 맞는 점포 컨셉을 다양화함으로써 오프라인 강점을 살리고 경쟁력을 제고한다는 전략이다.

한편, 온라인 사업은 2015년 온라인 쇼핑몰 사이트 재구축 투자를 집행한 이후, SKU를 2016년 14만개에서 2019년 132만개까지 확대했으며, 가전 이외에도 캠핑/패션/가구/스포츠용품 등으로 카테고리를 확대하고 있다. '오늘배송(오전 구매 오후 배송)', '스마트픽(가까운 매장 픽업)', '스마트퀵(구매 후 2시간 배송)' 등 차별화된 서비스로 로열티를 강화하고 있다. 온라인 전용몰류센터의 단계적 확대를 도모하면서 2017년 월 출고건수 약 2.7만건에서 2020년 9.5만건, 2022년 17.5만건을 목표하고 있다.

표 1. 롯데하이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

1분기 별도 매출과 영업이익은 각각  
전년 동기대비 11%, 20% 감소한  
9,253억원과 195억원 기록

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2020년
매출액	1,037	1,071	984	935	4,026	925	1,022	992	963	3,903
영업이익	24	46	33	6	110	20	43	38	9	109
세전이익	20	42	28	-174	-84	15	38	34	5	92
순이익	15	32	21	-169	-100	11	29	26	2	69
영업이익률(%)	2.3	4.3	3.4	0.7	2.7	2.1	4.2	3.8	0.9	2.8
세전이익률(%)	1.9	3.9	2.9	-18.7	-2.1	1.6	3.7	3.4	0.5	2.3
순이익률(%)	1.5	3.0	2.2	-18.1	-2.5	1.2	2.9	2.6	0.2	1.8
매출액(YoY,%)	8.9	-1.5	-11.6	-2.6	-2.1	-10.8	-4.6	0.9	3.0	-3.1
영업이익(YoY,%)	-41.3	-31.5	-48.4	-52.9	-41.1	-19.6	-7.1	13.3	41.7	-0.8
세전이익(YoY,%)	-48.7	-35.2	-55.5	적지	적전	-26.3	-9.5	18.9	흑전	흑전
순이익(YoY,%)	-48.4	-35.2	-55.4	적지	적전	-26.1	-8.8	19.4	흑전	흑전

자료: 롯데하이마트, 하나금융투자

2020년 별도 기준 매출 YoY 3%  
감소한 3조 9,028억원, 영업이익  
YoY 1% 감소한 1,090 억원 전망

표 2. 롯데하이마트 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출	4,113	4,026	3,903	4,098	4,203
영업이익	186	110	109	117	123
세전이익	127	-84	92	103	111
순이익	85	-100	69	77	83
적정시가총액	855	-999	686	770	833
주식수(천주)	23,607	23,607	23,607	23,607	23,607
적정주가(천원)	36	-42	29	33	35.3
적정PER	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
EPS(원)	3,620	-4,232	2,908	3,262	3,527
영업이익률(%)	4.5	2.7	2.8	2.9	2.9
매출(YoY,%)	0.3	-2.1	-3.1	5.0	2.6
영업이익(YoY,%)	-10.1	-41.1	-0.8	7.7	4.9
순이익(YoY,%)	-42.4	-216.9	-168.7	12.2	8.1

자료: 롯데하이마트, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>4,112.7</b>	<b>4,026.5</b>	<b>3,902.8</b>	<b>4,098.3</b>	<b>4,203.3</b>
매출원가	3,039.8	3,025.8	2,923.2	3,073.7	3,148.3
매출총이익	1,072.9	1,000.7	979.6	1,024.6	1,055.0
판매비	886.4	890.8	870.6	907.3	932.0
<b>영업이익</b>	<b>186.5</b>	<b>109.9</b>	<b>109.0</b>	<b>117.3</b>	<b>123.0</b>
금융손익	(7.5)	(13.8)	(11.4)	(9.1)	(7.0)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(52.0)	(180.0)	(6.1)	(5.5)	(5.0)
<b>세전이익</b>	<b>126.9</b>	<b>(83.9)</b>	<b>91.5</b>	<b>102.7</b>	<b>111.0</b>
법인세	41.4	16.0	22.9	25.7	27.8
계속사업이익	85.5	(99.9)	68.6	77.0	83.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>85.5</b>	<b>(99.9)</b>	<b>68.6</b>	<b>77.0</b>	<b>83.3</b>
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>85.5</b>	<b>(99.9)</b>	<b>68.6</b>	<b>77.0</b>	<b>83.3</b>
지배주주지분포괄이익	79.8	(99.8)	68.6	77.0	83.3
NOPAT	125.6	130.8	81.7	88.0	92.3
EBITDA	234.3	245.4	183.2	154.6	137.9
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	0.3	(2.1)	(3.1)	5.0	2.6
NOPAT증가율	(18.9)	4.1	(37.5)	7.7	4.9
EBITDA증가율	(8.7)	4.7	(25.3)	(15.6)	(10.8)
영업이익증가율	(10.1)	(41.1)	(0.8)	7.6	4.9
(지배주주)순이익증가율	(42.4)	적전	흑전	12.2	8.2
EPS증가율	(42.4)	적전	흑전	12.1	8.2
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	26.1	24.9	25.1	25.0	25.1
EBITDA이익률	5.7	6.1	4.7	3.8	3.3
영업이익률	4.5	2.7	2.8	2.9	2.9
계속사업이익률	2.1	(2.5)	1.8	1.9	2.0

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,620	(4,232)	2,908	3,261	3,527
BPS	87,338	81,410	83,318	85,579	88,106
CFPS	10,699	11,104	7,701	6,324	5,467
EBITDAPS	9,925	10,396	7,762	6,548	5,842
SPS	174,209	170,557	165,317	173,599	178,050
DPS	1,700	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	12.9	N/A	9.8	8.7	8.1
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
PCFR	4.4	2.8	3.7	4.5	5.2
EV/EBITDA	6.0	5.9	6.2	6.3	5.3
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	4.2	(5.0)	3.5	3.9	4.1
ROA	2.7	(3.2)	2.2	2.4	2.5
ROIC	5.6	5.5	3.4	3.9	4.4
부채비율	51.2	61.7	62.3	59.3	59.9
순부채비율	15.0	37.0	23.2	15.0	3.1
이자보상배율(배)	11.1	5.3	4.9	5.8	7.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>915.4</b>	<b>715.7</b>	<b>898.4</b>	<b>976.5</b>	<b>1,114.0</b>
금융자산	320.3	84.8	286.9	334.3	455.4
현금성자산	299.8	49.8	252.2	299.1	420.0
매출채권 등	92.9	96.7	93.8	98.5	101.0
재고자산	499.3	532.1	515.8	541.6	555.5
기타유동자산	2.9	2.1	1.9	2.1	2.1
<b>비유동자산</b>	<b>2,201.6</b>	<b>2,391.9</b>	<b>2,293.2</b>	<b>2,242.9</b>	<b>2,211.7</b>
투자자산	121.3	145.8	141.4	148.3	152.0
금융자산	120.4	142.4	138.0	144.9	148.6
유형자산	412.7	436.6	347.6	294.3	262.2
무형자산	1,653.4	1,495.5	1,490.3	1,486.4	1,483.5
기타비유동자산	14.2	314.0	313.9	313.9	314.0
<b>자산총계</b>	<b>3,117.1</b>	<b>3,107.6</b>	<b>3,191.7</b>	<b>3,219.3</b>	<b>3,325.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>538.1</b>	<b>589.5</b>	<b>679.0</b>	<b>702.6</b>	<b>799.0</b>
금융부채	130.0	214.8	212.2	156.3	88.6
매입채무 등	315.6	298.2	289.1	303.6	311.3
기타유동부채	92.5	76.5	177.7	242.7	399.1
<b>비유동부채</b>	<b>517.1</b>	<b>596.2</b>	<b>545.7</b>	<b>496.4</b>	<b>446.8</b>
금융부채	499.4	581.5	531.5	481.5	431.5
기타비유동부채	17.7	14.7	14.2	14.9	15.3
<b>부채총계</b>	<b>1,055.2</b>	<b>1,185.7</b>	<b>1,224.7</b>	<b>1,199.0</b>	<b>1,245.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>2,061.9</b>	<b>1,921.9</b>	<b>1,966.9</b>	<b>2,020.3</b>	<b>2,080.0</b>
자본금	118.0	118.0	118.0	118.0	118.0
자본잉여금	1,055.7	1,055.7	1,055.7	1,055.7	1,055.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
이익잉여금	888.3	748.4	793.4	846.8	906.4
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>2,061.9</b>	<b>1,921.9</b>	<b>1,966.9</b>	<b>2,020.3</b>	<b>2,080.0</b>
순금융부채	309.1	711.6	456.8	303.6	64.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>71.5</b>	<b>130.4</b>	<b>270.0</b>	<b>173.2</b>	<b>249.3</b>
당기순이익	85.5	(99.9)	68.6	77.0	83.3
조정	111.6	330.4	90.4	46.7	18.0
감가상각비	47.8	135.6	74.3	37.3	14.9
외환거래손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	63.8	194.8	16.1	9.4	3.1
영업활동 자산부채 변동	(125.6)	(100.1)	111.0	49.5	148.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(21.0)</b>	<b>(105.6)</b>	<b>31.1</b>	<b>23.4</b>	<b>29.7</b>
투자자산감소(증가)	28.6	(24.5)	4.4	(6.9)	(3.7)
유형자산감소(증가)	(48.9)	(66.5)	20.0	20.0	20.0
기타	(0.7)	(14.6)	6.7	10.3	13.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(80.2)</b>	<b>(274.8)</b>	<b>(98.7)</b>	<b>(149.6)</b>	<b>(158.2)</b>
금융부채증가(감소)	(20.1)	167.0	(52.6)	(105.9)	(117.7)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(16.4)	(401.7)	(22.5)	(20.1)	(16.9)
배당지급	(43.7)	(40.1)	(23.6)	(23.6)	(23.6)
<b>현금의 증감</b>	<b>(29.6)</b>	<b>(250.0)</b>	<b>202.4</b>	<b>46.9</b>	<b>120.9</b>
Unlevered CFO	252.6	262.1	181.8	149.3	129.1
Free Cash Flow	22.5	63.7	270.0	173.2	249.3



2020년 5월 20일 | 미국

# 베스트바이(BBY.US)

## 하나 글로벌 리서치

### 아마존의 위협에도 살아남는 법

#### 미국 최대 전자제품 전문 리테일 사업자

베스트바이는 미국 시장점유율 1위 전자제품 전문 리테일 사업자로서 스마트폰/노트북/TV/생활가전 등 다양한 전자제품을 판매하고 관련 서비스를 제공하고 있다. 2020년 1월 말 기준 미국/캐나다/멕시코에서 총 1,231개 오프라인 매장을 운영하고 있으며, 미국 인구의 70%가 베스트바이 매장 10마일(16km) 이내에 거주하고 있다. FY2020(2020년 1월 결산) 기준 지역별 매출 비중은 미국 92%, 해외 8%이다. 베스트바이는 경쟁 심화에 대응해 최저가 보장으로 가격경쟁력 확보하고 있으며, 아마존닷컴이 제공하지 못하는 차별화된 서비스로 고객 충성도를 높이고 있다. 또한 온오프라인을 통합하는 옴니채널 전략을 성공적으로 수행하여 온라인 매출이 매 분기 YoY 10% 중반대 성장, 연간 온라인 매출 비중도 약 20%까지 상승했다.

#### 4QFY20 매출액 YoY 3%, 영업이익 -1%

4분기 매출은 YoY 3% 증가한 152억달러로 시장예상치를 상회했다. 기존점 성장률도 3.2%로 시장예상치와 가이던스 상단을 모두 상회, 12개 분기 연속 성장했다. 연말 쇼핑시즌 효과와 헤드폰/컴퓨터/생활가전 카테고리 호조가 성장을 견인했다. 다만 영업이익은 제품믹스 악화, 관세 영향, 기저효과로 10억 달러(OPM 6.4%, YoY -0.2%p)에 그쳤다. 미국 매출액은 YoY 3% 증가한 138억달러, 기존점 성장률은 3.4%를 기록했다. 미국 온라인 매출액은 평균 주문액 상승, 트래픽 증가, 구매 전환율 상승으로 19% 성장, 8분기래 최고치를 달성했으며 미국 매출 비중이 25%까지 상승했다. 연말 쇼핑시즌에 1,000개 이상의 매장 인프라를 활용하여 최소 주문금액 없이 1일 무료배송/1시간 후 픽업 서비스를 제공한 점이 큰 기여를 했다.

#### 안정적 성장과 수익성 개선 전망, 조정 시마다 매수 유효

베스트바이는 FY2025 중장기 목표치로 매출액 500억달러(FY20 대비 CAGR +3%), 조정 OPM 5.0%를 제시했다. 코로나19 영향으로 단기적인 실적 부진은 불가피해 보이지만 기술 혁신에 의한 전자제품 교체 사이클 도래, 옴니채널의 높은 경쟁력 감안 시 중장기적인 실적 개선 여력은 충분하다. 최근 오프라인 매장 영업 중단에도 높은 전자기기 수요와 픽업 서비스 운영으로 3/21~4/4 미국 온라인 매출이 YoY 250% 이상 성장했다. 비용절감 노력과 적극적인 주주환원 정책을 고려하면 중장기 주가 전망은 긍정적이다. 현재 베스트바이 주가는 12MF PER 17배로 비중확대 전략이 유효하다.

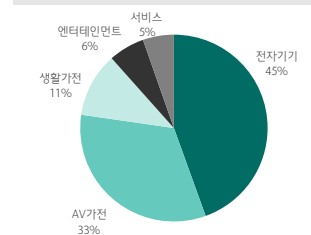
### 투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★★ 밸류에이션 ★★★

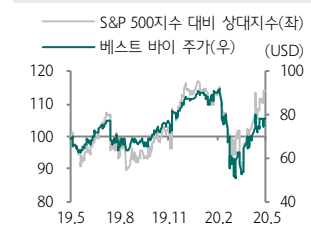
#### Key Data

국가	미국
상장거래소	뉴욕거래소
산업 분류	자유소비재
주요 영업	전문 소매
홈페이지	www.bestbuy.com
시가총액(십억USD)	22.4
시가총액(조원)	27.5
52주최고/최저(USD)	92.0/48.1
주요주주 지분율(%)	
Schulze Richard	10.99
뱅크드 그룹	10.75
블룸버그 목표가(USD)	80.00
최근 증가(USD)	87.16
주가상승률	1M 6M 12M
절대	23.8 12.8 26.4
상대	21.0 18.2 23.1

#### 매출 비중



#### 주가 추이



주: 1. 2020.5.18 기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(충분) 의미.

#### Financial Data

백만 USD	2019	2020	2021F	2022F
매출	42,879	43,638	40,666	43,210
영업이익	1,900	2,009	1,608	1,955
순이익	1,464	1,541	1,188	1,440
EPS(USD)	5.3	6.1	4.7	5.9
EPS(YOY, %)	20.4	14.1	(23.0)	27.3
ROE(%)	42.3	45.4	34.4	41.0
PER(배)	11.1	14.4	18.5	14.7
PBR(배)	4.7	6.2	5.9	5.7
배당률(%)	3.1	2.4	2.5	2.7

주: 회계연도 1월 결산

자료: Bloomberg 시장 컨센서스, 하나금융투자



Analyst 박종대

02-3771-8544

forsword@hanafn.com

글로벌리서치 RA 김채란

02-3771-8094

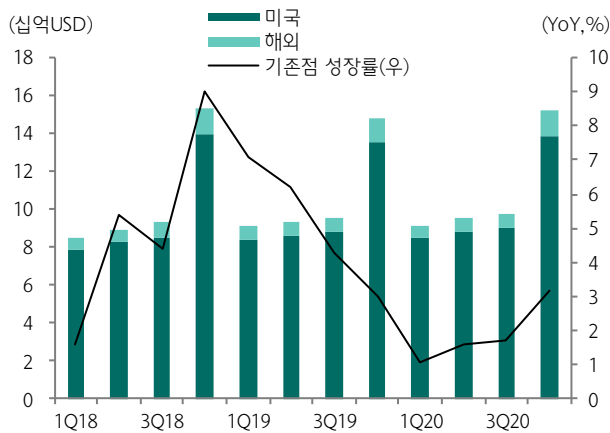
cr.kim@hanafn.com

## 4QFY20 매출액 YoY 3%, 영업이익 -1%

4QFY20 기준점 성장률 3.2%

4분기(2019년 11월~2020년 1월) 매출은 YoY 3% 증가한 152억달러로 시장예상치를 상회했다. 기준점 성장률은 3.2%로 시장예상치(1.9%)와 가이던스 상단(3.0%)을 모두 상회, 12개 분기 연속 성장했다. 미국 매출액은 YoY 3% 증가한 138억달러, 기준점 성장률은 3.4%를 기록했다. 미국 매출 카테고리별 성장률은 전자기기 7%, AV가전 4%, 생활가전 14%, 엔터테인먼트 -22%, 서비스 flat 이다. 생활가전이 4개 분기 연속 두 자릿수 성장한 점이 긍정적이며, 엔터테인먼트는 콘솔 게임기 판매 부진으로 두 자릿수 감소를 지속했다. 미국 온라인 매출액은 19% 성장, 8분기래 최고치를 달성했으며 매출 비중이 25%까지 상승했다.

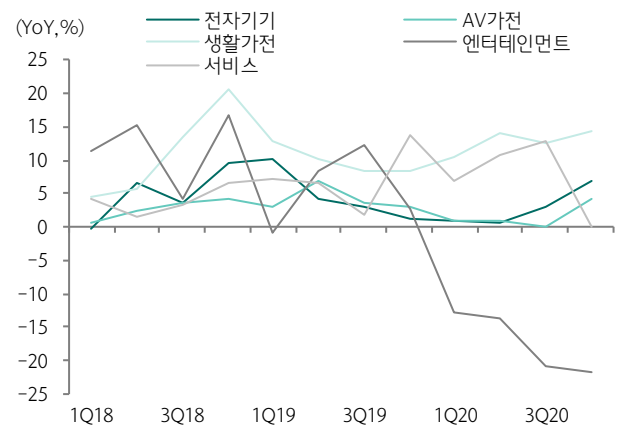
그림 1. 베스트바이 지역별 매출 & 기준점 성장률



주: 회계연도 1월 결산

자료: 베스트바이, 하나금융투자

그림 2. 베스트바이 미국 매출 카테고리별 성장률



주: 회계연도 1월 결산

자료: 베스트바이, 하나금융투자

표 1. 베스트바이 분기 실적

(단위: 백만USD)

	FY1Q19	FY 2Q19	FY3Q19	FY 4Q19	FY 1Q20	FY 2Q20	FY 3Q20	FY 4Q20
매출	9,109	9,379	9,590	14,801	9,142	9,536	9,764	15,196
미국	8,412	8,639	8,756	13,497	8,481	8,821	8,964	13,848
해외	697	740	834	1,304	661	715	800	1,348
영업이익	265	335	322	978	334	313	395	967
미국	267	329	315	886	332	309	388	878
해외	(2)	6	7	92	2	4	173	89
세전이익	257	329	330	972	330	307	389	967
지배주주순이익	208	244	277	735	265	238	293	745
매출(YoY,%)	6.8	4.9	2.9	-3.7	0.4	1.7	1.8	2.7
미국	6.3	4.4	3.1	-3.5	0.8	2.1	2.4	2.6
해외	13.1	10.8	0.6	-5.2	-5.2	-3.4	-4.1	3.4
기준점 매출(YoY, %)	7.1	6.2	4.3	3.0	1.1	1.6	1.7	3.2
미국	7.1	6.0	4.3	3.0	1.3	1.9	2.0	3.4
해외	6.4	7.6	3.7	2.5	-1.2	-1.9	-1.9	1.6
영업이익(YoY,%)	-11.7	4.4	-8.0	12.2	26.0	-6.6	22.7	-1.1
순이익(YoY,%)	10.6	16.7	15.9	101.9	27.4	-2.5	5.8	1.4
영업이익률(%)	2.9	3.6	3.4	6.6	3.7	3.3	4.0	6.4
순이익률(%)	2.3	2.6	2.9	5.0	2.9	2.5	3.0	4.9

주: 회계연도 1월 결산

자료: 베스트바이, 하나금융투자

## 안정적 성장과 수익성 개선 전망, 조정 시마다 매수 유효

2018년 10월 'Great Call' 인수

2018년 10월 'GreatCall' 을 8억달러에 인수, 다양한 분야로 서비스 범위를 확대하고 있다. 이 업체는 노인들의 건강한 삶을 위해 스마트 기기나 웨어러블 기기를 이용하여 거주자 생활을 모니터링하는 업체로 3억달러 이상 매출을 기록하고 있으며, 현재 100만명의 고령 인구를 대상으로 하고 있다. 베스트바이는 FY2025까지 500만명을 확보한다는 계획이다.

FY2025 목표

매출액 500억달러

조정 OPM 5%

베스트바이는 FY2025 중장기 매출액 500억달러(FY2020 대비 CAGR +3%), 조정 영업이익률 5%를 제시했다. 코로나19 영향으로 단기적인 실적 부진은 불가피해 보이지만 기술혁신에 의한 전자제품 교체 사이클 도래, 옴니채널의 높은 경쟁력 감안 시 중장기적인 실적 개선 여력은 충분하다. 최근 코로나19로 오프라인 매장 영업을 중단하고 있음에도 높은 전자 기기 수요와 픽업 서비스 운영으로 3/21~4/4 미국 온라인 매출이 YoY 250% 이상 성장했다. 비용절감 노력으로 수익성 훼손이 제한적인 점과 적극적인 주주환원 정책을 고려하면 중장기 주가 전망은 긍정적이다. FY2016부터 적극적으로 주주환원 정책을 시행하였는데, FY2019의 경우 15억달러 규모 자사주매입으로 8% EPS 증가 효과, 배당수익률 3.1%를 기록한 바 있다. 현재 베스트바이 주가는 12MF PER 17배로 비중확대 전략이 유효하다.

표 2. 베스트바이 연간 실적 및 밸류에이션

(단위: 백만USD)

	2018	2019	2020P	2021F	2022F	2023F
매출	42,151	42,879	43,638	40,666	43,210	43,838
미국	38,662	39,304	40,114			
해외	3,489	3,575	3,524			
영업이익	1,843	1,900	2,009	1,608	1,955	2,039
미국	1,752	1,797	1,907			
해외	91	103	102			
세전이익	1,817	1,888	1,993			
지배주주순이익	1,000	1,464	1,541	1,188	1,440	1,554
합리적 적정시가총액(십억USD)	17,000	24,888	26,197	20,196	24,480	26,418
주식수(백만주)	256,563	256,563	256,563	256,563	256,563	256,563
합리적 적정주가(달러)	66	97	102	79	95	103
적정PER	17	17	17	17	17	17
EPS(USD)	3.90	5.71	6.01	4.63	5.61	6.06
매출(YoY,%)	7.0	1.7	1.8	-6.8	6.3	1.5
미국	6.7	1.7	2.1			
해외	10.6	2.5	-1.4			
기존점 매출(YoY, %)	5.6	4.8	2.1			
미국	5.6	4.8	2.3			
해외	6.3	4.6	-0.5			
영업이익(YoY,%)	-0.6	3.1	5.7	-20.0	21.6	4.3
순이익(YoY,%)	-18.6	46.4	5.3	-22.9	21.2	7.9
영업이익률(%)	4.4	4.4	4.6	4.0	4.5	4.7
순이익률(%)	2.4	3.4	3.5	2.9	3.3	3.5

주: 회계연도 1월 결산. FY18은 매출인식 일수가 1주일 더 많아 매출 큰 폭으로 증가  
자료: 베스트바이, Bloomberg 시장예상치, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서						대차대조표					
(단위: 백만USD)						(단위: 백만USD)					
	2018	2019	2020	2021F	2022F		2016	2017	2018	2019	2020
매출	42,151	42,879	43,638	40,666	43,210	유동자산	9,886	10,516	9,829	8,870	8,857
매출총이익	9,876	9,961	10,048	9,241	9,883	현금성자산	1,976	2,240	1,101	1,980	2,229
판매비	8,033	8,061	8,039			매출채권	1,162	1,347	1,049	1,015	1,149
영업이익	1,843	1,900	2,009	1,608	1,955	비유동자산	3,633	3,340	3,220	4,031	6,734
이자 비용	75	73	64			투자자산	0	0	0	0	0
기타영업손익	(49)	(61)	(48)			유형자산	2,346	2,293	2,421	2,510	5,037
세전이익	1,817	1,888	1,993			자산총계	13,519	13,856	13,049	12,901	15,591
법인세	818	424	452			유동부채	6,925	7,122	7,817	8,060	8,060
소수주주이익	0	0	0			비유동부채	2,216	2,025	1,620	2,082	4,052
특별손실	(1)	0	0			부채총계	9,141	9,147	9,437	9,595	12,112
당기순이익	1,000	1,464	1,541	1,188	1,440	자본금	32	31	28	27	26
<b>성장율(YoY)</b>						이익잉여금	4,346	4,678	3,584	3,279	3,453
매출	7.0	1.7	1.8	(6.8)	6.3	자본총계	4,378	4,709	3,612	3,306	3,479
영업이익	(0.6)	3.1	5.7	(20.0)	21.6						
순이익	(18.6)	46.4	5.3	(22.9)	21.2						
<b>수익성(%)</b>											
매출총이익률	23.4	23.2	23.0	22.7	22.9						
영업이익률	4.4	4.4	4.6	4.0	4.5						
순이익률	2.4	3.4	3.5	2.9	3.3						

주: 회계연도 1월 결산, GAAP 기준

자료: Bloomberg, 하나금융투자

투자지표						현금흐름표					
(단위: 백만USD)						(단위: 백만USD)					
	2018	2019	2020	2021F	2022F		2016	2017	2018	2019	2020
<b>주당지표(USD)</b>						영업활동 현금흐름	1,343	2,557	2,141	2,408	2,565
EPS	4.4	5.3	6.1	4.7	5.9	감가/무형상각비	657	654	683	770	812
BPS	12.8	12.4	13.6	14.7	15.4	비현금자본증감	(421)	311	74	288	21
SPS	140.3	155.1	164.7	160.0	178.6	투자활동	(526)	(877)	(1,002)	508	(895)
DPS	1.4	1.8	2.0	2.2	2.3	유형자산처분	0	56	0	0	0
<b>주가지표(배)</b>						유형자산취득	(649)	(580)	(688)	(819)	(743)
PER	19.9	11.1	14.4	18.5	14.7	투자자산증감	0	0	0	0	0
PBR	5.6	4.7	6.2	5.9	5.7	재무활동	(1,574)	(1,408)	(2,272)	(2,032)	(1,499)
EV/EBITDA	7.3	5.6	6.6	8.8	7.6	배당금	(499)	(505)	(409)	(497)	(527)
PSR	0.5	0.4	0.5	0.6	0.5	단기부채증감	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	1.9	3.1	2.4	2.5	2.7	장기부채증감	(28)	(394)	(46)	(48)	(15)
<b>재무비율(%)</b>						자본금증감	(1,008)	(527)	(1,841)	(1,467)	(955)
ROE	24.0	42.3	45.4	34.4	41.0	잉여현금흐름	694	1,977	1,453	1,589	1,822
ROA	7.4	11.3	10.8	7.7	9.3						
ROIC	33.0	39.1	34.2	-	-						
부채비율	37.5	42.0	117.0	-	-						
유동비율	1.3	1.2	1.1	-	-						
이자보상배율(배)	24.6	26.0	31.4	-	-						

주: GAAP 기준

자료: Bloomberg, 하나금융투자

2020년 5월 20일 | 미국

# 월마트(WMT.US)

## 하나 글로벌 리서치

### 오프라인 경쟁력으로 온라인까지 1위

#### 굳건한 미국 1위 오프라인 유통업체

월마트는 미국 1위 오프라인 유통 업체로 현재 27개 국가에 11,501개 점포를 운영하고 있다. 오프라인 할인점 월마트와 회원제 창고형 할인점 Sam's Club을 보유하고 있으며, 사업별 매출 비중은 월마트 미국 65%, 월마트 해외 23%, Sam's Club 11%, 멤버십 및 기타 1%이다. 최근 아마존을 비롯한 유통업체들과의 경쟁심화 가운데 이커머스 업체를 다수 인수하며 온라인 채널 확장을 추진 중이다. 자체 플랫폼인 월마트닷컴 운영 외에, 미국 Jet.com 인수, 중국 JD.com과 전략적 협업, 인도 최대 이커머스 기업 Flipkart 인수를 추진하며 글로벌 온라인 사업 확장을 활발하게 진행 중이다. 또한 온라인과 오프라인을 연결하는 옴니채널 전략을 시행, 다양한 배송 서비스를 출시하며 온라인 식료품 경쟁에 적극적으로 대응하고 있다.

#### 1QFY21 영업이익 YoY 6% 증가

1Q21(2~4월) 월마트 매출액은 1,346억달러(YoY 9%, 환율영향 제외 10%)로 시장예상치를 상회했다. 영업이익은 코로나19 관련 비용 증가에도 YoY 6% 증가한 52억달러(OPM 3.9%, -0.1%p)를 달성했다. 월마트 미국 매출액은 생활필수품 수요 급증으로 YoY 11% 성장, 영업이익은 이커머스 부문 적자폭 축소로 4% 증가하였다. 월마트 미국 기존점 성장률은 YoY 10%를 기록했으며, 이커머스 매출은 식료품 픽업/배달 서비스 호조로 YoY 74% 고성장했다. Sam's Club 매출액과 영업이익은 각각 YoY 11%, 3% 증가했고, 이커머스 매출이 40% 증가하면서 담배와 연료를 제외한 기존점 성장률은 12%를 달성했다. 월마트 해외 매출액과 영업이익은 각각 YoY 3% 증가했다.

#### 유통 트렌드 선도주자로 비중확대 유효

코로나19 확산에 따른 생필품 수요 급증과 온라인 쇼핑으로의 전환으로 FY2021 월마트 매출 성장은 가이던스(YoY 3%)를 상회하고 이커머스 매출 성장 속도도 가속화될 것으로 전망한다. 지난 4월 30일, 월마트는 2시간 내 배송서비스 'Express Delivery' 런칭했으며 5월 내 2,000개 매장에서 이용 가능할 것이라고 밝혔다. 오프라인 매장 인프라 활용으로 신규 투자 제한적이기 때문에 시장점유율 상승과 수익성 개선을 동시에 기대해 볼만하다. 현재 주가 12MF PER 25배로 비중확대 전략이 유효하다.

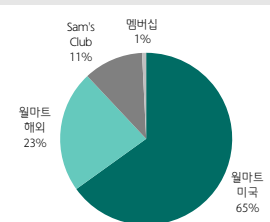
### 투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★★ 밸류에이션 ★★☆☆

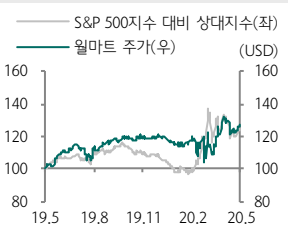
#### Key Data

국가	미국
상장거래소	뉴욕거래소
산업 분류	필수소비재
주요 영업	식품 & 식료품
홈페이지	www.walmart.com
시가총액(십억USD)	361.8
시가총액(조원)	443.6
52주최고/최저(USD)	133.4/100.3
주요주주 지분율(%)	
Walton Enterprises	35.32
Walton Family	14.79
블룸버그 목표가(USD)	130.84
최근 증가(USD)	127.66
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(3.4) 6.2 26.6
상대	(6.1) 11.5 23.3

#### 매출 비중



#### 주가 추이



주: 1. 2020.5.18 기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(충분) 의미.

#### Financial Data

백만 USD	2019	2020	2021F	2022F
매출	514,405	523,964	542,987	554,090
영업이익	21,957	20,568	21,636	22,991
순이익	6,670	14,881	13,929	14,984
EPS(USD)	4.9	4.9	5.0	5.4
EPS(YOY, %)	11.1	0.4	1.7	8.3
ROE(%)	8.9	20.2	17.9	19.1
PER(배)	19.5	23.1	25.6	23.5
PBR(배)	3.8	4.3	3.4	4.3
배당률(%)	2.2	1.9	1.7	1.8

주: 회계연도 1월 결산

자료: Bloomberg 시장 컨센서스, 하나금융투자



Analyst 박종대  
02-3771-8544  
forsword@hanafn.com

글로벌리서치 RA 김채란  
02-3771-8094  
cr.kim@hanafn.com

## 식품 온라인 주도권 확보 중

**FY2021 월마트 이커머스 매출액**  
**FY2019 대비 2배 이상인 500억달러**  
**전망**

FY2020(2020년 1월 결산) 월마트 미국 이커머스 매출은 YoY 37% 증가, 가이던스(35%)를 초과 달성했다. 특히 4Q20 2년 누적 식료품 기준점 성장률이 지난 10년 내 최고치를 기록하며 시장점유율 상승을 견인했다. 플립카트 인수 및 옴니채널 고성장으로 FY2021 월마트 전체 이커머스 매출액은 FY2019 대비 2배 이상 증가한 500억달러(매출비중 약 10%)에 달할 것으로 추정된다. 4분기 말 기준 미국에 총 3,200개 식료품 픽업 매장과 1,600개 이상 당일 배송 매장, 1,500여개 픽업 타워를 운영, 경쟁사 대비 압도적인 인프라가 실적 가시성을 높이고 있다. 해외에서도 옴니채널 효과가 두드러졌다. 4분기 멕시코 이커머스는 YoY 47% 성장하였고, 중국 이커머스는 전년동기대비 2배 이상 성장하였다.

표 1. 월마트 분기 실적

(단위: 백만USD)

	FY1Q19	FY 2Q19	FY3Q19	FY 4Q19	FY 1Q20	FY 2Q20	FY 3Q20	FY 4Q20	FY 1Q20
매출	122,690	128,028	124,894	138,793	123,925	130,377	127,991	141,671	134,622
월마트 미국	77,748	82,815	80,583	90,520	80,344	85,200	83,189	92,271	88,743
월마트 해외	30,260	29,454	28,793	32,317	28,775	29,139	29,167	33,049	29,766
Sam's Club	13,622	14,790	14,521	14,906	13,830	15,049	14,625	15,288	15,163
멤버십 및 기타	1,060	969	997	1,050	976	989	1,010	1,063	950
영업이익	5,154	5,750	4,986	6,067	4,945	5,583	4,718	5,322	5,224
월마트 미국	3,927	4,479	3,937	5,043	4,142	4,659	4,176	4,403	4,302
월마트 해외	1,265	1,269	1,179	1,170	738	893	634	1,105	806
Sam's Club	325	402	379	414	451	480	327	384	494
기타	(363)	(400)	(509)	(560)	(386)	(449)	(419)	(570)	(378)
세전이익	2,822	398	2,576	5,664	5,157	4,913	4,373	5,673	5,396
당기순이익	2,276	(727)	1,817	3,813	3,906	3,680	3,321	4,294	4,074
지배주주순이익	2,134	(861)	1,710	3,687	3,842	3,610	3,288	4,141	3,990
매출(YoY,%)	4.4	3.8	1.4	1.9	1.0	1.8	2.5	2.1	8.6
월마트 미국	3.1	5.2	3.7	4.6	3.3	2.9	3.2	1.9	10.5
월마트 해외	11.7	4.0	(2.6)	(2.3)	(4.9)	(1.1)	1.3	2.3	3.4
Sam's Club	(2.7)	(0.6)	(2.3)	(3.7)	1.5	1.8	0.7	2.6	9.6
멤버십 및 기타	4.3	(31.1)	(4.4)	(6.0)	(7.9)	2.1	1.3	1.2	-2.7
영업이익(YoY,%)	(1.6)	(3.7)	4.7	35.8	(4.1)	(2.9)	(5.4)	(12.3)	5.6
순이익(YoY,%)	(29.8)	적전	(2.2)	69.5	80.0	흑전	92.3	12.3	3.9
영업이익률(%)	4.2	4.5	4.0	4.4	4.0	4.3	3.7	3.8	3.9
순이익률(%)	1.8	(0.7)	1.4	2.7	3.1	2.8	2.6	2.9	3.0

주: 회계연도 1월 결산. 2Q19 세전이익과 순이익은 월마트 브라질 지분 매각으로 인한 외화 환산 손실 및 JD.com 지분투자 미실현 손실 영향  
자료: 월마트, 하나금융투자



FY2021 매출 성장  
가이던스 상회 전망

유통 트렌드 선도주자로 비중확대 유효

코로나19 확산에 따른 생필품 수요 급증과 온라인 쇼핑으로의 전환으로 FY2021 월마트 매출 성장은 가이던스(YoY 3%)를 상회하고 이커머스 매출 성장 속도도 가속화될 것으로 전망한다. 지난 4월 30일, 월마트는 2시간 내 배송서비스 'Express Delivery' 런칭을 발표했다. 4월 중순 100개 매장에서 파일럿 서비스를 개시한 이후, 5월 초 1,000여개 매장으로 확대, 5월 내 2,000개 매장에서 이용 가능할 것이라고 밝히고 있다. 오프라인 매장 인프라 활용으로 신규 투자가 제한적이기 때문에 시장점유율 상승과 수익성 개선을 동시에 기대해 볼만하다. 현재 주가 12MF PER 25배로 유통 트렌드 선도주자인 월마트에 대한 비중확대 전략이 유효하다.

표 2. 월마트 연간 실적 및 밸류에이션

(단위: 백만USD)

	2018	2019	2020	2021F	2022F	2023F
매출	500,343	514,405	523,964	542,987	554,090	571,453
월마트 미국	318,477	331,666	341,004			
월마트 해외	118,068	120,824	120,130			
Sam's Club	59,216	57,839	58,792			
멤버십 및 기타	4,582	4,076	4,038			
영업이익	20,437	21,957	20,568	21,636	22,991	24,310
월마트 미국	16,995	17,386	17,380			
월마트 해외	5,229	4,883	3,370			
Sam's Club	915	1,520	1,642			
기타	(2,702)	(1,832)	(1,824)			
세전이익	15,123	11,460	20,116			
당기순이익	10,523	7,179	15,201			
지배주주순이익	9,862	6,670	14,881	13,929	14,984	16,073
합리적 적정시가총액(십억USD)	266	180	402	376	405	434
주식수(백만주)	2,837	2,837	2,837	2,837	2,837	2,837
합리적 적정주가(달러)	93.9	63.5	141.6	132.6	142.6	153.0
적정PER	27	27	27	27	27	27
EPS(USD)	3.48	2.35	5.25	4.91	5.28	5.67
매출(YoY,%)	3.0	2.9	1.9	3.6	2.0	3.1
월마트 미국	3.5	4.1	2.8			
월마트 해외	1.7	2.3	(0.6)			
Sam's Club	3.2	(2.3)	1.6			
멤버십 및 기타	0.6	(11.0)	(0.9)			
영업이익(YoY,%)	(10.2)	7.4	(6.3)	5.2	6.3	5.7
순이익(YoY,%)	(27.7)	(32.4)	123.1	(6.4)	7.6	7.3
영업이익률(%)	4.1	4.3	4.0	4.0	4.1	4.3
순이익률(%)	2.0	1.3	2.9	2.6	2.7	2.8

주: 회계연도 1월 결산

자료: 월마트, Bloomberg 시장예상치, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서						대차대조표					
(단위: 백만USD)						(단위: 백만USD)					
	2018	2019	2020	2021F	2022F		2016	2017	2018	2019	2020
매출	500,343	514,405	523,964	542,987	554,090	유동자산	60,239	57,689	59,664	61,897	61,806
매출총이익	126,947	129,104	129,359	129,752	132,162	현금성자산	8,705	6,867	6,756	7,722	9,465
판매비	106,510	107,147	108,791			매출채권	5,624	5,835	5,614	6,283	6,284
영업이익	20,437	21,957	20,568	21,636	22,991	비유동자산	139,342	141,136	144,858	157,398	174,689
이자 비용	2,330	2,346	2,599			투자자산	0	0	0	0	0
기타영업손익	2,984	8,151	(2,147)			유형자산	116,516	114,178	114,818	111,395	127,049
세전이익	15,123	11,460	20,116			자산총계	199,581	198,825	204,522	219,295	236,495
법인세	4,600	4,281	4,915			유동부채	64,619	66,928	78,521	77,790	77,790
소수주주이익	661	509	320			비유동부채	51,351	51,362	45,179	62,184	77,153
특별손실	0	0	0			부채총계	115,970	118,290	123,700	139,661	154,943
당기순이익	9,862	6,670	14,881	13,929	14,984	자본금	2,122	2,676	2,943	3,253	3,531
<b>성장율(YoY)</b>						이익잉여금	78,424	75,122	74,926	69,243	71,138
매출	3.0	2.8	1.9	3.6	2.0	자본총계	83,611	80,535	80,822	79,634	81,552
영업이익	(10.2)	7.4	(6.3)	5.2	6.3						
순이익	(27.7)	(32.4)	123.1	(6.4)	7.6						
<b>수익성(%)</b>											
매출총이익률	25.4	25.1	24.7	23.9	23.9						
영업이익률	4.1	4.3	4.0	4.0	4.1						
순이익률	2.0	1.3	2.9	2.6	2.7						

주: 회계연도 1월 결산, GAAP 기준

자료: Bloomberg, 하나금융투자

투자지표						현금흐름표					
						(단위: 백만USD)					
	2018	2019	2020	2021F	2022F		2016	2017	2018	2019	2020
<b>주당지표(USD)</b>						영업활동 현금흐름	27,552	31,673	28,337	27,753	25,255
EPS	4.4	4.9	4.9	5.0	5.4	감가/무형상각비	9,454	10,080	10,529	10,678	10,987
BPS	26.4	25.2	26.4	28.3	29.5	비현금자본증감	2,280	6,333	3,243	295	(327)
SPS	167.1	175.6	183.8	195.5	200.8	투자활동	(10,675)	(13,896)	(9,079)	(24,036)	(9,128)
DPS	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	유형자산처분	635	456	378	519	321
<b>주가지표(배)</b>						유형자산취득	(11,477)	(10,619)	(10,051)	(10,344)	(10,705)
PER	24.1	42.4	23.1	25.6	23.5	투자자산증감	0	0	0	0	0
PBR	4.0	3.8	4.3	3.4	4.3	재무활동	(17,307)	(19,524)	(19,388)	(2,975)	(14,368)
EV/EBITDA	11.4	9.2	11.5	12.7	12.1	배당금	(6,294)	(6,216)	(6,124)	(6,102)	(6,048)
PSR	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7	단기부채증감	1,235	(1,673)	4,148	(53)	(4,656)
배당수익률(%)	1.9	2.2	1.9	1.7	1.8	장기부채증감	(4,393)	(1,918)	(5,585)	12,088	3,585
<b>재무비율(%)</b>						자본금증감	(4,112)	(8,298)	(8,296)	(7,410)	(5,717)
ROE	12.7	8.9	20.2	17.9	19.1	잉여현금흐름	16,075	21,054	18,286	17,409	14,550
ROA	4.9	3.1	6.5	5.8	6.1						
ROIC	16.2	16.6	14.2	-	-						
부채비율	52.5	68.0	88.8	-	-						
유동비율	0.8	0.8	0.8	-	-						
이자보상배율(배)	10.2	11.1	9.1	-	-						

주: GAAP 기준

자료: Bloomberg, 하나금융투자

2020년 5월 20일 | 프랑스

# 로레알(OR.FP)

## 하나 글로벌 리서치

### 위기에서 빛나는 브랜드 경쟁력

#### 글로벌 화장품 시장점유율 1위 업체

로레알은 1909년 설립된 글로벌 1위 화장품 업체이다(MS 7.4% 추정). 36개 브랜드를 보유하고 있으며 대표적인 브랜드로는 랑콤, 입생로랑, 키엘, 라로슈포제가 있다. 2019년 카테고리별 매출 비중은 매스 브랜드(Consumer Products) 43%, 럭셔리 브랜드(L'Oréal Luxe) 37%, 헤어살롱(Professional Products) 11%, 더마 브랜드(Active Cosmetics) 9%이다. 지역별로는 아시아가 32%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 서유럽이 28%, 북미가 25%를 차지하고 있다. 로레알은 지난 60여년간 40개 이상의 브랜드 M&A를 통해 견조한 매출 성장을 달성해왔다. 중국 화장품 시장 프리미엄화의 수혜를 받고 있으며 이커머스 채널(매출비중 16%)과 럭셔리 브랜드 매출 고성장이 실적을 견인하고 있다.

#### 1Q20 매출 YoY -4%, 이커머스 경쟁력 입증

1분기 매출액은 YoY 4% 감소한 72.3억유로(환율 효과 제외 시 YoY -5%)를 기록했다. 카테고리별로 보면, 럭셔리 브랜드와 헤어살롱은 백화점, 미용실 영업 중단으로 각각 YoY -8%, -10% 큰 폭 역성장했다. 반면, 매스 브랜드는 주요 판매점이 영업을 지속하면서 YoY -4% 완만한 감소를 보였다. 특히 매출의 2/3가 약국과 드럭스토어에서 발생하는 더마 브랜드는 YoY 12%나 증가했다. 채널별로 면세점 매출은 해외여행 제한으로 YoY 12% 감소했으나, 이커머스 매출은 53% 성장하면서 매출 비중이 20%까지 올라갔다. 중국은 역성장 우려에도 3월부터 매출이 빠르게 회복하면서 1분기 YoY 6% 성장했다. 특히 이머커스가 67% 성장, 채널 비중이 역대 최고치인 50% 이상을 기록하면서 이커머스 채널의 성장 잠재력을 입증했다.

#### 중국 화장품 소비 빠른 회복 확인, 비중확대 유요

로레알은 컨퍼런스콜에서 중국 화장품 수요가 여전히 높으며 오프라인 매장 영업 재개로 매출이 빠르게 회복되고 있다고 언급했다. 4월 이미 중국 지역 매출이 YoY 5~10% 성장한 점을 고려하여 2분기 두 자릿수 성장을 전망하고 있다. 압도적인 이커머스 경쟁력을 확보하고 있으며, 중국 럭셔리 화장품 수요 고성장 모멘텀은 여전히 유효하다. 북미/서유럽 매장 영업 재개 시점은 아직 불확실하지만, 매출 감소에도 고마진 이커머스 고성장으로 이익 감소폭은 제한적일 전망이다. 현재 주가 12MF PER 33배로, 중국 소비 회복 최대 수혜주인 로레알에 대한 지속적인 비중확대 전략이 유효하다.

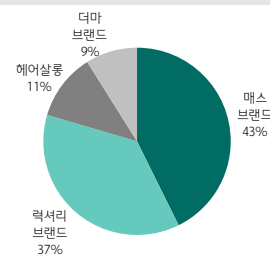
### 투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★★ 밸류에이션 ★★☆☆

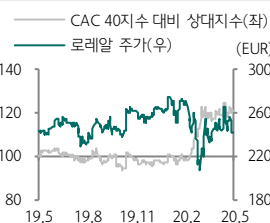
#### Key Data

국가	프랑스
상장거래소	파리
산업 분류	필수소비재
주요 영업	개인용품
홈페이지	www.loreal.com
시가총액(십억EUR)	140.0
시가총액(조원)	187.3
52주최고/최저(EUR)	278.5/196.0
주요주주 지분율(%)	
TETHYS SAS	33.21
네슬레	23.22
블룸버그 목표가(EUR)	243.56
최근 종가(EUR)	250.30
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.1 (4.6) 2.8
상대	1.1 19.6 20.0

#### 매출 비중



#### 주가 추이



주: 1. 2020.5.18 기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(충분) 의미.

#### Financial Data

백만 EUR	2018	2019	2020F	2021F
매출	26,937	29,874	29,143	31,569
영업이익	4,922	5,548	5,167	5,903
순이익	3,895	3,750	3,962	4,592
EPS(EUR)	7.1	7.7	7.3	8.3
EPS(YOY, %)	6.5	9.3	(5.7)	14.2
ROE(%)	15.1	13.3	13.5	14.4
PER(배)	28.9	39.6	34.4	30.6
PBR(배)	4.2	5.0	4.5	4.2
배당률(%)	1.9	1.6	1.7	1.9

자료: Bloomberg 시장 컨센서스, 하나금융투자



Analyst 박종대  
02-3771-8544  
forsword@hanafn.com

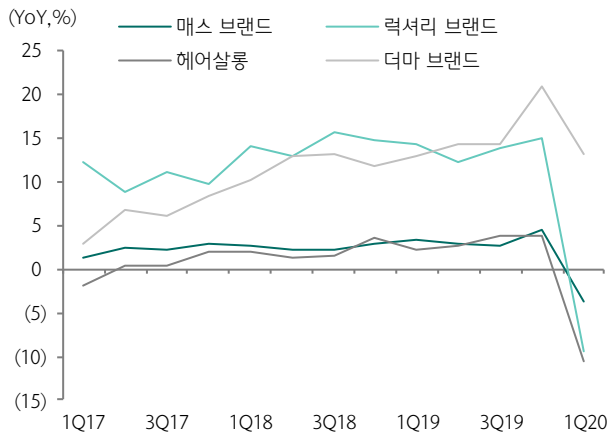
글로벌리서치 RA 김채란  
02-3771-8094  
cr.kim@hanafn.com

## 이커머스로 코로나 위기 극복 중

1Q20 이커머스 매출 YoY 53%

1Q20 로레알의 이커머스 매출은 YoY 53% 성장하면서 매출 비중이 20%까지 올라갔다. 카테고리별로는 럭셔리 브랜드 이커머스가 57% 성장, 백화점/면세점 매출 하락을 상쇄했다. 더마 브랜드 이커머스는 62% 증가하며, 전체 더마 브랜드 매출의 6개 분기 연속 두 자릿수 성장에 기여했다. 매스 브랜드와 헤어샬롱 이커머스 성장률은 각각 45%, 44%이다.

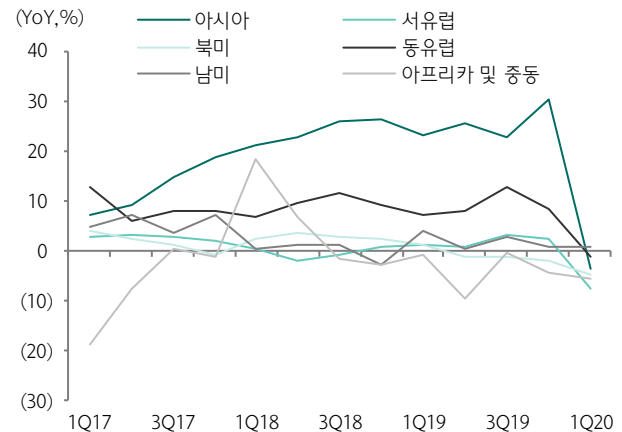
그림 1. 로레알 카테고리별 매출 성장률



주: Like-for-Like 기준(환율, 구조조정 영향 제외)

자료: 로레알, 하나금융투자

그림 2. 로레알 지역별 매출 성장률



주: Like-for-Like 기준(환율, 구조조정 영향 제외)

자료: 로레알, 하나금융투자

표 1. 로레알 분기 실적

(단위: 백만EUR)

	FY 1Q18	FY 2Q18	FY 3Q18	FY 4Q18	FY 1Q19	FY 2Q19	FY 3Q19	FY 4Q19	FY 1Q20
매출	6,779	6,612	6,473	7,073	7,551	7,261	7,183	7,879	7,225
매스 브랜드	3,071	3,066	2,854	3,042	3,285	3,246	3,003	3,214	3,170
럭셔리 브랜드	2,253	2,139	2,324	2,652	2,680	2,470	2,752	3,118	2,464
헤어샬롱	797	834	774	857	835	879	821	907	751
더마 브랜드	658	573	522	523	751	666	606	641	840
영업이익		2,576		2,346		2,889		2,659	
매스 브랜드		1,275		1,153		1,351		1,224	
럭셔리 브랜드		1,027		1,046		1,227		1,266	
헤어샬롱		313		338		328		364	
더마 브랜드		326		197		376		245	
세전이익		2,949		2,330		3,221		2,627	
지배주주순이익		2,275		1,620		2,327		1,423	
매출(YoY, %)	-3.8	0.7	6.2	12.0	11.4	9.8	11.0	11.4	-4.3
매스 브랜드	-4.9	-3.0	1.2	12.1	7.0	5.9	5.2	5.7	-3.5
럭셔리 브랜드	4.4	7.4	14.8	15.3	19.0	15.5	18.4	17.6	-8.0
헤어샬롱	-7.1	-5.3	-0.7	3.1	4.8	5.4	6.1	5.8	-10.1
더마 브랜드	9.2	7.7	9.6	10.7	14.1	16.3	16.3	22.5	11.8
영업이익(YoY, %)		1.8		9.3		12.1		13.3	
순이익(YoY, %)		11.7		4.9		2.3		-12.2	
영업이익률(%)		19.2		17.3		19.5		17.7	
순이익률(%)		17.0		12.0		15.7		9.4	

주: 영업이익, 세전이익, 지배주주순이익은 반기별 기준

자료: 로레알, 하나금융투자

## 중국 화장품 소비 빠른 회복 확인, 비중확대 유효

### 2분기 중국 매출 두 자릿수 전망

로레알은 컨퍼런스콜에서 중국 화장품 수요가 여전히 높으며 오프라인 매장 영업 재개로 매출이 빠르게 회복되고 있다고 언급했다. 4월 이미 중국 지역 매출이 YoY 5~10% 성장한 점을 고려하여 2분기 두 자릿수 성장을 전망하고 있다. 압도적인 이커머스 경쟁력을 확보하고 있으며, 중국 럭셔리 화장품 수요 고성장 모멘텀은 여전히 유효하다. 북미/서유럽 매장 영업 재개 시점은 아직 불확실하지만, 매출 감소에도 고마진 이커머스 고성장으로 이익 감소폭은 제한적일 전망이다. 현재 주가 12MF PER 33배로, 중국 소비 회복 최대 수혜주인 로레알에 대한 지속적인 비중확대 전략이 유효하다.

표 2. 로레알 연간 실적 및 밸류에이션

(단위: 백만EUR)

	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출	26,024	26,937	29,874	29,143	31,569	33,373
매스 브랜드	12,119	12,032	12,748			
럭셔리 브랜드	8,472	9,367	11,020			
헤어살롱	3,350	3,263	3,442			
더마 브랜드	2,083	2,276	2,664			
영업이익	4,676	4,922	5,548	5,167	5,903	6,347
매스 브랜드	2,419	2,428	2,575			
럭셔리 브랜드	1,856	2,072	2,494			
헤어살롱	669	652	692			
더마 브랜드	471	523	621			
세전이익	5,003	5,278	5,848			
지배주주순이익	3,581	3,895	3,750	3,962	4,592	4,775
합리적 적정시가총액(십억EUR)	125	136	131	139	161	167
주식수(백만주)	558	558	558	558	558	558
합리적 적정주가(EUR)	224	244	235	248	288	299
적정PER	35	35	35	35	35	35
EPS(EUR)	6.41	6.98	6.72	7.10	8.22	8.55
매출(YoY,%)	4.4	3.5	10.9	-2.4	8.3	5.7
매스 브랜드	1.0	-0.7	6.0			
럭셔리 브랜드	10.6	10.6	17.6			
헤어살롱	-1.5	-2.6	5.5			
더마 브랜드	11.9	9.2	17.1			
영업이익(YoY,%)	3.0	5.3	12.7	-6.9	14.2	7.5
순이익(YoY,%)	15.3	8.8	-3.7	5.7	15.9	4.0
영업이익률(%)	18.0	18.3	18.6	17.7	18.7	19.0
순이익률(%)	13.8	14.5	12.6	13.6	14.5	14.3

자료: 로레알, Bloomberg 시장예상치, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서						대차대조표					
(단위: 백만EUR)						(단위: 백만EUR)					
	2017	2018	2019	2020F	2021F		2015	2016	2017	2018	2019
매출	26,024	26,937	29,874	29,143	31,569	유동자산	9,254	10,046	11,019	12,466	13,917
매출총이익	18,665	19,606	21,809	21,162	23,027	현금성자산	1,065	988	1,236	2,092	2,244
판매비	13,988	14,684	16,261			매출채권	3,628	3,942	3,923	3,983	4,087
영업이익	4,676	4,922	5,548	5,167	5,903	비유동자산	24,458	25,585	24,320	25,991	29,893
이자 비용	36	35	75			투자자산	9,411	9,307	8,766	9,101	10,819
기타영업손익	(363)	(391)	(376)			유형자산	3,404	3,757	3,571	3,625	5,537
세전이익	4,727	5,184	5,411			자산총계	33,711	35,630	35,339	38,458	43,810
법인세	901	1,284	1,657			유동부채	8,174	9,207	9,173	10,869	10,869
소수주주이익	4	4	5			비유동부채	1,921	1,919	1,347	1,412	3,515
특별손실	240	0	0			부채총계	10,094	11,126	10,521	11,524	14,384
당기순이익	3,581	3,895	3,750	3,962	4,592	자본금	2,767	2,930	3,047	3,182	3,242
<b>성장율(YoY)</b>						이익잉여금	20,847	21,572	21,768	23,746	26,178
매출	4.4	3.5	10.9	(2.4)	8.3	자본총계	23,617	24,504	24,819	26,934	29,426
영업이익	3.0	5.3	12.7	(6.9)	14.2						
순이익	15.3	8.8	(3.7)	5.7	15.9						
<b>수익성(%)</b>											
매출총이익률	71.7	72.8	73.0	72.6	72.9						
영업이익률	18.0	18.3	18.6	17.7	18.7						
순이익률	13.8	14.5	12.6	13.6	14.5						

주: IFRS 기준  
자료: Bloomberg, 하나금융투자

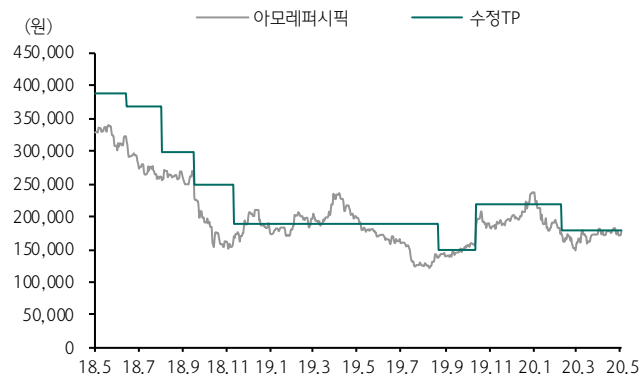
투자지표						현금흐름표					
(단위: 백만EUR)						(단위: 백만EUR)					
	2017	2018	2019	2020F	2021F		2015	2016	2017	2018	2019
<b>주당지표(EUR)</b>						영업활동 현금흐름	4,203	4,705	5,197	5,292	6,263
EPS	6.7	7.1	7.7	7.3	8.3	감가/무형상각비	908	1,382	1,219	1,109	1,958
BPS	44.3	48.1	52.7	55.2	59.0	비현금자본증감	(218)	4	261	114	461
SPS	46.5	48.1	53.1	53.7	57.3	투자활동	(1,636)	(2,605)	(1,517)	(2,016)	(1,290)
DPS	3.6	3.9	4.3	4.3	4.7	유형자산처분	7	34	8	6	17
<b>주가지표(배)</b>						유형자산취득	(1,132)	(1,335)	(1,264)	(1,416)	(1,231)
PER	27.1	28.9	39.6	34.4	30.6	투자자산증감	0	0	0	0	0
PBR	4.2	4.2	5.0	4.5	4.2	재무활동	(3,084)	(1,754)	(2,341)	(2,331)	(3,679)
EV/EBITDA	17.8	18.5	20.0	20.4	18.4	배당금	(1,535)	(1,833)	(1,871)	(2,061)	(2,221)
PSR	4.0	4.2	5.0	4.8	4.4	단기부채증감	(1,840)	446	(87)	62	(355)
배당수익률(%)	1.9	1.9	1.6	1.7	1.9	장기부채증감	(4)	(15)	(7)	(4)	(426)
<b>재무비율(%)</b>						자본금증감	348	(336)	(381)	(364)	(687)
ROE	14.5	15.1	13.3	13.5	14.4	잉여현금흐름	3,071	3,370	3,933	3,876	5,032
ROA	10.1	10.6	9.1	10.0	10.2						
ROIC	17.1	17.6	17.3	-	-						
부채비율	4.7	4.6	9.8	-	-						
유동비율	1.2	1.2	1.3	-	-						
이자보상배율(배)	126.6	138.4	70.3	-	-						

주: IFRS 기준  
자료: Bloomberg, 하나금융투자



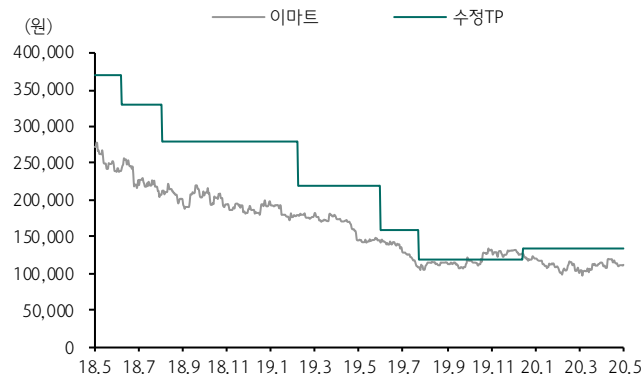
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

아모레퍼시픽



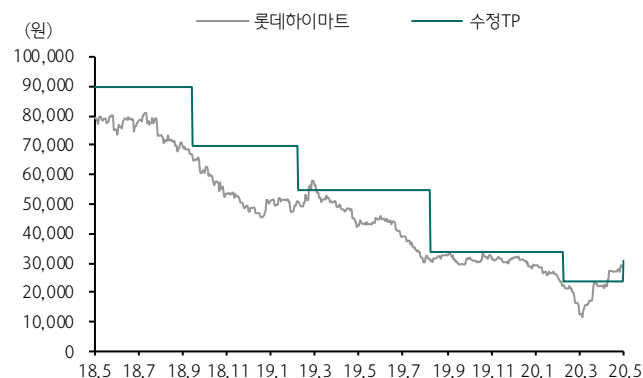
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.27	Neutral	180,000		
20.1.8	Neutral	220,000	-10.65%	7.50%
19.10.31	BUY	220,000	-12.35%	-5.68%
19.9.9	Neutral	150,000	-2.03%	7.33%
18.11.29	Neutral	190,000	-6.16%	23.95%
18.10.5	Neutral	250,000	-29.62%	-10.00%
18.8.21	BUY	300,000	-13.01%	-9.67%
18.7.3	BUY	370,000	-24.82%	-16.35%
18.5.24	BUY	390,000	-17.26%	-12.82%
18.3.18	Neutral	320,000	2.83%	9.84%

이마트



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.27	BUY	135,000		
20.1.2	Neutral	135,000	-15.13%	-7.04%
19.8.11	Neutral	120,000	-0.04%	12.08%
19.6.19	BUY	160,000	-17.45%	-8.44%
19.2.25	BUY	220,000	-24.59%	-17.05%
18.8.21	BUY	280,000	-30.06%	-20.89%
18.6.26	BUY	330,000	-30.58%	-22.42%
18.5.20	BUY	370,000	-32.08%	-25.14%
18.1.29	BUY	320,000	-12.06%	-0.78%

롯데하이마트



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.20	Neutral	31,000		
20.2.27	Neutral	24,000	-13.88%	20.21%
19.8.27	Neutral	34,000	-12.29%	-1.32%
19.2.25	Neutral	55,000	-18.81%	4.73%
18.10.2	Neutral	70,000	-24.61%	-6.43%
18.5.24	BUY	90,000	-16.45%	-10.33%
18.3.28	BUY	81,000	-6.91%	-2.47%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### • 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### • 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.3%	9.7%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 5월 19일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 5월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2020년 5월 20일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.