

2017. 1. 4



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

Neutral

관련종목

롯데쇼핑 (023530)	Hold	230,000원
현대백화점 (069960)	Trading Buy	125,000원
신세계 (004170)	Trading Buy	190,000원

유통

백화점, 치열한 경쟁 속 살아남기

- ✓ 금리상승 전환에 따른 이자부담과 소비심리 위축으로 기존점성장률 둔화 예상
- ✓ 백화점의 신규 출점은 수요 창출이 아닌 점유율을 뺏고 뺏기는 양상
- ✓ 중국인 입국자 수 증가율은 둔화되고 있는 가운데 신규 면세사업자들의 추가 진입
- ✓ 제한된 시장 내에서 경쟁 심화에 따른 수익성과 투자 효율성 하락 전망
- ✓ 백화점 유통에 대해 Neutral 의견 유지

백화점 산업 관련 매크로 핵심 변수의 변화, 기존점성장률 둔화 예상

2011년 이전까지 백화점 산업은 인플레이션과 가장 밀접한 상관관계를 보였다. 백화점은 유가와 상관관계가 밀접한 의류 판매 비중이 높기 때문에 인플레이션 속에서도 물가 상승분을 충분히 전이시킬 수 있는 고가격대의 명품 판매 호조로 2010~2011년 최대 호황을 누렸다. 하지만 2012년 이후 상관관계가 크게 약화되기 시작했다. 그 이유는 1) 모바일 쇼핑이 도입되면서 온라인의 영향력이 증가했고 2) 경기 요인보다는 소비 트렌드의 변화가 미치는 영향력이 크게 확대되었기 때문이다. 특히 오프라인 의류 기업에게 재고자산이 갖는 역할이 매우 절대적인데 온라인 전문 의류 기업은 재고자산에 대한 리스크를 혁신적으로 줄이는 동시에 판매가격까지 크게 낮출 수 있다. 그럼에도 불구하고 2015년부터 백화점의 기존점성장률이 반등했던 이유는 저금리 기조가 강화되면서 실질적인 가계이자부담이 완화되었기 때문이라고 생각한다. 부동산 가격 상승에 따른 가계의 자산가치 증가도 백화점에 긍정적이었다. 그러나 금리 상승기로 전환되고 있는 현 시점에서 백화점의 기존점성장률 둔화는 불가피하다고 판단한다.

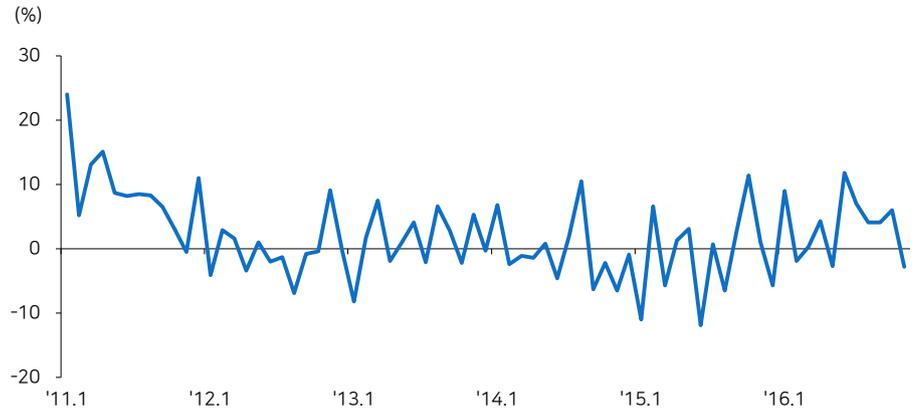
신규 출점과 면세사업 진출로 인한 치열한 경쟁으로 부정적 영향 예상

전반적인 소비가 위축되고 백화점 시장 성장이 정체한 가운데, 기업들의 적극적인 신규 출점과 면세사업 진출은 치열한 경쟁으로 인해 수익에 부정적인 영향이 예상된다. 즉 신규 출점을 통해 새로운 수요가 창출되는 것이 아니라 다른 경쟁자로부터의 시장 점유율을 뺏고 뺏기는 양상이 되어가고 있다. 면세사업 진출 또한 초기 재고 부담이 크게 증가하면서 규모의 경제를 실현하기 전까지 상당한 손실을 감내해야 한다. 중국인 입국자 수 증가율은 둔화되고 있는 가운데 신규 면세사업자들의 추가 진입은 알선수수료 등의 비용 증가 요인이기도 하다.

2016년 4분기 백화점 커버리지 3개사 합산 영업이익 -3.3% YoY 전망

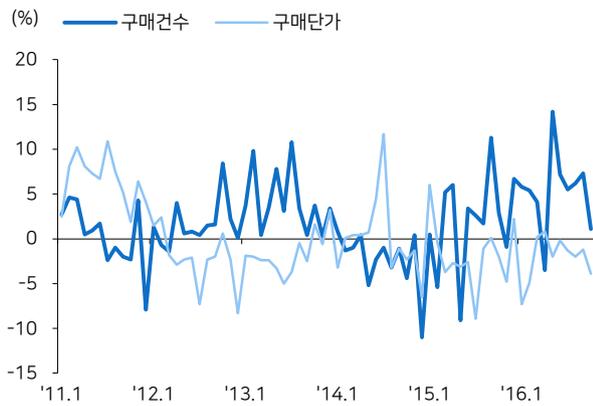
메리츠증권증권 추정치에 따르면 백화점 유통 업종 커버리지 3사의 합산 4분기 매출액 및 영업이익은 각각 +3.0% YoY, -3.3% YoY인 8,950억원, 4,089억원으로 시장 컨센서스 대비 매출액은 -2.9%, 영업이익은 -16.1%를 기록하여 부진할 전망이다. 특히 영업이익이 크게 부진할 것으로 추정하는 이유는 제한된 시장 내에서 경쟁 심화에 따른 수익성 하락이 예상되기 때문이다. 백화점 유통의 신규 사업에 대한 투자 효율성 또한 낮아지면서 ROE 하락에 따른 밸류에이션 디레이팅 또한 불가피하다. 따라서 백화점 유통에 대해 Neutral 의견을 유지한다.

그림1 백화점 월별 기준점 성장률 추이



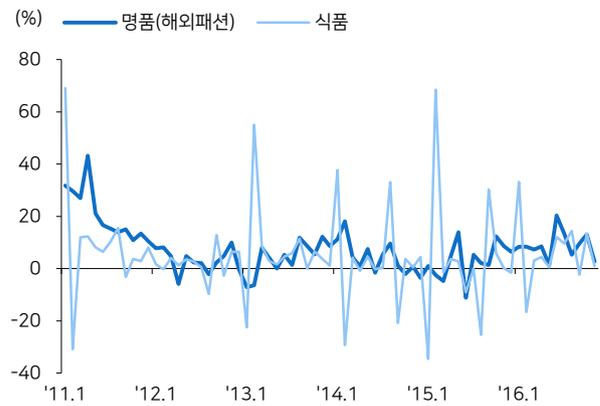
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 백화점 구매건수 및 구매단가 증감률 추이



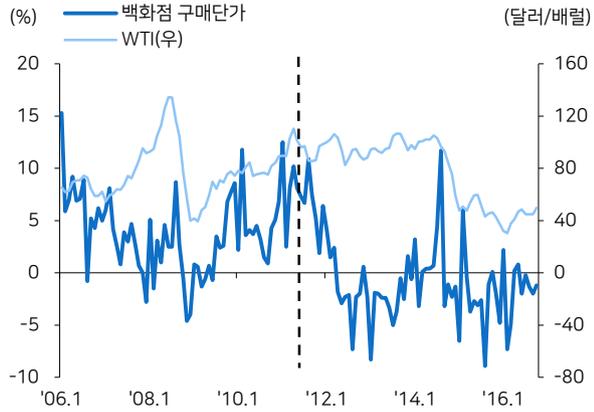
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 백화점 식품 및 명품(해외패션) 월별 성장률 추이



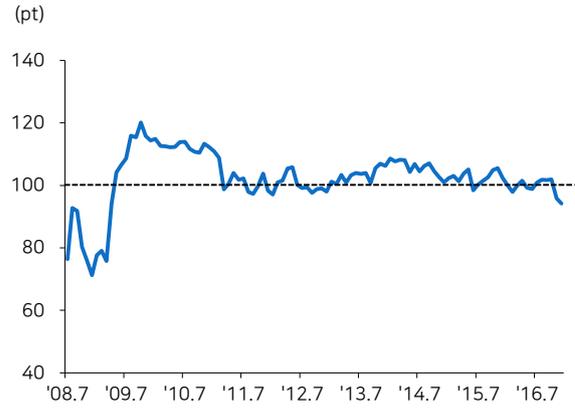
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 백화점 구매단가와 WTI 추이



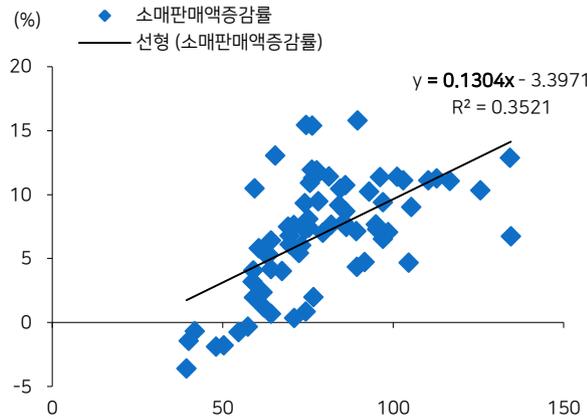
자료: Bloomberg, 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림5 소비자심리지수 추이



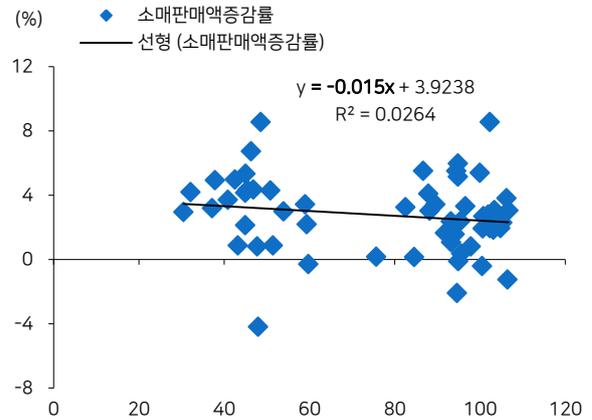
자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

그림6 2011년 이전 WTI와 소매판매액 증감률 상관관계



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림7 2012년 이후 WTI와 소매판매액 증감률 상관관계



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

표1 국내 주요 백화점 점포 현황 및 출점 계획											
롯데쇼핑	점포명	영업면적 (㎡)	영업면적 (평)	임차/소유여부	비고	현대백화점	점포명	영업면적 (㎡)	영업면적 (평)	임차/소유여부	비고
1	본 점	43,668	13,288	소유		1	압구정	31,874	9,642	소유/임차	
2	잠실점	42,655	12,980	소유		2	천호	34,942	10,570	소유/임차	
3	부산점	50,477	15,360	소유		3	미아	37,488	11,340	소유/임차	
4	관악점	18,074	5,500	소유		4	중동	59,286	17,934	소유/임차	
5	청량리점 (청량리역사)	45,991	13,995	소유/임차		5	부산	27,550	8,334	소유/임차	
6	광주점	26,435	8,044	소유		6	대구	56,648	17,136	소유/임차	
7	분당점	22,215	6,760	임차		7	울산	30,446	9,210	소유	
8	부평점	15,380	4,680	소유		8	울산 동구	39,041	11,810	소유/임차	
9	일산점	25,501	7,760	임차		9	코엑스(무역센터)	51,570	15,600	소유/임차	
10	대진점	31,548	9,600	임차		10	목동	61,269	18,534	소유	
11	강남점	27,276	8,300	소유		11	킨텍스	38,916	11,772	소유	
12	포항점	23,004	7,000	임차		12	충청점	43,937	13,291	소유	
13	울산점	39,435	12,000	소유		13	신촌점	40,056	12,117	소유	
14	동래점	27,946	8,504	소유		14	가산하이힐	30,744	9,300	위탁경영	
15	창원점	25,436	7,740	소유		15	김포 아울렛	39,669	12,000	소유	
16	안양점	27,946	8,504	임차		16	판교	92,417	27,956	소유	
17	인천점	30,555	9,298	소유		17	송도	49,589	15,001	소유	
18	상인점	26,573	8,086	임차		18	동대문	39,072	11,819	임차	
19	전주점	34,118	10,382	소유		19	가든파이프	43,890	13,277	임차	2017.04
20	미아점	27,276	8,300	소유		20	대전	42,975	13,000	소유	2018년
21	영플라자 청주점	n/a	n/a	임차		21	남양주	45,289	13,700	소유	2019.09
22	영플라자 대구점	n/a	n/a	임차		22	여의도	89,100	26,953	임차	2020년
23	센텀시티점	29,576	9,000	소유		신세계					
24	아울렛광주 월드컵점	n/a	n/a	임차		1	본점	56,500	4,200	소유	
25	스타시티점	23,661	7,200	임차		2	영등포점	43,100	13,038	소유/임차	
26	아울렛김해점	28,590	8,700	소유		3	인천점	64,400	19,481	임차	
27	아울렛광주 수완점	n/a	n/a	임차		4	광주점	43,400	13,129	광주신세계 운영	
28	광복점	40,749	12,400	소유		5	마산점	25,500	7,714	소유/임차	
29	아울렛대구 율하점	n/a	n/a	소유		6	강남점	86,500	26,166	계열사 소유	
30	이시아폴리스점	n/a	n/a	임차		7	경기점	60,100	18,180	소유	
31	파주아울렛	n/a	n/a	소유		8	센텀시티점	131,262	39,707	소유	
32	김포공항점	26,290	8,000	소유		9	충청점	47,200	14,278	위탁경영	
33	평촌점	n/a	n/a	임차		10	의정부점	51,600	15,609	임차	
34	중동점	n/a	n/a	소유		11	김해점	44,629	13,500	소유	2016.06
35	안산점	n/a	n/a	소유		12	하남스퀘어	151,700	45,889	임차	2016.09
36	구리점	n/a	n/a	소유		13	동대구점	103,000	31,158	소유	2016.12
37	아울렛청주점	n/a	n/a	소유		14	스타필드 고양점	n/a	n/a	임차	2017년
38	아울렛서울역점	n/a	n/a	임차		15	스타필드 부천점	n/a	n/a	임차	2018년
39	노원점	29,524	8,984	소유							
40	아울렛이천점	n/a	n/a	소유							
41	아울렛부여점	n/a	n/a	소유							
42	월드타워점	22,018	6,700	임차							
43	아울렛광명점	n/a	n/a	임차							
44	롯데물동부산점	n/a	n/a	소유							
45	애비뉴엘점	n/a	n/a	소유							
46	영플라자 (명동)	n/a	n/a	소유							
47	영플라자 (청량리)	n/a	n/a	소유							
48	영등포 역사	33,306	10,135	임차							
49	대구 역사	43,303	13,177	임차							
50	인천 항동	16,529	5,000	임차							
51	광주점	n/a	n/a	임차							
52	가산	11,901	3,600	임차							
53	마산 백화점	n/a	n/a	임차							
54	진주아울렛	29,752	9,000	임차	2016.09						
55	전남 남악 아울렛	n/a	n/a	임차	2016년						
56	의정부 아울렛	n/a	n/a	임차	2016년						

자료: 각 사, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 백화점 Global Peer Valuation

	롯데쇼핑	현대백화점	신세계	MACY'S	NORDSTROM	TJX	ROSS STORES
Ticker	023530 KS	069960 KS	004170 KS	M US	JWN US	TJX US	ROST US
국가	한국	한국	한국	미국	미국	미국	미국
현재주가 (01/03) (USD)	178	87	143	36	48	75	66
시가총액 (백만달러)	5,608	2,026	1,411	10,946	8,308	48,977	25,854
절대수익률 (%)							
1M	2.9	(1.8)	(2.3)	(14.4)	(14.3)	(4.1)	(2.7)
3M	4.8	(9.7)	(5.2)	(2.5)	(7.0)	0.8	2.2
6M	6.9	(18.0)	(11.6)	8.7	27.7	(2.1)	16.2
1Y	(6.9)	(15.4)	(25.2)	6.6	(0.8)	7.4	23.0
YTD	(2.3)	(1.8)	(2.3)	6.6	(0.8)	7.4	23.0
초과수익률 (%p)							
1M	0.9	(3.8)	(4.2)	(16.3)	(16.3)	(6.1)	(4.7)
3M	1.0	(13.5)	(9.1)	(6.3)	(10.8)	(3.0)	(1.6)
6M	(0.9)	(25.8)	(19.4)	0.9	19.9	(9.9)	8.4
1Y	(18.8)	(27.4)	(37.2)	(5.4)	(12.8)	(4.6)	11.1
YTD	(14.2)	(13.8)	(14.2)	(5.4)	(12.8)	(4.6)	11.1
PER (배)							
2015	N/A	12.3	5.6	10.7	14.6	21.4	22.4
2016E	25.1	9.4	5.8	10.9	16.2	21.4	23.3
2017E	23.3	8.4	9.3	10.0	15.2	19.8	21.0
PBR (배)							
2015	0.5	0.9	0.8	3.0	9.8	11.0	9.2
2016E	0.4	0.7	0.6	2.7	9.1	11.5	9.5
2017E	0.4	0.6	0.5	2.5	8.5	11.2	8.3
ROE (%)							
2015	(2.3)	7.2	14.3	22.3	36.2	53.1	43.0
2016E	1.7	7.5	9.4	24.2	36.8	52.3	42.5
2017E	1.8	7.5	5.4	23.4	57.5	53.7	42.8
매출액성장률 (%)							
2015	3.7	6.8	2.9	(3.7)	6.9	6.4	8.1
2016E	1.1	9.7	19.3	(4.0)	2.2	7.2	7.3
2017E	2.9	4.3	30.2	(3.2)	4.6	6.8	6.8
영업이익성장률 (%)							
2015	(28.2)	(0.2)	(4.1)	(27.2)	(16.8)	2.7	9.1
2016E	(14.1)	9.0	(7.5)	(5.9)	(18.2)	3.9	10.4
2017E	(2.9)	6.5	10.2	6.0	10.1	4.3	7.8
순이익성장률 (%)							
2015	적전	(3.7)	132.8	(29.8)	(16.7)	2.8	10.4
2016E	흑전	10.7	(8.3)	(23.1)	(29.6)	2.2	8.9
2017E	(3.1)	6.6	(43.3)	25.8	27.3	4.9	8.2
영업이익률 (%)							
2015	2.9	21.9	10.2	7.5	7.6	12.0	13.6
2016E	2.5	21.8	7.9	7.4	6.1	11.6	14.0
2017E	2.4	22.2	6.7	8.1	6.4	11.3	14.1
순이익률 (%)							
2015	(1.2)	16.9	16.9	4.0	4.2	7.4	8.5
2016E	1.2	17.1	13.0	3.2	2.9	7.0	8.7
2017E	1.2	17.5	5.7	4.1	3.5	6.9	8.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Industry Brief
2017. 1. 4

롯데쇼핑 023530

주요 사업부 실적 부진 전망

▲ 유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

- ✓ 4Q 영업이익 1,786억원 (-5.6% YoY) 기록하여 시장 컨센서스 대비 하회 전망
- ✓ 주요 사업부인 국내 백화점과 할인점의 매출 부진에 따른 고정비 부담 증가
- ✓ 관계사들이 보유한 롯데쇼핑의 지분 해소가 아직 이루어지지 않은 상황
- ✓ 2017년 실질적인 롯데그룹의 지배구조 개편은 호텔롯데 상장 이후 본격화 예상
- ✓ 투자 의견 Hold와 적정주가 230,000 원 유지

Hold

적정주가 (12개월) **230,000원**
현재주가 (1.3) **215,000원**

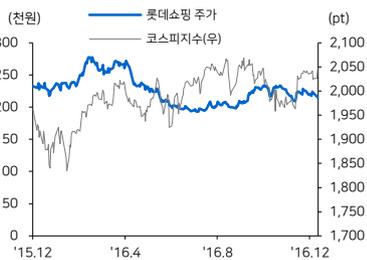
상승여력 **7.0%**

KOSPI	2,043.97pt
시가총액	67,705억원
발행주식수	3,149만주
유통주식비율	29.75%
외국인비중	15.75%
52주 최고/최저가	277,500원 / 193,000원
평균거래대금	121.6억원

주요주주(%)	
신동빈 외 18인	63.97
자사주	6.16

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.14	6.17	-6.52
상대주가	-2.33	2.44	-6.33

주가그래프



4분기 실적, 주요 사업부 부진으로 시장 컨센서스 하회 예상

롯데쇼핑의 4분기 실적은 총매출액 7,79조원 (-0.3% YoY), 매출액 7,47조원 (-0.1% YoY), 영업이익 1,786억원 (-5.6% YoY)을 기록하여, 시장 컨센서스 (매출액 7,73조원, 영업이익 2,364억원)를 하회할 전망이다. 주요 사업부인 국내 백화점과 할인점의 전반적인 매출 부진에 따른 고정비 부담 증가 영향이 클 것으로 판단한다. 롯데백화점과 롯데마트의 4분기 기준점성장률은 모두 마이너스를 기록하여 경쟁사 대비 낮은 수준으로 추산된다. 다만 코리아세븐은 도시락 및 PB상품 판매 비중 확대와 부진점포 폐점에 따른 효율 상승으로 실적 개선세가 지속될 전망이다. 국내 소비 침체와 함께 주요 사업부 백화점과 할인점의 실적 부진이 지속되고 있어 당분간 주가 상승은 제한적일 것으로 판단한다. 따라서 투자 의견 Hold와 적정주가 230,000원을 유지한다.

2017년 호텔롯데 상장 이후 롯데그룹 지배구조 개선 가시화될 전망

2017년 롯데그룹은 호텔롯데 상장을 필두로 지배구조 개선이 가시화될 전망이다. 지난 12월 호텔롯데는 국내 3위 면세점 매출을 기록했던 잠실점 영업을 1월 중에 재개할 계획이며 호텔롯데 상장을 재추진할 것으로 판단한다. 롯데그룹의 지배구조 변화가 롯데쇼핑에 긍정적인 수 있는 요인은 1) 코리아세븐, 롯데리아, 롯데시네마 등 비상장 자회사들의 상장과 2) 지배구조 변화에 따른 조직 효율성 및 ROE 개선 가능성이다. 호텔롯데는 지배구조 상 롯데쇼핑의 상위회사이기 때문에 호텔롯데의 상장은 롯데쇼핑 주주 가치에 중립적이라고 판단한다. 특히 롯데제과, 롯데칠성, 롯데정보통신이 보유한 롯데쇼핑의 지분 해소가 이루어지지 않은 상황에서 롯데쇼핑 주가가 너무 높게 형성되어 있는 것은 그룹차원에서 부담일 수도 있다. 따라서 실질적인 지배구조 개편은 호텔롯데 상장 이후 본격화될 가능성이 높다고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	28,099.6	1,188.4	526.6	16,724	-33.2	531,131	16.3	0.5	5.6	3.2	128.4
2015	29,127.7	853.7	-383.1	-12,164	적전	515,941	N/A	0.5	6.0	-2.3	138.1
2016E	29,458.8	733.6	277.6	8,815	흑전	522,880	25.1	0.4	6.3	1.7	136.0
2017E	30,305.3	712.3	290.4	9,222	4.6	530,225	23.3	0.4	6.2	1.8	134.7
2018E	31,123.5	731.6	314.4	9,985	8.3	538,333	21.5	0.4	6.0	1.9	127.5

표3 4Q16 Earnings Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	7,474.5	7,480.3	-0.1	7,575.1	-1.3	7,733.9	-3.4
영업이익	178.6	189.2	-5.6	175.6	1.7	236.4	-24.5
지배주주순이익	107.0	-555.6	흑전	47.8	124.0	100.3	6.7

자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 추정치 변경내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2016E	2017 E	2016 E	2017 E	2016 E	2017 E
매출액	29,458.8	30,305.3	29,458.8	30,305.3	-0.7	-0.7
영업이익	733.6	712.3	733.6	712.3	-1.8	-2.0
지배주주순이익	277.6	290.4	277.6	290.4	-5.4	-11.2

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 롯데쇼핑 분기별 실적 추이 및 전망

	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2016E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
총매출액	30,155.7	7,461.0	7,504.1	7,871.0	7,785.9	30,622.0	7,632.9	7,742.3	8,112.5	7,998.2	31,486.0
% YoY	3.5	3.9	0.7	2.0	-0.3	1.5	2.3	3.2	3.1	2.7	2.8
순매출액 (재무제표)	29,127.7	7,178.9	7,230.4	7,575.1	7,474.5	29,458.8	7,365.8	7,432.6	7,828.6	7,678.3	30,305.3
% YoY	3.7	3.5	0.0	1.2	-0.1	1.1	2.6	2.8	3.3	2.7	2.9
총매출액 대비 순매출액	96.6	96.2	96.4	96.2	96.0	96.2	96.5	96.0	96.5	96.0	96.3
매출원가	20,217.1	4,957.9	4,950.4	5,245.1	5,201.0	20,354.3	5,072.1	5,109.9	5,406.0	5,318.8	20,906.9
% of Sales	67.0	66.5	66.0	66.6	66.8	66.5	66.5	66.0	66.6	66.5	66.4
% YoY	4.6	4.0	-0.4	0.0	-0.7	0.7	2.3	3.2	3.1	2.3	2.7
매출총이익 (관리기준)	9,938.6	2,221.0	2,280.0	2,330.0	2,273.5	10,267.7	2,293.6	2,322.7	2,422.6	2,359.5	10,571.1
판관비	8,056.8	2,013.0	2,109.0	2,154.0	2,094.9	8,370.9	2,094.6	2,157.2	2,247.3	2,187.0	8,686.1
% of Sales	26.7	27.0	28.1	27.4	26.9	27.3	27.4	27.9	27.7	27.3	27.6
% YoY	6.4	5.8	2.6	5.3	2.2	3.9	4.1	2.3	4.3	4.4	3.8
인건비	1,896.7	473.8	477.0	520.0	550.7	2,021.5	497.5	500.9	546.0	578.2	2,122.5
% of Sales	6.3	6.3	6.4	6.6	7.1	6.6	6.5	6.5	6.7	7.2	6.7
% YoY	5.4	5.7	5.6	10.2	5.0	6.6	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
감가상각비	818.8	200.6	200.0	202.0	202.8	805.4	202.6	202.0	206.0	206.9	817.5
% of Sales	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6	2.7	2.6	2.5	2.6	2.6
% YoY	9.5	-1.0	-3.0	-1.5	-1.0	-1.6	1.0	1.0	2.0	2.0	1.5
임차료	1,106.1	290.5	290.0	291.0	294.9	1,166.4	299.2	298.7	302.6	303.8	1,204.3
% of Sales	3.7	3.9	3.9	3.7	3.8	3.8	3.9	3.9	3.7	3.8	3.8
% YoY	17.0	10.2	7.2	2.8	2.0	5.5	3.0	3.0	4.0	3.0	3.2
지급수수료	802.7	205.8	210.0	227.0	255.5	898.4	226.4	231.0	249.7	281.1	988.2
% of Sales	2.7	2.8	2.8	2.9	3.3	2.9	3.0	3.0	3.1	3.5	3.1
% YoY	9.1	9.7	7.3	29.0	5.0	11.9	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
판매비	1,563.0	386.7	375.0	419.0	337.4	1,518.1	390.6	378.8	423.2	340.7	1,533.3
% of Sales	5.2	5.2	5.0	5.3	4.3	5.0	5.1	4.9	5.2	4.3	4.9
% YoY	-1.9	4.5	-8.2	-4.0	-3.0	-2.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
기타	1,866.5	455.6	557.0	495.0	453.6	1,961.2	478.4	545.9	519.8	476.3	2,020.2
% of Sales	6.2	6.1	7.4	6.3	5.8	6.4	6.3	7.1	6.4	6.0	6.4
% YoY	6.4	5.8	6.4	4.8	3.0	5.1	5.0	-2.0	5.0	5.0	3.0
영업이익	853.7	208.1	171.0	175.6	178.6	733.6	199.0	165.5	175.3	172.5	712.3
% of Sales	2.8	2.8	2.3	2.2	2.3	2.4	2.6	2.1	2.2	2.2	2.3
% YoY	-28.2	-22.1	-15.3	-10.1	-5.6	-14.1	-4.4	-3.2	-0.2	-3.4	-2.9

자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 롯데쇼핑 분기별 세부매출 추이 및 전망											
(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2016E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
백화점											
총매출액	8,666.0	2,166.0	2,126.0	1,973.0	2,536.5	8,801.5	2,212.1	2,171.2	2,015.0	2,589.9	8,988.3
% YoY	1.3	3.4	3.5	2.3	-1.9	1.6	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
국내	8,537.0	2,131.0	2,092.0	1,941.0	2,502.9	8,666.9	2,173.6	2,133.8	1,979.8	2,553.0	8,840.3
% YoY	0.9	3.3	3.4	2.4	-2.0	1.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
해외	128.0	35.0	34.0	32.0	33.6	134.6	38.5	37.4	35.2	37.0	148.1
% YoY	30.6	9.4	9.7	-3.0	5.0	5.2	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
할인점											
총매출액	8,516.0	2,181.0	2,070.0	2,184.0	1,993.3	8,428.3	2,187.4	2,090.4	2,204.2	2,011.9	8,493.9
% YoY	0.1	1.3	-1.0	-2.4	-2.0	-1.0	0.3	1.0	0.9	0.9	0.8
국내	5,976.0	1,537.0	1,398.0	1,568.0	1,418.1	5,921.1	1,537.0	1,405.0	1,575.8	1,425.2	5,943.0
% YoY	-0.2	1.9	-2.8	-0.9	-2.0	-0.9	0.0	0.5	0.5	0.5	0.4
해외	2,540.0	644.0	672.0	616.0	575.3	2,507.3	650.4	685.4	628.3	586.8	2,551.0
% YoY	0.9	-0.2	2.9	-6.0	-2.0	-1.3	1.0	2.0	2.0	2.0	1.7
하이마트											
매출액	3,896.2	887.7	950.7	1,121.5	1,003.9	3,963.8	928.2	1,007.0	1,186.1	1,033.0	4,154.2
% YoY	3.8	3.4	-1.8	5.5	-0.2	1.7	4.6	5.9	5.8	2.9	4.8
금융사업부											
영업수익	1,790.0	435.0	449.0	500.0	434.3	1,818.3	439.4	458.0	505.0	443.0	1,845.3
% YoY	1.6	6.1	-5.1	4.8	1.0	1.6	1.0	2.0	1.0	2.0	1.5
기타사업부											
슈퍼	2,352.0	577.0	577.0	603.0	549.4	2,306.4	582.8	582.8	609.0	554.9	2,329.5
% YoY	-0.1	-0.7	-4.0	-3.7	1.0	-1.9	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
홈쇼핑	887.0	206.0	225.0	228.0	257.3	916.3	216.3	236.3	239.4	270.1	962.1
% YoY	-3.0	-8.4	5.6	11.8	5.0	3.3	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
편의점	3,315.0	831.0	942.0	994.0	843.2	3,610.2	880.9	1,017.4	1,073.5	910.6	3,882.3
% YoY	23.4	18.2	8.5	5.5	5.0	8.9	6.0	8.0	8.0	8.0	7.5
기타 (시네마 등)	743.0	177.0	163.0	267.0	168.0	775.0	185.9	179.3	280.4	184.8	830.3
% YoY	23.0	10.6	-10.4	10.8	5.0	4.3	5.0	10.0	5.0	10.0	7.1

자료: 롯데쇼핑, 메리츠종금증권 리서치센터

롯데쇼핑(023530)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	28,099.6	29,127.7	29,458.8	30,305.3	31,123.5
매출액증가율 (%)	-0.4	3.7	1.1	2.9	2.7
매출원가	19,336.7	20,217.1	20,354.3	20,906.9	21,471.4
매출총이익	8,762.9	8,910.5	9,104.5	9,398.4	9,652.2
판매비와관리비	7,574.5	8,056.8	8,370.9	8,686.1	8,920.6
영업이익	1,188.4	853.7	733.6	712.3	731.6
영업이익률 (%)	4.2	2.9	2.5	2.4	2.4
금융수익	-102.5	-168.6	-159.8	-155.5	-145.6
종속/관계기업관련손익	52.2	6.9	7.0	7.0	7.0
기타영업외손익	-60.1	-771.7	-30.0	-30.0	-15.0
세전계속사업이익	1,078.0	-79.8	550.8	533.9	578.0
법인세비용	462.3	265.7	203.8	170.8	185.0
당기순이익	615.7	-345.5	347.0	363.0	393.0
지배주주지분 순이익	526.6	-383.1	277.6	290.4	314.4

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	14,975.6	15,997.3	16,279.2	16,746.4	16,219.3
현금및현금성자산	1,928.1	1,751.3	1,879.0	1,932.4	1,005.3
매출채권	659.3	569.8	621.5	639.4	656.7
재고자산	3,161.1	3,266.0	3,250.1	3,343.4	3,433.7
비유동자산	25,096.7	24,696.1	24,727.6	24,739.2	24,766.1
유형자산	15,901.0	15,759.1	15,782.7	15,725.9	15,686.5
무형자산	4,156.1	3,578.4	3,548.1	3,518.8	3,490.6
투자자산	3,077.7	3,364.0	3,402.3	3,500.0	3,594.5
자산총계	40,072.3	40,693.4	41,006.8	41,485.7	40,985.4
유동부채	12,533.9	11,918.7	12,123.8	12,446.7	11,762.1
매입채무	3,761.5	3,725.6	3,786.1	3,894.9	4,000.1
단기차입금	1,487.3	1,789.8	1,789.8	1,789.8	1,789.8
유동성장기부채	3,082.3	2,477.3	2,577.3	2,677.3	1,777.3
비유동부채	9,994.5	11,686.9	11,507.2	11,359.3	11,209.7
사채	6,787.3	7,959.9	7,859.9	7,759.9	7,659.9
장기차입금	1,369.6	1,856.5	1,756.5	1,656.5	1,556.5
부채총계	22,528.4	23,605.5	23,631.0	23,806.0	22,971.8
자본금	157.5	157.5	157.5	157.5	157.5
자본잉여금	3,910.8	3,910.8	3,910.8	3,910.8	3,910.8
기타포괄이익누계액	106.8	95.5	95.5	95.5	95.5
이익잉여금	12,360.1	11,893.7	12,112.2	12,343.5	12,598.8
비지배주주지분	818.1	840.4	909.8	982.4	1,061.0
자본총계	17,543.9	17,087.8	17,375.7	17,679.7	18,013.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	1,629.9	641.1	1,483.4	1,537.5	1,537.5
당기순이익(손실)	615.7	-345.5	347.0	363.0	393.0
유형자산감가상각비	764.7	840.1	876.4	856.8	839.4
무형자산상각비	134.7	146.1	30.3	29.3	28.2
운전자본의 증감	-317.0	-1,254.6	80.7	140.8	136.1
투자활동 현금흐름	-600.0	-1,558.4	-1,033.4	-1,163.2	-1,150.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,863.1	-1,094.9	-900.0	-800.0	-800.0
투자자산의 감소(증가)	-272.3	-286.3	-38.2	-97.8	-94.5
재무활동 현금흐름	-416.2	731.0	-322.3	-320.9	-1,314.0
차입금증감	-49.6	1,322.2	-99.9	-99.6	-1,099.6
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	618.7	-176.9	127.7	53.4	-927.1
기초현금	1,309.5	1,928.1	1,751.3	1,879.0	1,932.4
기말현금	1,928.1	1,751.3	1,879.0	1,932.4	1,005.3

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	892,308	924,955	935,470	962,351	988,335
EPS(지배주주)	16,724	-12,164	8,815	9,222	9,985
CFPS	61,414	53,986	51,359	50,028	50,529
EBITDAPS	66,297	58,427	52,089	50,758	50,783
BPS	531,131	515,941	522,880	530,225	538,333
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
배당수익률(%)	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	16.3		25.1	23.3	21.5
PCR	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3
PSR	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EBITDA	2,087.8	1,839.9	1,640.3	1,598.4	1,599.2
EV/EBITDA	5.6	6.0	6.3	6.2	6.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	3.2	-2.3	1.7	1.8	1.9
EBITDA 이익률	7.4	6.3	5.6	5.3	5.1
부채비율	128.4	138.1	136.0	134.7	127.5
금융비용부담률	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
이자보상배율(x)	4.8	3.4	2.8	2.7	2.9
매출채권회전율(x)	43.0	47.4	49.5	48.1	48.0
재고자산회전율(x)	9.0	9.1	9.0	9.2	9.2

Industry Brief
2017. 1. 4

▲ 유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

현대백화점 069960

성장 모멘텀 필요

- ✓ 4분기 매출액 4,859억원 (+2.0% YoY) 영업이익 1,336억원 (+2.5% YoY) 전망
- ✓ 전반적인 소비 위축과 함께 경쟁사의 신규 출점으로 기존점성장을 부진
- ✓ 지난해 신규 오픈한 판교점의 이익 전환 및 대구점 감가상각비 부담 완화
- ✓ 수익에 집중하는 보수적인 대응 전략은 긍정적이나 새로운 성장 모멘텀 필요
- ✓ 투자 의견 Trading Buy, 적정주가 125,000 원으로 하향

Trading Buy

적정주가 (12개월) **125,000원**
현재주가 (1.3) **104,500원**

상승여력 **19.6%**

KOSPI	2,043.97pt
시가총액	24,456억원
발행주식수	2,340만주
유통주식비율	60.92%
외국인비중	34.44%
52주 최고/최저가	147,500원 / 104,500원
평균거래대금	75.7억원

주요주주(%)	
정지선 외 3인	36.08
국민연금	10.00

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.13	-19.92	-15.04
상대주가	-8.04	-22.73	-16.19

주가그래프



4분기 실적, 기존점성장을 부진으로 시장 컨센서스 하회할 전망

현대백화점의 4분기 실적은 총매출액 1,520억원 (+4.5% YoY), 매출액 4,859억원 (+2.0% YoY), 영업이익 1,336억원 (+2.5% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 5,265억원, 영업이익 1,424억원)를 하회할 전망이다. 4분기 기존점성장률은 0.5% (10월 +0%, 11월 +1%, 12월 +0% 추정) 기록한 것으로 추산된다. 전반적인 소비 위축과 함께 경쟁사의 신규 출점으로 인근 상권 점포의 일시적인 매출 부진 영향이 컸다고 판단한다. 기존점성장을 부진에도 신규 점포 (동대문 도심형아울렛, 송도 프리미엄아울렛) 효과로 +4.5% YoY의 총매출 성장이 예상된다. 지난해 신규 오픈한 판교점의 이익 전환 및 대구점 감가상각비 부담 완화로 영업이익이 전년동기대비 +2.5% 소폭 증가할 전망이다.

이익에 집중하는 보수적인 대응 전략 긍정적이나 성장 모멘텀 필요

현대백화점 2017년 실적은 총매출액 5,690억원 (+4.9% YoY), 순매출액 1,900억원 (+4.3% YoY), 영업이익 4,210억원 (+6.5% YoY)이 예상된다. 기존점성장을 둔화와 출점 효과 약화로 매출액 성장률은 2016년 대비 둔화되겠지만 신규 점포들의 이익 정상화와 감가상각비 부담 완화, 수수료 중심으로 인식되는 프리미엄 아울렛 비중이 확대되면서 이익률은 소폭 개선될 전망이다. 지난 12월 획득한 신규 면세점은 2017년 12월경 오픈할 예정이다. 소비침체 속에서 수익에 집중하는 보수적인 대응 전략은 긍정적이나 주가에 모멘텀이 될 수 있는 신규 출점 이외의 성장성이 부족하다. 당분간 경쟁 심화에 따른 부정적 영향이 불가피하다고 판단하여 적정주가를 160,000원에서 125,000원으로 조정하고 투자 의견을 Trading Buy로 하향한다. 적정주가는 2017년 예상 EPS에 적정 PER 10배 (백화점 역사적 평균 PER 11.8배 대비 15% 할인)를 적용하여 산출했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	1,551.9	363.7	268.4	11,470	-10.2	136,414	10.7	0.9	7.8	8.6	50.0
2015	1,657.0	362.8	240.9	10,294	-10.2	145,406	12.3	0.9	8.2	7.2	52.8
2016E	1,817.6	395.5	270.0	11,538	12.1	156,305	9.4	0.7	6.3	7.5	51.1
2017E	1,895.0	421.0	289.5	12,370	7.2	167,937	8.4	0.6	5.5	7.5	44.8
2018E	2,050.4	440.8	305.9	13,071	5.7	180,270	8.0	0.6	4.9	7.4	40.6

표7 4Q16 Earnings Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	485.9	476.3	2.0	423.6	14.7	526.5	-7.7
영업이익	133.6	130.4	2.5	77.9	71.5	142.4	-6.2
지배주주순이익	82.2	76.0	8.2	55.1	49.2	104.1	-21.0

자료: 현대백화점, 메리츠증권 리서치센터

표8 추정치 변경내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2016E	2017 E	2016 E	2017 E	2016 E	2017 E
매출액	1,837.7	1,931.4	1,817.6	1,895.0	-1.1	-1.9
영업이익	395.2	424.9	395.5	421.0	0.1	-0.9
지배주주순이익	269.9	293.7	270.0	289.5	0.0	-1.4

자료: 메리츠증권 리서치센터

표9 현대백화점 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2016E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
총매출액	4,856.1	1,323.9	1,314.5	1,262.1	1,520.1	5,420.6	1,370.3	1,386.8	1,318.9	1,611.3	5,687.2
증가율 (% YoY)	6.4	16.6	17.2	10.3	4.5	11.6	3.5	5.5	4.5	6.0	4.9
매출액	1,657.0	458.6	449.6	423.6	485.9	1,817.6	472.3	472.1	440.5	510.2	1,895.0
증가율 (% YoY)	6.8	15.9	16.1	6.5	2.0	9.7	3.0	5.0	4.0	5.0	4.3
총영업면적 (㎡)	207,153	207,153	230,993	230,993	230,993	230,993	230,993	244,293	244,293	244,293	244,293
증가율 (% YoY)	22.9	22.9	37.0	11.5	11.5	11.5	11.5	5.8	5.8	5.8	5.8
총지점수 (개)	16	16	18	18	18	18	18	19	19	19	19
증가율 (% YoY)	14.3	6.7	20.0	12.5	12.5	12.5	12.5	5.6	5.6	5.6	5.6
매출원가	263.4	82.4	68.0	72.6	55.9	278.8	85.0	71.3	75.3	58.7	290.3
증가율 (% YoY)	2.5	9.8	5.5	5.5	1.3	5.8	3.2	4.8	3.8	5.0	4.1
매출원가율 (%)	15.9	18.0	15.1	17.1	11.5	15.3	18.0	15.1	17.1	11.5	15.3
매출총이익	1,393.6	376.2	381.6	351.0	430.0	1,538.8	387.3	400.8	365.2	451.5	1,604.7
증가율 (% YoY)	7.6	17.3	18.2	6.8	2.1	10.4	2.9	5.0	4.0	5.0	4.3
매출총이익률 (%)	84.1	82.0	84.9	82.9	88.5	84.7	82.0	84.9	82.9	88.5	84.7
판관비	1,030.8	273.8	304.0	269.1	296.4	1,143.3	281.0	317.7	278.4	306.6	1,183.7
증가율 (% YoY)	10.7	19.7	20.4	4.0	1.9	10.9	2.6	4.5	3.5	3.5	3.5
판관비중 (%)	62.2	59.7	67.6	63.5	61.0	62.9	59.5	67.3	63.2	60.1	62.5
인건비	212.6	53.0	51.0	55.0	67.3	226.3	54.6	52.5	56.7	69.4	233.1
증가율 (% YoY)	5.4	11.3	9.8	3.3	3.0	6.4	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
매출대비 (%)	12.8	11.6	11.3	13.0	13.9	12.5	11.6	11.1	12.9	13.6	12.3
판매비	163.0	46.0	47.0	47.0	50.6	190.6	50.6	51.7	51.7	55.7	209.7
증가율 (% YoY)	18.7	27.8	30.6	4.4	10.0	16.9	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
매출대비 (%)	9.8	10.0	10.5	11.1	10.4	10.5	10.7	11.0	11.7	10.9	11.1
감가상각비	124.8	35.0	37.0	37.0	35.0	144.0	35.0	35.0	35.0	35.0	140.0
증가율 (% YoY)	10.3	20.2	24.3	16.0	2.7	15.4	0.0	-5.4	-5.4	0.0	-2.8
매출대비 (%)	7.5	7.6	8.2	8.7	7.2	7.9	7.4	7.4	7.9	6.9	7.4
기타 관리비	530.3	139.8	169.0	130.1	143.4	582.4	140.8	178.5	135.0	146.6	600.9
증가율 (% YoY)	10.7	20.5	20.5	1.1	-1.3	9.8	0.7	5.6	3.8	2.2	3.2
영업이익	362.8	102.4	77.6	81.9	133.6	395.5	106.3	83.1	86.8	144.9	421.0
증가율 (% YoY)	-0.2	11.2	10.2	17.0	2.5	9.0	3.8	7.1	5.9	8.4	6.5
영업이익률 (%)	7.5	7.7	5.9	6.5	8.8	7.3	7.8	6.0	6.6	9.0	7.4

자료: 현대백화점, 메리츠증권 리서치센터

현대백화점(069960)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,551.9	1,657.0	1,817.6	1,895.0	2,050.4
매출액증가율 (%)	1.2	6.8	9.7	4.3	8.2
매출원가	257.1	263.3	278.8	290.3	328.1
매출총이익	1,294.8	1,393.6	1,538.8	1,604.7	1,722.4
판매비와관리비	931.1	1,030.8	1,143.3	1,183.7	1,281.5
영업이익	363.7	362.8	395.5	421.0	440.8
영업이익률 (%)	23.4	21.9	21.8	22.2	21.5
금융수익	8.2	-0.4	0.5	3.5	8.0
중속/관계기업관련손익	50.4	38.5	40.0	40.0	40.0
기타영업외손익	-25.9	-12.2	-10.0	-10.0	-10.0
세전계속사업이익	396.4	388.7	425.9	454.5	478.9
법인세비용	105.4	108.5	115.6	123.6	131.3
당기순이익	291.0	280.3	310.4	330.8	347.6
지배주주지분 순이익	268.4	240.9	270.0	289.5	305.9

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	815.8	910.6	1,026.0	1,056.6	1,240.9
현금및현금성자산	17.6	43.9	88.0	78.6	182.8
매출채권	541.9	560.1	604.4	630.2	681.9
재고자산	54.8	59.8	62.9	65.6	70.9
비유동자산	4,868.1	5,250.2	5,510.2	5,660.1	5,741.3
유형자산	4,117.0	4,396.8	4,590.7	4,709.1	4,726.2
무형자산	51.9	47.0	46.1	45.2	44.3
투자자산	662.2	692.3	759.4	791.7	856.6
자산총계	5,683.9	6,160.8	6,536.2	6,716.7	6,982.2
유동부채	1,431.6	1,086.9	1,332.4	1,283.2	1,385.0
매입채무	520.2	439.7	526.4	548.9	593.9
단기차입금	70.8	41.0	41.0	41.0	41.0
유동성장기부채	299.8	0.0	100.0	0.0	0.0
비유동부채	463.3	1,043.1	878.4	795.5	629.7
사채	0.0	498.8	398.8	298.8	98.8
장기차입금	130.0	179.7	79.7	79.7	79.7
부채총계	1,894.9	2,130.0	2,210.8	2,078.7	2,014.7
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
기타포괄이익누계액	38.7	54.2	54.2	54.2	54.2
이익잉여금	2,547.1	2,769.5	3,023.6	3,294.9	3,582.7
비지배주주지분	544.6	581.0	621.3	662.7	704.4
자본총계	3,789.0	4,030.9	4,325.4	4,638.0	4,967.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동 현금흐름	398.5	401.1	556.1	508.0	565.6
당기순이익(손실)	291.0	280.3	310.4	330.8	347.6
유형자산감가상각비	113.2	124.9	156.1	181.6	182.9
무형자산상각비	1.6	1.6	0.9	0.9	0.9
운전자본의 증감	-10.5	-40.4	128.6	34.7	74.2
투자활동 현금흐름	-193.4	-542.1	-396.1	-301.5	-243.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-371.7	-501.2	-350.0	-300.0	-200.0
투자자산의 감소(증가)	-3.7	8.4	-27.1	7.6	-24.9
재무활동 현금흐름	-267.0	167.3	-116.0	-215.9	-218.2
차입금증감	-248.5	218.9	-100.0	-200.0	-200.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-61.9	26.4	44.1	-9.4	104.2
기초현금	79.5	17.6	43.9	88.0	78.6
기말현금	17.6	43.9	88.0	78.6	182.8

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	66,312	70,803	77,666	80,976	87,616
EPS(지배주주)	11,470	10,294	11,538	12,370	13,071
CFPS	22,130	22,650	23,183	25,360	26,262
EBITDAPS	20,443	20,909	23,611	25,788	26,690
BPS	136,414	145,406	156,305	167,937	180,270
DPS	700	700	700	800	800
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	10.7	12.3	9.4	8.4	8.0
PCR	5.6	5.6	4.7	4.1	4.0
PSR	1.9	1.8	1.4	1.3	1.2
PBR	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
EBITDA	478.4	489.3	552.5	603.5	624.6
EV/EBITDA	7.8	8.2	6.3	5.5	4.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.6	7.2	7.5	7.5	7.4
EBITDA 이익률	30.8	29.5	30.4	31.8	30.5
부채비율	50.0	52.8	51.1	44.8	40.6
금융비용부담률	0.3	0.5	0.5	0.4	0.2
이자보상배율(x)	72.7	43.2	42.9	58.9	100.3
매출채권회전율(x)	2.8	3.0	3.1	3.1	3.1
재고자산회전율(x)	31.1	28.9	29.6	29.5	30.0

Industry Brief
2017. 1. 4

신세계 004170

외형 성장의 딜레마

▲ 유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

- ✓ 4분기 매출액 9,868억원 (+34.9% YoY) 영업이익 967억원 (-6.3% YoY) 전망
- ✓ 백화점, 양호한 기존점 성장과 신규 출점 효과로 경쟁업체 대비 실적 선방
- ✓ 신세계DF(면세점)의 매출 고성장, 손실 규모 전분기대비 소폭 축소 전망
- ✓ 양호한 매출 성장에도 수익성 개선과 증장기 매출 고성장 지속 여부 관건
- ✓ 투자 의견 Trading Buy, 적정주가 190,000 원으로 하향

Trading Buy

적정주가 (12개월) **190,000원**
현재주가 (1.3) **173,000원**

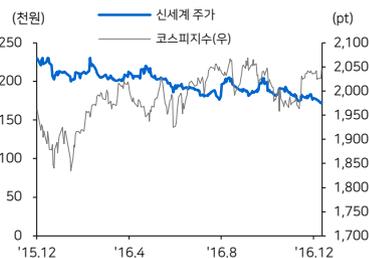
상승여력 **9.8%**

KOSPI	2,043.97pt
시가총액	17,032억원
발행주식수	985만주
유통주식비율	71.84%
외국인비중	26.73%
52주 최고/최저가	230,500원 / 172,000원
평균거래대금	77.0억원

주요주주(%)	
이명희 외 3인	28.06
국민연금	13.67
한국투자신탁운용	12.16

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.70	-11.05	-21.72
상대주가	-7.98	-14.47	-24.33

주가그래프



4분기 백화점 선방에도 면세점 손실로 컨센서스 영업이익 하회 전망

신세계의 4분기 연결기준 매출액은 9,868억원 (+34.9% YoY), 영업이익 967억 원 (-6.3% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 9,426억원, 영업이익 1,084억원) 대비 영업이익이 하회할 전망이다. 연결 자회사 신세계DF(면세점)의 일 매출이 빠르게 상승하면서 (4분기 1,600억원 추정) 외형 성장에 긍정적으로 작용하겠지만, 손실 규모가 3분기 200억원 대비 소폭 축소된 180억원 손실이 예상된다. 지난 12월 획득한 신규 강남 면세점은 2017년 12월경 오픈할 예정이다. 별도기준 매출액은 4,410억원 (+9.0% YoY), 영업이익 921억원 (+23.0% YoY)을 기록할 전망이다. 4분기 기존점성장률 2.5%이 예상되며 김해와 하남의 신규 출점 효과로 총매출액은 9.5% YoY 신장하고 영업이익은 오픈 초기 비용을 감안하더라도 온라인몰 손실폭 축소와 신세계DF로부터의 임대수익으로 +23.0% YoY 증가가 예상된다. 영업외로는 환율 상승으로 3분기 신종자본증권 외화평가손실이 이익으로 전환되면서 순이익 963억원 (+74.8% YoY, 흑자전환 QoQ)이 예상된다.

3분기 백화점 호실적에도 면세점 손실로 컨센서스 소폭 하회 전망

신세계에 대해 투자 의견 Trading Buy를 유지하고 적정주가를 220,000원에서 190,000원으로 하향한다. 2017년 예상 EPS에 적정 PER 10배 (백화점 역사적 평균 PER 11.8배 대비 15% 할인)를 적용하여 산출하였다. 신세계는 신규 출점과 면세 사업 확대에 따른 점유율 상승에 따른 양호한 매출 성장이 예상된다. 그러나 증장기 매출 고성장의 지속 및 수익성 개선 여부가 뚜렷하게 확인되기 전까지 제한된 주가 상승이 예상된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	2,492.3	273.4	156.6	15,908	-0.6	237,635	11.4	0.8	11.5	6.2	122.2
2015	2,564.0	262.1	402.1	40,843	156.8	279,259	5.6	0.8	11.8	14.3	95.0
2016E	3,058.3	242.5	297.8	30,246	-25.9	308,715	5.8	0.6	10.9	9.4	99.5
2017E	3,982.5	267.2	182.5	18,535	-38.7	326,436	9.3	0.5	9.4	5.4	107.8
2018E	4,206.4	301.1	210.5	21,381	15.4	346,982	8.1	0.5	8.4	5.9	101.7

표10 4Q16 Earnings Preview

(십억원)	4Q16E	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	986.8	731.5	34.9	771.5	27.9	942.6	4.7
영업이익	96.7	103.2	-6.3	41.2	134.7	108.4	-10.8
지배주주순이익	96.3	55.1	74.8	-2.1	흑전	73.2	31.6

자료: 신세계, 메리츠증권증권 리서치센터

표11 추정치 변경내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2016E	2017 E	2016 E	2017 E	2016 E	2017 E
매출액	2,797.4	3,019.9	3,058.3	3,982.5	9.3	31.9
영업이익	239.2	269.1	242.5	267.2	1.4	-0.7
지배주주순이익	289.3	167.4	297.8	182.5	2.9	9.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표12 신세계 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2016E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	2,564.0	643.3	656.7	771.5	986.8	3,058.3	905.4	982.3	1,002.1	1,092.7	3,982.5
증감률 (% YoY)	2.9	2.0	9.2	28.4	34.9	19.3	40.7	49.6	29.9	10.7	30.2
신세계 (별도)	1,486.1	377.9	386.5	407.6	441.0	1,612.9	418.4	413.5	433.0	467.5	1,732.4
신세계인터내셔널	884.5	216.9	236.0	245.0	275.7	973.6	227.7	271.4	269.5	303.3	1,071.9
센트럴시티	124.7	31.6	51.0	63.0	50.2	195.7	47.3	56.1	69.3	55.2	227.9
신세계디에프			20.0	99.0	160.0	279.0	170.0	200.0	200.0	220.0	790.0
기타 및 연결조정	68.7	16.9	-16.8	55.8	60.0	116.0	41.8	41.3	30.3	46.7	160.2
성장률 (% YoY)											
신세계 (별도)	-1.1	1.5	8.8	15.2	9.0	8.5	10.7	7.0	6.2	6.0	7.4
신세계인터내셔널	4.5	2.4	16.4	18.1	5.0	10.1	5.0	15.0	10.0	10.0	10.1
센트럴시티	0.4	0.8	73.7	106.1	50.0	57.0	50.0	10.0	10.0	10.0	16.4
신세계디에프							900.0	102.0	37.5		183.2
매출액대비 (%)											
신세계 (별도)	58.0	58.7	58.8	52.8	44.7	52.7	46.2	42.1	43.2	42.8	43.5
신세계인터내셔널	34.5	33.7	35.9	31.8	27.9	31.8	25.2	27.6	26.9	27.8	26.9
센트럴시티	4.9	4.9	7.8	8.2	5.1	6.4	5.2	5.7	6.9	5.0	5.7
신세계디에프			3.0	12.8	16.2	9.1	18.8	20.4	20.0	20.1	19.8
매출총이익	1,634.6	410.6	429.5	457.2	524.1	1,821.4	460.6	484.7	493.1	558.6	1,997.0
증감률 (% YoY)	2.3	2.2	9.7	23.5	11.3	11.4	12.2	12.9	7.9	6.6	9.6
매출총이익률 (%)	63.8	63.8	65.4	59.3	53.1	59.6	50.9	49.3	49.2	51.1	50.1
신세계 (별도)	1,128.8	285.1	298.1	309.6	349.0	1,241.8	309.0	311.7	321.1	370.0	1,311.8
신세계인터내셔널	410.8	101.6	123.2	115.2	135.1	475.0	111.6	133.0	132.1	148.6	525.2
기타 (신세계디에프) 및 연결조정	85.8	23.9	8.2	27.0	40.0	99.1	40.0	40.0	40.0	40.0	160.0
성장률 (% YoY)											
신세계 (별도)	-1.0	2.1	9.3	19.1	10.1	10.0	8.4	4.6	3.7	6.0	5.6
신세계인터내셔널	4.4	2.8	25.9	22.8	4.2	15.6	9.8	8.0	14.7	10.0	10.6
수익성 (%)											
신세계 (별도)	76.0	75.4	77.1	76.0	79.1	77.0	73.8	75.4	74.2	79.2	75.7
신세계인터내셔널	46.4	46.8	52.2	47.0	49.0	48.8	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0
영업이익	262.1	62.1	42.6	41.2	96.7	242.5	59.3	52.9	50.6	104.4	267.2
증감률 (% YoY)	-4.1	-12.9	-14.1	8.1	-6.3	-7.5	-4.5	24.3	22.9	7.9	10.2
영업이익률 (%)	10.2	9.7	6.5	5.3	9.8	7.9	6.5	5.4	5.0	9.6	6.7
신세계 (별도)	184.6	44.3	36.8	36.8	92.1	210.1	56.9	42.3	40.2	91.2	230.7
신세계인터내셔널	17.1	2.9	7.5	1.0	5.5	16.9	3.4	8.1	2.7	9.1	23.4
센트럴시티	61.2	16.5	17.3	25.0	20.1	78.9	18.9	22.4	27.7	22.1	91.2
신세계디에프			-15.0	-20.0	-18.0	-53.0	-15.0	-15.0	-15.0	-15.0	-60.0
기타 및 연결조정	-0.8	-1.6	-4.1	-1.7	-3.0	-10.4	-5.0	-5.0	-5.0	-3.0	-13.8
성장률 (% YoY)											
신세계 (별도)	-2.9	-3.9	-2.4	42.4	23.0	13.8	28.5	14.9	9.1	-1.0	9.8
신세계인터내셔널	-17.6	-58.0	108.9	흑전	-18.8	-0.7	17.8	8.2	169.5	65.0	37.9
센트럴시티	-3.3	-3.3	73.3	61.8	7.1	28.8	14.9	29.4	10.9	10.0	15.6
수익성 (%)											
신세계 (별도)	12.4	11.7	9.5	9.0	20.9	13.0	13.6	10.2	9.3	19.5	13.3
신세계인터내셔널	1.9	1.3	3.2	0.4	2.0	1.7	1.5	3.0	1.0	3.0	2.2
센트럴시티	49.1	52.2	34.0	39.7	40.0	40.3	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0

자료: 신세계, 메리츠증권증권 리서치센터

표13 신세계 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)											
(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2016E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	1,486.1	377.9	386.5	407.6	441.0	1,612.9	418.4	413.5	433.0	467.5	1,732.4
증감률 (% YoY)	-1.1	1.5	8.8	15.2	9.0	8.5	10.7	7.0	6.2	6.0	7.4
총매출액	5,052.7	1,274.7	1,316.6	1,451.9	1,574.9	5,618.1	1,394.8	1,425.7	1,546.4	1,669.5	6,036.5
순매출액/총매출액 (%)	29.4	29.6	29.4	28.1	28.0	28.7	30.0	29.0	28.0	28.0	28.7
백화점 (오프라인)	3,353.0	819.0	834.0	879.0	1,032.9	3,564.9	900.9	900.7	931.7	1,084.5	3,817.9
신세계몰 (온라인)	621.0	191.0	212.0	209.0	215.0	827.0	229.2	254.4	250.8	258.0	992.4
성장률 (% YoY)											
총매출액	0.0	2.6	9.8	23.7	9.5	11.2	9.4	8.3	6.5	6.0	7.4
백화점 (오프라인)	-15.2	-1.9	4.4	12.7	10.0	6.3	10.0	8.0	6.0	5.0	7.1
신세계몰 (온라인)	53.9	28.2	37.7	43.2	25.0	33.2	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
총매출액대비 (%)											
백화점 (오프라인)	66.4	64.2	63.3	60.5	65.6	63.5	64.6	63.2	60.3	65.0	63.2
신세계몰 (온라인)	12.3	15.0	16.1	14.4	13.7	14.7	16.4	17.8	16.2	15.5	16.4
매출총이익	1,128.8	285.1	298.1	309.6	349.0	1,241.8	309.0	311.7	321.1	370.0	1,311.8
백화점 (오프라인)	1,060.0	266.0	274.0	286.0	325.4	1,151.4	283.8	283.7	293.5	341.6	1,233.1
신세계몰 (온라인)	69.0	19.0	24.0	24.0	23.7	90.7	25.2	28.0	27.6	28.4	113.7
성장률 (% YoY)											
백화점 (오프라인)	-2.0	1.5	7.0	16.7	9.6	8.6	6.7	3.5	2.6	5.0	7.1
신세계몰 (온라인)	16.9	11.8	41.2	60.0	18.3	31.4	32.7	16.6	15.0	20.0	25.5
수익성 (%)											
백화점 (오프라인)	31.6	32.5	32.9	32.5	31.5	32.3	31.5	31.5	31.5	31.5	32.3
신세계몰 (온라인)	11.1	9.9	11.3	11.5	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.5
영업이익	184.6	44.3	36.8	36.8	92.1	210.1	56.9	42.3	40.2	91.2	230.7
증감률 (% YoY)	-2.9	-3.9	-2.4	42.4	23.0	13.8	28.5	14.9	9.1	-1.0	9.8
영업이익률 (%)	3.7	3.5	2.8	2.5	5.9	3.7	4.1	3.0	2.6	5.5	3.8
백화점 (오프라인)	196.0	50.0	39.0	40.0	93.0	222.0	63.1	45.0	42.9	92.2	243.1
신세계몰 (온라인)	-13.0	-6.0	-3.0	-3.0	-0.6	-12.6	-6.0	-2.5	-2.5	-0.8	-11.8
성장률 (% YoY)											
백화점 (오프라인)	-6.7	2.0	-4.9	33.3	22.3	13.2	26.1	15.5	7.2	-0.8	9.5
신세계몰 (온라인)	적지										
수익성 (%)											
백화점 (오프라인)	5.8	6.1	4.7	4.6	9.0	6.2	7.0	5.0	4.6	8.5	6.4
신세계몰 (온라인)	-2.1	-3.1	-1.4	-1.4	-0.3	-1.5	-2.6	-1.0	-1.0	-0.3	-1.2

자료: 신세계, 메리츠증권 리서치센터

신세계(004170)

Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,492.3	2,564.0	3,058.3	3,982.5	4,206.4
매출액증가율 (%)	2.1	2.9	19.3	30.2	5.6
매출원가	894.3	929.4	1,236.9	1,985.4	2,022.3
매출총이익	1,598.0	1,634.6	1,821.4	1,997.0	2,184.1
판매비와관리비	1,324.6	1,372.5	1,578.8	1,729.9	1,883.0
영업이익	273.4	262.1	242.5	267.2	301.1
영업이익률 (%)	11.0	10.2	7.9	6.7	7.2
금융수익	-62.1	-27.1	-17.2	5.5	17.6
중속/관계기업관련손익	25.7	28.9	312.0	31.0	32.0
기타영업외손익	13.0	319.4	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	250.0	583.4	537.4	303.7	350.7
법인세비용	63.9	150.2	140.3	78.4	90.8
당기순이익	186.1	433.2	397.0	225.3	259.9
지배주주지분 순이익	156.6	402.1	297.8	182.5	210.5

Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	802.3	588.7	930.8	1,256.7	1,346.7
현금및현금성자산	68.5	44.3	261.5	297.0	333.0
매출채권	126.8	138.2	158.0	199.1	210.3
재고자산	292.0	287.9	436.9	663.7	701.1
비유동자산	7,129.1	7,329.4	7,938.7	8,421.9	8,548.2
유형자산	4,578.8	5,194.3	5,808.1	5,894.6	5,927.7
무형자산	276.2	273.9	269.4	265.1	261.1
투자자산	1,574.9	1,327.0	1,327.0	1,728.0	1,825.2
자산총계	7,931.4	7,918.2	8,869.5	9,678.6	9,894.9
유동부채	1,616.4	1,906.8	2,167.1	2,664.6	2,785.1
매입채무	60.1	71.5	78.5	102.2	108.0
단기차입금	328.3	341.0	341.0	341.0	341.0
유동성장기부채	169.9	180.0	180.0	180.0	180.0
비유동부채	2,746.0	1,950.5	2,256.7	2,355.4	2,203.5
사채	898.6	863.9	1,063.9	1,063.9	963.9
장기차입금	1,040.0	533.4	533.4	433.4	333.4
부채총계	4,362.4	3,857.3	4,423.9	5,020.0	4,988.6
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	400.6	400.0	400.0	400.0	400.0
기타포괄이익누계액	651.8	361.5	361.5	361.5	361.5
이익잉여금	1,517.7	1,898.9	2,184.4	2,354.6	2,552.8
비지배주주지분	953.3	1,037.6	1,136.9	1,179.7	1,229.0
자본총계	3,569.1	4,060.9	4,445.6	4,658.6	4,906.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	378.7	278.6	511.5	815.3	555.3
당기순이익(손실)	186.1	433.2	397.0	225.3	259.9
유형자산감가상각비	155.7	161.6	186.2	213.5	216.8
무형자산상각비	12.5	13.9	4.5	4.3	4.1
운전자본의 증감	76.7	-48.9	245.8	413.2	116.5
투자활동 현금흐름	-513.9	-150.8	-492.2	-677.9	-317.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-416.4	-619.9	-800.0	-300.0	-250.0
투자자산의 감소(증가)	-150.6	247.9	312.0	-370.0	-65.2
재무활동 현금흐름	185.5	-152.0	197.9	-101.9	-202.2
차입금증감	46.4	-516.5	200.2	-99.6	-199.9
자본의증가	13.1	-0.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가	50.3	-24.2	217.2	35.5	36.0
기초현금	18.2	68.5	44.3	261.5	297.0
기말현금	68.5	44.3	261.5	297.0	333.0

Key Financial Data

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당데이터(원)					
SPS	253,150	260,430	310,635	404,509	427,254
EPS(지배주주)	15,908	40,843	30,246	18,535	21,381
CFPS	47,013	46,565	44,010	49,260	53,019
EBITDAPS	44,857	44,445	44,010	49,260	53,019
BPS	237,635	279,259	308,715	326,436	346,982
DPS	1,150	1,250	1,250	1,250	1,250
배당수익률(%)	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	11.4	5.6	5.8	9.3	8.1
PCR	3.8	4.9	4.0	3.5	3.3
PSR	0.7	0.9	0.6	0.4	0.4
PBR	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5
EBITDA	441.6	437.6	433.3	485.0	522.0
EV/EBITDA	11.5	11.8	10.9	9.4	8.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.2	14.3	9.4	5.4	5.9
EBITDA 이익률	17.7	17.1	14.2	12.2	12.4
부채비율	122.2	95.0	99.5	107.8	101.7
금융비용부담률	3.3	2.7	2.1	1.6	1.4
이자보상배율(x)	3.4	3.9	3.8	4.1	5.0
매출채권회전율(x)	21.0	19.4	20.6	22.3	20.5
재고자산회전율(x)	9.3	8.8	8.4	7.2	6.2

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 1월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 1월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 1월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

롯데쇼핑(023530) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.15	산업분석	Hold	300,000	유주연	
2015.04.10	산업분석	Hold	300,000	유주연	
2015.05.12	기업브리프	Hold	300,000	유주연	
2015.07.09	산업분석	Hold	300,000	유주연	
2015.10.13	산업분석	Hold	300,000	유주연	
2016.04.07	산업브리프	Buy	300,000	양지혜	
2016.05.09	기업브리프	Buy	300,000	양지혜	
2016.06.13	기업브리프	Hold	250,000	양지혜	
2016.08.08	기업브리프	Hold	208,000	양지혜	
2016.11.07	기업브리프	Hold	230,000	양지혜	
2017.01.04	산업브리프	Hold	230,000	양지혜	

현대백화점(069960) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자 의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.15	산업분석	Hold	140,000	유주연	
2015.03.13	산업분석	Buy	180,000	유주연	
2015.04.10	산업분석	Buy	180,000	유주연	
2015.05.28	산업브리프	Buy	180,000	유주연	
2015.07.09	산업분석	Buy	180,000	유주연	
2015.07.30	산업브리프	Buy	180,000	유주연	
2015.08.03	기업브리프	Buy	200,000	유주연	
2015.08.27	산업브리프	Buy	200,000	유주연	
2015.10.01	산업브리프	Buy	200,000	유주연	
2015.10.13	산업분석	Buy	200,000	유주연	
2016.05.31	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	
2016.07.25	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	
2016.10.07	산업브리프	Buy	160,000	양지혜	
2017.01.04	산업브리프	Trading Buy	125,000	양지혜	

신세계(004170) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.01.15	산업분석	Hold	200,000	유주연	
2015.03.27	기업브리프	Hold	200,000	유주연	
2015.04.10	산업분석	Hold	200,000	유주연	
2015.07.09	산업분석	Hold	200,000	유주연	
2015.10.13	산업분석	Buy	280,000	유주연	
2016.05.31	기업브리프	Buy	240,000	담당자 변경	
2016.08.11	기업브리프	Buy	240,000	양지혜	
2016.10.07	산업브리프	Trading Buy	220,000	양지혜	
2017.01.04	산업브리프	Trading Buy	190,000	양지혜	