

2018. 1. 22



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6098-6667

jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미

02. 6098-6664

bomi.yun@meritz.co.kr

Overweight

Top Pick

호텔신라(008770)	Buy	110,000원
--------------	-----	----------

관심종목

롯데하이마트(071840)	Buy	90,000원
이마트(139480)	Trading Buy	300,000원

유통

중국 럭셔리 소비, 제 2의 서막

- ✓ 4분기 유통 커버리지 7개사 실적, 시장 기대치 충족할 전망
- ✓ 럭셔리 소비는 유가 상승과 인플레이션 시기에 높은 가격 전가력으로 더욱 강화
- ✓ 백화점 중심에서 면세점과 온라인 중심으로 럭셔리 브랜드들의 채널 전략 변화
- ✓ 중국 중산층의 소득 수준이 꾸준히 상승하면서 럭셔리 브랜드 소비력 확대
- ✓ Top-pick 호텔신라, 관심종목 롯데하이마트, 이마트 제시

4분기 유통 커버리지 7개사 실적, 시장 기대치 충족할 전망

메리츠증권추천에 따르면 유통업종 커버리지 7개사의 합산 4분기 매출액 및 영업이익은 각각 +9.9% YoY, +9.6% YoY 인 11,16 조원, 5,507 억원으로 시장 컨센서스 대비 매출액은 -1.1%, 영업이익은 -2.6%를 기록하여 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 특히 4분기 중국 럭셔리 소비 모멘텀이 강화되면서 호텔신라와 신세계의 영업이익 합이 전년동기대비 27.2% 크게 증가할 것으로 예상된다. 이마트와 롯데하이마트는 수익성 중심으로 운영하면서 전년동기대비 영업이익이 15.8% 상승 (일회성 요인 제외)하고 BGF 리테일과 GS 리테일은 편의점 비수기 진입과 함께 추운 날씨로 부진하겠지만 낮아진 시장 기대치에 부합할 전망이다.

달라진 중국 럭셔리 소비, 1) 인플레이션 2) 면세점, 온라인 3) 중산층

일반적으로 럭셔리 소비는 유가 상승과 인플레이션 시기에 더욱 강화되는 경향이 있다. 원가 상승 대비 브랜드력에 기반한 가격 전가력이 뛰어나기 때문이다. 과거 백화점 중심에서 면세점과 온라인 중심으로 럭셔리 브랜드들의 채널 전략 변화도 실적 향상에 긍정적으로 작용하고 있다. 한편 전세계 럭셔리 브랜드의 핵심 구매층은 중국인이다. 2013년 시진핑 정권 출범 이후 사치품 억제 정책으로 둔화되었던 럭셔리 소비가 다시 살아나고 있다. 2017년 시진핑 집권 2기가 시작되면서 다시 사치품 억제 정책을 강화하고 있지만 럭셔리 소비는 더욱 강해지고 있는데 이는 중국 상위층이 주도했던 과거와는 달리 중국 중산층의 소득 수준이 꾸준히 상승하면서 소비력이 확대되고 있기 때문이다.

Top-pick 호텔신라 유지

중국 중산층의 소득수준 향상으로 럭셔리 소비 모멘텀 강화되고 있는 가운데 호텔신라 (Buy / TP 110,000 원)의 최대 수혜가 예상된다. 한편 온오프라인 연계한 채널 경쟁력이 꾸준히 강화되고 있는 롯데하이마트 (Buy / TP 90,000 원)와 이마트 (Trading Buy / TP 300,000 원)를 관심종목으로 제시한다.

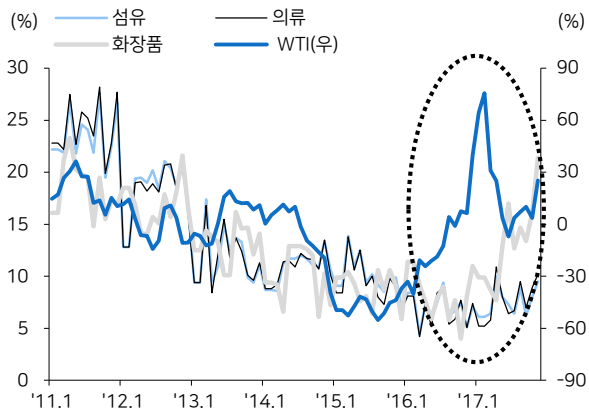
Key Chart

그림1 S&P Global Luxury Index 추이



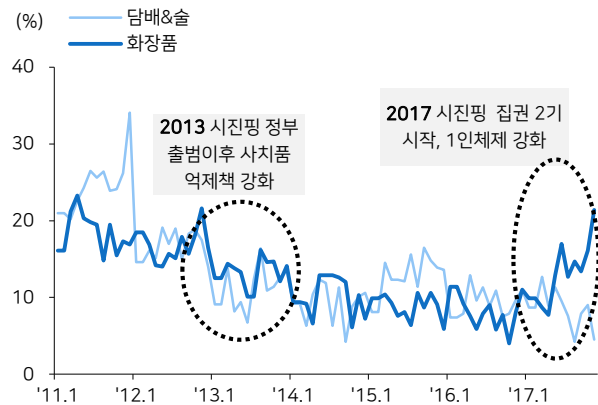
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 유가 (WTI증감률)와 중국 소매판매액 성장률 추이



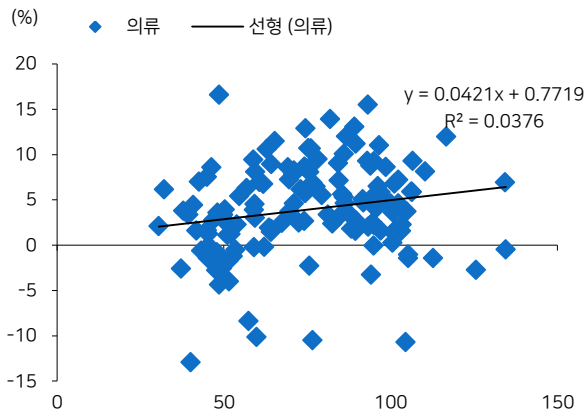
자료: Bloomberg, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림3 중국 화장품 및 담배&술 소매판매액 성장률 추이



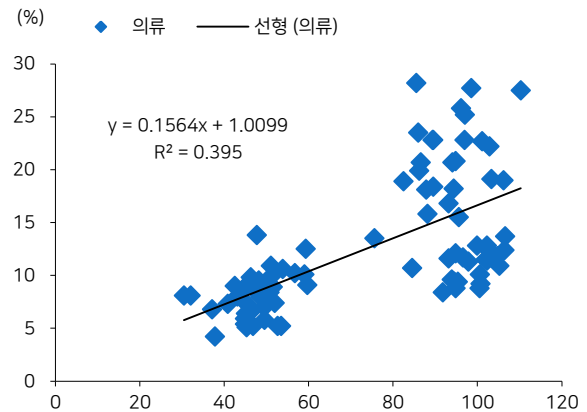
자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림4 유가 (WTI)와 국내 의류소비 상관관계



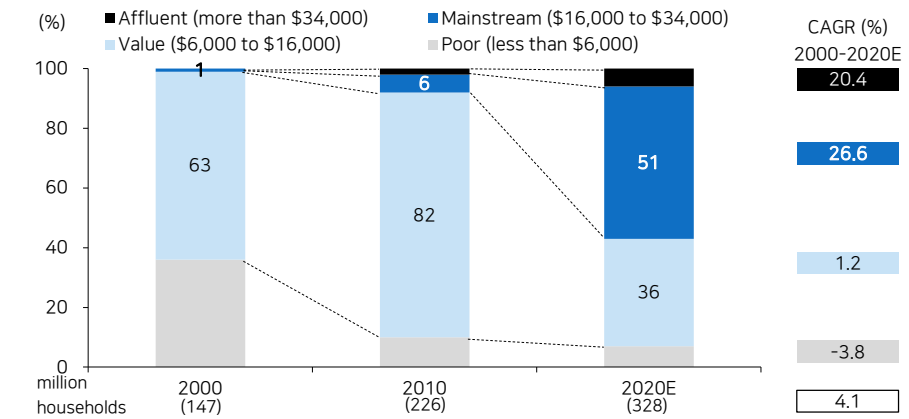
자료: Bloomberg, 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림5 유가 (WTI)와 중국 의류소비 상관관계



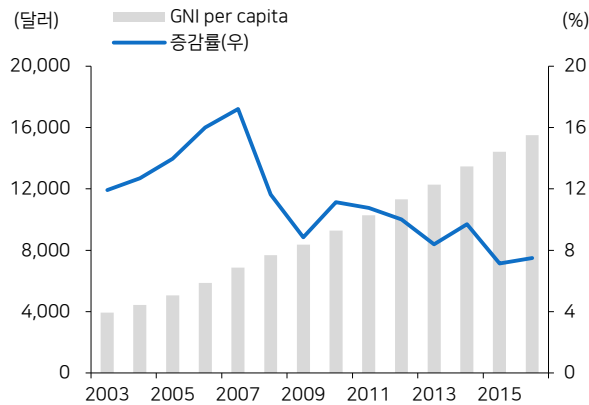
자료: Bloomberg, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림6 중국 중산층 인구의 소비력 증가



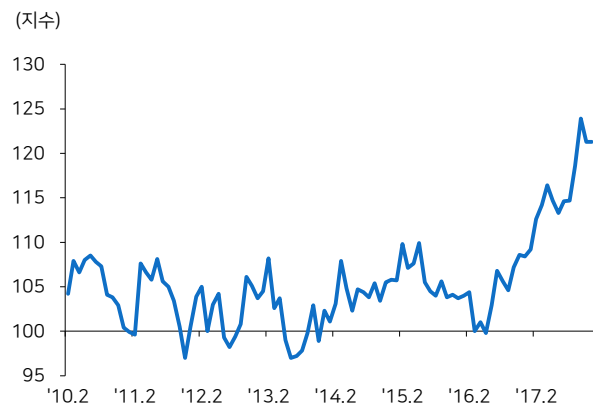
자료: 삼성디자인넷, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 중국 평균소득 수준의 상승으로 중산층 소비력 확대



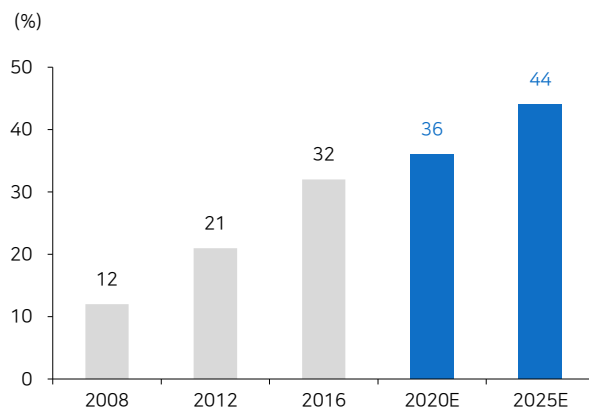
자료: 세계은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 중국 소비자대지수 추이



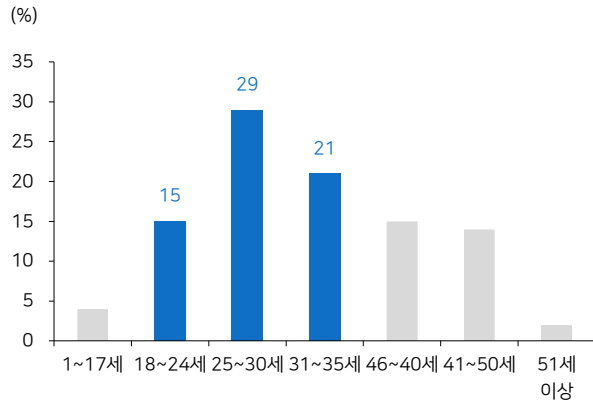
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 럭셔리 소비재 시장 내 중국인 소비자 비중



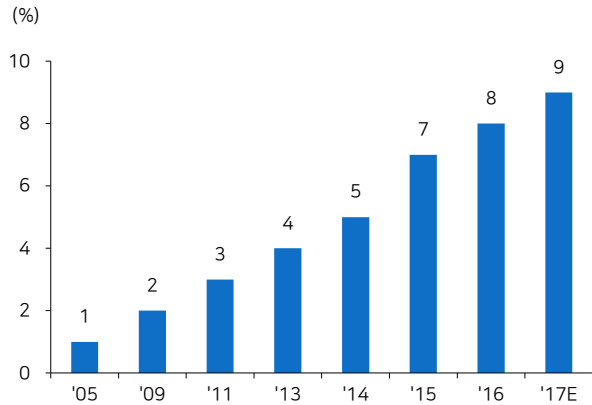
자료: Mckinsey, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 럭셔리 소비재 소비자 연령 분포



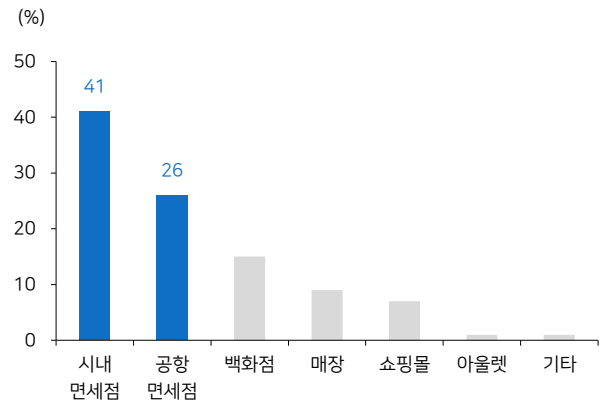
자료: 언론자료, 21세기상업평론, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 글로벌 온라인 럭셔리 소비재 시장 비중



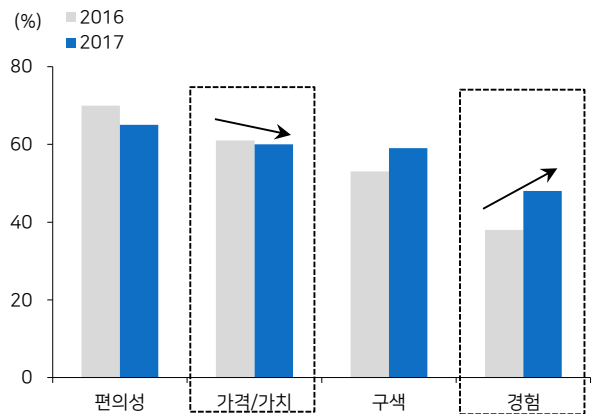
자료: Bain&Company, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 중국인들이 해외에서 명품 구매 시 이용하는 채널 비중



자료: Mckinsey, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 소비자 조사, 온라인 쇼핑을 주요 기대요인



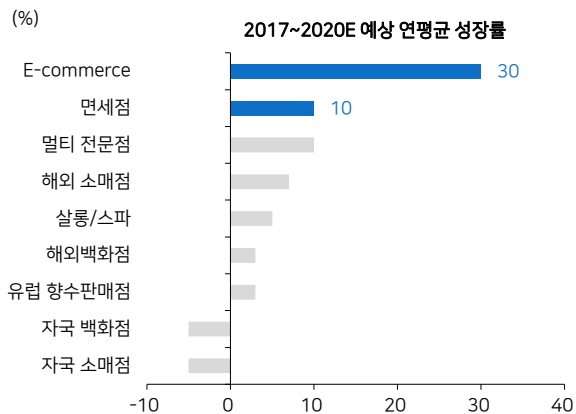
자료: Nielsen Analysis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 명품브랜드 전략, 감성과 체험으로 어필



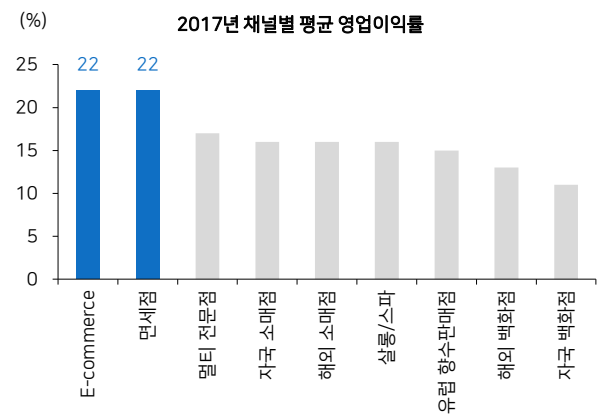
자료: 유튜브 에르메스 채널, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 에스티로더 채널별 성장률 비교

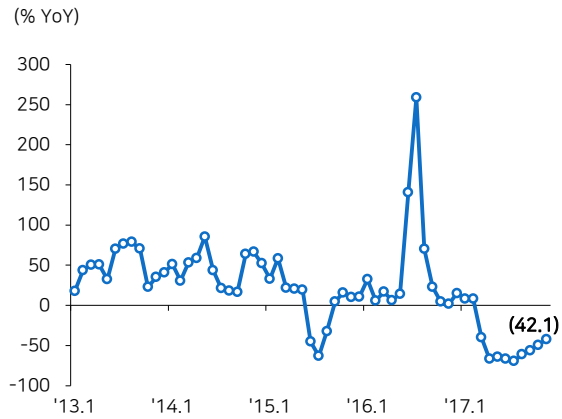


자료: 에스티로더, 메리츠증권증권 리서치센터

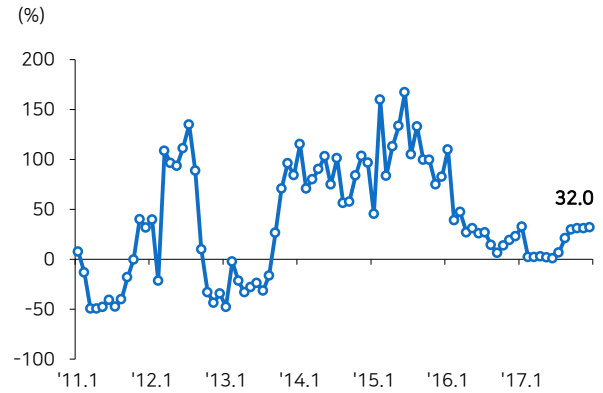
그림16 에스티로더 채널별 영업이익률 비교



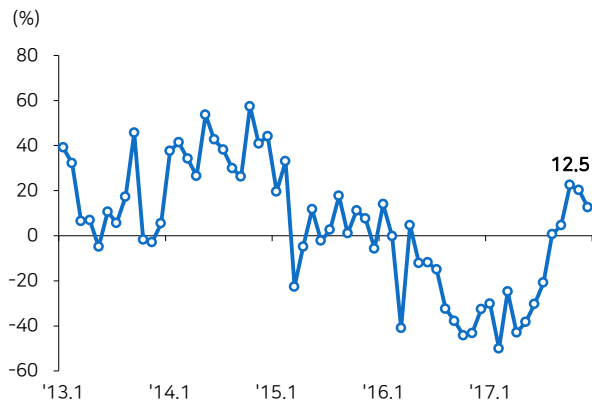
자료: 에스티로더, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 한국에 입국하는 중국인 수 증감률 추이 -11월 -42.1%

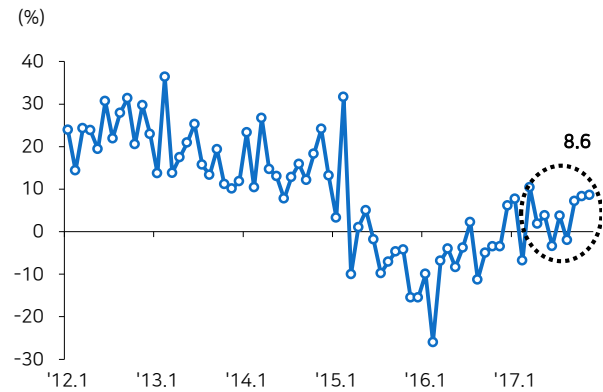
자료: 한국관광공사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 일본에 입국하는 중국인 수 증감률 추이 -12월 32.0%

자료: 일본정부관광국, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 대만에 입국하는 중국인 수 증감률 추이- 12월 12.5%

자료: 대만관광국, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 홍콩에 입국하는 중국인 수 증감률 추이 -11월 8.6%

자료: 홍콩여유국, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 월별 및 연간 면세점 동향

(천명, 천달러)	내국인				외국인				합계			
	인원수	증감률	매출금액	증감률	인원수	증감률	매출금액	증감률	인원수	증감률	매출금액	증감률
2016년 01월	2,423		236,752		1,525		517,385		3,948		754,137	
2016년 02월	2,217		211,662		1,491		490,268		3,708		701,930	
2016년 03월	2,089		212,725		1,610		609,963		3,699		822,688	
2016년 04월	2,220		241,886		1,831		633,957		4,051		875,843	
2016년 05월	2,237		245,607		1,844		625,903		4,081		871,510	
2016년 06월	2,315		245,118		1,842		624,564		4,156		869,682	
2016년 07월	2,413		267,849		1,917		637,508		4,330		905,357	
2016년 08월	2,558		285,522		1,900		682,417		4,459		967,939	
2016년 09월	2,449	27.7	277,106	39.8	1,711	31.8	666,473	55.5	4,160	29.3	943,579	50.5
2016년 10월	2,420	9.2	267,841	12.9	1,846	20.9	728,971	35.8	4,266	14.0	996,812	28.8
2016년 11월	2,312	5.2	251,214	6.8	1,519	8.3	666,382	30.2	3,832	6.4	917,596	22.8
2016년 12월	2,272	1.5	247,595	3.3	1,595	11.0	733,931	39.7	3,867	5.2	981,526	28.3
2017년 01월	2,509	3.6	260,718	10.1	1,682	10.3	708,392	36.9	4,191	6.2	969,110	28.5
2017년 02월	2,485	12.1	257,709	21.8	1,633	9.5	882,538	80.0	4,118	11.1	1,140,247	62.4
2017년 03월	2,534	21.3	267,001	25.5	1,235	-23.3	664,945	9.0	3,768	1.9	931,945	13.3
2017년 04월	2,705	21.9	299,059	23.6	998	-45.5	590,151	-6.9	3,704	-8.6	889,210	1.5
2017년 05월	2,579	15.3	280,167	14.1	1,024	-44.5	655,899	4.8	3,603	-11.7	936,066	7.4
2017년 06월	2,628	13.6	277,425	13.2	1,064	-42.2	688,568	10.2	3,693	-11.2	965,993	11.1
2017년 07월	2,636	9.2	288,843	7.8	1,060	-44.7	693,712	8.8	3,696	-14.7	982,555	8.5
2017년 08월	2,694	5.3	293,421	2.8	1,190	-37.4	885,624	29.8	3,884	-12.9	1,179,045	21.8
2017년 09월	2,631	7.4	301,056	8.6	1,270	-25.8	931,213	39.7	3,901	-6.2	1,232,269	30.6
2017년 10월	2,469	2.0	269,756	0.7	1,222	-33.8	848,835	16.4	3,691	-13.5	1,118,591	12.2
2017년 11월	2,521	9.0	288,565	14.9	1,318	-13.2	938,013	40.8	3,840	0.2	1,226,578	33.7
2017년 12월	2,484	9.3	292,789	18.3	1,416	-11.3	939,070	28.0	3,899	0.8	1,231,859	25.5
2009	12,853		1,441,700		8,410		1,592,700		21,263		3,034,400	
2010	15,255	18.7	2,167,500	50.3	8,178	-2.8	1,749,700	9.9	23,433	10.2	3,917,200	29.1
2011	16,427	7.7	2,416,800	11.5	9,872	20.7	2,445,900	39.8	26,299	12.2	4,862,700	24.1
2012	16,834	2.5	2,367,800	-2.0	12,002	21.6	3,240,100	32.5	28,836	9.6	5,607,900	15.3
2013	17,146	1.9	2,342,900	-1.1	12,437	3.6	3,897,600	20.3	29,583	2.6	6,240,500	11.3
2014	18,557	8.2	2,451,800	4.6	15,766	26.8	5,451,400	39.9	34,323	16.0	7,903,200	26.6
2015	24,587	32.5	2,725,700	11.2	16,081	2.0	5,416,900	-0.6	40,668	18.5	8,142,600	3.0
2016	27,925	13.6	2,990,877	9.7	20,632	28.3	7,617,723	40.6	48,556	19.4	10,608,600	30.3
2017	30,876	10.6	3,376,523	12.9	15,111	-26.8	9,426,960	23.8	45,987	-5.3	12,803,482	20.7

자료: 한국면세점협회, 메리츠증권 리서치센터

표2 지역별 면세점 인원수 및 증감률 현황

(천명, %)	서울			인천			부산			제주		
	내국인	외국인	내+외국인 증감률	내국인	외국인	내+외국인 증감률	내국인	외국인	내+외국인 증감률	내국인	외국인	내+외국인 증감률
2016년 08월	638	839		1,093	702		134	62		563	230	
2016년 09월	630	717		1,038	648		125	74		520	214	
2016년 10월	595	797		1,003	712		113	66		567	210	
2016년 11월	563	652		977	622		103	55		526	143	
2016년 12월	621	698		947	646		101	56		461	151	
2017년 01월	705	732		1,033	687		102	43		500	166	
2017년 02월	711	781		1,034	599		98	46		463	160	
2017년 03월	699	521		1,031	547		91	37		530	81	
2017년 04월	775	371		1,066	509		81	29		609	42	
2017년 05월	685	394		1,047	514		68	26		594	47	
2017년 06월	681	433		1,093	513		85	27		592	49	
2017년 07월	730	407		1,101	527		81	23		549	57	
2017년 08월	730	474	-18.5	1,106	575	-6.4	91	31	-37.7	586	63	-18.1
2017년 09월	700	510	-10.1	1,109	593	0.9	94	41	-32.1	559	74	-13.8
2017년 10월	576	486	-23.7	1,088	577	-3.0	80	38	-34.4	546	71	-20.5
2017년 11월	618	562	-2.9	1,085	597	5.2	93	42	-14.5	530	66	-10.7
2017년 12월	658	629	-2.4	1,064	627	6.2	95	44	-11.0	474	72	-10.7

자료: 한국면세점협회, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 지역별 면세점 매출금액 및 증감률 현황

(천달러, %)	서울			인천			부산			제주		
	내국인	외국인	내+외국 인 증감률	내국인	외국인	내+외국 인 증감률	내국인	외국인	내+외국 인 증감률	내국인	외국인	내+외국 인 증감률
2016년 08월	101,931	466,623		94,816	87,368		27,143	35,358		49,939	86,899	
2016년 09월	105,586	456,610		92,355	79,663		23,668	34,006		44,321	90,576	
2016년 10월	97,038	505,342		90,186	91,800		22,964	34,294		46,067	90,861	
2016년 11월	90,853	472,777		86,011	83,607		20,407	32,862		42,202	70,559	
2016년 12월	98,711	524,267		82,051	85,873		18,473	33,011		36,815	84,233	
2017년 01월	101,219	491,718		88,096	90,521		18,296	29,279		39,366	89,881	
2017년 02월	102,065	653,134		87,890	84,351		17,273	32,821		35,753	105,730	
2017년 03월	107,017	492,526		87,752	73,582		17,188	29,012		40,123	63,468	
2017년 04월	125,212	435,128		93,566	71,360		17,909	22,363		48,249	55,180	
2017년 05월	108,498	495,505		92,229	72,092		16,815	23,618		49,152	58,748	
2017년 06월	105,498	523,267		92,527	72,779		18,546	22,641		46,942	64,657	
2017년 07월	119,946	520,377		93,085	73,975		18,218	19,345		44,026	74,668	
2017년 08월	119,004	681,630	40.8	93,605	80,838	-4.2	17,804	26,000	-29.9	48,923	91,187	2.4
2017년 09월	127,220	703,028	47.7	97,356	88,355	8.0	18,745	32,808	-10.6	44,152	99,246	6.3
2017년 10월	96,840	642,864	22.8	98,162	86,340	1.4	15,210	27,482	-25.4	44,701	85,623	-4.8
2017년 11월	113,084	724,506	48.6	97,607	89,256	10.2	18,165	28,739	-11.9	43,665	88,481	17.2
2017년 12월	119,354	721,982	35.1	96,874	91,559	12.2	19,033	28,153	-8.3	41,733	91,514	10.1

자료: 한국면세점협회, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 형태별 면세점 인원수 및 증감률 현황

(천명, %)	시내						출국장					
	인원수			증감률 (%)			인원수			증감률 (%)		
	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계
2016년 08월	704	974	1,678				1,295	908	2,203			
2016년 09월	680	871	1,551				1,252	825	2,077			
2016년 10월	626	932	1,558				1,231	898	2,129			
2016년 11월	588	743	1,331				1,202	766	1,967			
2016년 12월	644	806	1,451				1,169	779	1,948			
2017년 01월	730	842	1,571				1,281	831	2,112			
2017년 02월	733	889	1,621				1,293	736	2,029			
2017년 03월	714	556	1,270				1,292	670	1,962			
2017년 04월	789	380	1,170				1,310	608	1,918			
2017년 05월	689	406	1,096				1,298	608	1,906			
2017년 06월	706	447	1,154				1,334	608	1,941			
2017년 07월	759	421	1,180				1,338	630	1,968			
2017년 08월	757	492	1,248	7.5	-49.5	-25.6	1,360	689	2,049	5.0	-24.1	-7.0
2017년 09월	729	548	1,277	7.1	-37.0	-17.7	1,353	714	2,066	8.0	-13.5	-0.5
2017년 10월	584	521	1,105	-6.7	-44.1	-29.1	1,346	692	2,038	9.4	-22.9	-4.3
2017년 11월	638	598	1,236	8.5	-19.5	-7.1	1,361	714	2,074	13.2	-6.8	5.4
2017년 12월	686	673	1,359	6.4	-16.5	-6.3	1,332	736	2,068	14.0	-5.6	6.1

자료: 한국면세점협회, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 형태별 면세점 매출금액 및 증감률 현황

(천달러, %)	시내						출국장					
	매출금액			증감률 (%)			매출금액			증감률 (%)		
	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계	내국인	외국인	합계
2016년 08월	125,285	578,195	703,480				110,903	102,490	213,393			
2016년 09월	124,990	572,054	697,044				108,364	93,087	201,451			
2016년 10월	115,532	620,987	736,519				106,879	106,530	213,409			
2016년 11월	107,069	570,254	677,323				102,542	95,203	197,745			
2016년 12월	112,905	635,746	748,651				98,397	97,222	195,619			
2017년 01월	114,979	605,568	720,547				106,829	101,871	208,700			
2017년 02월	115,043	786,701	901,743				107,418	95,207	202,625			
2017년 03월	119,915	581,164	701,079				107,464	83,109	190,573			
2017년 04월	139,520	509,399	648,920				112,152	79,996	192,148			
2017년 05월	121,698	574,280	695,978				110,067	80,867	190,934			
2017년 06월	120,600	606,685	727,285				110,644	81,186	191,830			
2017년 07월	135,392	610,169	745,562				110,614	82,805	193,420			
2017년 08월	132,616	794,462	927,078	5.9	37.4	31.8	112,600	90,399	202,999	1.5	-11.8	-4.9
2017년 09월	141,993	832,496	974,489	13.6	45.5	39.8	115,831	98,029	213,861	6.9	5.3	6.2
2017년 10월	107,618	752,698	860,315	-6.9	21.2	16.8	118,276	95,454	213,730	10.7	-10.4	0.2
2017년 11월	126,629	838,541	965,170	18.3	47.0	42.5	119,207	98,936	218,143	16.3	3.9	10.3
2017년 12월	134,056	837,577	971,633	18.7	31.7	29.8	118,055	100,915	218,970	20.0	3.8	11.9

자료: 한국면세점협회, 메리츠종금증권 리서치센터

Industry Brief
2018. 1. 22

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미
02-6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

Buy

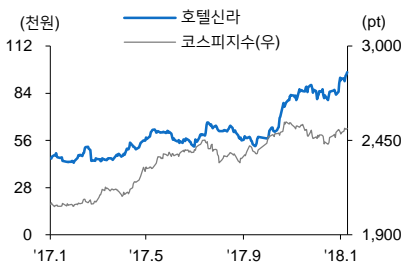
적정주가 (12개월) **110,000 원**
현재주가 (1.19) **96,600 원**
상승여력 **13.9%**

KOSPI 2,520.26pt
시가총액 37,914억원
발행주식수 3,925만주
유동주식비율 77.31%
외국인비중 26.53%
52주 최고/최저가 96,600원/42,800원
평균거래대금 497.1억원

주요주주(%)
삼성생명보험 외 5 인 17.24
국민연금 12.99
BlackRock Fund Advisors 외 13 인 5.04

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월
절대주가 11.7 62.1 109.3
상대주가 9.8 56.3 72.2

주가그래프



호텔신라 008770

중국 럭셔리 소비, 제2의 서막

- ✓ 4Q 면세점 호조로 시장 컨센서스 충족할 전망
- ✓ 원화강세는 원가율에 부정적이지만 높은 매출 증가 대비 알선수수료 유지 예상
- ✓ 중국 중산층의 소득수준 상승에 따른 중국 럭셔리 소비 모멘텀 강화
- ✓ 2018년 중국인 관광객 회복 예상되는 홍콩공항과 인천공항 제2터미널 확장
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 110,000 원 유지

4분기 면세점 호조로 시장 컨센서스 충족할 전망

호텔신라의 4분기 실적은 매출액 1조 126억원 (+8.4% YoY), 영업이익 201억원 (+28.8% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스(매출액 1조 289억원, 영업이익 207억원)를 충족할 전망이다. 특히 핵심 사업부인 면세 부문의 영업이익이 216억원 (+24.8% YoY) 달성할 것으로 예상하며 원화강세는 원가율에 부정적이었지만 높은 매출 증가 대비 알선수수료(판관비 반영)는 전년동기 수준을 유지하면서 영업이익이 크게 증가할 전망이다.

글로벌 상위 면세 사업자로서의 위상 강화

호텔신라는 수익성 중심으로 운영하면서 영업환경 개선 시 주도권 선점을 위한 준비를 지속해 왔다. 국내 면세입찰 및 한중관계 관련 정치적 불확실성이 해소되면서 상위업체인 신라면세점의 주도권이 더욱 강화될 전망이다. 아시아 공항 면세점 점유율 또한 꾸준히 상승하고 있다. 향후 신규 사업 진행에 관한 다양한 모멘텀(인천공항 제2터미널 확장, 신라스테이 해외 확장, 추가적인 국내 및 해외 공항 입찰 등)을 보유하고 있어 당분간 높은 밸류에이션을 지지할 전망이다.

특히 싱가포르 공항 면세점의 안정적 성장과 함께 적자폭이 꾸준히 축소되고 홍콩 공항 면세점(매출액 3,400억원, 영업손실 40억원 예상)이 추가되면서 아시아 공항 면세점 점유율 대폭 확대될 전망이다. 2년전 시위로 중국인 관광객이 급감했던 홍콩 지역에서 최근 중국인 관광객이 다시 증가(11월 +8.6% YoY)하고 있어 기대된다. 전반적인 중국 중산층의 소득수준 상승에 따른 중국 럭셔리 소비 모멘텀 강화도 긍정적이다. 따라서 호텔신라에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 110,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	3,715.3	79.0	27.8	702	51.4	16,539	68.6	2.9	15.1	4.0	208.5
2017F	4,000.7	77.7	37.8	955	36.1	17,151	89.1	5.0	23.9	5.6	222.7
2018E	4,746.6	152.3	91.4	2,322	143.1	19,104	36.7	4.5	16.4	12.6	222.1
2019E	5,458.6	185.6	119.5	3,038	30.8	21,760	28.0	3.9	14.2	14.6	202.4
2020E	6,004.5	258.2	173.1	4,402	44.9	25,755	19.3	3.3	10.8	18.2	174.6

표6 4Q17 Earnings Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,012.6	934.6	8.4	1,067.2	-5.1	1,028.9	-1.6
영업이익	20.1	15.6	28.8	30.3	-33.7	20.7	-2.9
세전이익	21.1	5.8	265.2	20.5	2.9	15.8	33.6
지배주주순이익	19.5	1.6	1,129.4	12.6	55.0	10.2	91.3
영업이익률 (%)	2.0	1.7		2.8		2.0	0.0%p
지배주주순이익률 (%)	1.9	0.2		1.2		1.0	0.9%p

자료: 메리츠증권 리서치센터

표7 호텔신라 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	3,715.3	1,021.1	899.7	1,067.2	1,012.6	4,000.7	1,189.5	1,075.5	1,272.7	1,208.9	4,746.6
증가율 (% YoY)	14.3	14.9	-5.7	13.8	8.4	7.7	16.5	19.5	19.3	19.4	18.6
TR	3,325.7	925.2	790.0	949.2	899.3	3,563.7	1,082.3	954.7	1,141.3	1,084.1	4,262.4
시내점	2,068.3	602.5	481.9	617.8	566.8	2,269.0	662.8	554.2	710.5	651.8	2,579.2
공항점	1,257.4	322.7	308.1	331.4	332.6	1,294.8	419.5	400.5	430.8	432.3	1,683.2
호텔&레저	389.6	95.9	109.7	118.0	113.3	436.9	107.2	120.8	131.5	124.8	484.2
서울	143.6	30.1	37.3	36.9	38.7	143.0	30.7	37.7	37.6	39.1	145.1
제주	76.6	16.1	19.9	23.5	18.3	77.8	16.9	21.3	25.9	19.3	83.3
기타	96.2	24.4	28.8	34.5	35.6	123.3	30.5	34.6	41.4	42.8	149.2
레저	73.2	25.3	23.7	23.1	20.6	92.7	29.1	27.3	26.6	23.7	106.6
증가율 (% YoY)											
TR	14.0	15.2	-7.9	14.5	7.6	7.2	17.0	20.9	20.2	20.5	19.6
시내점	28.9	23.7	-10.5	19.2	8.0	9.7	10.0	15.0	15.0	15.0	13.7
공항점	-4.3	2.1	-3.6	6.6	7.0	3.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
호텔&레저	16.8	11.8	13.8	8.9	14.4	12.1	11.8	10.1	11.4	10.2	10.8
서울	4.4	-0.7	-2.9	0.8	1.0	-0.4	2.0	1.0	2.0	1.0	1.5
제주	7.4	9.5	4.7	-6.4	3.0	1.6	5.0	7.0	10.0	5.0	7.0
기타	80.1	18.4	34.0	24.5	35.0	28.2	25.0	20.0	20.0	20.0	21.0
레저	2.7	25.2	35.4	21.6	25.0	26.7	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
비중 (%)											
TR	89.5	90.6	87.8	88.9	88.8	89.1	91.0	88.8	89.7	89.7	89.8
시내점	55.7	59.0	53.6	57.9	56.0	56.7	55.7	51.5	55.8	53.9	54.3
공항점	33.8	31.6	34.2	31.1	32.8	32.4	35.3	37.2	33.8	35.8	35.5
호텔&레저	10.5	9.4	12.2	11.1	11.2	10.9	9.0	11.2	10.3	10.3	10.2
서울	3.9	2.9	4.1	3.5	3.8	3.6	2.6	3.5	3.0	3.2	3.1
제주	2.1	1.6	2.2	2.2	1.8	1.9	1.4	2.0	2.0	1.6	1.8
기타	2.6	2.4	3.2	3.2	3.5	3.1	2.6	3.2	3.3	3.5	3.1
레저	2.0	2.5	2.6	2.2	2.0	2.3	2.4	2.5	2.1	2.0	2.2
매출원가	2,039.5	590.4	513.6	620.5	587.3	2,311.9	713.7	618.4	738.2	697.6	2,767.8
증가율 (% YoY)	15.7	24.5	-2.1	18.3	13.9	13.4	20.9	20.4	19.0	18.8	19.7
매출원가율 (%)	54.9	57.8	57.1	58.1	58.0	57.8	60.0	57.5	58.0	57.7	58.3
매출총이익	1,675.8	430.7	386.1	446.7	425.3	1,688.8	475.8	457.1	534.6	511.4	1,978.8
증가율 (% YoY)	12.5	3.9	-10.1	8.1	1.6	0.8	10.5	18.4	19.7	20.2	17.2
매출총이익률 (%)	45.1	42.2	42.9	41.9	42.0	42.2	40.0	42.5	42.0	42.3	41.7
판관비	1,596.8	420.7	368.9	416.4	405.2	1,611.2	459.6	418.9	478.9	469.1	1,826.5
증가율 (% YoY)	13.1	6.4	-10.2	7.4	0.5	0.9	9.2	13.6	15.0	15.8	13.4
판관비율 (%)	43.0	41.2	41.0	39.0	40.0	40.3	38.6	39.0	37.6	38.8	38.5
영업이익	79.0	10.0	17.3	30.3	20.1	77.7	16.1	38.2	55.6	42.3	152.3
증가율 (% YoY)	2.3	-48.2	-7.9	19.8	28.8	-1.6	61.7	121.2	83.6	110.3	96.1
영업이익률 (%)	2.1	1.0	1.9	2.8	2.0	1.9	1.4	3.5	4.4	3.5	3.2
TR	79.0	16.9	8.2	23.5	21.6	70.2	22.7	27.7	45.7	37.9	134.0
증가율 (% YoY)	-13.2	-39.2	-46.8	27.0	24.8	-11.2	34.5	237.6	94.3	75.8	90.9
영업이익률 (%)	2.4	1.8	1.0	2.5	2.4	2.0	2.1	2.9	4.0	3.5	3.1
호텔&레저	-0.1	-6.9	9.1	6.8	-1.5	7.5	-6.6	10.5	10.0	4.4	18.3
증가율 (% YoY)	적지	적지	175.8	0.0	적지	흑전	적지	15.3	46.8	흑전	142.4
영업이익률 (%)	0.0	-7.2	8.3	5.8	-1.3	1.7	-6.1	8.7	7.6	3.5	3.8

자료: 호텔신라, 메리츠증권증권 리서치센터

호텔신라 (008770)

Income Statement

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
매출액	3,715.3	4,000.7	4,746.6	5,458.6	6,004.5
매출액증가율 (%)	14.3	7.7	18.6	15.0	10.0
매출원가	2,039.5	2,311.9	2,767.8	3,166.0	3,452.6
매출총이익	1,675.8	1,688.8	1,978.8	2,292.6	2,551.9
판매관리비	1,596.8	1,611.2	1,826.5	2,107.0	2,293.7
영업이익	79.0	77.7	152.3	185.6	258.2
영업이익률	2.1	1.9	3.2	3.4	4.3
금융손익	-10.7	-13.7	-11.7	-9.9	-6.0
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-15.8	-10.0	-10.0	-5.0	-5.0
세전계속사업이익	52.4	54.0	130.6	170.7	247.2
법인세비용	24.6	16.2	39.2	51.2	74.2
당기순이익	27.8	37.8	91.4	119.5	173.1
지배주주지분 순이익	27.8	37.8	91.4	119.5	173.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	120.8	165.0	195.8	225.0	265.5
당기순이익(손실)	27.8	37.8	91.4	119.5	173.1
유형자산상각비	60.5	61.0	63.1	65.0	64.4
무형자산상각비	14.0	17.8	11.2	7.1	4.5
운전자본의 증감	-22.7	16.0	-5.4	-1.9	-9.5
투자활동 현금흐름	148.1	-65.7	-121.0	-119.1	-90.0
유형자산의증가(CAPEX)	-66.8	-50.0	-80.0	-80.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	179.5	-15.6	-40.9	-39.0	-29.9
재무활동 현금흐름	-245.1	59.3	-3.8	-103.6	-101.4
차입금의 증감	-106.7	105.0	45.0	-55.0	-55.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	20.8	158.6	71.1	2.3	74.1
기초현금	325.8	346.7	505.3	576.3	578.6
기말현금	346.7	505.3	576.3	578.6	652.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,079.1	1,264.9	1,466.5	1,590.2	1,765.5
현금및현금성자산	346.7	505.3	576.3	578.6	652.7
매출채권	117.9	98.2	105.5	109.2	120.1
재고자산	471.3	507.1	601.7	692.0	761.2
비유동자산	961.8	948.7	995.2	1,042.2	1,063.2
유형자산	706.9	696.0	712.9	727.9	723.5
무형자산	48.2	30.3	19.1	12.0	7.6
투자자산	203.5	219.1	260.0	299.0	328.9
자산총계	2,041.0	2,213.5	2,461.7	2,632.4	2,828.7
유동부채	739.9	784.9	896.8	1,003.4	1,084.0
매입채무	205.7	216.3	256.6	295.1	324.6
단기차입금	52.7	57.7	52.7	47.7	42.7
유동성장기부채	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
비유동부채	639.5	742.6	800.8	758.5	714.5
사채	598.9	698.9	748.9	698.9	648.9
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,379.4	1,527.5	1,697.6	1,762.0	1,798.5
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타포괄이익누계액	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
이익잉여금	371.3	395.8	473.9	580.2	739.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	661.5	686.0	764.2	870.4	1,030.2

Key Financial Data

	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	94,662	101,933	120,939	139,080	152,988
EPS(지배주주)	702	955	2,322	3,038	4,402
CFPS	4,246	3,732	5,518	6,436	8,205
EBITDAPS	3,910	3,987	5,773	6,564	8,333
BPS	16,539	17,151	19,104	21,760	25,755
DPS	350	350	350	350	350
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	68.6	89.1	36.7	28.0	19.3
PCR	11.3	22.8	15.4	13.2	10.4
PSR	0.5	0.8	0.7	0.6	0.6
PBR	2.9	5.0	4.5	3.9	3.3
EBITDA	153.5	156.5	226.6	257.6	327.1
EV/EBITDA	15.1	23.9	16.4	14.2	10.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.0	5.6	12.6	14.6	18.2
EBITDA 이익률	4.1	3.9	4.8	4.7	5.4
부채비율	208.5	222.7	222.1	202.4	174.6
금융비용부담률	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
이자보상배율(x)	2.4	2.4	4.3	5.3	7.8
매출채권회전율(x)	40.7	37.0	46.6	50.9	52.4
재고자산회전율(x)	7.9	8.2	8.6	8.4	8.3

Industry Brief
2018. 1. 22

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미
02-6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

롯데하이마트 071840

온오프라인 연계 채널 경쟁력 강화

- ✓ 4Q 인센티브 지급으로 시장 컨센서스 소폭 하회할 전망
- ✓ 생활가전 및 백색가전의 높은 성장으로 고마진 상품 확대
- ✓ 가전 소비 사이클 상승과 자체적인 채널 경쟁력 강화로 호실적 지속될 전망
- ✓ 온라인 비중 확대와 카테고리 다변화는 지속적인 기업가치 상승 요인
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 90,000 원 유지

Buy

적정주가 (12개월) **90,000 원**
현재주가 (1.19) **72,700 원**
상승여력 **23.8%**

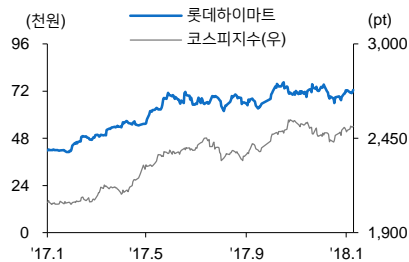
KOSPI	2,520.26pt
시가총액	17,163억원
발행주식수	2,361만주
유통주식비율	34.03%
외국인비중	19.94%
52주 최고/최저가	76,500원/40,950원
평균거래대금	40.2억원

주요주주(%)

롯데쇼핑 외 3 인	65.33
국민연금	5.03

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.8	7.4	73.1
상대주가	0.1	3.5	42.4

주가그래프



4Q 실적 호조에 따른 인센티브 지급으로 기대치 소폭 하회 전망

롯데하이마트의 4분기 실적은 매출액 1,02조원 (+3.8% YoY), 영업이익 347억원 (-11.8% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (영업이익 394억원)를 하회할 전망이다. 영업이익이 기대치를 하회할 것으로 예상하는 이유는 2017년 실적 호조에 따른 인센티브 지급이 예상되기 때문이다. 한편 생활가전의 꾸준한 고성장 (+15% YoY)과 함께 백색가전은 세탁기, 건조기 등의 판매 호조로 +4.0% YoY 성장할 전망이다. 또한 PB, 해외소싱 상품 등의 품목별 마진을 개선과 매출 성장에 따른 영업 레버리지 효과로 지난해 부가가치세 환급 (100억원)을 제외한 실질적인 영업이익률은 0.6%pt 상승할 것으로 추정한다.

온오프라인 연계 채널 경쟁력 강화와 신규 카테고리 확대 긍정적

롯데하이마트는 고마진상품 및 해외소싱 확대로 상품 경쟁력이 향상되고 있다. 상품력 강화는 온라인 확대에도 긍정적이다. 특히 옴니존에서의 매출 성장률이 높으며, 매장에 진열되지 못한 상품들을 고객들이 원하는 사양에 맞추어서 온라인으로 구매하고 있다. 한편 영국 'ARGOS'와 유사한 옴니세일즈 단독 플래그십 스토어 뿐만 아니라 츠타야와 같은 체험형 매장, 카테고리별 특화 매장 등을 출점할 계획이다. 또한 국내 보급률이 1~2%에 불과한 건조기, 스타일러 등 신규 카테고리의 높은 성장 또한 과거 김치냉장고의 사례를 참고할 때 향후 2~3년간 꾸준히 이어질 전망이다. 따라서 롯데하이마트에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 90,000원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	3,939.4	174.5	121.4	5,144	13.9	80,298	8.2	0.5	6.5	6.6	58.5
2017F	4,159.2	213.3	157.8	6,683	29.9	86,331	10.6	0.8	7.4	8.0	48.5
2018E	4,355.7	231.7	172.8	7,319	9.5	92,950	9.7	0.8	6.5	8.2	39.2
2019E	4,508.2	247.8	188.1	7,966	8.8	100,146	8.9	0.7	5.6	8.3	30.7
2020E	4,666.0	256.5	199.6	8,455	6.1	107,761	8.4	0.7	4.7	8.1	25.2

표8 4Q17 Earnings Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,016.4	979.6	3.7	1,182.1	-14.0	1,028.0	-1.1
영업이익	34.7	39.3	-11.6	80.9	-57.1	39.4	-11.9
세전이익	32.2	36.2	-11.0	79.5	-59.5	37.1	-13.3
지배주주순이익	27.0	27.9	-3.2	60.1	-55.1	27.6	-2.3
영업이익률 (%)	3.4			6.8		3.8	-0.4%p
지배주주순이익률 (%)	2.7			5.1		2.7	0.0%p

자료: 메리츠증권리서치센터

표9 롯데하이마트 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	3,939.4	897.0	1,063.8	1,182.1	1,016.4	4,159.2	938.4	1,116.8	1,235.8	1,064.8	4,355.7
증가율 (% YoY)	1.1	1.0	11.9	5.4	3.7	5.6	4.6	5.0	4.5	4.8	4.7
점포수	446	457	458	460	462	459	461	461	462	462	462
증가율 (% YoY)	1.9	4.3	3.6	2.7	1.1	2.9	0.9	0.7	0.4	0.0	0.5
shop-in-shop 로드샵		107 350	108 350	108 352	108 354		108 353	108 353	108 354	108 354	
점당매출액	8.8	2.0	2.3	2.6	2.2	9.1	2.0	2.4	2.7	2.3	9.4
증가율 (% YoY)	-0.8	-3.2	8.0	2.7	2.6	2.6	3.7	4.3	4.1	4.8	4.2
품목별											
A/V가전	512.1	125.6	106.4	130.0	141.3	503.2	129.3	108.5	131.3	142.7	511.9
백색가전	1,654.6	305.0	542.5	602.9	417.7	1,868.1	320.2	558.8	621.0	434.4	1,934.4
정보통신	945.5	269.1	202.1	212.8	209.5	893.5	271.8	208.2	223.4	220.0	923.4
소형가전	787.9	197.3	223.4	236.4	247.8	905.0	217.1	241.3	260.1	267.7	986.1
비중 (%)											
A/V가전	13.0	14.0	10.0	11.0	13.9	12.1	13.8	9.7	10.6	13.4	11.8
백색가전	42.0	34.0	51.0	51.0	41.1	44.9	34.1	50.0	50.2	40.8	44.4
정보통신	24.0	30.0	19.0	18.0	20.6	21.5	29.0	18.6	18.1	20.7	21.2
소형가전	20.0	22.0	21.0	20.0	24.4	21.8	23.1	21.6	21.0	25.1	22.6
성장률 (% YoY)											
A/V가전	-12.4	-11.6	-13.9	5.4	3.0	-1.7	3.0	2.0	1.0	1.0	1.7
백색가전	6.2	14.5	29.7	5.4	4.0	12.9	5.0	3.0	3.0	4.0	3.6
정보통신	-2.9	-8.1	-7.6	-5.1	-7.0	-5.5	1.0	3.0	5.0	5.0	3.3
소형가전	1.1	5.9	17.5	17.1	15.0	14.9	10.0	8.0	10.0	8.0	9.0
매출원가	2,926.1	664.7	766.2	863.8	762.3	3,056.9	693.5	803.0	902.1	797.5	3,196.1
증가율 (% YoY)	-0.2	-1.2	9.7	4.7	4.5	4.5	4.3	4.8	4.4	4.6	4.6
매출원가율 (%)	74.3	74.1	72.0	73.1	75.0	73.5	73.9	71.9	73.0	74.9	73.4
매출총이익	1,013.4	232.3	297.6	318.3	254.1	1,102.3	244.9	313.8	333.7	267.3	1,159.7
증가율 (% YoY)	5.2	8.1	18.0	7.4	1.7	8.8	5.4	5.4	4.8	5.2	5.2
매출총이익률 (%)	25.7	25.9	28.0	26.9	25.0	26.5	26.1	28.1	27.0	25.1	26.6
판매비	838.8	196.0	236.3	237.4	219.3	889.0	204.8	246.8	247.3	228.9	927.9
증가율 (% YoY)	4.4	4.8	11.8	3.3	4.1	6.0	4.5	4.5	4.2	4.4	4.4
판매비율 (%)	21.3	21.9	22.2	20.1	21.6	21.4	21.8	22.1	20.0	21.5	21.3
인건비	244.0	56.7	64.6	60.3	62.1	243.7	57.8	65.9	61.5	63.4	248.6
증가율 (% YoY)	1.1	-2.9	5.6	-4.1	1.0	-0.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
매출대비 (%)	6.2	6.3	6.1	5.1	6.1	5.9	6.2	5.9	5.0	6.0	5.7
지급수수료	144.2	35.7	42.2	44.2	40.8	162.9	38.6	45.6	47.7	44.1	175.9
증가율 (% YoY)	10.7	9.5	19.9	12.5	10.0	13.0	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
매출대비 (%)	3.7	4.0	4.0	3.7	4.0	3.9	4.1	4.1	3.9	4.1	4.0
운반비	89.4	19.1	23.8	27.0	25.0	94.9	19.5	24.5	27.8	25.5	97.3
증가율 (% YoY)	3.5	2.1	9.2	9.8	3.0	6.2	2.0	3.0	3.0	2.0	2.5
매출대비 (%)	2.3	2.1	2.2	2.3	2.5	2.3	2.1	2.2	2.3	2.4	2.2
임차료	123.2	29.1	29.6	31.2	36.2	126.1	29.7	30.2	31.8	36.9	128.6
증가율 (% YoY)	1.1	0.0	3.5	2.6	3.0	2.3	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
매출대비 (%)	3.1	3.2	2.8	2.6	3.6	3.0	3.2	2.7	2.6	3.5	3.0
기타 (판매비 등)	238.0	55.4	76.1	74.7	55.2	261.4	59.3	80.7	78.4	59.1	277.5
증가율 (% YoY)	6.6	15.0	17.8	2.9	5.0	9.9	7.0	6.0	5.0	7.0	6.1
영업이익	174.5	36.3	61.3	80.9	34.7	213.3	40.1	67.0	86.3	38.3	231.7
증가율 (% YoY)	8.9	29.8	50.1	21.8	-11.6	22.2	10.4	9.3	6.7	10.3	8.7
영업이익률 (%)	4.4	4.0	5.8	6.8	3.4	5.1	4.3	6.0	7.0	3.6	5.3

자료: 롯데하이마트, 메리츠증권 리서치센터

롯데하이마트 (071840)

Income Statement

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
매출액	3,939.4	4,159.2	4,355.7	4,508.2	4,666.0
매출액증가율 (%)	1.1	5.6	4.7	3.5	3.5
매출원가	2,926.1	3,056.9	3,196.1	3,300.0	3,415.5
매출총이익	1,013.4	1,102.3	1,159.7	1,208.2	1,250.5
판매관리비	838.8	889.0	927.9	960.4	994.0
영업이익	174.5	213.3	231.7	247.8	256.5
영업이익률	4.4	5.1	5.3	5.5	5.5
금융손익	-12.4	-8.4	-4.4	-0.0	5.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	162.5	204.9	227.4	247.8	261.6
법인세비용	41.1	47.1	54.6	59.7	62.0
당기순이익	121.4	157.8	172.8	188.1	199.6
지배주주지분 순이익	121.4	157.8	172.8	188.1	199.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	236.9	231.3	225.4	233.9	249.4
당기순이익(손실)	121.4	157.8	172.8	188.1	199.6
유형자산상각비	46.8	52.0	49.6	47.7	57.7
무형자산상각비	5.6	5.1	3.9	2.9	2.2
운전자본의 증감	26.5	8.1	-5.2	-4.8	-4.9
투자활동 현금흐름	-77.9	-67.3	-40.5	-38.1	-36.4
유형자산의증가(CAPEX)	-40.3	-65.0	-40.0	-40.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	-19.9	-8.2	-7.4	-5.7	-5.9
재무활동 현금흐름	-130.9	-127.0	-177.4	-174.7	-123.2
차입금의 증감	-105.0	-100.0	-150.0	-150.0	-100.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	28.2	37.1	7.5	21.0	89.8
기초현금	129.8	158.0	195.1	202.6	223.6
기말현금	158.0	195.1	202.6	223.6	313.4

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
유동자산	730.0	735.5	768.5	809.3	919.7
현금및현금성자산	158.0	195.1	202.6	223.6	313.4
매출채권	78.9	69.6	72.8	75.4	78.0
재고자산	461.9	437.8	458.5	474.5	491.2
비유동자산	2,274.9	2,291.0	2,285.0	2,280.1	2,266.2
유형자산	413.0	426.1	416.5	408.9	391.2
무형자산	1,703.9	1,698.7	1,694.9	1,692.0	1,689.8
투자자산	147.7	155.9	163.3	169.0	174.9
자산총계	3,004.9	3,026.5	3,053.5	3,089.5	3,185.9
유동부채	450.5	429.1	449.4	465.1	481.4
매입채무	281.5	250.7	262.5	271.7	281.2
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	658.7	559.3	409.8	260.1	160.5
사채	649.0	549.0	399.0	249.0	149.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,109.2	988.4	859.1	725.2	641.9
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
기타포괄이익누계액	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	721.8	864.2	1,020.5	1,190.4	1,370.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,895.7	2,038.1	2,194.4	2,364.2	2,544.0

Key Financial Data

	2016	2017F	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	166,871	176,180	184,504	190,962	197,645
EPS(지배주주)	5,144	6,683	7,319	7,966	8,455
CFPS	10,432	11,451	12,079	12,637	13,397
EBITDAPS	9,614	11,451	12,079	12,637	13,397
BPS	80,298	86,331	92,950	100,146	107,761
DPS	500	650	700	770	840
배당수익률(%)	1.2	0.9	1.0	1.1	1.2
Valuation(Multiple)					
PER	8.2	10.6	9.7	8.9	8.4
PCR	4.0	6.2	5.9	5.6	5.3
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7
EBITDA	227.0	270.3	285.2	298.3	316.3
EV/EBITDA	6.5	7.4	6.5	5.6	4.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.6	8.0	8.2	8.3	8.1
EBITDA 이익률	5.8	6.5	6.5	6.6	6.8
부채비율	58.5	48.5	39.2	30.7	25.2
금융비용부담률	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
이자보상배율(x)	9.8	14.0	19.3	30.2	50.8
매출채권회전율(x)	59.8	56.0	61.2	60.8	60.8
재고자산회전율(x)	9.0	9.2	9.7	9.7	9.7

Industry Brief
2018. 1. 22

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미
02-6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

이마트 139480

효율성 중심으로의 전략 긍정적

- ✓ 4Q 매출액 3.96 조원 (+8.2% YoY), 영업이익 1,505 억원 (+16.4% YoY) 추정
- ✓ 4Q 기준점성장률 2.6% 기록, 트레이더스와 온라인몰 각각 25% 성장 예상
- ✓ 연결 자회사 조선히otel 면세사업부와 편의점 제외하고는 모두 수익성 개선 전망
- ✓ 할인점 내 선도적인 시장 지위와 온라인 경쟁력 강화 지속될 전망
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 300,000 원으로 상향

Trading Buy

적정주가 (12개월) **300,000 원**
현재주가 (1.19) **266,000 원**
상승여력 **12.8%**

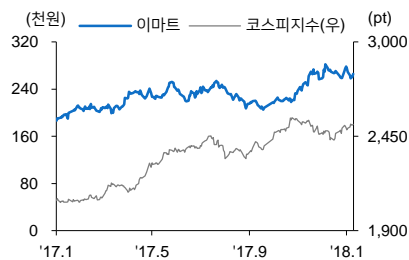
KOSPI	2,520.26pt
시가총액	74,150억원
발행주식수	2,788만주
유통주식비율	71.90%
외국인비중	48.59%
52주 최고/최저가	282,000원/190,000원
평균거래대금	214.1억원

주요주주(%)

이명희 외 3 인	28.06
국민연금	10.10

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.2	11.5	37.5
상대주가	-3.8	7.5	13.1

주가그래프



4 분기 실적, 시장 컨센서스 충족할 전망

이마트의 4 분기 실적은 매출액 3.96 조원 (+8.2% YoY), 영업이익 1,505 억원 (+16.4% YoY)이 예상되며 시장 컨센서스 (매출액 3.98 조원, 영업이익 1,532 억원)를 충족할 전망이다. 4 분기 기준점성장률은 2.6%를 기록하였고 2017 년 연간으로는 0.6%를 달성하여 목표치 1% 대비 하회하였지만 판촉 행사를 축소하면서 수익성 개선에는 우호적으로 작용할 전망이다. 트레이더스와 온라인몰은 각각 25% 성장할 것으로 예상하며 11 월부터 트레이더스 기준점성장률이 7% 수준으로 다소 둔화되고 있어 추세를 지켜볼 필요가 있겠다. 연결 자회사에서는 2018 년부터 신세계로 이관될 조선히otel 면세사업부와 신규 투자가 확대되고 있는 편의점을 제외하고는 모두 수익성이 개선될 것으로 예상된다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 300,000 원으로 상향

2018 년 이마트는 비효율적인 오프라인 점포 매각과 중국사업 등 적자사업부 구조조정으로 수익성이 회복될 전망이다. 유통 산업에서 할인점 매장이 창출하는 수익성이 구조적으로 하락하고 있는 가운데 오프라인 매장에 대한 효율성 중심으로의 전략은 긍정적이다. 할인점 내 선도적인 시장 지위와 온라인 경쟁력 강화도 지속될 전망이다. 따라서 이마트에 대해 투자의견 Trading Buy 를 유지하고 2017 년 3 분기 코스트코 점포 매각자금을 활용한 재무구조 개선 효과를 반영하여 적정주가를 300,000 원으로 상향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	14,777.9	546.9	376.2	13,497	-16.3	276,088	13.6	0.7	9.1	5.1	89.9
2017E	15,950.4	548.7	620.3	22,252	64.2	296,841	11.1	0.8	9.8	7.8	82.9
2018E	16,409.8	602.6	472.3	16,943	-23.9	312,284	14.6	0.8	9.1	5.6	77.7
2019E	17,066.1	637.0	512.7	18,393	8.6	329,177	13.5	0.8	8.6	5.7	73.1
2020E	17,748.8	662.5	552.0	19,802	7.7	347,480	12.5	0.7	8.1	5.9	69.7

표10 4Q17 Earnings Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	3,960.8	3,660.5	8.2	4,284.0	-7.5	3,980.5	-0.5
영업이익	150.5	129.3	16.4	182.7	-17.6	153.2	-1.8
세전이익	144.6	95.1	52.1	377.0	-61.7	133.8	8.0
지배주주순이익	88.2	98.9	-10.8	378.3	-76.7	99.6	-11.4
영업이익률 (%)	3.8	3.5		4.3		3.8	0.0%p
지배주주순이익률 (%)	2.2	2.7		8.8		2.5	-0.3%p

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표11 이마트 SOTP Valuation

(십억원)		비고
연결 EBITDA	1,146.5	2018년
멀티플 (X)	8.5	유통업종 평균 대비 20% 할증
영업가치	9,746	
연결순차입금	3,087	
삼성생명 (지분율 5.88%)	1,099	시가 대비 30% 할인
관계기업 (하남스퀘어, 스타벅스코리아 등)	473	장부가액
자산가치	-1,515	
기업가치	8,231	
주식수	27,876	
적정주가 (원)	295,261	
메리츠증권증권 적정주가 (원)	300,000	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표12 이마트 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	14,777.9	3,898.8	3,806.8	4,284.0	3,960.8	15,950.4	3,947.1	3,914.6	4,416.2	4,131.9	16,409.8
증가율 (% YoY)	8.3	7.4	10.2	6.2	8.2	7.9	1.2	2.8	3.1	4.3	2.9
이마트	11,631.2	3,056.1	2,913.9	3,322.2	3,070.2	12,362.4	3,147.8	3,030.5	3,455.1	3,193.0	12,826.3
슈퍼사업 (에브리데이)	1050.5	274.0	288.8	297.6	282.2	1142.6	282.2	297.5	306.5	290.7	1176.9
신세계 푸드	1069.1	284.8	303.0	321.1	304.2	1169.4	311.6	331.5	351.3	332.8	1278.8
조선호텔 (연결)	724.8	152.8	146.9	153.0	139.4	592.1	76.4	73.5	76.5	69.7	296.1
위드미	378.3	130.1	170.6	205.2	219.8	725.7	169.1	221.8	266.8	285.7	943.4
중국법인	167.9	44.2	27.7	25.5	15.0	112.4	10.0	10.0	10.0	10.0	40.0
베트남 법인	41.9	13.8	12.0	12.7	13.0	51.5	16.0	14.0	14.0	16.0	60.0
비중(%)											
이마트	78.7	78.4	76.5	77.5	77.5	77.5	79.7	77.4	78.2	77.3	78.2
슈퍼사업 (에브리데이)	7.1	7.0	7.6	6.9	7.1	7.2	7.2	7.6	6.9	7.0	7.2
신세계 푸드	7.2	7.3	8.0	7.5	7.7	7.3	7.9	8.5	8.0	8.1	7.8
조선호텔 (연결)	4.9	3.9	3.9	3.6	3.5	3.7	1.9	1.9	1.7	1.7	1.8
위드미	2.6	3.3	4.5	4.8	5.5	4.5	4.3	5.7	6.0	6.9	5.7
중국법인	1.1	1.1	0.7	0.6	0.4	0.7	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
베트남 법인	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
증가율(% YoY)											
이마트	4.3	4.9	9.3	4.4	7.0	6.3	3.0	4.0	4.0	4.0	3.8
슈퍼사업 (에브리데이)	6.1	6.5	10.3	10.2	8.0	8.8	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
신세계 푸드	17.9	16.0	16.2	13.7	8.5	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4	9.4
조선호텔 (연결)	47.4	-4.1	-21.7	-24.8	-20.0	-18.3	-50.0	-50.0	-50.0	-50.0	-50.0
위드미	180.0	140.9	92.1	81.0	80.0	91.8	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
중국법인	-20.9	-23.0	-38.6	-44.0	-24.6	-33.1	-77.4	-63.9	-60.8	-33.3	-64.4
베트남 법인		34.0	21.2	23.3	14.0	22.9	15.9	16.7	10.2	23.1	16.5
매출원가	10,623.9	2,799.3	2,733.5	3,074.7	2,816.1	11,423.6	2,826.1	2,804.8	3,162.0	2,933.6	11,726.6
증가율(% YoY)	7.9	6.5	10.5	5.9	7.6	7.5	1.0	2.6	2.8	4.2	2.7
매출원가율(%)	71.9	71.8	71.8	71.8	71.1	71.62	71.6	71.7	71.6	71.0	71.46
매출총이익	4,154.0	1,099.5	1,073.3	1,209.3	1,144.7	4,526.8	1,121.0	1,109.8	1,254.2	1,198.2	4,683.2
증가율(% YoY)	9.4	9.7	9.5	7.1	9.8	9.0	2.0	3.4	3.7	4.7	3.5
매출총이익률(%)	28.1	28.2	28.2	28.2	28.9	28.4	28.4	28.4	28.4	29.0	28.5
판매비	3,607.1	939.4	1,017.9	1,026.6	994.2	3,978.1	947.3	1,045.2	1,051.0	1,037.1	4,080.7
증가율(% YoY)	9.6	11.1	9.1	12.2	8.8	10.3	0.8	2.7	2.4	4.3	2.6
판매비율(%)	24.4	24.1	26.7	24.0	25.1	24.9	24.0	26.7	23.8	25.1	24.87
영업이익	546.9	160.1	55.4	182.7	150.5	548.7	173.7	64.6	203.1	161.1	602.6
증가율(% YoY)	8.6	2.6	17.9	-14.9	16.4	0.3	8.5	16.6	11.2	7.1	9.8
영업이익률(%)	3.7	4.1	1.5	4.3	3.8	3.4	4.4	1.6	4.6	3.9	3.7
이마트	633.2	184.1	82.8	207.0	167.3	641.2	190.6	88.2	224.1	173.8	676.7
슈퍼사업	-8.2	-0.3	1.0	3.3	0.0	4.0	0.0	0.5	2.0	0.0	2.5
신세계 푸드	21.4	4.8	8.5	9.3	8.6	31.2	8.0	10.3	10.9	10.3	37.4
조선호텔 (연결)	-10.3	-5.2	-6.5	-1.7	-3.0	-16.4	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-8.0
이마트24	-35.0	-12.7	-10.2	-11.4	-12.0	-46.3	-14.0	-14.0	-14.0	-14.0	-56.0
중국법인	-21.6	-4.3	-5.4	-17.4	-4.0	-31.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
베트남 법인	-5.2	-1.3	-0.9	-0.8	-1.0	-4.0	-1.6	-1.5	-1.0	-1.0	-5.1

자료: 이마트, 메리츠증권증권 리서치센터

표13 이마트 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
총매출액	13,564.2	3,546.3	3,412.5	3,852.9	3,637.1	14,448.8	3,700.8	3,570.8	4,037.4	3,820.8	15,129.8
기존사업	11,333.6	2,897.5	2,755.6	3,109.9	2,884.6	11,647.6	2,941.0	2,796.9	3,156.5	2,927.8	11,822.3
신사업	2,230.6	648.8	656.9	743.0	752.5	2,801.2	759.8	773.9	880.8	893.0	3,307.6
이마트 물	838.6	243.8	251.2	277.8	289.4	1,062.2	292.6	301.4	333.4	347.3	1,274.6
트레이더스	1,195.6	351.9	356.2	410.4	413.1	1,531.6	422.3	427.4	492.5	495.8	1,838.0
기타	196.4	53.1	49.5	54.8	50.0	207.4	45.0	45.0	55.0	50.0	195.0
순매출액	11,631.2	3,056.1	2,913.9	3,322.2	3,070.2	12,362.4	3,147.8	3,030.5	3,455.1	3,193.0	12,826.3
매출총이익	3,503.8	918.9	886.9	990.0	942.0	3,737.8	954.8	932.0	1,045.7	993.4	3,925.9
판관비	2,870.6	734.8	804.1	783.0	774.7	3,096.6	764.2	843.8	821.6	819.6	3,249.2
영업이익	633.2	184.1	82.8	207.0	167.3	641.2	190.6	88.2	224.1	173.8	676.7
기존사업	632.3	175.2	72.6	193.0	157.2	598.0	176.5	72.7	205.2	158.1	612.5
신사업	0.9	8.9	10.2	14.0	10.1	43.2	14.1	15.5	18.9	15.7	64.3
이마트 물	(36.5)	(3.8)	(4.1)	(1.8)	(2.0)	(11.7)	(1.5)	(1.5)	0.0	0.0	(3.0)
트레이더스	34.6	12.0	13.7	15.0	12.4	53.1	14.8	16.7	18.7	15.9	66.0
기타	2.8	0.7	0.6	0.8	(0.3)	1.8	0.8	0.3	0.2	(0.1)	1.2
수익성 (%)											
매출총이익	25.8	25.9	26.0	25.7	25.9	25.9	25.8	26.1	25.9	26.0	25.9
판관비	21.2	20.7	23.6	20.3	21.3	21.4	20.7	23.6	20.4	21.5	21.5
영업이익	4.7	5.2	2.4	5.4	4.6	4.4	5.2	2.5	5.6	4.6	4.5
기존사업	5.6	6.0	2.6	6.2	5.5	5.1	6.0	2.6	6.5	5.4	5.2
신사업	0.0	1.4	1.6	1.9	1.3	1.5	1.9	2.0	2.1	1.8	1.9
이마트 물	-4.4	-1.6	-1.6	-0.6	-0.7	-1.1	-0.5	-0.5	0.0	0.0	-0.2
트레이더스	2.9	3.4	3.8	3.7	3.0	3.5	3.5	3.9	3.8	3.2	3.6
기타	1.4	1.3	1.2	1.5	-0.5	0.9	1.8	0.7	0.3	-0.2	0.6
성장률 (%)											
총매출액	5.7	5.5	8.7	4.2	8.1	6.5	4.4	4.6	4.8	5.1	4.7
기존사업	2.9	1.6	4.9	0.1	5.0	2.8	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
기존점 성장률	0.1	-2.1	0.9	-3.7	3.0	-0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
신사업	22.9	27.6	28.1	25.6	21.8	25.6	17.1	17.8	18.6	18.7	18.1
이마트 물	26.6	25.2	25.5	31.0	25.0	26.7	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
트레이더스	24.2	30.3	33.1	25.4	25.0	28.1	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
기타	3.8	21.2	10.2	5.2	-10.1	5.6	-15.3	-9.1	0.4	0.0	-6.0
순매출액	4.3	4.9	9.3	4.4	7.0	6.3	3.0	4.0	4.0	4.0	3.8
매출총이익	5.6	6.7	8.7	3.3	8.5	6.7	3.9	5.1	5.6	5.5	5.0
판관비	6.8	9.2	7.3	7.2	7.9	7.9	4.0	4.9	4.9	5.8	4.9
영업이익	0.6	-2.4	25.3	-9.2	11.2	1.3	3.5	6.5	8.2	3.9	5.5
기존사업	0.0	-9.4	6.0	-13.7	7.2	-5.4	0.7	0.2	6.3	0.6	2.4
신사업	흑전	흑전	흑전	225.6	165.7	4699.6	58.8	51.8	35.0	55.9	48.8

자료: 이마트, 메리츠증권증권 리서치센터

이마트 (139480)

Income Statement

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	14,777.9	15,950.4	16,409.8	17,066.1	17,748.8
매출액증가율 (%)	8.3	7.9	2.9	4.0	4.0
매출원가	10,623.9	11,423.6	11,726.6	12,185.2	12,672.6
매출총이익	4,154.0	4,526.8	4,683.2	4,880.9	5,076.2
판매관리비	3,607.1	3,978.1	4,080.7	4,243.9	4,413.6
영업이익	546.9	548.7	602.6	637.0	662.5
영업이익률	3.7	3.4	3.7	3.7	3.7
금융손익	-68.0	-51.6	-40.9	-28.1	-2.7
중속/관계기업손익	18.5	60.0	65.0	70.0	70.0
기타영업외손익	-15.6	180.0	-15.0	-15.0	-15.0
세전계속사업이익	481.9	737.1	611.6	664.0	714.8
법인세비용	100.2	110.6	134.6	146.1	157.3
당기순이익	381.6	626.6	477.1	517.9	557.6
지배주주지분 순이익	376.2	620.3	472.3	512.7	552.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	743.6	1,172.4	1,015.6	1,079.4	1,115.5
당기순이익(손실)	381.6	626.6	477.1	517.9	557.6
유형자산상각비	431.9	514.5	523.0	530.7	527.7
무형자산상각비	24.6	28.0	21.0	15.7	11.8
운전자본의 증감	-205.2	63.4	59.6	85.1	88.5
투자활동 현금흐름	-924.1	-939.7	-720.5	-752.2	-657.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-600.2	-800.0	-700.0	-700.0	-600.0
투자자산의 감소(증가)	-106.1	-119.7	-12.7	-41.0	-45.4
재무활동 현금흐름	184.6	-196.8	-256.8	-256.8	-156.8
차입금의 증감	-237.1	-155.0	-215.0	-215.0	-115.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2.4	35.8	38.3	70.5	301.7
기초현금	63.4	65.8	101.6	139.9	210.4
기말현금	65.8	101.6	139.9	210.4	512.0

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,740.9	1,802.7	1,890.0	2,030.5	2,404.9
현금및현금성자산	65.8	101.6	139.9	210.4	512.0
매출채권	300.2	278.8	286.8	298.3	310.3
재고자산	979.5	1,006.8	1,035.8	1,077.3	1,120.4
비유동자산	13,687.3	14,124.6	14,358.2	14,622.7	14,798.7
유형자산	9,709.2	9,994.7	10,171.7	10,340.9	10,413.3
무형자산	398.6	370.7	349.7	334.0	322.2
투자자산	2,516.3	2,696.0	2,773.6	2,884.6	3,000.0
자산총계	15,428.2	15,927.3	16,248.2	16,653.2	17,203.6
유동부채	4,001.4	3,920.0	3,890.9	3,894.4	3,952.2
매입채무	892.6	924.6	951.3	989.3	1,028.9
단기차입금	451.4	351.4	251.4	151.4	101.4
유동성장기부채	938.2	933.2	928.2	923.2	918.2
비유동부채	3,302.6	3,298.3	3,213.1	3,138.5	3,115.3
사채	2,163.2	2,113.2	2,013.2	1,913.2	1,863.2
장기차입금	288.4	288.4	278.4	268.4	258.4
부채총계	7,304.0	7,218.3	7,104.0	7,032.9	7,067.5
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
기타포괄이익누계액	1,022.9	1,022.9	1,022.9	1,022.9	1,022.9
이익잉여금	1,957.9	2,536.4	2,966.9	3,437.8	3,948.0
비지배주주지분	428.0	434.3	439.0	444.2	449.8
자본총계	8,124.2	8,708.9	9,144.2	9,620.3	10,136.1

Key Financial Data

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	530,133	572,194	588,673	612,220	636,709
EPS(지배주주)	13,497	22,252	16,943	18,393	19,802
CFPS	38,824	45,600	40,592	41,918	42,580
EBITDAPS	35,993	39,143	41,130	42,456	43,119
BPS	276,088	296,841	312,284	329,177	347,480
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
배당수익률(%)	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	13.6	11.1	14.6	13.5	12.5
PCR	4.7	5.4	6.1	5.9	5.8
PSR	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR	0.7	0.8	0.8	0.8	0.7
EBITDA	1,003.3	1,091.1	1,146.5	1,183.5	1,202.0
EV/EBITDA	9.1	9.8	9.1	8.6	8.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.1	7.8	5.6	5.7	5.9
EBITDA 이익률	6.8	6.8	7.0	6.9	6.8
부채비율	89.9	82.9	77.7	73.1	69.7
금융비용부담률	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
이자보상배율(x)	4.8	5.0	5.8	6.5	7.1
매출채권회전율(x)	57.2	55.1	58.0	58.3	58.3
재고자산회전율(x)	15.8	16.1	16.1	16.2	16.2

Industry Brief
2018. 1. 22

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미
02-6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

BGF 리테일 282330

편의점 점당 효율성 1등

- ✓ 4Q 매출액 1.42 조원 (+9.4% YoY), 영업이익 552 억원 (+4.0% YoY) 예상
- ✓ 편의점 비수기 진입과 함께 추운 날씨로 기존점성장률 부진 전망
- ✓ 효율성 개선에 따른 점당 영업이익 증가, 경쟁사 대비 폐점 확대 가능성 제한적
- ✓ 현 주가는 2018 년 PER 18.3 배로 최저임금 인상에 따른 우려감 상당수 선반영
- ✓ 투자의견 Trading Buy, 적정주가 250,000 원 제시

Trading Buy (신규)

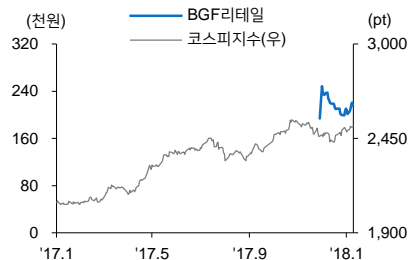
적정주가 (12개월) **250,000 원**
현재주가 (1.19) **215,000 원**
상승여력 **16.3%**

KOSPI	2,520.26pt
시가총액	37,160억원
발행주식수	1,728만주
유통주식비율	49.68%
외국인비중	37.44%
52주 최고/최저가	248,500원/194,000원
평균거래대금	162.9억원

주요주주(%)	
홍석조 외 26 인	50.32
FID SERIES INTL GROWTH FUND 외	5.95
Matthews International Capital	5.69

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.3	0.0	0.0
상대주가	-6.9	0.0	0.0

주가그래프



4 분기 실적, 낮아진 시장 기대치에 부합할 전망

BGF 리테일의 4 분기 실적은 매출액 1.42 조원 (+9.4% YoY), 영업이익 552 억원 (+4.0% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1.44 조원, 영업이익 568 억원) 에 충족할 전망이다. 점포수 증가율 +15.2%, 기존점성장률 +0.5%, (담배제외 일반상품 기준 -1%)이 예상된다. 4 분기 편의점 비수기 진입과 함께 추운 날씨로 기존점성장률이 부진했을 것으로 추정한다.

BGF 리테일은 2018 년에도 점포 수 증가에 따른 성장이 지속될 전망이다. 3 분기까지 동일점포성장률 역신장에도 효율성 개선에 따른 점당 영업이익이 증가하고 있어 경쟁사 대비 폐점 확대 가능성이 제한적이기 때문이다. 물론 2018 년에는 최저임금 인상에 대한 전점 지원으로 점당 영업이익이 감소할 수 있겠지만 점포 효율성과 상품 경쟁력 강화 등이 복합적으로 작용할 것으로 판단한다.

투자의견 Trading Buy, 적정주가 250,000 원 제시

BGF 리테일에 대해 투자의견 Trading Buy 와 적정주가 250,000 원을 제시한다. 적정주가는 편의점 영업이익치와 순현금을 비롯한 자산가치의 합으로 산출하였으며 영업이익치에서 목표 PER 은 20 배로 2018 년 최저임금 인상에 따른 비용 증가 가능성을 보수적으로 감안하여 글로벌 편의점 업종 평균 대비 20% 할인하여 적용했다. 단기적으로 최저임금 인상에 따른 수익성 둔화 가능성이 있지만 중장기적으로는 즉석식품 등 차별화된 상품력 강화와 무인 편의점과 같은 비즈니스 모델 혁신으로 성장할 수 있는 여지는 충분히 남아있다. 현 주가는 2018 년 기준 PER 18.3 배로 최저임금 인상에 따른 우려감은 상당수 선반영 되어있다.

표14 4Q17 Earnings Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,416.0	1,294.9	9.4	1,555.2	-8.9	1,444.1	-1.9
영업이익	55.2	53.1	4.0	82.7	-33.2	56.8	-2.8
세전이익	58.9	56.0	5.2	86.4	-31.8	56.4	4.5
지배주주순이익	44.8	43.5	2.9	65.7	-31.8	47.0	-4.7
영업이익률 (%)	3.9			5.3		3.9	0.0%p
지배주주순이익률 (%)	3.2			4.2		3.3	-0.1%p

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표15 BGF리테일 SOTP Valuation

(십억원)		비고
연결 NOPLAT	197.2	2018년 예상
멀티플 (X)	20	글로벌 편의점 업종 평균 PER 대비 20% 할인
영업가치	3,945	
순현금	295.0	2018년 예상
(주)비지엠프로시스	60.5	종속회사 장부가
(주)비지엠프푸드	2.0	종속회사 장부가
(주)씨펙스로지스틱	0.3	종속회사 장부가
자산가치	358	
기업가치	4,303	
주식수 (천주)	17,284	
적정주가 (원)	248,933	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표16 BGF리테일 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018
매출액 (연결기준)	4,966.5	1,190.7	1,394.9	1,555.2	1,416.0	5,556.8	1,305.5	1,500.8	1,676.8	1,515.7	5,998.8
증가율 (% YoY)		11.0	11.8	15.2	9.4	11.9	9.6	7.6	7.8	7.0	8.0
매출액 (별도기준)	4,940.4	1,184.4	1,389.0	1,557.6	1,417.0	5,548.0	1,304.5	1,499.8	1,675.8	1,514.7	5,994.8
증가율 (% YoY)		11.0	11.8	16.0	10.0	12.3	10.1	8.0	7.6	6.9	8.1
매장수 (개)	10,291	11,273	11,799	12,238	12,503	11,953	12,800	13,000	13,300	13,500	13,150
증가율 (% YoY)		16.3	16.8	16.5	15.2	16.2	13.5	10.2	8.7	8.0	10.0
점당매출액 (백만원)	480.1	105.1	117.7	127.3	113.3	464.1	101.9	115.4	126.0	112.2	455.9
증가율 (% YoY)		-4.6	-4.2	-0.4	-4.5	-3.3	-3.0	-2.0	-1.0	-1.0	-1.8
담배제외 기존점성장률	8.3	5.0	3.4	-0.4	-1.0	1.8	0.4	2.0	3.0	1.5	1.7
기존점성장률 (담배포함)	8.8	1.0	0.0	1.1	0.5	0.7	0.5	1.0	1.0	0.5	0.8
기타 자회사 (연결상계)	26.1	6.3	5.9	-2.4	-1.0	8.8	1.0	1.0	1.0	1.0	4.0
매출총이익	928.3	224.4	267.9	289.1	259.1	1,040.5	242.8	285.1	310.2	275.9	1,114.0
증가율 (% YoY)		14.9	13.6	12.5	7.9	12.1	8.2	6.4	7.3	6.5	7.1
매출총이익률 (%)	18.7	18.8	19.2	18.6	18.3	18.7	18.6	19.0	18.5	18.2	18.6
판관비	719.1	185.0	196.0	206.4	203.9	791.3	205.0	214.6	226.4	215.2	861.2
증가율 (% YoY)		10.8	11.0	9.4	9.0	10.0	10.8	9.5	9.7	5.6	8.8
판관비율 (%)	14.5	15.5	14.1	13.3	14.4	14.2	15.7	14.3	13.5	14.2	14.4
영업이익	209.2	39.4	71.9	82.7	55.2	249.2	37.9	70.5	83.8	60.6	252.9
증가율 (% YoY)		38.7	21.2	20.9	4.0	19.1	-3.9	-1.9	1.4	9.8	1.5
영업이익률 (%)	4.2	3.3	5.2	5.3	3.9	4.5	2.9	4.7	5.0	4.0	4.2
이자수익 및 기타	11.3	2.6	2.3	3.7	3.7	12.3	3.7	3.7	3.8	3.8	15.0
증가율 (% YoY)		-18.8	-14.8	48.0	27.6	8.8	42.3	60.9	2.7	2.7	22.0
세전이익	220.5	42.0	74.2	86.4	58.9	261.5	41.6	74.2	87.6	64.4	267.9
증가율 (% YoY)		32.9	19.7	21.9	5.2	18.6	-1.0	0.0	1.4	9.3	2.4
순이익	168.0	32.2	56.7	65.7	44.8	199.4	31.6	56.4	66.6	49.0	203.6
증가율 (% YoY)		38.2	19.4	22.3	2.9	18.7	-1.9	-0.5	1.4	9.3	2.1
순이익률 (%)	3.4	2.7	4.1	4.2	3.2	3.6	2.4	3.8	4.0	3.2	3.4
주식수 (천주)						17,284					17,284
EPS (원)						11,536					11,778
현 주가						215,000					215,000
PER						18.6					18.3

자료: BGF리테일, 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Brief
2018. 1. 22

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미
02-6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

GS 리테일 007070

슈퍼마켓과 호텔 사업부 예상보다 호조

- ✓ 4Q 매출액 2,15 조원 (+11.9% YoY), 영업이익 348 억원 (-9.3% YoY) 전망
- ✓ 편의점 매출액 1.65 조원 (+11.2% YoY), 영업이익 378 억원 (-4.0% YoY) 예상
- ✓ 최저임금 인상에 따른 편의점 실적 우려감 대부분 선반영
- ✓ 슈퍼마켓과 호텔 사업부의 실적 모멘텀 예상보다 양호
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 46,000 원으로 상향

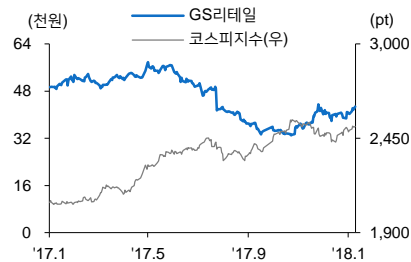
Trading Buy

적정주가 (12개월) **46,000 원**
현재주가 (1.19) **42,750 원**
상승여력 **7.6%**

KOSPI	2,520.26pt
시가총액	32,918억원
발행주식수	7,700만주
유동주식비율	34.09%
외국인비중	21.15%
52주 최고/최저가	57,900원/33,050원
평균거래대금	113.9억원
주요주주(%)	
GS 외 1 인	65.76

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.5	-10.3	-12.3
상대주가	7.7	-13.5	-27.9

주가그래프



4 분기 실적, 낮아진 시장 기대치에 부합할 전망

GS 리테일의 4 분기 실적은 매출액 2,15 조원 (+11.9% YoY), 영업이익 348 억원 (-9.3% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 2,16 조원, 영업이익 346 억원)를 충족할 전망이다. 1) 편의점은 매출액 1.65 조원 (+11.2% YoY), 영업이익 378 억원 (-4.0% YoY)이 예상되며 공격적인 매장 수 확대로 고정비 부담이 증가하면서 영업이익률이 0.4%pt 하락할 전망이다. 2) 슈퍼마켓은 매출액 3,636 억원 (+8.5% YoY), 영업손실 80 억원 (적자축소 YoY)이 예상되며 2016 년 점포 구조조정에 따른 낮은 기저를 바탕으로 기존점성장률 (4~5% 추정)이 크게 개선되면서 손실폭이 축소될 전망이다. 특히 GS 슈퍼마켓은 반찬 등 조리식품과 HMR 카테고리를 강화하면서 경쟁업체 (-2~3% 추정)대비 월등히 높은 기존점성장률을 기록할 것으로 예상된다. 3) 호텔은 매출액 753 억원 (+15.0% YoY), 영업이익 90 억원 (+26.8 YoY)이 예상되며 파르나스타워 임대률이 90%까지 상승하면서 Tenant 이익이 크게 증가할 전망이다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 46,000 원으로 상향

최저임금 인상에 따른 편의점 실적 우려감이 대부분 선반영되었고 슈퍼마켓과 호텔 사업부의 실적 모멘텀이 예상보다 양호하다고 판단하여 투자의견 Trading Buy 를 유지하고 적정주가를 40,000 원에서 46,000 원으로 상향한다. 2016 년과 2017 년 편의점 신규 점포가 큰 폭으로 증가하였기 때문에 2018 년 부진점포 구조조정이 확대될 가능성이 높지만 자체적인 비용 절감 (광고판촉비, 판매수수료 등)으로 추가적인 이익 추정치 하향은 제한적일 것으로 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	7,402.0	218.1	274.3	3,562	64.6	25,842	13.4	1.8	10.1	14.5	100.3
2017E	8,345.5	169.5	141.8	1,842	-49.2	26,984	21.9	1.5	8.5	7.0	102.2
2018E	8,910.4	180.9	156.3	2,030	10.2	28,214	21.1	1.5	8.5	7.4	98.2
2019E	9,534.1	200.2	185.1	2,404	18.4	29,717	17.8	1.4	7.9	8.3	95.9
2020E	10,201.5	326.5	302.7	3,931	63.6	32,648	10.9	1.3	5.7	12.6	89.9

표17 4Q17 Earnings Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	2,152.0	1,923.5	11.9	2,259.3	-4.7	2,164.4	-0.6
영업이익	34.7	38.4	-9.4	55.6	-37.4	34.6	0.5
세전이익	36.0	188.6	-80.9	59.4	-39.4	35.8	0.5
지배주주순이익	38.7	141.7	-72.7	38.2	1.3	27.7	39.7
영업이익률 (%)	1.6			2.5		1.6	0.0%p
지배주주순이익률 (%)	1.8			1.7		1.3	0.5%p

자료: 메리츠증권리서치센터

표18 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	8,287.7	8,790.4	8,345.5	8,910.4	0.7	1.4
영업이익	177.7	158.5	169.5	180.9	-4.6	14.1
지배주주순이익	148.0	137.5	141.8	156.3	-4.1	13.6

자료: 메리츠증권리서치센터

표19 GS리테일 SOTP Valuation

(십억원)	2018년 예상	multiple	지분율	가치	
영업가치	편의점	137.6	20	100.0	2,751
	슈퍼	(2.7)	10	100.0	0
	호텔	33.9	15	67.6	344
	H&B스토어	(25.0)	20	100.0	0
	합				3,095
순자산				가치	
자산가치	투자부동산			594	
	합			594	
순차입금 (연결)				171	
적정가치 (NAV)				3,517	
주식수 (천주)				77,000	
주당적정가치 (원)				45,679	

자료: 메리츠증권리서치센터

표20 GS리테일 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	7,402.0	1,845.8	2,088.4	2,259.3	2,152.0	8,345.5	2,003.9	2,229.5	2,391.3	2,285.7	8,910.4
증가율 (% YoY)	18.0	12.5	12.8	13.7	11.9	12.7	8.6	6.8	5.8	6.2	6.8
편의점	5,602.8	1,382.0	1,601.3	1,729.4	1,645.0	6,357.7	1,512.8	1,716.4	1,837.9	1,757.0	6,824
증가율 (% YoY)	20.4	14.9	14.3	13.8	11.2	13.5	9.5	7.2	6.3	6.8	7.3
점포수 (개)	10,728	11,223	11,776	12,199	12,429	12,429	12,600	12,750	12,900	13,079	13,079
증가율 (% YoY)	15.5	16.8	17.3	17.7	15.9	15.9	12.3	8.3	5.7	5.2	5.2
점당매출액 (억원)	5.2	1.2	1.4	1.4	1.3	5.1	1.2	1.3	1.4	1.3	5.2
증가율 (% YoY)	4.2	-1.7	-2.6	-3.3	-4.0	-2.1	-2.5	-1.0	0.5	1.5	2.0
슈퍼마켓	1,424.4	354.5	365.8	395.4	363.6	1,479.3	373.1	382.1	407.8	373.4	1,536.4
증가율 (% YoY)	2.5	0.3	2.2	4.6	8.5	3.9	5.2	4.5	3.1	2.7	3.9
점포수 (개)	277	276	279	284	289	289	289	290	290	291	291
증가율 (% YoY)	-1.4	-2.1	-3.1	-2.7	4.3	4.3	4.7	3.9	2.1	0.7	0.7
점당매출액 (억원)	51.4	12.8	13.1	13.9	12.6	51.2	12.9	13.2	14.1	12.8	52.8
증가율 (% YoY)	4.0	2.4	5.5	7.6	4.0	-0.5	0.5	0.5	1.0	2.0	3.1
호텔사업부	209.1	52.8	56.5	60.5	75.3	245.1	58.1	62.2	66.6	82.9	269.6
증가율 (% YoY)	167.7	25.7	3.3	29.0	15.0	17.2	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
왓슨스 (H&B스토어)		25.0	30.0	40.0	33.0	128.0	27.5	33.0	44.0	36.3	140.8
증가율 (% YoY)							10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
기타사업부	165.7	31.5	34.8	34.0	35.1	135.4	32.4	35.8	35.0	36.2	139.5
증가율 (% YoY)	8.1	-24.1	-6.7	-20.9	-20.0	-18.3	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
매출원가	6,015.1	1,506.8	1,696.4	1,829.0	1,749.6	6,781.8	1,633.1	1,808.1	1,929.8	1,853.7	7,224.8
증가율 (% YoY)	19.5	12.3	13.1	13.6	12.0	12.7	8.4	6.6	5.5	6.0	6.5
매출원가율 (%)	81.3	81.6	81.2	81.0	81.3	81.3	81.5	81.1	80.7	81.1	81.083
매출총이익	1,386.9	339.0	392.0	430.3	402.4	1,563.7	370.7	421.4	461.5	432.0	1,685.6
증가율 (% YoY)	11.9	13.5	11.9	14.1	11.5	12.7	9.4	7.5	7.3	7.3	7.8
매출총이익률 (%)	18.7	18.4	18.8	19.0	18.7	18.7	18.5	18.9	19.3	18.9	18.9
판관비	1,168.8	312.9	338.9	374.7	367.7	1,394.2	349.2	369.1	392.3	394.1	1,504.8
증가율 (% YoY)	15.4	15.0	20.0	28.5	14.0	19.3	11.6	8.9	4.7	7.2	7.9
판관비율 (%)	15.8	17.0	16.2	16.6	17.1	16.7	17.4	16.6	16.4	17.2	16.888
영업이익	218.1	26.1	53.1	55.6	34.7	169.5	21.5	52.3	69.2	37.9	180.9
증가율 (% YoY)	-3.4	-1.4	-21.8	-34.9	-9.4	-22.2	-17.7	-1.5	24.5	9.0	6.7
영업이익률 (%)	2.9	1.4	2.5	2.5	1.6	2.0	1.1	2.3	2.9	1.7	2.0
편의점	213.2	31.7	64.2	75.9	37.8	209.6	27.2	54.9	64.3	29.9	176.4
증가율 (% YoY)	13.0	21.0	-5.7	-4.5	-4.0	-1.7	-14.1	-14.4	-15.2	-21.1	-15.9
이익률 (%)	3.8	2.3	4.0	4.4	2.3	3.3	1.8	3.2	3.5	1.7	2.6
슈퍼마켓	-16.1	-1.5	-4.3	2.4	-8.0	-11.4	-0.5	-2.0	4.0	-5.0	-3.5
증가율 (% YoY)	적전	적지	적지	118.2	적지	적지	적지	적지	66.7	적지	적지
이익률 (%)	-1.1	-0.4	-1.2	0.6	-1.5	-0.8	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-0.2
호텔사업부	11.9	4.4	-0.8	8.4	9.0	21.0	9.0	7.5	12.0	15.0	43.5
증가율 (% YoY)	15.5	흑전	적전	4100.0	26.8	76.5	104.5	흑전	42.9	66.7	107.1
이익률 (%)	5.7	8.3	-1.4	13.9	11.9	8.6	15.5	12.1	18.0	18.1	16.1
왓슨스 (H&B스토어)		-2.0	-3.0	-7.0	-8.0	-20.0	-8.0	-8.0	-8.0	-8.0	-32.0
증가율 (% YoY)							적지	적지	적지	적지	적지
이익률 (%)		-8.0	-10.0	-17.5	-24.2	-15.6	-29.1	-24.2	-18.2	-22.0	-22.7
기타사업부	9.1	-6.5	-3.0	-24.2	3.9	-29.8	-6.2	-0.1	-3.1	6.0	-3.5
증가율 (% YoY)	-65.5	적전	적지	적전	-27.2	적전	적지	적지	적지	53.9	적지
이익률 (%)	5.5	-20.6	-8.6	-71.2	11.1	-22.0	-19.3	-0.4	-8.9	16.6	-2.5

자료: GS리테일, 메리츠증권 리서치센터

GS리테일 (007070)

Income Statement

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	7,402.0	8,345.5	8,910.4	9,534.1	10,201.5
매출액증가율 (%)	18.0	12.7	6.8	7.0	7.0
매출원가	6,015.1	6,781.8	7,224.8	7,722.6	8,151.0
매출총이익	1,386.9	1,563.7	1,685.6	1,811.5	2,050.5
판매관리비	1,168.8	1,394.2	1,504.8	1,611.3	1,724.1
영업이익	218.1	169.5	180.9	200.2	326.5
영업이익률	2.9	2.0	2.0	2.1	3.2
금융손익	-26.5	-6.3	5.7	22.4	45.0
종속/관계기업손익	-2.4	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	175.5	15.0	15.0	15.0	15.0
세전계속사업이익	364.6	178.3	201.5	237.6	386.4
법인세비용	91.0	39.2	48.3	56.2	89.7
당기순이익	273.5	139.0	153.2	181.4	296.8
지배주주지분 순이익	274.3	141.8	156.3	185.1	302.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	434.5	625.5	496.9	519.4	630.1
당기순이익(손실)	273.5	139.0	153.2	181.4	296.8
유형자산상각비	190.9	244.5	236.4	229.8	224.4
무형자산상각비	43.1	40.9	30.1	22.2	16.3
운전자본의 증감	26.0	202.3	78.3	87.3	93.9
투자활동 현금흐름	7.8	-453.9	-237.8	-240.3	-242.2
유형자산의증가(CAPEX)	-311.0	-415.0	-215.0	-215.0	-215.0
투자자산의감소(증가)	-21.7	-7.2	-4.3	-4.8	-5.1
재무활동 현금흐름	-463.6	-134.7	-176.9	-141.6	-169.3
차입금의 증감	-377.9	-50.0	-123.0	-80.0	-100.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-21.3	36.9	82.1	137.5	218.7
기초현금	65.3	44.0	80.9	163.0	300.5
기말현금	44.0	80.9	163.0	300.5	519.2

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	748.3	828.4	961.1	1,154.5	1,432.9
현금및현금성자산	44.0	80.9	163.0	300.5	519.2
매출채권	153.9	148.5	158.5	169.6	181.5
재고자산	154.5	152.6	163.0	174.4	186.6
비유동자산	3,973.1	4,109.9	4,062.6	4,030.4	4,009.8
유형자산	2,282.4	2,452.9	2,431.5	2,416.7	2,407.4
무형자산	155.3	114.3	84.2	62.0	45.7
투자자산	56.3	63.5	67.8	72.5	77.6
자산총계	4,721.4	4,938.2	5,023.7	5,184.9	5,442.7
유동부채	1,218.6	1,277.7	1,248.2	1,349.2	1,416.0
매입채무	376.5	409.3	437.0	467.6	500.3
단기차입금	30.0	30.0	80.0	60.0	60.0
유동성장기부채	213.0	163.0	10.0	50.0	30.0
비유동부채	1,145.3	1,217.8	1,241.3	1,189.2	1,160.6
사채	389.3	389.3	379.3	329.3	279.3
장기차입금	186.4	186.4	176.4	126.4	96.4
부채총계	2,363.8	2,495.6	2,489.4	2,538.5	2,576.6
자본금	77.0	77.0	77.0	77.0	77.0
자본잉여금	155.5	155.5	155.5	155.5	155.5
기타포괄이익누계액	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
이익잉여금	1,757.5	1,845.4	1,940.1	2,055.9	2,281.6
비지배주주지분	367.7	364.9	361.8	358.2	352.3
자본총계	2,357.5	2,442.7	2,534.3	2,646.4	2,866.2

Key Financial Data

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	96,130	108,383	115,719	123,820	132,487
EPS(지배주주)	3,562	1,842	2,030	2,404	3,931
CFPS	6,630	6,104	6,005	6,067	7,560
EBITDAPS	5,871	5,909	5,810	5,872	7,365
BPS	25,842	26,984	28,214	29,717	32,648
DPS	1,100	700	800	900	1,000
배당수익률(%)	2.3	1.7	1.9	2.1	2.3
Valuation(Multiple)					
PER	13.4	21.9	21.1	17.8	10.9
PCR	7.2	6.6	7.1	7.0	5.7
PSR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
PBR	1.8	1.5	1.5	1.4	1.3
EBITDA	452.1	455.0	447.4	452.2	567.1
EV/EBITDA	10.1	8.5	8.5	7.9	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	14.5	7.0	7.4	8.3	12.6
EBITDA 이익률	6.1	5.5	5.0	4.7	5.6
부채비율	100.3	102.2	98.2	95.9	89.9
금융비용부담률	0.7	0.5	0.4	0.3	0.2
이자보상배율(x)	4.5	4.4	5.3	6.9	13.1
매출채권회전율(x)	56.2	55.2	58.1	58.1	58.1
재고자산회전율(x)	54.7	54.4	56.5	56.5	56.5

Industry Brief
2018. 1. 22

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미
02-6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

신세계 004170

면세점으로 백화점 뛰어넘기

- ✓ 4Q 매출액 1,1조원 (+26.4% YoY), 영업이익 1,341억원 (+27.0% YoY) 전망
- ✓ 신세계 DF 매출액 2,835억원 (+50% YoY), 영업이익 100억원 (흑자전환) 예상
- ✓ 중국 럭셔리 소비 호조와 중국 인바운드 회복 긍정적
- ✓ 전사 이익에서 백화점 기여도 여전히 절대적, 2분기 이후 실적 불확실성 증가
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 360,000원으로 상향

Trading Buy

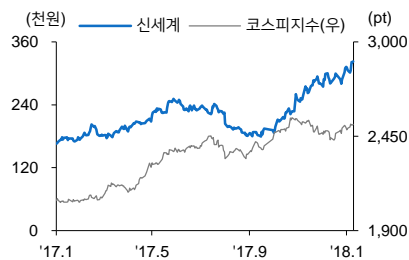
적정주가 (12개월) **360,000 원**
현재주가 (1.19) **323,000 원**
상승여력 **11.5%**

KOSPI	2,520.26pt
시가총액	31,800억원
발행주식수	985만주
유통주식비율	71.85%
외국인비중	23.90%
52주 최고/최저가	323,000원/170,500원
평균거래대금	193.0억원

주요주주(%)	
이명희 외 2인	28.06
국민연금	13.41
한국투자신탁운용	5.46

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.6	39.8	85.6
상대주가	8.8	34.8	52.7

주가그래프



4분기 영업이익 1,341억원 (+27.0% YoY) 전망

신세계 4분기 실적은 매출액 1,1조원 (+26.4% YoY), 영업이익 1,341억원 (+27.0% YoY)을 기록할 전망이다. 별도기준 총매출액은 1.98조원 (+10.5% YoY), 영업이익 818억원 (+2.3% YoY)이 예상되며 백화점과 신세계몰이 각각 전년동기대비 2%, 10% 증가할 것으로 추정한다. 신세계 DF (면세점)는 매출액 2,835억원 (+50% YoY), 영업이익 100억원 (흑자전환)이 예상되며 중국 럭셔리 소비 시장 호조로 높은 매출 성장 대비 알선수수료 등 비용 부담이 감소하면서 이익 개선폭이 두드러질 전망이다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 360,000원으로 상향

4분기 양호한 실적 추정치를 반영하여 신세계에 대해 투자의견 Trading Buy를 유지하고 적정주가를 360,000원으로 상향한다. 적정주가는 백화점과 면세점의 영업가치와 관계사 및 센트럴시티의 자산가치 합으로 산출하였으며 백화점과 면세점의 영업이익 추정치를 상향 조정하고 백화점의 목표 PER을 10배에서 유통업종 평균 수준인 13배로 상향했다. 아울렛 관련 영업일수 제한 관련 정책 불확실성이 있지만 신세계는 관계사 신세계사이먼을 통해 프리미엄 아울렛을 중심으로 사업을 영위하고 있어 상대적으로 타격이 제한적일 전망이다. 따라서 당분간 중국 럭셔리 소비 호조와 중국 인바운드 회복이 신세계 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다. 다만 여전히 전사 이익에서 백화점 기여도가 절대적이기 때문에 2분기 이후 실적 불확실성은 여전히 상존하고 있다고 판단하여 투자의견 Trading Buy를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	2,947.5	251.4	227.1	23,071	-25.4	328,499	7.6	0.5	12.2	7.3	112.1
2017E	3,886.1	327.4	206.1	20,937	-20.3	348,187	14.3	0.9	11.7	6.2	117.5
2018E	4,446.4	358.0	227.2	23,082	10.2	370,020	14.0	0.9	11.1	6.4	116.0
2019E	4,705.8	339.1	223.9	22,737	-1.5	391,508	14.2	0.8	11.0	6.0	109.9
2020E	4,941.1	311.3	208.5	21,174	-6.9	411,433	15.3	0.8	11.2	5.3	99.7

표21 4Q17 Earnings Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	1,107.5	876.1	21.2	985.3	12.4	1,133.9	-2.3
영업이익	134.1	105.6	27.5	74.3	80.5	134.8	-0.5
세전이익	159.3	25.2	532.6	64.0	148.7	133.8	19.0
지배주주순이익	94.0	25.6	266.5	39.4	138.7	83.0	13.2
영업이익률 (%)	12.1			7.5		11.9	0.2%p
지배주주순이익률 (%)	8.5			4.0		7.3	1.2%p

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표22 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	3,860.6	4,261.2	3,886.1	4,446.4	0.7	4.3
영업이익	318.5	346.1	327.4	358.0	2.8	3.4
지배주주순이익	185.9	212.1	206.1	227.2	10.9	7.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표23 신세계 SOTP Valuation

(십억원)		비고
백화점 별도 NOPLAT	165	2018년 별도기준
멀티플 (X)	13	유통업종 평균 PER
신세계DF (면세점) NOPLAT	21	2018년 개별기준
멀티플 (X)	30	아시아 소비재 평균 PER
영업가치	2,779	
삼성생명 (지분율 2.2%)	411	시가 대비 30% 할인
신세계인터내셔널 (지분율 45.8%)	182	시가 대비 30% 할인
센트럴시티	1,572	장부가액
신세계동대구복합환승센터	409	장부가액
관계기업 합 (신세계사이먼 등)	290	장부가액
순차입금	2,113	연결기준
자산가치	752	
기업가치	3,531	
주식수 (천주)	9,845	
적정주가 (원)	358,698	
메리츠증권증권 적정주가 (원)	360,000	

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표24 신세계 연간 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	2,564.0	2,947.5	3,886.1	4,446.4	4,705.8
증감률 (% YoY)	2.9	15.0	31.8	14.4	5.8
신세계 (별도)	1,486.1	1,644.0	1,662.8	1,702.8	1,635.7
신세계인터내셔널	884.5	989.9	1,101.2	1,211.3	1,308.2
센트럴시티	124.7	212.6	259.0	272.0	285.6
신세계디에프		308.0	928.5	1,300.3	1,495.3
신세계동대구			165.0	200.0	210.0
기타 및 연결조정	68.7	-207.4	-230.4	-240.0	-229.0
성장률 (% YoY)					
신세계 (별도)	-1.1	10.6	1.1	2.4	-3.9
신세계인터내셔널	4.5	11.9	11.2	10.0	8.0
센트럴시티	0.4	70.5	21.9	5.0	5.0
신세계디에프			201.5	40.0	15.0
매출액대비 (%)					
신세계 (별도)	58.0	55.8	42.8	38.3	34.8
신세계인터내셔널	34.5	33.6	28.3	27.2	27.8
센트럴시티	4.9	7.2	6.7	6.1	6.1
신세계디에프		10.5	23.9	29.2	31.8
신세계동대구			4.2	4.5	4.5
매출총이익	1,634.6	1,890.1	2,322.2	2,436.6	2,398.3
증감률 (% YoY)	2.3	15.6	22.9	4.9	-1.6
매출총이익률 (%)	63.8	64.1	59.8	54.8	51.0
영업이익	262.1	251.4	327.4	358.0	339.1
증감률 (% YoY)	-4.1	-4.2	30.4	9.4	-5.3
영업이익률 (%)	10.2	8.5	8.4	8.1	7.2
신세계 (별도)	184.6	198.0	209.8	211.8	188.7
신세계인터내셔널	17.1	26.4	26.7	29.3	31.7
센트럴시티	61.2	89.8	92.6	96.9	85.7
신세계디에프		-50.0	13.7	27.0	33.0
신세계동대구			-17.0	-7.0	0.0
기타 및 연결조정	-0.8	-13.2	-11.0	0.0	0.0
성장률 (% YoY)					
신세계 (별도)	-2.9	7.2	6.0	0.9	-10.9
신세계인터내셔널	-17.6	54.9	0.9	10.0	8.0
센트럴시티	-3.3	46.7	3.1	4.6	-11.6
수익성 (%)					
신세계 (별도)	12.4	12.0	12.6	12.4	11.5
신세계인터내셔널	1.9	2.7	2.4	2.4	2.4
센트럴시티	49.1	42.3	35.8	35.6	30.0

자료: 신세계, 메리츠증권증권 리서치센터

표25 신세계 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	916.6	876.6	985.3	1,107.5	1,086.2	1,027.9	1,102.7	1,229.6
증감률 (% YoY)	42.5	33.5	34.3	21.2	18.5	17.3	11.9	11.0
신세계 (별도)	415.0	400.0	404.0	443.8	419.8	412.8	410.8	459.4
신세계인터내셔널	272.0	239.0	269.0	321.2	299.2	262.9	295.9	353.3
센트럴시티	63.0	63.0	64.0	69.0	66.2	66.2	67.2	72.5
신세계디에프	183.0	191.0	271.0	283.5	311.1	296.1	338.8	354.4
신세계동대구	40.0	36.0	39.0	50.0	50.0	50.0	50.0	50.0
기타 및 연결조정	-56.4	-52.0	-62.0	-60.0	-60.0	-60.0	-60.0	-60.0
성장률 (% YoY)								
신세계 (별도)	9.8	3.5	-0.9	-6.0	1.2	3.2	1.7	3.5
신세계인터내셔널	25.4	1.3	9.8	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
센트럴시티	99.6	23.5	1.6	3.0	5.0	5.0	5.0	5.0
신세계디에프		855.0	173.7	50.0	70.0	55.0	25.0	25.0
매출액대비 (%)								
신세계 (별도)	45.3	45.6	41.0	40.1	38.6	40.2	37.3	37.4
신세계인터내셔널	29.7	27.3	27.3	29.0	27.5	25.6	26.8	28.7
센트럴시티	6.9	7.2	6.5	6.2	6.1	6.4	6.1	5.9
신세계디에프	20.0	21.8	27.5	25.6	28.6	28.8	30.7	28.8
신세계동대구	4.4	4.1	4.0	4.5	4.6	4.9	4.5	4.1
매출총이익	562.0	538.0	560.0	662.2	600.9	571.2	585.8	678.7
증감률 (% YoY)	36.9	25.3	22.5	11.7	6.9	6.2	4.6	2.5
매출총이익률 (%)	61.3	61.4	56.8	59.8	55.3	55.6	53.1	55.2
영업이익	77.6	41.3	74.3	134.1	90.5	57.8	77.3	132.4
증감률 (% YoY)	25.0	-2.9	80.4	27.5	16.6	39.8	4.1	-1.3
영업이익률 (%)	8.5	4.7	7.5	12.1	8.3	5.6	7.0	10.8
신세계 (별도)	52.0	36.0	40.0	81.8	52.5	39.0	41.5	78.7
신세계인터내셔널	4.0	4.0	1.0	17.7	4.5	4.2	3.0	17.7
센트럴시티	25.0	14.0	26.0	27.6	26.5	14.6	26.9	29.0
신세계디에프	-2.0	-4.0	9.7	10.0	8.0	6.0	6.0	7.0
신세계동대구	-2.0	-9.0	-3.0	-3.0	-1.0	-6.0	0.0	0.0
기타 및 연결조정	0.6	0.3	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
성장률 (% YoY)								
신세계 (별도)	17.3	-2.3	8.6	2.3	1.1	8.3	3.7	-3.8
신세계인터내셔널	38.0	-46.8	0.0	17.8	12.2	5.2	195.9	0.0
센트럴시티	51.8	-19.3	4.0	-11.0	5.8	4.0	3.4	5.0
수익성 (%)								
신세계 (별도)	12.5	9.0	9.9	18.4	12.5	9.4	10.1	17.1
신세계인터내셔널	1.5	1.7	0.4	5.5	1.5	1.6	1.0	5.0
센트럴시티	39.7	22.2	40.6	40.0	40.0	22.0	40.0	40.0

자료: 신세계, 메리츠증권 리서치센터

표26 신세계 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	1,644.0	415.0	400.0	404.0	443.8	1,662.8	419.8	412.8	410.8	459.4	1,702.8
증감률 (% YoY)	10.6	9.8	3.5	-0.9	-6.0	1.1	1.2	3.2	1.7	3.5	2.4
총매출액	5,836.5	1,770.6	1,700.0	1,814.0	1,981.2	7,265.8	1,825.1	1,794.8	1,786.2	1,997.5	7,403.5
순매출액/총매출액 (%)	28.2	23.4	23.5	22.3	22.4	22.9	23.0	23.0	23.0	23.0	23.0
백화점 (오프라인)	3,574.0	890.0	859.0	857.0	1,062.8	3,668.8	907.8	867.6	865.6	1,052.2	3,693.2
신세계몰 (온라인)	856.0	243.0	252.0	246.0	268.4	1,009.4	267.3	277.2	270.6	295.2	1,110.3
성장률 (% YoY)											
총매출액	15.5	38.9	29.1	24.9	10.5	24.5	3.1	5.6	-1.5	0.8	1.9
백화점 (오프라인)	6.6	8.7	3.0	-2.5	2.0	2.7	2.0	1.0	1.0	-1.0	0.7
신세계몰 (온라인)	37.8	27.2	18.9	17.7	10.0	17.9	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
총매출액대비 (%)											
백화점 (오프라인)	61.2	50.3	50.5	47.2	53.6	50.5	49.7	48.3	48.5	52.7	49.9
신세계몰 (온라인)	14.7	13.7	14.8	13.6	13.5	13.9	14.6	15.4	15.1	14.8	15.0
영업이익	198.0	52.0	36.2	39.6	81.8	209.6	52.5	39.0	41.5	78.7	211.8
증감률 (% YoY)	7.2	17.3	-1.7	7.5	2.3	5.9	1.1	7.8	4.8	-3.8	1.0
영업이익률 (%)	3.4	2.9	2.1	2.2	4.1	2.9	2.9	2.2	2.3	3.9	2.9
백화점 (오프라인)	206.0	51.0	37.0	41.0	81.8	210.8	51.7	38.2	40.7	77.9	208.5
신세계몰 (온라인)	-8.0	1.0	0.0	-1.0	0.0	0.0	0.8	0.8	0.8	0.9	3.3
성장률 (% YoY)											
백화점 (오프라인)	5.1	6.3	-5.1	2.5	3.6	2.3	1.5	3.2	-0.8	-4.9	-1.1
신세계몰 (온라인)	적지	흑전	n/a	적지	n/a	n/a	-0.2	n/a	흑전	n/a	n/a
수익성 (%)											
백화점 (오프라인)	5.8	5.7	4.3	4.8	7.7	5.7	5.7	4.4	4.7	7.4	5.6
신세계몰 (온라인)	-0.9	0.4	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

자료: 신세계, 메리츠증권 리서치센터

신세계 (004170)

Income Statement

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	2,947.5	3,886.1	4,446.4	4,705.8	4,941.1
매출액증가율 (%)	15.0	31.8	14.4	5.8	5.0
매출원가	1,057.4	1,563.9	2,009.7	2,307.6	2,470.6
매출총이익	1,890.1	2,322.2	2,436.6	2,398.3	2,470.6
판매관리비	1,638.7	1,994.9	2,078.7	2,059.2	2,159.3
영업이익	251.4	327.4	358.0	339.1	311.3
영업이익률	8.5	8.4	8.1	7.2	6.3
금융손익	-26.1	-30.2	-15.4	1.1	5.6
종속/관계기업손익	186.9	21.8	21.0	20.0	20.0
기타영업외손익	3.2	20.0	10.0	5.0	5.0
세전계속사업이익	415.4	339.0	373.6	365.2	341.9
법인세비용	92.1	81.4	89.6	85.4	81.3
당기순이익	323.4	257.7	284.1	279.8	260.6
지배주주지분 순이익	227.1	206.1	227.2	223.9	208.5

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	987.5	1,477.5	1,823.6	2,004.2	1,884.7
현금및현금성자산	78.3	137.4	180.9	265.7	59.3
매출채권	205.6	298.9	370.5	392.2	411.8
재고자산	392.6	706.6	889.3	941.2	988.2
비유동자산	8,967.0	9,262.2	9,428.6	9,492.7	9,551.7
유형자산	6,625.6	6,607.3	6,590.3	6,574.5	6,559.7
무형자산	304.3	286.2	271.6	260.0	250.7
투자자산	1,041.3	1,372.8	1,570.8	1,662.4	1,745.5
자산총계	9,954.5	10,739.7	11,252.1	11,496.9	11,436.4
유동부채	2,435.0	2,899.9	3,167.3	3,264.3	2,882.8
매입채무	104.9	116.3	133.1	140.9	147.9
단기차입금	283.9	233.9	183.9	133.9	83.9
유동성장기부채	464.8	464.8	464.8	464.8	0.0
비유동부채	2,826.6	2,901.4	2,874.7	2,755.0	2,827.8
사채	1,145.4	1,045.4	945.4	845.4	845.4
장기차입금	645.2	545.2	445.2	345.2	345.2
부채총계	5,261.6	5,801.4	6,042.1	6,019.3	5,710.5
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	399.9	399.9	399.9	399.9	399.9
기타포괄이익누계액	371.3	371.3	371.3	371.3	371.3
이익잉여금	2,100.0	2,293.8	2,508.8	2,720.3	2,916.5
비지배주주지분	1,458.8	1,510.3	1,567.2	1,623.1	1,675.2
자본총계	4,692.9	4,938.3	5,210.1	5,477.6	5,725.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	338.7	849.3	716.5	640.0	604.2
당기순이익(손실)	323.4	257.7	284.1	279.8	260.6
유형자산상각비	193.3	218.2	217.0	215.9	214.8
무형자산상각비	15.4	18.2	14.6	11.6	9.3
운전자본의 증감	27.0	363.8	209.4	141.2	128.1
투자활동 현금흐름	-895.6	-539.1	-420.8	-302.3	-292.7
유형자산의증가(CAPEX)	-792.6	-200.0	-200.0	-200.0	-200.0
투자자산의감소(증가)	448.9	-331.6	-197.9	-91.7	-83.1
재무활동 현금흐름	590.9	-251.1	-252.2	-253.0	-517.9
차입금의 증감	734.9	-247.4	-248.4	-249.3	-514.2
자본의 증가	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	34.0	59.1	43.5	84.7	-206.4
기초현금	44.3	78.3	137.4	180.9	265.7
기말현금	78.3	137.4	180.9	265.7	59.3

Key Financial Data

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	299,384	394,717	451,628	477,984	501,883
EPS(지배주주)	23,071	20,937	23,082	22,737	21,174
CFPS	50,225	61,511	63,030	60,088	56,923
EBITDAPS	46,735	57,262	59,881	57,548	54,383
BPS	328,499	348,187	370,020	391,508	411,433
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	7.6	14.3	14.0	14.2	15.3
PCR	3.5	4.9	5.1	5.4	5.7
PSR	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
PBR	0.5	0.9	0.9	0.8	0.8
EBITDA	460.1	563.8	589.5	566.6	535.4
EV/EBITDA	12.2	11.7	11.1	11.0	11.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.3	6.2	6.4	6.0	5.3
EBITDA 이익률	15.6	14.5	13.3	12.0	10.8
부채비율	112.1	117.5	116.0	109.9	99.7
금융비용부담률	2.1	1.8	1.4	1.2	0.9
이자보상배율(x)	4.0	4.7	5.7	6.0	6.8
매출채권회전율(x)	17.1	15.4	13.3	12.3	12.3
재고자산회전율(x)	8.7	7.1	5.6	5.1	5.1

Industry Brief
2018. 1. 22

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미
02-6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

현대백화점 069960

단기 실적 개선과 저평가 매력

- ✓ 4Q 매출액 4,972 억원 (+1.5% YoY), 영업이익 1,214 억원 (+0.3% YoY) 전망
- ✓ 수익성이 좋은 의류 판매 호조에도 마진율이 낮은 명품과 가전 판매 함께 증가
- ✓ 온라인 매출 꾸준히 15% 이상 증가, 2017년 전사 대비 10% 비중 예상
- ✓ 단기 실적 개선은 긍정적, 소매유통 내 백화점 비중 축소와 정책 불확실성 상존
- ✓ 투자의견 Trading Buy, 적정주가 120,000원으로 상향

Trading Buy

적정주가 (12개월) **120,000 원**
현재주가 (1.19) **110,000 원**
상승여력 **9.1%**

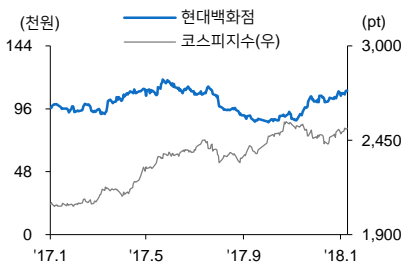
KOSPI	2,520.26pt
시가총액	25,743억원
발행주식수	2,340만주
유통주식비율	60.30%
외국인비중	25.78%
52주 최고/최저가	118,500원/85,700원
평균거래대금	143.0억원

주요주주(%)

정몽근 외 3 인	36.08
국민연금	11.25

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.3	0.5	10.7
상대주가	3.5	-3.1	-9.0

주가그래프



4분기 영업이익 1,214 억원 (+0.3% YoY) 전망

현대백화점 4분기 실적은 매출액 4,972 억원 (+1.5% YoY), 영업이익 1,214 억원 (+0.3% YoY)를 기록할 전망이다. 4분기 기존점성장률은 1% 수준이 예상되며 추운 날씨로 의류 판매가 회복되고 명품과 가전제품 등 리빙 판매가 꾸준히 지속되었던 것으로 추산된다. 수익성이 좋은 의류 판매 호조에도 영업이익률은 전년동기 수준과 동일할 것으로 예상하는데 그 이유는 상대적으로 마진율이 낮은 명품과 가전제품 판매가 함께 증가하였고 과거대비 백화점의 고정비 부담이 증가했기 때문이다. 향후 현대백화점은 광고판촉비 축소 등 자체적인 비용 절감으로 효율화를 추구할 계획이다. 한편 온라인 매출이 꾸준히 15% 이상 증가하고 있으며 2017년 전사 대비 10% 비중까지 확대될 전망이다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 120,000 원으로 상향

4분기 양호한 실적 추정치를 반영하여 현대백화점에 대해 투자의견 Trading Buy 를 유지하고 적정주가를 120,000 원으로 상향한다. 적정주가는 2018년 예상 EPS 에 목표 PER 10.5 배 (유통업종 평균 PER 대비 20% 할인)를 적용했다. 단기적인 의류 판매 호조에 따른 실적 개선은 긍정적이지만 소매유통 시장 내 백화점 비중 축소와 정책 불확실성은 여전히 상존하고 있다고 판단하여 투자의견 Trading Buy 를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,831.8	383.2	275.8	11,784	14.6	157,840	9.2	0.7	6.8	7.7	52.8
2017E	1,850.7	398.4	284.1	12,141	3.5	169,307	8.6	0.6	6.1	7.4	47.5
2018E	1,899.9	372.2	267.1	11,414	-6.0	180,046	9.6	0.6	6.7	6.5	47.2
2019E	1,998.7	389.7	279.1	11,925	4.5	191,296	9.2	0.6	6.3	6.4	45.3
2020E	2,078.6	403.3	290.6	12,419	4.1	203,041	8.9	0.5	5.6	6.3	42.3

표27 4Q17 Earnings Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	497.4	489.8	1.5	422.3	17.8	511.3	-2.7
영업이익	121.4	121.0	0.3	69.5	74.6	126.0	-3.7
세전이익	126.7	135.6	-6.6	82.1	54.3	135.6	-6.6
지배주주순이익	79.3	87.9	-9.8	49.7	59.6	83.1	-4.5
영업이익률 (%)	24.4			16.5		24.6	-0.2%p
지배주주순이익률 (%)	15.9			11.8		16.3	-0.3%p

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표28 현대백화점 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
총매출액	5,571.6	1,453.6	1,360.5	1,346.6	1,498.1	5,658.8	1,475.5	1,387.7	1,380.3	1,540.0	5,783.4
증가율 (% YoY)	14.7	5.4	-1.4	0.4	1.8	1.6	1.5	2.0	2.5	2.8	2.2
매출액	1,831.8	495.2	435.9	422.3	497.4	1,850.7	505.1	446.8	435.8	512.3	1,899.9
증가율 (% YoY)	10.6	8.0	-3.1	-0.3	1.5	1.0	2.0	2.5	3.2	3.0	2.7
총영업면적 (㎡)	230,993	230,993	244,293	244,293	244,293	244,293	247,793	247,793	247,793	247,793	247,793
증가율 (% YoY)	11.5	11.5	5.8	5.8	5.8	5.8	7.3	1.4	1.4	1.4	1.4
총지점수 (개)	18	18	19	19	19	19	19	19	19	19	19
증가율 (% YoY)	12.5	12.5	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6	0.0	0.0	0.0	0.0
매출원가	315.2	90.2	70.0	73.5	82.6	316.2	93.4	73.7	76.3	87.6	331.0
증가율 (% YoY)	19.7	10.0	2.9	-11.5	0.7	0.3	3.6	5.4	3.8	6.1	4.7
매출원가율 (%)	17.2	18.2	16.1	17.4	16.6	17.1	18.5	16.5	17.5	17.1	17.4
매출총이익	1,516.6	405.0	365.9	348.8	414.8	1,534.5	411.6	373.0	359.5	424.7	1,568.9
증가율 (% YoY)	8.9	7.7	-4.2	-0.6	1.7	1.2	1.6	2.0	3.1	2.4	2.2
매출총이익률 (%)	82.8	81.8	83.9	82.6	83.4	82.9	81.5	83.5	82.5	82.9	82.6
판관비	1,133.4	266.5	296.8	279.3	293.4	1,136.1	303.0	303.8	287.6	302.2	1,196.7
증가율 (% YoY)	10.0	-2.7	-2.4	3.8	2.2	0.2	13.7	2.3	3.0	3.0	5.3
판관비중 (%)	61.9	53.8	68.1	66.1	59.0	61.4	60.0	68.0	66.0	59.0	63.0
인건비	228.0	56.6	55.0	60.0	74.5	246.1	58.3	56.7	61.8	76.8	253.5
증가율 (% YoY)	7.2	6.8	7.9	9.0	8.0	7.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
매출대비 (%)	12.4	11.4	12.6	14.2	15.0	13.3	11.5	12.7	14.2	15.0	13.3
판매비	187.0	44.5	48.0	48.9	48.4	189.8	46.7	50.4	51.3	50.8	199.2
증가율 (% YoY)	14.7	-3.3	2.1	3.9	3.0	1.5	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출대비 (%)	10.2	9.0	11.0	11.6	9.7	10.3	9.2	11.3	11.8	9.9	10.5
감가상각비	142.0	34.4	35.0	35.6	35.2	140.2	35.0	35.0	35.0	35.0	140.0
증가율 (% YoY)	13.7	1.1	-5.4	-3.8	3.5	-1.3	1.8	0.0	-1.7	-0.6	-0.1
매출대비 (%)	7.8	6.9	8.0	8.4	7.1	7.6	6.9	7.8	8.0	6.8	7.4
기타 관리비	577.0	131.1	158.8	134.9	135.3	560.0	163.0	161.7	139.6	139.7	604.0
증가율 (% YoY)	8.8	-7.0	-6.0	3.7	-1.2	-2.9	24.4	1.8	3.5	3.2	7.8
영업이익	383.2	138.4	69.1	69.5	121.4	398.4	108.6	69.2	71.9	122.4	372.2
증가율 (% YoY)	5.6	35.2	-11.5	-15.1	0.3	3.9	-21.5	0.3	3.4	0.9	-6.6
영업이익률 (%)	6.9	9.5	5.1	5.2	8.1	7.0	7.4	5.0	5.2	8.0	6.4

자료: 현대백화점, 메리츠증권증권 리서치센터

현대백화점 (069960)

Income Statement

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	1,831.8	1,850.7	1,899.9	1,998.7	2,078.6
매출액증가율 (%)	10.6	1.0	2.7	5.2	4.0
매출원가	315.2	316.2	331.0	349.8	365.8
매출총이익	1,516.6	1,534.5	1,568.9	1,648.9	1,712.8
판매관리비	1,133.4	1,136.1	1,196.7	1,259.2	1,309.5
영업이익	383.2	398.4	372.2	389.7	403.3
영업이익률	20.9	21.5	19.6	19.5	19.4
금융손익	-5.7	-3.5	-3.9	-4.0	1.9
중속/관계기업손익	38.7	50.0	50.0	50.0	50.0
기타영업외손익	19.7	10.0	10.0	10.0	10.0
세전계속사업이익	435.9	454.9	428.3	445.8	465.2
법인세비용	114.8	122.5	115.9	119.4	125.2
당기순이익	321.1	332.3	312.4	326.4	339.9
지배주주지분 순이익	275.8	284.1	267.1	279.1	290.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	442.0	468.5	462.5	503.9	504.4
당기순이익(손실)	321.1	332.3	312.4	326.4	339.9
유형자산상각비	141.9	164.7	179.4	187.0	181.5
무형자산상각비	1.6	1.0	0.9	0.9	0.9
운전자본의 증감	-42.4	20.4	19.7	39.6	32.0
투자활동 현금흐름	-524.4	-361.2	-579.2	-408.6	-97.4
유형자산의증가(CAPEX)	-333.5	-400.0	-600.0	-400.0	-100.0
투자자산의감소(증가)	-10.0	42.8	31.1	12.2	19.4
재무활동 현금흐름	108.4	-105.8	74.2	-45.8	-95.8
차입금의 증감	139.6	-89.9	90.0	-30.0	-80.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	26.0	1.5	-42.4	49.5	311.2
기초현금	43.9	70.0	71.4	29.0	78.5
기말현금	70.0	71.4	29.0	78.5	389.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,150.0	1,144.3	1,130.4	1,237.3	1,594.8
현금및현금성자산	70.0	71.4	29.0	78.5	389.7
매출채권	596.6	584.3	599.8	631.0	656.3
재고자산	59.6	60.3	61.9	65.1	67.7
비유동자산	5,437.2	5,678.8	6,117.2	6,367.2	6,315.4
유형자산	4,576.8	4,812.1	5,232.6	5,445.6	5,364.1
무형자산	45.5	44.5	43.6	42.7	41.8
투자자산	701.8	709.0	727.8	765.7	796.3
자산총계	6,587.3	6,823.1	7,247.7	7,604.5	7,910.2
유동부채	1,325.6	1,241.0	1,239.0	1,265.1	1,280.5
매입채무	450.3	449.6	461.5	485.5	504.9
단기차입금	180.0	190.0	160.0	130.0	100.0
유동성장기부채	99.9	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	951.1	955.0	1,085.0	1,105.0	1,071.2
사채	399.4	399.4	499.4	499.4	449.4
장기차입금	179.8	179.8	199.8	199.8	199.8
부채총계	2,276.7	2,196.0	2,323.9	2,370.1	2,351.7
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
기타포괄이익누계액	40.4	40.4	40.4	40.4	40.4
이익잉여금	3,035.0	3,303.3	3,554.7	3,817.9	4,092.8
비지배주주지분	616.8	664.9	710.3	757.6	806.9
자본총계	4,310.6	4,627.1	4,923.8	5,234.4	5,558.5

Key Financial Data

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	78,274	79,079	81,183	85,405	88,821
EPS(지배주주)	11,784	12,141	11,414	11,925	12,419
CFPS	24,923	24,532	24,038	25,109	25,453
EBITDAPS	22,504	24,105	23,611	24,682	25,026
BPS	157,840	169,307	180,046	191,296	203,041
DPS	700	700	700	700	700
배당수익률(%)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	9.2	8.6	9.6	9.2	8.9
PCR	4.4	4.3	4.6	4.4	4.3
PSR	1.4	1.3	1.4	1.3	1.2
PBR	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
EBITDA	526.7	564.1	552.6	577.6	585.7
EV/EBITDA	6.8	6.1	6.7	6.3	5.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.7	7.4	6.5	6.4	6.3
EBITDA 이익률	28.8	30.5	29.1	28.9	28.2
부채비율	52.8	47.5	47.2	45.3	42.3
금융비용부담률	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
이자보상배율(x)	24.5	24.7	23.1	23.3	25.8
매출채권회전율(x)	3.2	3.1	3.2	3.2	3.2
재고자산회전율(x)	30.7	30.9	31.1	31.5	31.3

Industry Brief
2018. 1. 22

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

RA 윤보미
02-6098-6664
bomi.yun@meritz.co.kr

롯데쇼핑 023530

중국 할인점 매각 시 단기 모멘텀 부각

- ✓ 4Q 국내 백화점과 국내 할인점 개선 기대
- ✓ 4Q 기존점성장률 국내 백화점 1.5%, 국내 할인점 2.5% 전망
- ✓ 중국 영업정지가 지속되면서 해외 할인점 손실 불가피
- ✓ 중국 할인점 매각 진행 긍정적, 실질적인 본업 경쟁력 회복 여부는 불확실
- ✓ 투자의견 Hold 유지, 적정주가 200,000 원으로 상향

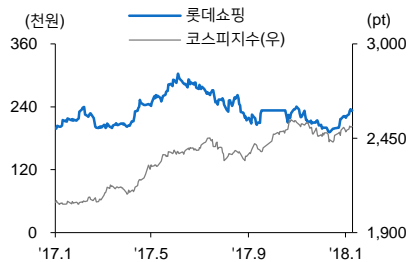
Hold

적정주가 (12개월) **200,000 원**
현재주가 (1.19) **233,000 원**
상승여력 **-14.2%**

KOSPI	2,520.26pt
시가총액	65,524억원
발행주식수	2,812만주
유통주식비율	39.44%
외국인비중	17.49%
52주 최고/최저가	303,420원/191,500원
평균거래대금	410.4억원
주요주주(%)	
신동빈 외 15 인	60.45
국민연금	6.07

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.6	-13.5	13.9
상대주가	16.6	-16.6	-6.4

주가그래프



4분기 국내 백화점과 국내 할인점 개선 기대

분할 후 기준으로 산출한 롯데쇼핑의 4분기 실적은 매출액 6.11조원과 영업이익 2,513억원을 기록할 전망이다. 2016년 부가가치세 환급 1,000억원의 영향으로 전년동기대비 이익 감소는 불가피하겠지만 이를 제외한 실질적인 국내 백화점과 국내 할인점의 실적 개선이 예상되며 중국 할인점 부진은 지속될 전망이다. 국내 백화점은 기존점성장률 1.5%를 기록하여 매출액 2.57조원 (+2% YoY), 영업이익 2,702억원 (-19.8% YoY)이 예상되며 2016년 부가가치세 환급을 제외할 경우 9% YoY 증가한 수치로 추산된다. 국내 할인점 또한 기존점성장률 2.5%를 기록하여 매출액 1.5조원 (+1% YoY), 영업이익 150억원 (-42.2% YoY)이 예상되며 역시 부가가치세 환급을 제외할 경우 52% YoY 크게 증가할 것으로 추정한다. 중국 영업정지가 지속되면서 해외 할인점은 매출액 3,444억원 (-40% YoY), 영업손실 600억원이 예상된다.

투자의견 Hold 유지, 적정주가 200,000 원으로 상향

최근 롯데쇼핑은 중국 할인점 매각을 추진 중이며 빠른 시일 내에 협상이 마무리될 것으로 기대한다. 손실 폭이 상당한 중국 할인점이 매각될 경우 단기적으로 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다. 다만 중국 리스크 해소에도 이익의 대다수를 차지하고 있는 국내 백화점과 할인점의 근본적인 경쟁력 회복 여부는 아직 불확실하다. 롯데지주 출범으로 롯데 그룹의 중간 지주사로서의 주가 프리미엄도 약화될 전망이다. 따라서 롯데쇼핑에 대해 투자의견 Hold 를 유지하고 적정주가는 200,000 원으로 상향한다. 적정주가는 12개월 Forward 예상 EPS 에 유통업종 평균 PER 13 배를 적용하여 산출하였다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2015	29,127.7	853.7	-383.1	-10,972	-156.1	402,309	-19.1	0.6	6.0	-2.3	138.1
2016	29,526.4	940.4	168.2	7,840	흑전	411,161	41.5	0.5	5.4	1.0	142.8
2017E	28,352.0	634.0	-162.0	-7,524	적전	572,019	-46.8	0.4	6.8	-1.0	140.4
2018E	23,399.0	716.5	411.3	14,625	N/A	478,273	15.9	0.5			
2019E	23,633.0	751.0	426.2	15,155	3.6	487,839	15.4	0.5			

주: 2017년까지는 분할 전 기준, 2018년 이후는 분할 후 기준

표29 4Q17 Earnings Preview

(십억원)	4Q17E	4Q16	(% YoY)	3Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	6,114.4	7,542.1	N/A	7,117.7	N/A	6,830.0	-10.5
영업이익	251.3	385.6	N/A	74.5	N/A	256.0	-1.8
세전이익	241.3	70.8	N/A	-559.4	N/A	325.3	-25.8
지배주주순이익	146.7	-4.0	N/A	-559.0	N/A	222.5	-34.1
영업이익률 (%)	4.1			1.0		3.7	0.4
지배주주순이익률 (%)	2.4			-7.9		3.3	-0.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표30 롯데쇼핑 분기별 실적 추이 및 전망 (2017년 4분기부터 분할 후 기준)

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
총매출액	7,492.0	7,401.0	7,578.0	6,504.7	6,117.5	6,083.4	6,173.8	6,597.5
% YoY	0.4	-1.4	-3.7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
순매출액 (재무제표)	7,059.4	6,922.8	7,117.7	6,114.4	5,732.1	5,700.2	5,784.8	6,181.9
% YoY	-1.7	-4.3	-6.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
총매출액 대비 순매출액	94.2	93.5	93.9	94.0	93.7	93.7	93.7	93.7
매출원가	4,777.4	4,643.8	4,877.7	4,065.4	3,860.1	3,802.1	3,895.7	4,116.9
% of Sales	63.8	62.7	64.4	62.5	63.1	62.5	63.1	62.4
% YoY	-3.6	-6.2	-7.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
매출총이익 (관리기준)	2,282.0	2,279.0	2,240.0	2,049.0	1,872.0	1,898.0	1,889.2	2,065.0
판관비	2,074.6	2,192.0	2,165.0	1,797.6	1,719.6	1,778.4	1,735.5	1,774.2
% of Sales	27.7	29.6	28.6	27.6	28.1	29.2	28.1	26.9
% YoY	3.1	3.9	0.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
영업이익	207.4	87.0	74.5	251.3	152.3	119.6	153.7	290.8
% of Sales	2.8	1.2	1.0	3.9	2.5	2.0	2.5	4.4
% YoY	-0.4	-49.1	-57.6	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

표31 롯데쇼핑 분기별 세부 매출과 이익 추이 및 전망

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	2017E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
백화점 (총매출액 기준)	8,822.0	2,073.0	2,008.0	1,902.0	2,604.7	8,587.7	2,102.0	2,018.2	1,911.7	2,630.8	8,662.6
% YoY	1.8	-4.3	-5.6	-3.6	1.9	-2.7	1.4	0.5	0.5	1.0	0.9
국내	8,687.0	2,041.0	1,981.0	1,873.0	2,573.5	8,468.5	2,071.6	1,990.9	1,882.4	2,599.2	8,544.1
% YoY	1.8	-4.2	-5.3	-3.5	2.0	-2.5	1.5	0.5	0.5	1.0	0.9
해외	135.0	32.0	27.0	29.0	31.3	119.3	30.4	27.3	29.3	31.6	118.6
% YoY	5.5	-8.6	-20.6	-9.4	-8.0	-11.6	-5.0	1.0	1.0	1.0	-0.6
영업이익	615.0	114.0	40.0	57.0	251.2	462.2	114.7	49.7	55.3	226.9	446.6
% of Sales	7.0	5.5	2.0	3.0	9.6	5.4	5.5	2.5	2.9	8.6	5.2
% YoY	19.9	-21.4	-55.6	-8.1	-21.0	-24.8	0.6	24.2	-3.0	-9.7	-3.4
국내	698.0	135.0	61.0	77.0	270.2	543.2	134.7	69.7	75.3	246.9	526.6
% of Sales	8.0	6.6	3.1	4.1	10.5	6.3	6.5	3.5	4.0	9.5	6.1
% YoY	12.9	-20.6	-45.0	-3.8	-19.8	-22.2	-0.3	14.2	-2.2	-8.6	-3.1
해외	-83.0	-21.0	-21.0	-20.0	-19.0	-81.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-80.0
% of Sales	-61.5	-65.6	-77.8	-69.0	-60.7	-67.9	-65.8	-73.3	-68.3	-63.3	-67.5
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
합인점 (총매출액 기준)	8,508.0	2,075.0	1,906.0	1,945.0	1,848.3	7,774.3	2,034.0	1,900.3	1,944.4	1,846.1	7,724.8
% YoY	-0.2	-5.3	-7.9	-10.9	-10.4	-8.6	-2.0	-0.3	0.0	-0.1	-0.6
국내	5,992.0	1,514.0	1,493.0	1,611.0	1,503.9	6,121.9	1,529.1	1,507.9	1,627.1	1,518.9	6,183.1
% YoY	0.3	-1.5	6.8	2.7	1.0	2.2	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
해외	2,516.0	561.0	413.0	334.0	344.4	1,652.4	504.9	392.4	317.3	327.2	1,541.7
% YoY	-1.3	-14.2	-38.5	-45.8	-40.0	-34.3	-10.0	-5.0	-5.0	-5.0	-6.7
영업이익	-97.0	-20.0	-77.0	-86.0	-45.0	-228.0	-24.7	-28.0	5.2	10.2	-37.4
% of Sales	-1.1	-1.0	-4.0	-4.4	-2.4	-2.9	-1.2	-1.5	0.3	0.6	-0.5
% YoY	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지
국내	28.0	8.0	-22.0	15.0	15.0	16.0	15.3	-8.0	15.2	15.2	37.6
% of Sales	0.3	0.5	-1.5	0.9	1.0	0.2	1.0	-1.5	0.9	1.0	0.4
% YoY	-67.8	-73.3	적지	650.0	-42.2	-42.7	91.1	적지	1.0	1.0	134.6
해외	-125.0	-28.0	-55.0	-101.0	-60.0	-244.0	-40.0	-20.0	-10.0	-5.0	-75.0
% of Sales	-5.0	-5.0	-13.3	-30.2	-17.4	-14.8	-7.9	-5.1	-3.2	-1.5	-4.9
% YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
하이마트											
매출액	3,939.4	897.0	1,063.8	1,182.1	1,016.3	4,159.2	938.4	1,116.8	1,235.8	1,064.8	4,355.7
% YoY	1.1	1.0	11.9	5.4	3.7	5.6	4.6	5.0	4.5	4.8	4.7
영업이익	174.6	36.3	61.3	80.9	34.7	213.2	40.1	67.0	86.3	38.3	231.7
% of Sales	4.4	4.0	5.8	6.8	3.4	5.1	4.3	6.0	7.0	3.6	5.3
% YoY	8.9	29.8	49.9	21.8	-11.6	22.1	10.4	9.3	6.7	10.3	8.7
기타사업부											
슈퍼	2,331.0	566.0	581.0	591.0	576.9	2,314.9	568.8	583.9	594.0	579.8	2,326.4
% YoY	-0.9	-1.9	0.7	-2.0	0.5	-0.7	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
홈쇼핑	917.0	230.0	254.0	222.0	263.2	969.2	236.9	261.6	228.7	271.1	998.2
% YoY	3.4	11.7	12.9	-2.6	2.0	5.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
기타 (시네마 등)	783.0	226.0	193.0	247.0	195.3	861.3	237.3	202.7	259.4	205.1	904.4
% YoY	6.8	35.3	18.4	-7.5	5.0	10.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
영업이익	111.0	22.0	35.0	24.0	15.3	96.3	25.0	48.1	26.7	17.3	117.0
% of Sales	1.4	1.2	1.7	1.1	0.8	1.2	1.3	2.3	1.2	0.8	1.4
% YoY	76.2	2100.0	-14.6	-55.6	2.3	-13.2	13.5	37.5	11.2	12.4	21.5
슈퍼	1.0	2.0	1.0	-3.0	3.0	3.0	2.0	1.0	-	3.0	6.0
% of Sales	0.0	0.4	0.2	-0.5	0.5	0.0	0.4	0.2	-0.5	0.5	0.1
% YoY	-87.5	100.0	흑전	적지	0.5	201.5	0.5	50.0	n/a	0.5	100.5
홈쇼핑	79.0	29.0	36.0	18.0	24.5	107.5	28.4	36.6	18.3	27.1	110.5
% of Sales	8.6	12.6	14.2	8.1	9.3	11.1	12.0	14.0	8.0	10.0	11.1
% YoY	8.2	190.0	24.1	12.5	2.0	36.1	-2.0	1.7	1.6	10.7	2.8
기타 및 연결조정	-19.0	-10.0	-23.0	-8.0	-18.0	-59.0	-10.0	-10.0	-8.0	-18.0	-46.0
% of Sales	-0.2	-0.5	-1.1	-0.4	-0.7	-0.7	-0.5	-0.5	-0.4	-0.7	-0.5
% YoY	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	0.0	적지	적지

자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

표32 롯데쇼핑 점포수 현황

(개)	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
국내						
백화점	40	43	49	53	55	57
% YoY	5.3	7.5	14.0	8.2	3.8	3.6
Full-line store	28	29	31	31	30	31
Franchise store	3	2	2	3	3	3
Young Plaza	2	2	2	2	2	2
Outlet mall	7	10	14	17	20	21
할인점	103	109	114	117	120	125
% YoY	8.4	5.8	4.6	2.6	2.6	4.2
해외						
백화점	4	6	8	9	9	9
% YoY	33.3	50.0	33.3	12.5	0.0	0.0
러시아	1	1	1	1	1	1
중국	3	4	5	5	5	5
인도네시아		1	1	1	1	1
베트남			1	2	2	2
할인점	137	149	151	152	174	172
% YoY	10.5	8.8	1.3	0.7	14.5	-1.1
중국	102	107	103	100	115	112
베트남	4	6	10	11	13	14
인도네시아	31	36	38	41	46	46

자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

표33 3Q17 재무상태표 (연결기준)

	분할전	분할후	
		사업부문 (분할 존속)	투자부문 (분할 신설)
자산	42,943	29,152	14,011
현금 및 예금	3,094	1,763	1,331
재고자산	3,391	3,285	106
토지 및 건물	13,024	13,010	13
부채	26,779	15,701	11,296
차입금 및 사채	15,914	7,737	8,177
자본	16,164	13,450	2,715
자본금	158	141	17

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 1월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 1월 22일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 1월 22일 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,윤보미)

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

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

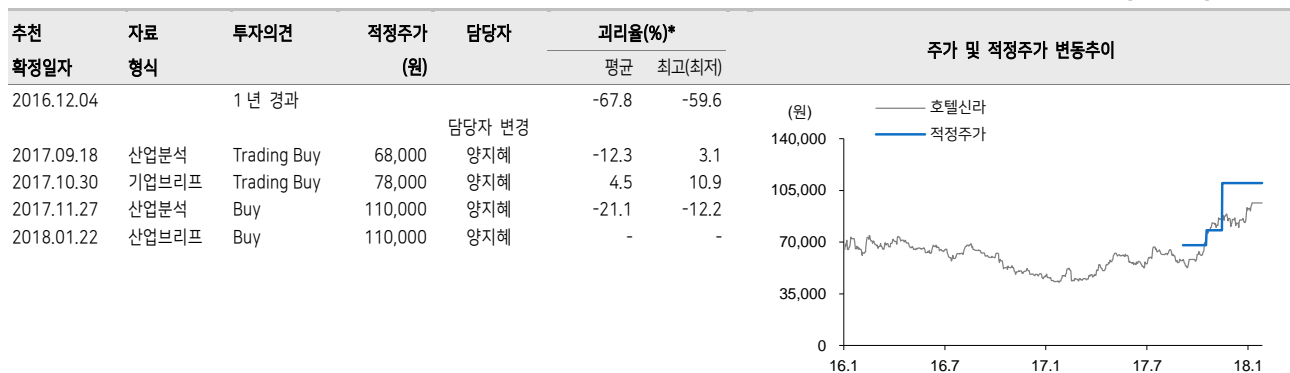
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

호텔신라 (008770) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년



롯데하이마트 (071840) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.04.07	산업분석	Buy	63,000	양지혜	-19.5	-10.5	
2016.07.08	기업브리프	Buy	63,000	양지혜	-22.0	-10.5	
2016.08.08	기업브리프	Buy	63,000	양지혜	-23.9	-10.5	
2016.09.22	기업브리프	Buy	63,000	양지혜	-25.4	-10.5	
2016.11.16	기업브리프	Buy	63,000	양지혜	-25.6	-10.5	
2016.11.30	산업분석	Buy	63,000	양지혜	-26.2	-10.5	
2017.01.13	기업브리프	Buy	58,000	양지혜	-28.0	-26.9	
2017.02.10	기업브리프	Buy	58,000	양지혜	-18.3	-6.2	
2017.04.12	기업분석	Buy	65,000	양지혜	-14.2	-11.2	
2017.05.15	기업브리프	Buy	74,000	양지혜	-13.4	-3.9	
2017.06.08	산업분석	Buy	81,000	양지혜	-15.8	-11.6	
2017.07.13	기업브리프	Buy	81,000	양지혜	-16.4	-11.6	
2017.07.31	기업브리프	Buy	84,000	양지혜	-19.8	-16.3	
2017.09.18	산업분석	Buy	84,000	양지혜	-18.5	-8.9	
2017.10.27	기업브리프	Buy	90,000	양지혜	-20.7	-17.3	
2017.11.27	산업분석	Buy	90,000	양지혜	-20.6	-16.0	
2018.01.22	산업브리프	Buy	90,000	양지혜	-	-	

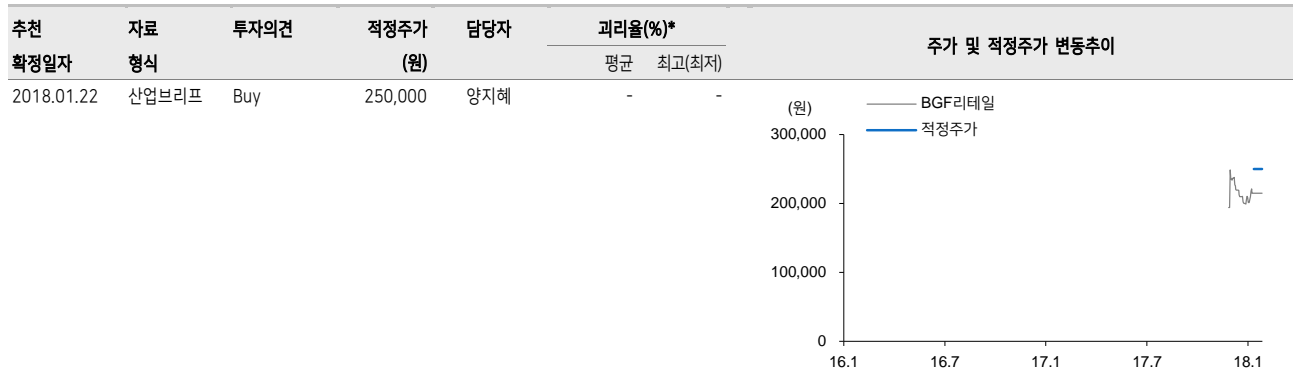
이마트 (139480) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.05.31	기업브리프	Hold	200,000	양지혜	-12.3	-9.0	
2016.07.08	기업브리프	Hold	180,000	양지혜	-10.6	-6.7	
2016.11.08	기업브리프	Trading Buy	180,000	양지혜	-5.5	8.3	
2017.01.13	기업브리프	Hold	200,000	양지혜	3.1	12.8	
2017.04.12	기업브리프	Trading Buy	250,000	양지혜	-6.7	1.0	
2017.07.14	기업브리프	Trading Buy	250,000	양지혜	-6.6	1.6	
2017.09.11	기업브리프	Trading Buy	250,000	양지혜	-7.6	4.8	
2017.11.27	산업분석	Trading Buy	285,000	양지혜	-6.2	-1.1	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	300,000	양지혜	-	-	

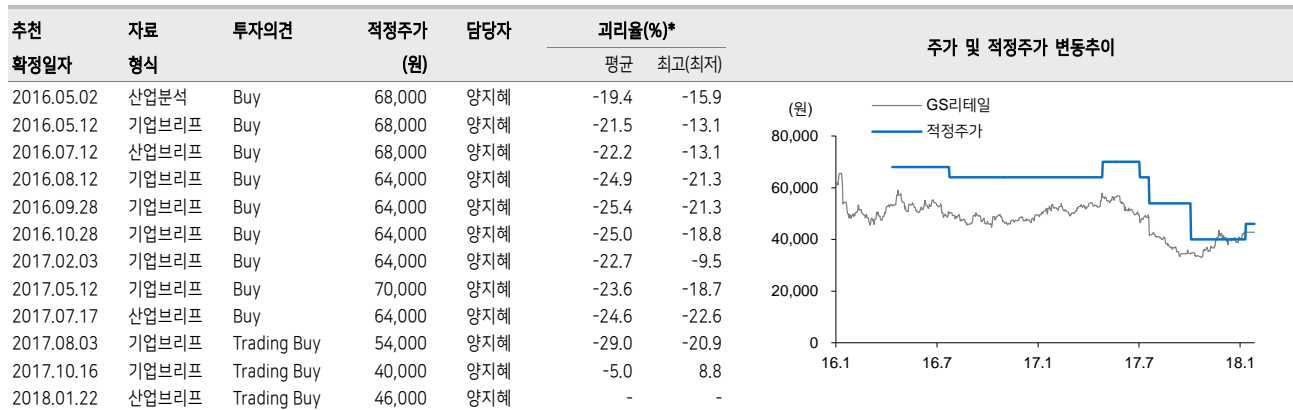
BGF 리테일 (282330) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



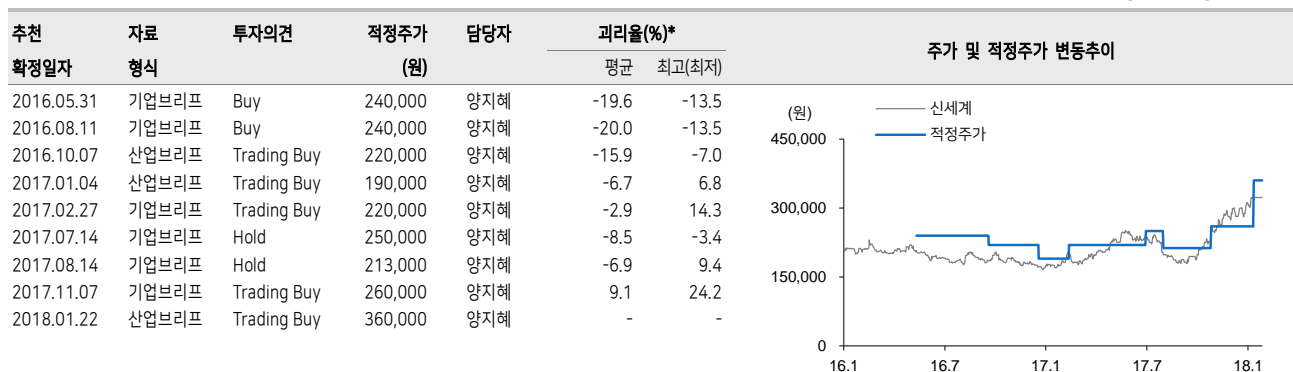
GS 리테일 (007070) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



신세계 (004170) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



현대백화점 (069960) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.05.31	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	-18.8	-15.9	
2016.07.25	기업브리프	Buy	160,000	양지혜	-21.5	-15.9	
2016.10.07	산업브리프	Buy	160,000	양지혜	-24.2	-15.9	
2017.01.04	산업브리프	Trading Buy	125,000	양지혜	-18.4	-5.2	
2017.06.08	산업분석	Trading Buy	143,000	양지혜	-22.9	-18.2	
2017.08.10	기업브리프	Trading Buy	122,000	양지혜	-25.2	-17.2	
2017.11.10	기업브리프	Trading Buy	105,000	양지혜	-4.0	4.8	
2018.01.22	산업브리프	Trading Buy	120,000	양지혜	-	-	

롯데쇼핑 (023530) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.04.07	산업분석	Buy	300,000	양지혜	-18.8	-7.5	
2016.05.09	기업브리프	Buy	300,000	양지혜	-19.4	-7.5	
2016.06.13	기업브리프	Hold	250,000	양지혜	-19.8	-15.4	
2016.08.08	기업브리프	Hold	208,000	양지혜	1.9	12.3	
2016.11.07	기업브리프	Hold	230,000	양지혜	-2.9	1.5	
2017.01.04	산업브리프	Hold	230,000	양지혜	-3.4	1.5	
2017.02.10	기업브리프	Hold	230,000	양지혜	-3.0	10.4	
2017.04.24	기업브리프	Hold	260,000	양지혜	-2.0	3.1	
2017.04.28	기업브리프	Hold	260,000	양지혜	-0.9	3.1	
2017.05.15	기업브리프	Hold	270,000	양지혜	8.8	18.9	
2017.07.13	기업브리프	Trading Buy	330,000	양지혜	-13.4	-10.8	
2017.07.31	기업브리프	Hold	280,000	양지혜	-11.3	-0.9	
2017.10.27	기업브리프	Hold	180,000	양지혜	27.0	41.4	
2018.01.22	산업브리프	Hold	200,000	양지혜	-	-	