

20180326

S K
I N D U S T R Y
A N A L Y S I S

유통/레저

서비스 물가 상승, 유통업에 부정적: 기댈 곳은 인바운드 관광객

유통·미디어·레저. 손윤경 CFA, 3773-8477

R.A. 전영현, 3773-9181





Analyst
손윤경, CFA
skcase1976@sk.com
02-3773-8477



R.A
전영현
yj6752@sk.com
02-3773-9181

Coverage List		종합전망
하나투어	매수	긍정적
(039130)	160,000 원	
호텔신라	매수	긍정적
(008770)	125,000 원	
이마트	매수	긍정적
(139480)	410,000 원	
신세계	매수	긍정적
(004170)	4000,000 원	
코웨이	매수	긍정적
(021240)	130,000 원	
SK 네트웍스	매수	중립적
(001740)	8,000 원 (하향)	
GS 홈쇼핑	매수	중립적
(088350)	280,000 원	
현대홈쇼핑	매수	중립적
(057050)	145,000 원 (하향)	
GS 리테일	매수 (신규)	부정적
(007070)	50,000 원 (신규)	
롯데하이마트	매수	부정적
(071840)	86,000 원	
현대백화점	매수	부정적
(069960)	135,000 원	

유통/레저

서비스 물가 상승, 유통업에 부정적: 기댈 곳은 인바운드 관광객
본 보고서는 정부의 주요 정책 목표인 '소득 주도 성장'과 '일과 삶의 균형 추구'가 국내 소비 및 유통업 전반에 미치는 영향을 살펴봄. 결론을 요약하면, 소득 주도 성장의 핵심인 최저 임금 인상은 소비환경 및 유통업에 부정적. 일과 삶의 균형 정책은 레저업에 긍정적. 한편, 2017년 하반기부터 이어지고 있는 위안화 가치 상승이 국내 소비 및 유통업 업황에 도움이 될 전망.

① 최저 임금 인상, 외식비 상승을 견인: 유형상품 소비여력 축소

정부가 소득 주도 성장을 추구하며 도입한 '최저 임금 인상'은 가계지출에 부담 요인으로 작용하여 유형상품 소비 및 유통업에는 부정적인 영향을 미칠 전망이다. 최저 임금 인상을 계기로 시작된 외식 서비스 가격 인상에 더해 하반기에는 공공 서비스 요금 역시 인상을 예고하고 있다. 가격이 상승하거나 상승할 것으로 예상되는 서비스는 대체로 필수재의 성격이 강하여 수요량을 줄일 가능성성이 크지 않다. 따라서 제한된 예산에서 필수재 소비에 지출되는 금액이 커짐으로써 선택재에 대한 유형 상품 소비 여력이 낮아질 수 밖에 없어 보인다.

그나마 기대하는 것은 HMR

유형상품 수요의 전반적인 위축에도 성장이 가능한 품목이 있는데, HMR(Home Meal Replacement)이다. 외식 서비스 가격 상승은 3~4인 가구 중심으로 외식 수요 자체를 위축시킬 수 있는데, 외식이 줄어들면 자연스럽게 가정식 비중이 커질 수 밖에 없다. 최근 수년간 3~4인 가구의 외식비 지출 비중이 눈에 띠게 상승한 것을 확인할 수 있다. 이들 가구의 외식비는 식료품/비주류음료의 지출 규모를 상회했는데, 이는 외식 가격 상승이 3~4인 가구에 부담으로 작용할 가능성이 높음을 방증한다.

가정식 수요 증가는 식품 수요 전반을 증가시킬 것이나 당사가 더 주목하는 분야는 HMR이다. 이미 외식의 편의성을 수년간 충분히 경험한 소비자들이 지출에 대한 부담으로 외식을 가정식으로 대체하더라도 과거와 같이 모든 음식을 가정에서 조리하지는 않을 것이다. 즉 가정에서 조리를 하더라도 직접 조리해야 하는 요소를 최소화 할 수 있는 HMR 제품을 적극적으로 활용할 가능성이 높다.

② '일과 삶의 균형', 서비스 가격 상승과 함께 해외 여행 수요 확대

일과 삶의 균형'을 추구하는 사회 분위기는 구조적으로 해외 여행 수요의 성장을 확대하는 요인이다. 그 동안 충분한 소득에도 불구하고, 시간이 충분치 못해 여가를 보내지 못했던 근로자들의 해외 여행 수요를 자극하기 때문이다. 여기에 최근 나타나고 있는 국내 서비스 물가의 상승은 해외 여행의 가격 경쟁력을 높여 해외 여행의 매력을 더욱 부각시킬 전망이다.

③ 위안화 강세, 면세점 채널을 중심으로 국내 소비에 도움이 될 것

한편, 당사는 국내 소비에 의미있는 영향을 주는 요인으로 '가파르게 상승한 위안화 가치'에 주목한다. 위안화 가치 상승은 사드 갈등의 해결 분위기 조성과 함께 중국인의 국내소비지출을 큰 폭으로 확대할 수 있다. 위안화의 가치 상승은 중국인의 구매력을 높여 외국에서 지출하는 금액을 확대하는 요인이기 때문이다. 실제로 중국인 입국자의 회복이 나타나지 않았음에도 불구하고 2017년 하반기 이후 면세점 매출이 가파르게 성장하고 있는 점이 중국인의 구매력 향상의 효과를 설명하고 있다.

Contents

1. 소비환경 변화에 따른 유통업 투자전략 점검	3
(1) 내수 수요 환경 전망	
(2) 주요 업태에 미치는 영향	
(3) Top-picks: 하나투어/호텔신라/이마트/신세계	
(4) 기타 주요 업체 전망 및 투자의견 정리	
2. 최저임금 인상 & 근로시간 단축	12
: 전반적인 서비스 가격 상승과 유형상품 소비 위축을 야기할 것	
(1) 최저 임금과 근로시간 단축이 불러오고 있는 가격 인상	
(2) 필수 서비스 가격 인상, 가계의 서비스 지출 확대	
(3) 가계의 유형상품 소비 여력 축소	
선택 소비의 포기 & 필수 소비의 트레이딩 다운	
(4) 수혜를 볼 만한 분야는 HMR	
[참고] 정부 정책이 소비 및 유통업에 미친 영향과 시사점	16
(1) 가계 서비스 지출 부담 완화 정책	
(2) 대형 사업자 규제를 통한 자영업자 보호 정책	
(3) 정부의 세제 지원	
3. 일과 삶의 균형	29
: 국내 서비스 가격 상승과 함께 해외 여행 수요를 자극할 것	
(1) 2017년 인구 대비 출국자 비중 51.7%, 추가 성장 여력 충분	
(2) 국내 서비스 가격 상승, 해외 여행의 가격 경쟁력 확대	
4. 중국과 일본, 국내 소비 지출 회복에 기여할 것	32
(1) 위안화 강세, 중국의 출국자 수 증가세 강화 중	
(2) 일본 경기 회복, 일본의 출국자수 증가를 이끌고 있음	

1. 소비환경 변화에 따른 유통업 투자전략 점검

1. 내수 수요 환경 전망

국내 소비지출은 내국인의 소비뿐만 아니라 외국인의 국내 소비지출에 의해서도 영향을 받는다. 가계최종소비지출은 2017년에도 견조한 증가세를 보였다. 추세적으로 안정적으로 증가하고 있는 가계최종소비지출에 비하여 국내 소비지출은 2015년 이후 가계소비지출 증가율보다 낮은 수준에 그치고 있다. 내국인의 해외 소비증가가 외국인의 국내 소비 증가세보다 가팔랐기 때문이다. 반면, 유형상품 소비를 대변하는 소매판매 성장률은 2016년 이후 높은 수준을 유지하고 있다. 이는 중국인으로 대표되는 외국인이 국내에서 소비하는 품목이 유형상품에 집중되어 있기 때문으로 평가할 수 있다. 이는 국내 내수업체에 투자할 때 주목해야 할 부분이, 단순히 내국인의 지출 규모만이 아님을 의미한다.

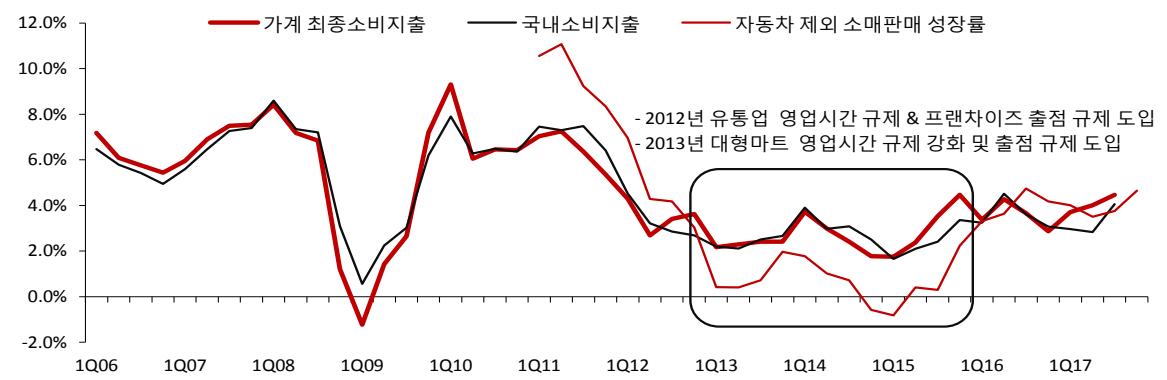
당사는 최근에 감지되는 몇 가지 변화를 통해 가계지출 및 국내 소비지출, 그리고 유통/레저 산업에 미치는 영향을 다음과 같이 전망한다.

1. 소득 주도 성장을 추구하며 도입한 ‘최저 임금 인상’은 가계지출에 부담 요인으로 작용하여 유형상품 소비 및 유통업에는 부정적인 영향을 미칠 전망이다. 최저 임금 인상을 계기로 시작된 외식 서비스 가격 인상에 더해 하반기에는 공공서비스 가격 역시 상승을 예고하고 있다. 가격이 상승하거나 상승할 것으로 예상되는 서비스는 대체로 필수재의 성격이 강하여 유형상품 소비 여력을 낮출 전망이다.

2. ‘일과 삶의 균형’을 추구하는 사회 분위기는 구조적으로 해외 여행 수요의 성장을 확대하는 요인이다. 그동안 충분한 소득에도 불구하고 시간이 충분하지 못해 여가를 보내지 못했던 근로자의 해외 여행 수요를 자극하기 때문이다. 여기에 최근 나타나고 있는 국내의 서비스 가격 상승은 해외 여행의 상대적 가격 경쟁력을 높여 해외 여행의 매력을 높일 전망이다.

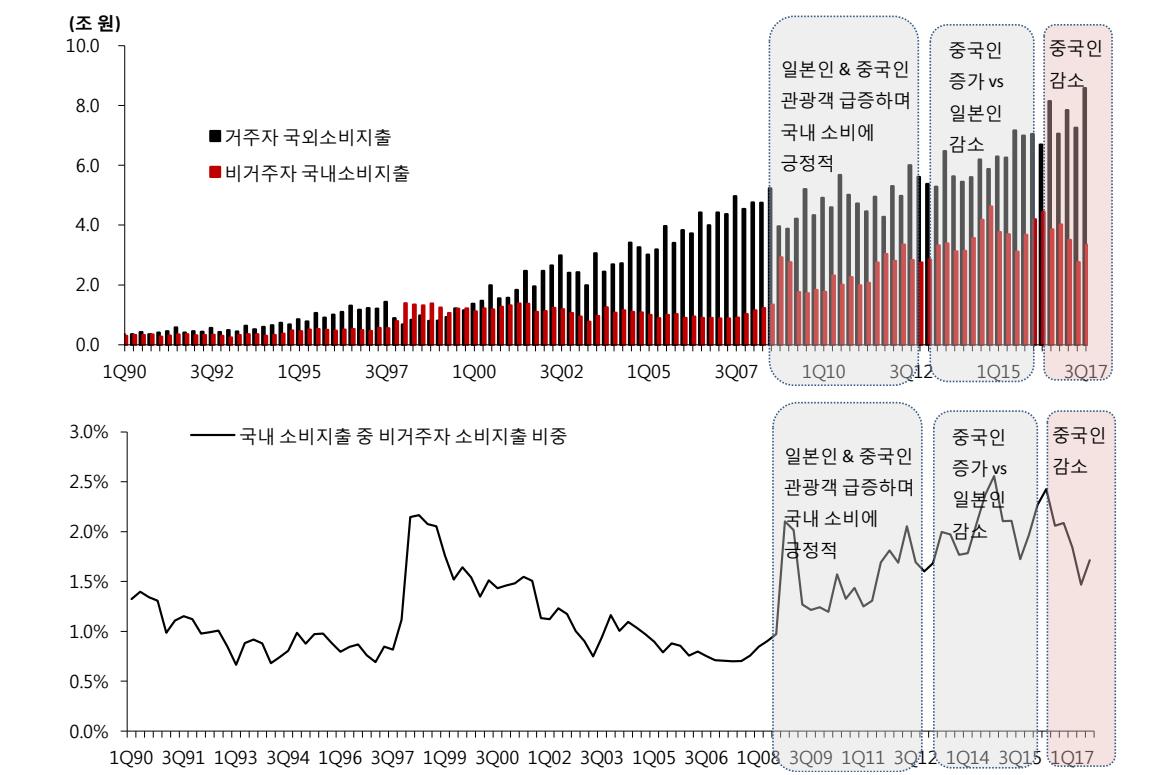
3. ‘가파르게 상승한 위안화 가치’는 사드 갈등 해결 분위기 조성과 함께 외국인의 국내 소비지출을 큰 폭으로 확대할 전망이다. 위안화 가치의 상승은 중국인의 구매력을 높여 한국에서 지출하는 금액을 증가시키기 때문이다. 중국인 입국자의 회복이 나타나지 않았음에도 불구하고 2017년 하반기 이후 면세점의 가파른 매출 성장이 가능했던 것 역시 위안화 가치 상승에 따른 구매력 향상으로 설명할 수 있다. 중국인의 구매력 상승뿐만 아니라 일본인의 한국 방문도 꾸준히 증가하고 있어 엔화가치의 추가가 하락이 없다면 일본인에 의한 국내 소비지출 증가도 기대할 수 있다.

분기별 가계최종소비지출/국내소비지출/소매판매 yoy 증가율 추이



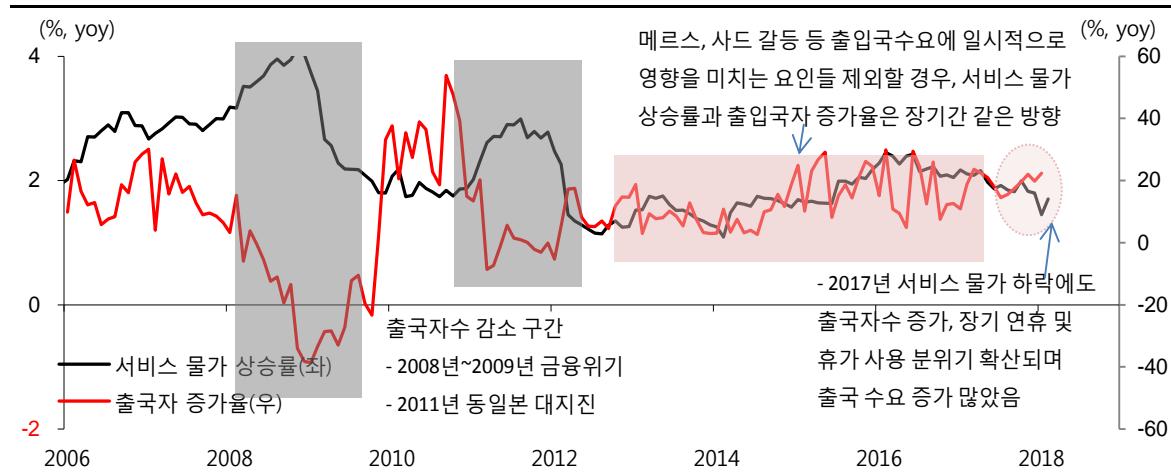
자료: 한국은행 통계청, SK증권

거주자 국외소비지출 vs 비거주자 국내소비지출, 그리고 국내 소비지출 중 비거주자 소비지출 비중 추이



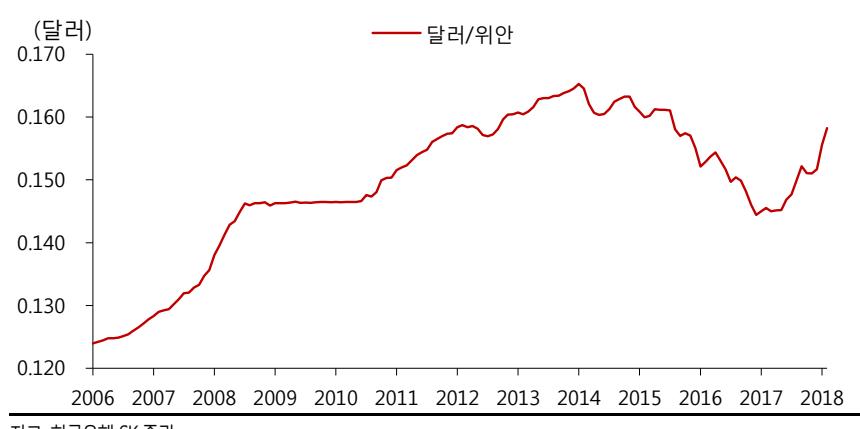
자료: 각 국, SK증권

출국자수 증가율 vs 서비스 물가 상승률 추이: 2012년 이후 대체로 동행



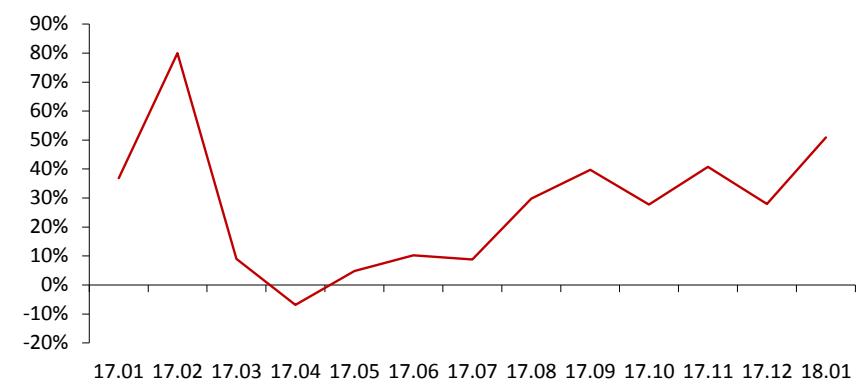
자료: 통계청, 한국관광공사, 블룸버그, SK증권

달러/위안 추이



자료: 한국은행, SK증권

한국 면세점 외국인 매출 증가율 추이



자료: 한국면세점협회

2. 주요 업태에 미치는 영향

앞서 살펴본 최근의 소비 환경이 주요 업태에 미치는 영향을 요약하면, 해외 여행 수요 증가에 직접적으로 영향을 받는 여행 업종과 내국인의 해외 여행 수요와 외국인의 국내 여행 수요에 함께 영향을 받는 면세점의 업황 호조가 예상된다는 것이다.

반면, 순수 유통업체들이라 할 수 있는 백화점/대형마트/편의점/홈쇼핑 등은 유형상품 소비 위축으로 업태별 가격 경쟁력에 따라 영향의 방향이 달라질 전망이다. 선택 소비 재를 주로 판매하고 있는 백화점/홈쇼핑 등은 유형상품 소비 위축의 영향이 불가피해 보인다. 다만, 홈쇼핑은 상대적으로 가격 경쟁력이 높은 품목들을 다루고 있어 백화점 보다는 견조한 수요를 유지할 수 있을 것으로 예상된다.

대형마트에 미치는 영향은 긍정적인 부분과 부정적인 부분이 혼재하여 전체적으로는 중립적일 전망이다. 외식 서비스의 가격 상승이 가정식 수요를 확대해 대형마트의 수요를 개선할 것이라는 점은 긍정적이나, 급격한 최저임금 인상으로 증가한 인건비가 수요 증가를 영업이익으로 이어지는데 걸림돌이 될 전망이기 때문이다. 최근 수년간 가계의 외식비 지출 비중은 꾸준히 상승하였다. 외식 서비스 가격이 안정되어 있었던 것이 주요 원인으로 보인다. 지출 비중이 증가한 만큼, 외식 서비스 가격 상승은 가계에 부담을 가중시킬 것이다. 따라서 많은 가구에서 외식을 줄이고 가정식을 확대할 가능성이 높다. 가정식 확대로 식품 구매가 더 확대될 전망인데, 그 중에서도 HMR(Home Meal Replacement)의 수요가 더 가파르게 증가할 전망이다. 이미 외식의 편의성을 경험한 소비자들이 외식을 가정식으로 대체하더라도 모든 조리를 직접 하기보다 가정에서 조리를 최소화할 수 있는 HMR을 활용할 가능성이 높기 때문이다.

편의점에 미치는 영향은 부정적이다. 편의점 역시 1~2 인 가구의 식품 수요를 흡수한다는 점에서 수요는 견조해 보인다. 그러나 인건비 비중이 높은 비용 구조로 최저 임금 인상에 따른 실적 부진이 불가피하다. 특히, 증가한 비용 부담이 출점 여력을 현저히 약화시켰다는 점이 치명적이다. 신규 출점을 상승한 비용을 부담할 만큼 매출이 더 나올 수 있는 경우 가능하다. 즉 이전보다 출점을 할 수 있는 매출 조건이 높아졌기 때문에 판매 상품의 가격이 상승하지 않는 한, 출점시 상권을 더 넓게 구성해야 한다. 상권이 넓어지면 출점 할 수 있는 지역은 감소할 수 밖에 없다.

한편, 순수 유통업태는 아니지만 최근 소비의 주요 트렌드로 부상하고 있는 렌탈 서비스의 경우, 서비스 가격 상승에 따른 지출부담이 렌탈 수요를 확대할 가능성이 높아 보인다. 일시적으로 많은 지출이 필요한 일시불 구매보다 케어 서비스가 접목된 할부 구매가 소비하기에 용이할 것이기 때문이다.

주요 유통/레저 업태별 소비 환경 변화의 영향

업태 구분	업태별 영향 내용	영향도 종합 평가
여행	1. 여가 시간 확대로 해외 여행 수요 증가세 지속 2. 전반적인 국내 서비스 물가 상승, 국내 여행보다 해외 여행의 가격 경쟁력을 높일 것	긍정적
면세점	1. 내국인의 여가 시간 확대 및 국내 서비스 가격 상승으로 내국인의 해외 여행 수요 증가세 지속 2. 국내 제품 가격 인상 등으로 가격에 민감해진 내국인 여행객들의 면세점 구매량 확대 예상 3. 위안화 강세에 따른 중국인의 소비 여력 확대, 중국인 해외 여행객 증가에 따른 수혜 4. 일본의 경기가 회복되며 일본의 해외 여행객 증가, 이에 따른 수혜	긍정적
렌탈	1. 정수기 및 공기청정기 등에 대한 케어 서비스 수요 지속 2. 일시물 구매가 부담, 렌탈 서비스 수요 더 확대될 것	긍정적
대형마트	1. 외식 물가 상승, 3~4인 가구 중심으로 HMR 수요 증가세 강화될 것 2. 여가 수요 증가, '노동으로 인식된 장보기'의 온라인화는 더 빠르게 진행될 것 3. 최저 임금 인상에 따른 비용 부담 존재	중립적
홈쇼핑	1. 전반적인 생필품 물가 상승은 선택 소비자인 의류/가전 등의 합리적 소비 욕구를 강화시켜 홈쇼핑 채널의 선호를 높일 것 2. 여전히 송출수수료 증가로 영업이익 성장은 제한	중립적
편의점	1. 최저임금 인상에 따른 실적 부진 불가피, 비용 통제를 적극적으로 추진 중 2. 최저임금 인상은 출점 가능 지역을 축소시킴에 따라 출점을 통한 성장이 둔화될 것 : 주요 품목들의 가격 인상을 통해 출점 가능 지역 확보 및 수익성 악화를 방어할 가능성 높음	부정적
백화점	1. 가격에 민감해진 소비자들로 인해 백화점의 주요 품목에 대한 소비 이연 혹은 포기가 나타날 것 : 백화점의 핵심 고객 중인 최고 소득층의 소비는 변화가 없을 것 : 그러나 중산층의 소비는 백화점보다는 합리적 소비가 가능한 채널로 이동할 것 2. 내국인의 소비보다는 가격 민감도가 낮은 중국인 관광객 회복을 통한 성장을 기대하는 것이 적절	부정적

자료 SK증권

Top-picks 투자포인트 정리

업체	주요 투자 업체의 소비 환경 변화에 따른 영향 및 각 기업의 특수성 고려한 전망	종합 전망
하나투어	1. 해외 여행 서비스 1위 업체로 내국인의 출국 수요 증가에 따른 수혜 : 전체 출국자 기준 M/S 21% vs 모두투어 10% 2. 실적에 부담으로 작용했던 시내면세점 및 호텔 사업의 텐어라운드 기대 : 중국인의 구매력 향상과 함께 추가 악화는 없을 것으로 예상 3. 일본 자회사, 하나투어 재팬(일본 현지의 인바운드 여행사)의 실적 호조 기대 : 일본 정부의 관광산업 활성화로 일본인의 외국인 입국자수 증가세 지속, 이에 따른 수혜 기대	긍정적
호텔신라	1. 내국인의 해외 여행 증가 추세와 면세점 구매량 확대에 따른 수혜 기대(국내 면세점) 2. 중국인의 한국 방문이 다시 회복되는데 따른 국내 면세점의 실적 개선 기대(국내 면세점) 3. 위안화 강세에 따른 중국인의 구매력 향상에 따른 출국자수 증가, 싱가폴 및 홍콩 공항 면세점 등의 실적 기여 기대(해외 면세점) 4. 항수/화장품에 집중한 면세점(싱가폴/홍콩, 항수/화장품 독점 공급, 인천공항 역시 항수/화장품 중심) 운영으로 수익성 개선 기대	긍정적
이마트	1. 외식 물가 상승, 3~4인 가구 중심으로 HMR 수요 증가에 따른 수혜 기대 2. 여가 시간 증기가 가져온 '여가 즐기기 트렌드'로 '장보기'에 대한 '노동'인식 확대 => 온라인 장보기 서비스의 지속적인 수요 증가의 최대 수혜 => HMR 수요 증가가 온라인 장보기 서비스의 수요 증기를 강화 => 절대적인 인지도를 구축한 이마트의 '온라인 장보기'서비스 수요 크게 증가할 것 3. 온라인 사업 관련 자금 유틀을 통해 합리적 수요가 확대될 것으로 예상되는 전자제품의 가격 경쟁력을 확보할 수 있을 전망	긍정적
신세계	1. 위안화 강세에 따른 중국인의 구매력 상승으로 중국인의 해외 출국수요 증가 이에 따른 한국 방문 중국인 수 역시 증가해 면세점 매출 성장을 이끌 것으로 기대 2. 백화점 수요는 뚜렷한 성장이 어려울 것 : 주요 품목인 의류, 전반적인 물가 상승에 따른 소비 여력 악화 영향으로 고가 의류보다 중저가 의류의 소비가 확대될 가능성 높음 다만 중국인들의 국내 방문이 증가할 경우, 중국인 관광객들의 가격 민감도는 상대적으로 낮아 백화점 매출에 도움이 될 수 있을 것	긍정적

자료 SK증권

3. Top-picks: 하나투어/호텔신라/이마트/신세계

유통업을 둘러싼 환경을 고려할 때, 당사는 유통/레저 분야에서는 하나투어/호텔신라/이마트/신세계 등을 투자대안으로 추천한다.

하나투어(039130, 매수, TP 160,000 원)는 내국인의 소비 중 거의 유일하게 꾸준히 증가하고 있는 해외 여행 수요가 핵심 수익모델인 업황 호조를 의심할 이유가 없다. 여기에 전년도까지 부담으로 작용했던 면세점 사업이 회사측의 사업 축소 의지와 함께 중국과의 사드 갈등이 해소 국면에 접어들며 추가 악화에 대한 우려가 제거되어 주가 상승세가 이어질 전망이다.

호텔신라(008770, 매수, TP 125,000 원)는 내국인의 출국수요와 외국인의 입국수요, 여기에 아시아권의 관광수요에 영향을 받는다. 호텔신라는 국내뿐만 아니라 해외 공항에서도 대규모 면세점을 운영하고 있다. 2018년에는 홍콩 공항 면세점과 인천공항 제2 청사 면세점이 본격적으로 추가되며 규모가 더 확대되었다. 또한 대부분의 면세점을 향수/화장품 중심으로 운영해 해당 품목의 구매력을 절대적으로 높였다. 동사는 국내 인천공항에서도 향수/화장품 매장을 운영하고 있으면서 싱가폴과 홍콩 공항에서는 향수/화장품 매장을 독점으로 운영하고 있다. 인천공항 2 청사와 홍콩 공항의 본격 영업은 호텔신라의 향수/화장품 구매 규모를 절대적으로 높일 뿐만 아니라 홍콩 공항이라는 독점 공급사이트가 추가되었다는 점에서 협상력을 더욱 높이는 요인이다. 가격 협상력 강화로 본격적인 동사의 수익성 개선을 기대해 본다. 여기에 위안화 강세로 중국인의 출국 수요가 본격화된다면 호텔신라의 실적은 더 가파르게 성장할 전망이다.

이마트(139480, 매수, TP 410,000 원)는 최저임금 인상에 따른 비용부담이 큼에도 불구하고, 전반적인 식품 수요 증가 및 HMR 수요 증가에 따른 수혜가 기대된다는 점에서 매력적인 투자안이라 판단한다. 여기에 이마트가 그 동안 구축해 놓은 온라인 식품전문몰의 높은 경쟁력이 HMR 확대의 수혜 정도를 높일 전망이다. 또한 현재 진행 중인 온라인 사업과 관련한 대규모 투자 유치에 성공한다면 이마트는 차원이 다른 온라인 경쟁력을 확보할 수 있을 전망이다.

신세계(004170, 매수, TP 400,000 원)는 백화점 사업에서는 이렇다 할 모멘텀을 얻기 쉽지 않을 전망이다. 그러나 최근 안정권에 접어들고 있는 면세점 사업의 호조가 이어질 것으로 예상되며 투자자들의 관심을 모으고 있다. 다만, 호텔신라와 비교하여 국내 면세점만 운영하고 있어 성장성은 제한적일 수 있다. 또한 2018년 하반기 예정된 시내 면세점의 추가 오픈은 장기 관점에서 필요한 투자이나 단기 비용 부담으로 작용해 실적 개선의 폭이 축소될 가능성을 배제할 수 없다.

주요 유통/레저 업체 실적/투자지표/투자의견/목표주가(1)

(단위: 억원, 배)	매출액	영업이익	세전이익	당기순이익	지배주주 순이익	지배주주 자본총계	시가총액	ROE	PER	PBR	투자의견	목표주가
하나투어(IFRS 연결)	2014년	3,855	404	462	354	334	1,803	9,049	18.5%	27.1	5.02	
	2015년	4,594	447	469	342	317	1,969	13,359	16.1%	42.1	6.78	
	2016년	5,953	209	239	75	80	1,895	7,678	4.2%	95.6	4.05	
	2017년P	6,819	407	383	116	119	1,837	11,965	6.5%	100.9	651	매수 160,000
	2018년E	7,976	654	714	539	510	2,312	13,242	22.1%	26.0	5.73	
	2019년E	8,969	923	983	742	701	2,966		23.6%	18.9	4.47	
호텔신라(IFRS 연결)	2014년	28,795	1,395	1,143	740	740	7,300	35,873	10.1%	48.5	4.91	
	2015년	31,805	771	439	184	184	7,439	30,339	2.5%	164.6	4.08	
	2016년	36,777	789	522	278	278	6,615	18,898	4.2%	67.9	2.86	
	2017년P	40,345	731	447	283	283	6,776	33,322	4.2%	117.9	4.92	매수 125,000
	2018년E	54,454	1,553	1,369	1,037	1,037	7,722	35,480	13.4%	34.2	4.59	
	2019년E	66,300	2,773	2,503	1,897	1,897	9,527		19.9%	18.7	3.72	
이마트(IFRS 연결)	2014년	145,501	5,830	4,238	2,919	2,900	69,078	56,588	4.2%	19.5	0.82	
	2015년	153,832	5,038	6,938	4,559	4,547	69,861	52,685	6.5%	11.6	0.75	
	2016년	166,251	5,469	4,819	3,816	3,762	76,962	52,964	4.9%	14.1	0.69	
	2017년P	180,767	5,398	7,154	6,279	6,161	82,192	75,543	7.5%	12.3	0.92	매수 410,000
	2018년E	190,920	5,545	5,007	3,630	3,570	85,065	77,913	4.2%	21.8	0.92	
	2019년E	202,654	5,758	5,244	3,802	3,742	88,109		4.2%	20.8	0.88	
신세계(IFRS 연결)	2014년	50,346	2,734	2,500	1,861	1,566	26,157	17,820	6.0%	11.4	0.68	
	2015년	50,526	2,621	5,834	5,834	4,021	30,233	22,644	13.3%	5.6	0.75	
	2016년	58,366	2,514	5,300	4,379	2,271	32,341	17,328	7.0%	7.6	0.54	
	2017년P	73,427	3,452	2,912	2,113	1,901	34,126	29,536	5.6%	15.5	0.87	매수 400,000
	2018년E	80,250	3,886	3,937	2,953	2,658	36,841	34,163	7.2%	12.9	0.93	
	2019년E	82,908	4,172	4,207	3,189	2,870	39,768		7.2%	11.9	0.86	

자료: 각 사, Quantwise, SK 증권

4. 기타 주요 업체 전망 및 투자의견 정리

당사의 주요 Top-picks 외에도 코웨이(021240, 매수, TP 130,000 원)의 선전을 기대한다. 앞서 언급한 바와 같이 전반적인 서비스 가격 상승이 가계의 지출 부담으로 이어지고 있어 초기 많은 비용이 필요하지 않은 렌탈 수요는 충분히 증가할 수 있다. 다만, 코웨이는 주요 렌탈 시장인 정수기 시장에서 경쟁이 과거보다 심화되고 있는 업황에 놓여 있고, 대주주의 지분 매각 가능성에 대한 우려가 지속되고 있는 점은 추가의 상승 폭을 제한하는 요인이다.

또 하나 렌탈 서비스를 통해 성장하고자 하는 업체가 SK 네트웍스(001740, 매수, TP 8,000 원)인데, 렌탈 사업의 비중이 아직은 전체 실적을 견인할 정도가 되지 않는 점이 약점이다. 실제로 SK 네트웍스의 실적은 주유소 사업인 에너지리테일 사업의 부진으로 전사 실적 개선이 지연되고 있다. 목표주가를 11,500 원에서 8,000 원으로 하향한다.

기타 주의를 기울여야 할 종목으로 롯데하이마트(071840, 매수, TP 86,000 원)를 들 수 있다. 롯데하이마트는 2017년 내구재 소비가 확대되며 견조한 실적을 보였다. 그러나 가계의 서비스 지출이 증가하며 내구재 소비가 위축될 수 있다는 점과 어쩔 수 없이 소비의 가격 민감도가 높아질 수 밖에 없다는 점을 고려하면, 실적 모멘텀 악화 가능성이 높다. 따라서 당사의 목표주가가 현수준에서 추가 상향 조정될 가능성은 높지 않다.

그 밖의 주요 유통업체에 대한 소비환경 영향 및 각 기업의 특수성 분석

업체	각 업체별 전반적인 소비 환경 변화에 따른 영향 및 각 기업의 특수성에 대한 전망	종합 전망
코웨이	1. 정수기 및 공기청정기, 메트리스에 이어 의류청정기 등 케어 서비스 수요 확대에 따른 수혜 기대 2. 국내 정수기 시장 경쟁은 이전보다 심화. 그러나 코웨이는 품목 확대 및 지역 확대를 통해 성장을 지속할 것	긍정적
SK네트웍스	1. 렌터카 및 정수기 렌탈 시장 성장의 수혜가 가능. 다만, 정수기를 중심으로 가정 용품 렌탈 시장의 경쟁 강도가 높아지고 있는 점은 부담 2. 렌탈 사업부 외의 사업에서 뜨렷한 성장 모멘텀은 없음	중립적
GS홈쇼핑	1. 가전/의류 등 선택 소비재에 대한 소비자의 가격 민감도가 높아지며 홈쇼핑에 대한 수요 증가 2. 그러나 송출수수료 증가 부담으로 실적이 눈에 띄는 성장을 하기는 힘들 것 3. 높은 배당 수익률이 주가의 하락 리스크를 제한할 것	중립적
현대홈쇼핑	1. 가전/의류 등 선택 소비재에 대한 소비자의 가격 민감도가 높아지며 홈쇼핑에 대한 수요 증가 2. 그러나 송출수수료 증가 부담으로 실적이 눈에 띄는 성장을 하기는 힘들 것 3. 상대적으로 낮은 배당 수익률에 변화가 필요함	중립적
GS리테일	1. 최저임금 인상에 따른 실적 부진 불가피 비용통제를 적극적으로 추진 중 2. 최저임금 인상은 출점 가능 지역을 축소시킴. 출점을 통한 성장 둔화 : 주요 품목들의 가격 인상을 통해 출점 가능지역 확보 및 수익성 악화를 방어할 가능성 높음	부정적
롯데하이마트	1. 전반적인 물가 상승은 내구재 소비의 위축을 야기 : 전자제품의 가격 민감도를 높일 것 2. 장기적으로 이마트의 온라인 강화로 전자제품 분야의 가격 경쟁 심화될 것	부정적
현대백화점	1. 주요 품목인 의류, 전반적인 물가 상승으로 소비 여력이 악화되어 의류 소비 위축 예상 : 의류 소비에서도 합리적 소비가 확대될 것 고가의류보다 중저가 의류 주목받을 가능성 높음 2. 중국인들의 국내 방문이 증가할 경우, 중국인 관광객의 낮은 가격 민감도를 고려할 때, 백화점 매출에 도움이 될 수 있음	부정적

자료 SK증권

주요 유통/레저 업체 실적/투자지표/투자의견/목표주가(2)

(단위: 억원, 배)		매출액	영업이익	세전이익	당기순이익	지배주주	지배주주	시가총액	ROE	PER	PBR	투자의견	목표주가
코웨이 <small>(IFRS 연결)</small>	2014년	21,603	3,644	3,324	2,497	2,497	10,385	64,939	24.0%	26.0	625		
	2015년	23,152	4,633	4,545	3,431	3,431	12,374	64,862	27.7%	18.9	524		
	2016년	23,763	3,388	3,238	2,433	2,436	11,828	67,444	20.6%	27.7	5.70		
	2017년P	25,168	4,728	4,399	3,256	3,256	10,358	73,097	31.4%	22.5	7.06	매수	130,000
	2018년E	26,963	5,100	4,877	3,706	3,706	14,097	69,057	26.3%	18.6	4.90		
	2019년E	28,575	5,751	5,611	4,264	4,264	18,395		23.2%	16.2	3.75		
SK네트웍스 <small>(IFRS 연결)</small>	2014년	224,081	2,013	373	316	321	25,256	22,188	1.3%	69.2	0.88		
	2015년	195,234	1,911	1,243	916	735	25,278	13,626	2.9%	18.5	0.54		
	2016년	184,573	1,673	451	287	-726	24,280	17,175	-3.0%	-23.7	0.71		
	2017년P	179,309	1,334	481	270	263	24,229	16,504	1.1%	62.7	0.68	매수	8,000
	2018년E	161,790	2,078	998	779	779	25,068	14,668	3.1%	18.8	0.59		(하향)
	2019년E	167,157	2,694	1,614	1,259	1,259	26,387		4.8%	11.7	0.56		
GS홈쇼핑 <small>(IFRS 별도)</small>	2014년	34,487	1,414	1,587	1,201	1,144	8,915	14,569	12.8%	12.7	1.63		
	2015년	35,119	1,125	1,145	808	787	9,306	10,959	8.5%	13.9	1.18		
	2016년	36,695	1,286	1,365	1,035	1,057	9,938	11,288	10.6%	10.7	1.14		
	2017년P	39,221	1,445	1,375	971	1,029	11,216	14,228	9.2%	13.8	1.27	매수	280,000
	2018년E	42,010	1,610	1,650	1,251	1,211	11,968	12,370	10.1%	10.2	1.03		
	2019년E	44,593	1,828	1,868	1,416	1,376	12,985		10.6%	9.0	0.95		
현대홈쇼핑 <small>(IFRS 별도)</small>	2014년	28,865	1,451	1,647	1,255	1,410	11,861	16,560	11.9%	11.7	1.40		
	2015년	31,843	1,107	1,294	974	1,111	12,552	13,860	8.9%	12.5	1.10		
	2016년	35,055	1,323	1,402	1,033	1,086	13,406	13,380	8.1%	12.3	1.00		
	2017년P	36,290	1,483	1,572	1,101	1,205	13,863	14,460	8.7%	12.0	1.04	매수	145,000
	2018년E	38,062	1,596	1,686	1,278	1,325	14,928	12,480	8.9%	9.4	0.84		(하향)
	2019년E	39,996	1,739	1,831	1,388	1,553	16,173		9.6%	8.0	0.77		
GS리테일 <small>(IFRS 연결)</small>	2014년	49,623	1,433	1,486	1,113	1,113	16,815	19,751	6.6%	17.7	1.17		
	2015년	62,732	2,260	2,214	1,662	1,642	17,926	41,426	9.2%	25.2	2.31		
	2016년	74,020	2,181	3,646	2,735	2,743	19,898	36,652	13.8%	13.4	1.84	매수	50,000
	2017년P	82,666	1,658	1,891	1,151	1,121	20,027	31,031	5.6%	27.7	1.55	(신규편입)	(신규편입)
	2018년E	89,525	2,205	2,485	1,143	1,119	20,157	26,065	5.5%	23.3	1.29		
	2019년E	96,922	2,717	3,053	1,395	1,371	20,539		6.7%	19.0	1.27		
롯데하이마트 <small>(IFRS 별도)</small>	2014년	37,543	1,444	1,244	964	964	16,851	15,935	5.7%	16.5	0.95		
	2015년	38,962	1,602	1,432	1,066	1,066	17,828	13,929	6.0%	13.1	0.78		
	2016년	39,394	1,745	1,625	1,214	1,214	18,957	9,962	6.4%	8.2	0.53		
	2017년P	40,985	2,075	1,989	1,484	1,484	20,258	16,266	7.3%	11.0	0.80	매수	86,000
	2018년E	42,772	2,314	2,205	1,676	1,676	21,751	16,832	7.7%	10.0	0.77		
	2019년E	44,151	2,422	2,312	1,757	1,757	23,326		7.5%	9.6	0.72		
현대백화점 <small>(IFRS 연결)</small>	2014년	47,670	3,637	3,964	2,910	2,684	32,780	28,785	8.2%	10.7	0.88		
	2015년	50,761	3,628	3,887	2,803	2,409	34,499	29,604	7.0%	12.3	0.86		
	2016년	53,721	3,832	4,358	3,210	2,760	36,938	25,509	7.5%	9.2	0.69		
	2017년P	56,743	3,937	4,452	3,021	2,535	39,218	24,456	6.5%	9.6	0.62	매수	135,000
	2018년E	57,310	3,566	3,766	2,854	2,422	41,549	22,420	5.8%	9.3	0.54		
	2019년E	59,029	3,728	3,928	2,978	2,527	43,984		5.7%	8.9	0.51		

자료 각 사, 퀸티와이즈, SK 증권

2. 최저임금 인상 & 근로시간 단축

: 전반적인 서비스 가격 상승과 유형상품 소비 위축을 야기할 것

1. 최저 임금과 근로시간 단축이 불러오고 있는 가격 인상

최근 소비와 관련해서 가장 큰 관심사는 물가 상승이다. 정부의 소득주도 성장을 추구하기 위해 가장 먼저 단행한 최저 임금 인상이 근로자의 소득 증가 효과가 나타나기 전에 서비스 가격 인상으로 나타나고 있다.

최저 임금 수준의 급여를 받고 있는 근로자가 많은 서비스 분야가 인건비 부담으로 가격 인상을 단행하고 있기 때문이다. 민간 분야에서의 서비스 가격 인상은 비용부담을 감내할 수 있는 대기업보다는 자영업 점주가 많은 외식 프랜차이즈가 주도하고 있다.

공공분야에서도 서비스 가격 인상이 예정되어 있는데, 일단 근로시간 단축의 영향으로 버스 요금의 인상이 불가피해 보인다. 7월 1일부터 300 명 이상 사업장과 공공기관은 주 52 시간으로 근로시간이 단축되는데 여기서 더 주목할 점은 근로기준법 59 조에 해당하는 특례업종이 기존 26 개에서 5 개로 대폭 축소되며 운송업의 하위 업종인 노선버스가 특례업종에서 제외된다는 점이다. 이에 따라 버스 사업자들이 버스기사들을 추가 고용해야 하게 되어 비용 부담으로 버스비 인상이 검토되고 있는 것이다. 언론보도에 따르면 국토교통부는 수도권에서 추가로 필요한 버스기사를 2500 명으로 추산하고 있다. 이 밖에도 하반기에 택시 요금을 인상하는 방안도 논의되고 있다.

2. 필수 서비스 가격 인상, 가계의 서비스 지출 확대

: 유형상품 소비여력 축소

공공서비스에 대한 가격 인상은 수요량을 줄일 수 없는 경우가 많아 가계의 서비스 지출이 확대될 수 밖에 없다. 외식 서비스 역시 1~2 인 가구들 중심으로 필수소비로 자리잡고 있어 외식 서비스 가격 인상 역시 가계로 하여금 서비스 지출을 확대할 수 밖에 없게 한다. 가계가 전체적인 소비를 확대하는 소비성향 확대로 이어져 다른 품목의 소비 규모에 영향을 주지 않을 수도 있지만, 노후 생활에 대한 불확실성이 큰 국내 여건을 고려할 때, 소비성향을 마냥 높일 수는 없어 보인다. 따라서 필수 서비스에 대한 가격 인상은 유형 상품의 소비 여력을 낮추는 요인으로 볼 수 있다.

3. 가계의 유형상품 소비 여력 축소, 선택 소비의 포기 & 필수 소비의 트레이딩 다운

당사는 소비 여력이 낮아지며 필수 가전 및 의류 분야에서 트레이딩 다운(하향구매) 현상이 나타날 것으로 전망한다. 소비 여력의 하락은 수요의 가격 민감도를 증가시킨다. 특히, 구매 단가가 높은 전자제품의 가격 민감도가 가장 빠르게 높아지며 가성비의 중요성이 부각될 전망이다. 여기에 2017년 가파르게 성장했던 프리미엄 가전 수요둔화가 불가피해 보인다. 프리미엄 가전 수요를 주도했던 3~4인 가구의 지출 부담이 커졌기 때문이다. 의류 역시 필수재 성격의 수요는 가격에 민감해지고 선택재인 고가 의류 수요는 위축이 불가피해 보인다.

4. 수혜를 볼 만한 분야는 HMR

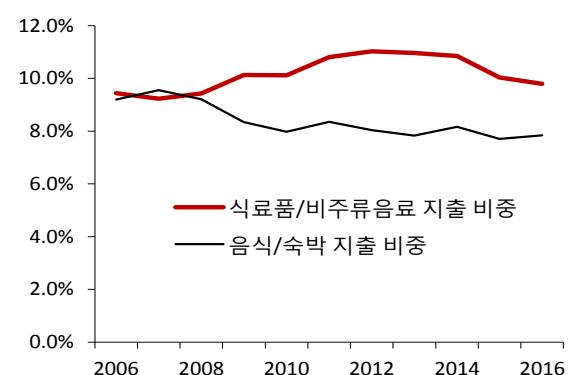
유형상품 수요의 전반적인 위축에도 성장이 가능한 품목이 있는데, HMR(Home Meal Replacement)이다. 외식 서비스 가격 상승은 외식 수요 자체를 위축시킬 수 있는데, 외식이 줄어들면 자연스럽게 가정식 비중이 커질 수밖에 없다.

최근 수년간 경상 소득 중 외식비 지출 비중이 소폭 상승한 바 있다. 이 중에서도 3~4인 가구의 외식비 지출 비중이 의미 있게 상승한 것을 확인할 수 있으며 이미 식료품/비주류음료의 지출 규모를 상회했다는 점에서 3~4인 가구의 외식 수요는 외식 가격 상승에 따른 지출 부담으로 가정식 수요로 전환될 가능성이 높아 보인다.

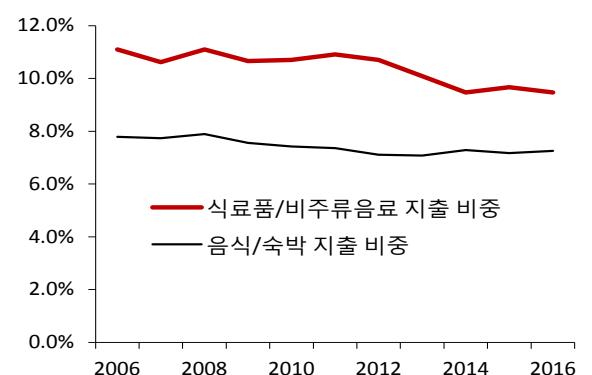
가정식 수요 증가는 식품 수요 전반을 증가시킬 것이다. 당사가 더 주목하는 분야는 HMR이다. 이미 외식의 편의성을 수년간 충분히 경험한 소비자들이 지출에 대한 부담으로 외식을 가정식으로 대체하더라도 과거와 같이 모든 음식을 가정에서 조리하지는 않을 것이다. 즉 가정에서 조리를 하더라도 직접 조리해야 하는 요소를 최소화 할 수 있는 HMR 제품을 활용할 가능성이 높다. 더욱이 HMR은 신선식품에 비해 보관이 용이하고 한 두 번의 경험으로 제품 품질에 대한 정보를 충분히 얻을 수 있다는 점에서 온라인 쇼핑으로 구매하기가 쉽다. 가정식을 하기 위해서 해야 하는 '장보기'를 온라인으로 하는데 부담스럽지 않은 품목인 것이다. 따라서 온라인에 익숙하지만 조리에는 익숙하지 않은 젊은 소비자들의 가정식은 HMR을 통해 증가할 가능성이 높다.

경상소득 대비 식료품/비주류음료 지출 비중 및 음식/숙박 지출 비중

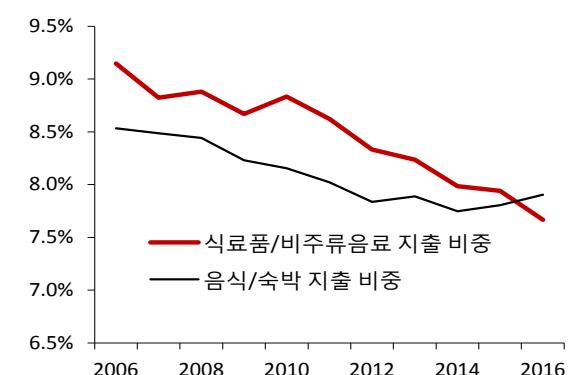
1인 가구



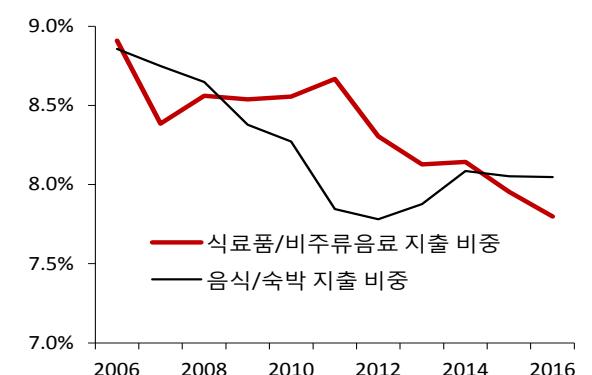
2인 가구



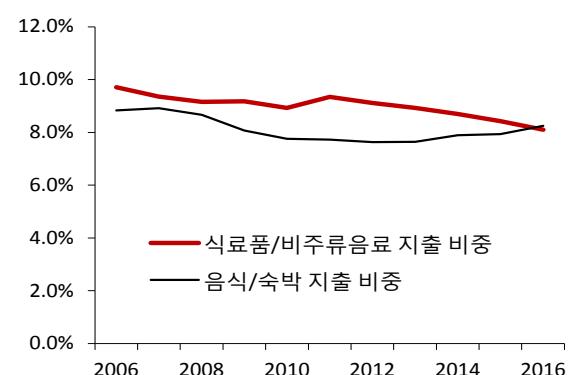
3인 가구



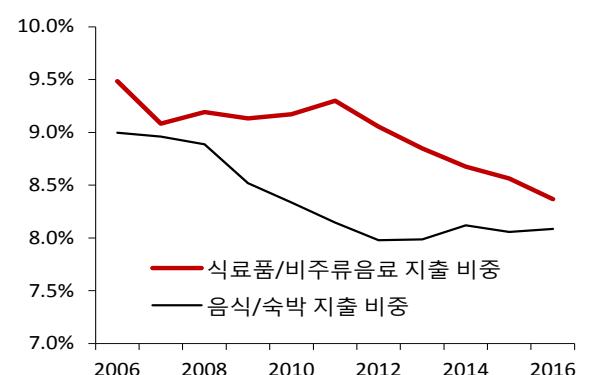
4인 가구



5인 이상 가구



전체 가구



자료: 통계청, SK 증권

[참고] 정부 정책이 소비 및 유통업에 미친 영향, 그리고 시사점 : negative 정책보다는 incentive 정책이 소비 개선에 효과적

정부는 가계 소비와 관련해 2009년 금융위기에서 회복되는 국면에서 다양한 방법으로 개입해왔다. 특히 가계 소비에서 서비스 소비가 차지하는 비중이 절대적이기 때문에 정부의 정책은 주로 서비스 지출 부담 완화에 포커스가 맞춰졌다. 당시 가계에 가장 큰 부담으로 지적되었던 비용이 교육비였는데, 이와 관련하여 정부는 2009년부터 보육비 지원 확대 정책, 대학등록금 인상률 제한 및 사교육 규제 등을 추진하였다. 이후 2014년에는 통신비 부담을 완화하겠다는 취지로 단말기유통구조개선법을 도입하여 통신사의 단말기 보조금 상한제를 실시하였다.

대표적인 이 두 정책으로(단순히 통계데이터로만 보면) 정부가 원했던 가계의 교육비 및 통신비 지출은 감소하기 시작했다. 그러나 이러한 지출 부담 완화가 다른 소비로 이전되지 못하며 가계소비 증가율은 그저 둔화되었고, 같은 기간 가계의 소득 성장은 지속되어 가계 소비 성향이 하락했다. 즉, 내수 활성화 관점에서는 도움이 되지 못했던 것이다. 서비스 지출의 성장률 둔화가 나타나는 기간에도 유형상품의 소비에서 이렇다 할 개선이 나타나지 않았기 때문이다.

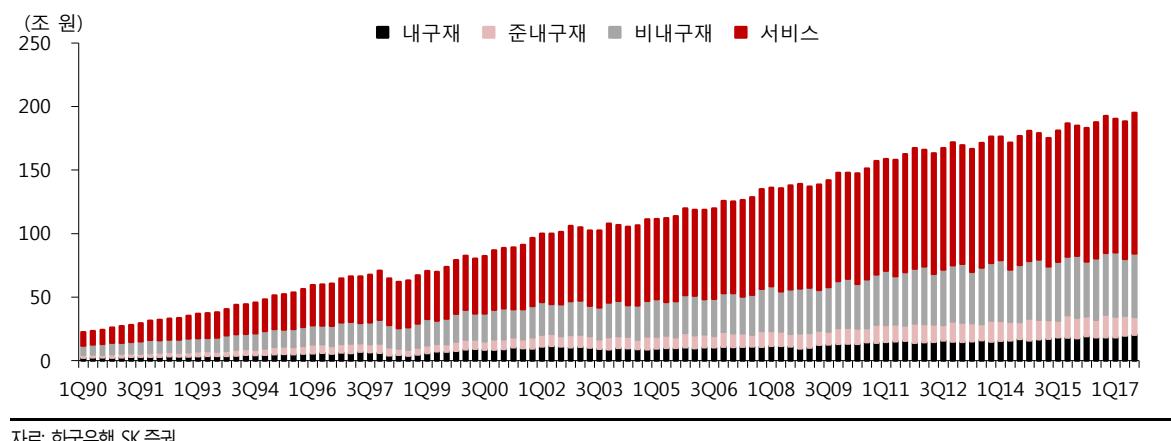
반면, 정부가 직접적으로 소비를 지원한 정책은 가계의 유형상품 소비를 확대하는 결과를 가져온 것으로 보인다. 2009년 자동차 구입시 주어졌던 대규모 세금감면까지는 아니더라도 2015년과 2016년에 있었던 자동차 구매에 대한 개별소비세 인하는 전반적인 소비의 확대를 이끌었다. 또한 2016년 3분기에 진행했던 1등급 에너지효율제품에 대한 인센티브 지원 역시 프리미엄 가전 수요를 자극하며 2017년까지 전자제품 수요를 확대한 것으로 추정된다.

가계 평균 소비성향 추이

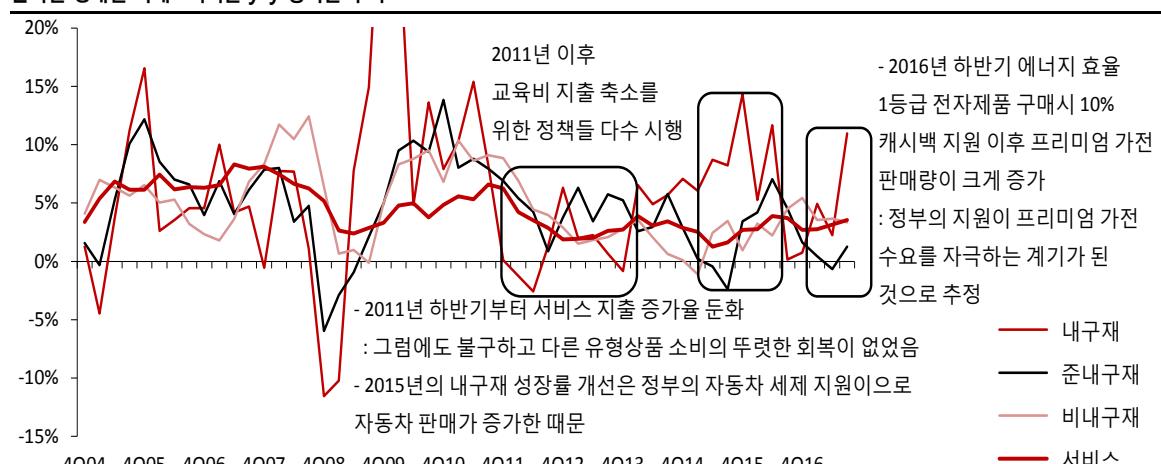


자료 한국은행 SK증권 / 주. 2017년부터 데이터 제공되지 않고 있음

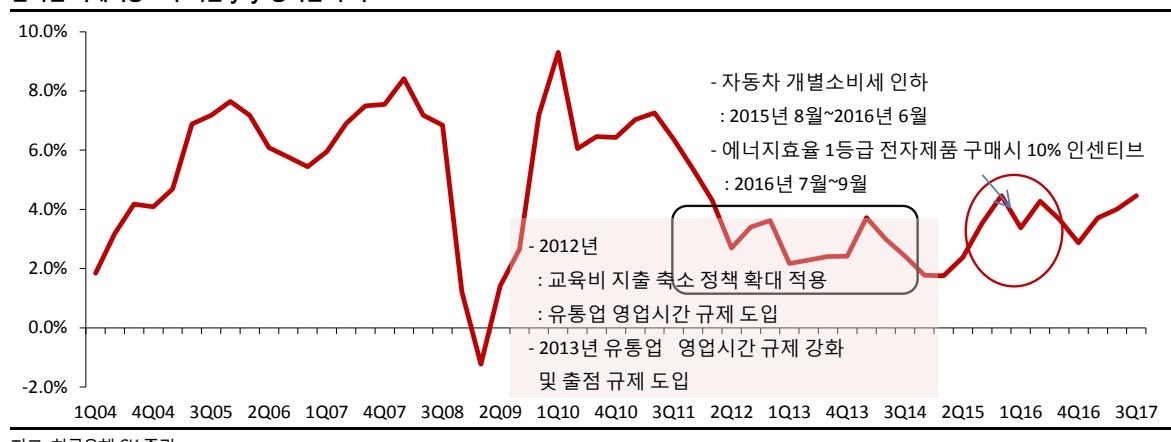
분기별 형태별 가계소비지출 규모 추이



분기별 형태별 가계소비지출 yoy 증가율 추이



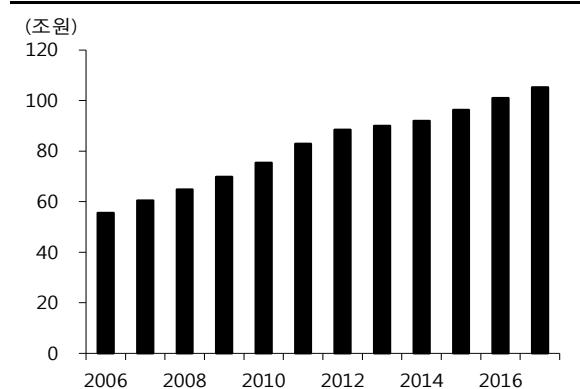
분기별 가계최종소비 지출 yoy 증가율 추이



그 밖에도 정부는 유통 구조 개편을 통한 중소사업자의 사업환경 개선을 지원하며 건전한 내수 성장을 추구하였다. 대표적인 사례가 대형유통업자들에 대한 영업시간 및 출점 규제다. 동네 서점의 경쟁력 약화를 방어하기 위해 2015년 도입한 도서 정가제도 같은 사례다.

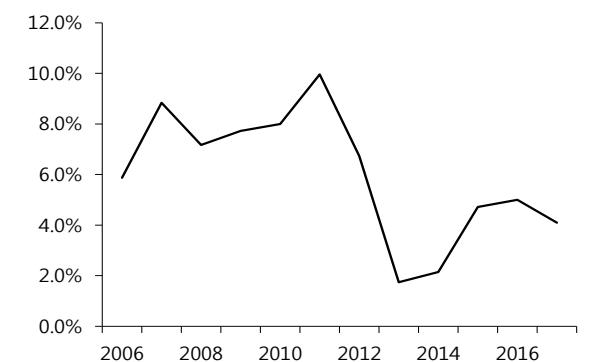
이들 정책 모두 일부 중소사업자들의 영업권을 보호하는 효과는 있었을 것으로 추정된다. 그러나 전체 소비 측면에서 비라보면, 가계의 관련 소비 지출이 감소하며 시장의 규모가 축소되는 효과가 더 커진 것으로 판단된다.

식료품 소매판매액 추이



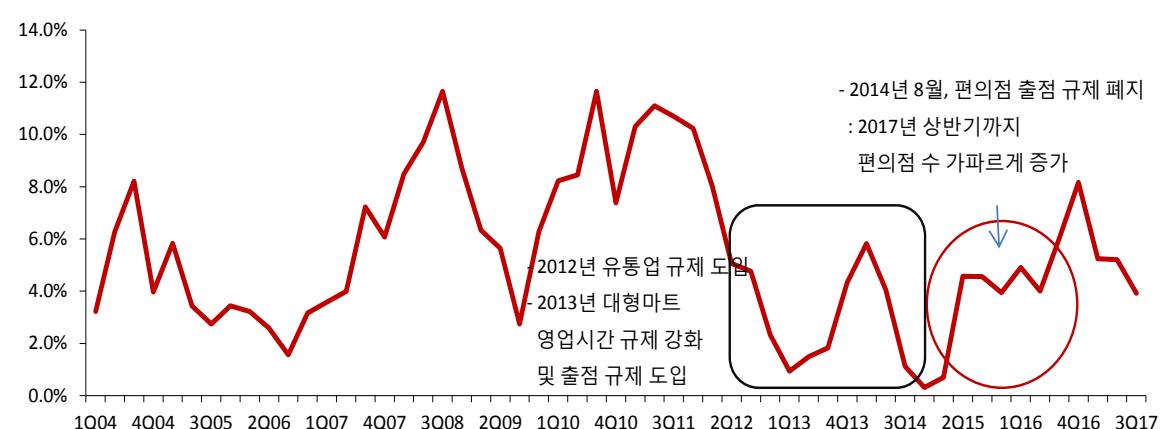
자료: 통계청 SK증권

식료품 소매판매액 증가율 추이



자료: 통계청 SK증권

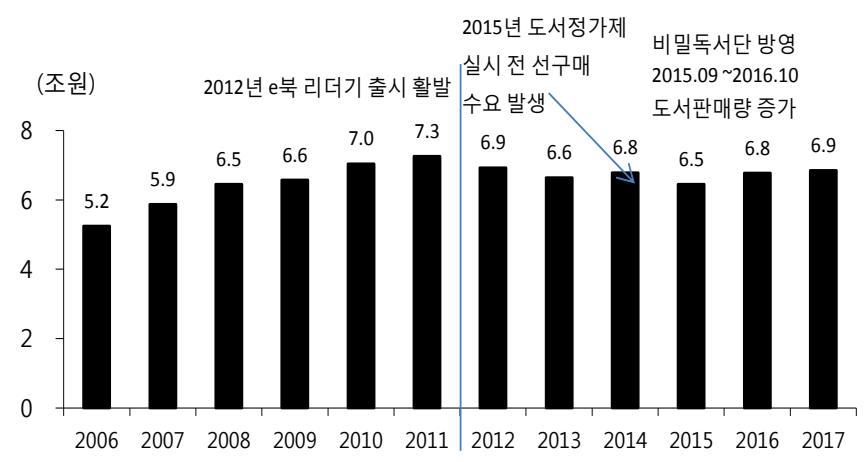
식료품 및 비주류음료품 가계소비 지출 yoy 증가율 추이



자료: 한국은행 SK증권

한편, 당사는 서적 및 문구류 판매액에서도 네거티브 정책보다는 인센티브 정책이 소비에 더 긍정적으로 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었다. 2015년 도서정가제가 도입된 이후 도서판매 가격이 높아졌음에도 불구하고 판매량의 감소로 도서판매 규모는 줄었다. 오히려 이후 ‘비밀독서단’ 및 ‘인문학 강의’ 등의 독서 관련 방송이 방영되며 독서문화를 조성, 도서 판매규모가 증가하고 있는 것으로 파악된다.

서적 및 문구류 소매판매액 추이



자료 통계청, SK증권

1. 가계 서비스 지출 부담 완화 정책: 소비 활성화로 이어지지는 않음

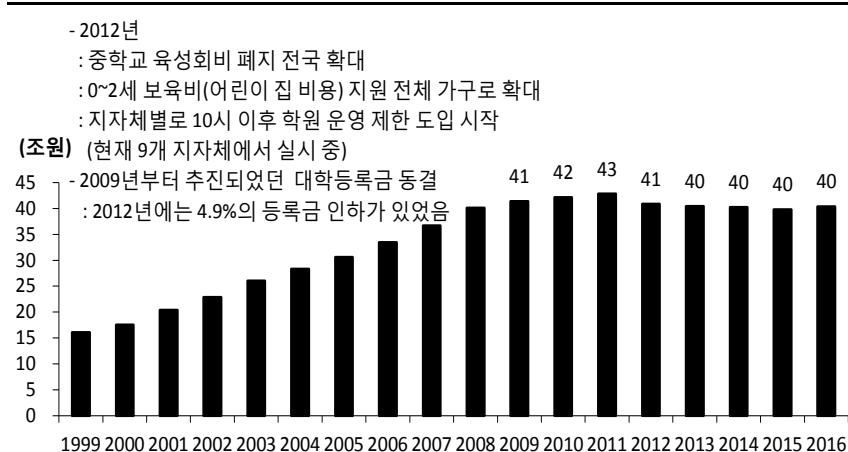
(1) 2009년 이후의 교육비 부담 축소를 위한 정책 : 교육비 지출은 축소시켰음

정부는 가계 소비와 관련해 2009년 금융위기에서 회복되는 국면에서 다양한 방법으로 개입을 강화하였다. 가계 소비에서 서비스 소비가 차지하는 비중은 절대적이다. 따라서 정부의 정책은 주로 서비스 지출 부담 완화에 포커스가 맞춰졌다. 당시 가계에 가장 큰 부담으로 지적되었던 비용이 교육비였는데, 이와 관련하여 정부는 2009년부터 보육비 지원 확대 정책, 대학등록금 인상을 제한 및 사교육 규제 등을 추진하였다.

그 결과 2009년 이후 가계의 교육비 지출 증가율은 눈에 띠게 둔화되었고 2012년부터는 교육비 지출 규모가 감소하고 있다. 특히, 2012년의 감소폭이 커는데, 2009년부터 추진되었던 정책들이 2012년부터 대부분 본격적으로 적용되었던 것이다. 중학교 육성회비가 전국의 중학교에서 폐지되었고, 0~2세 보육비 지원 역시 제한을 두지 않고 지원하는 것으로 확대되었으며, 대학등록금 동결 정책은 2012년, 주요 대학들의 등록금 인하를 이끌어내며 전국의 대학등록금이 4.9% 감소하였다.

한편, 사교육비 부담 완화와 청소년의 수면 시간 확보라는 취지로 도입한 학원의 심야 학습제한(기존 밤 12시까지에서 밤 10시까지로 축소)도 교육비 지출을 축소하게 한 요인으로 평가 받고 있다.

가계 교육비 지출 규모



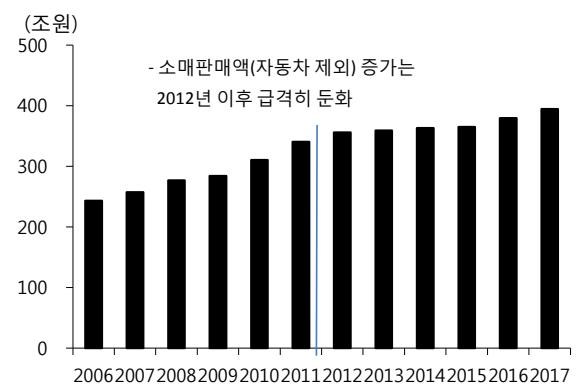
자료 한국은행 SK증권

(2) 교육비 지출 축소로 확대된 소비 여력이 실제 소비로 전환되지 않음 : 유통업 규제로 소비할 창구를 제한한 것이 원인인 듯

정부의 의도대로 교육비 지출이 축소되었음에도 불구하고 축소된 교육비 지출이 다른 소비로 전이되지는 않았다. 교육비 지출 규모 축소는 그저 전체 가계소비 지출 둔화로 나타났을 뿐이다. 같은 기간 가계 소득 증가율이 양호했다는 점을 고려하면 소비 활성화 측면에서는 다소 아쉬운 결과다.

서비스 지출 감소를 통해 확대되었어야 할 소매판매는 교육비 지출이 감소하는 동안 그 증가율도 둔화되었다. 같은 기간 유통업체들에 대한 영업시간 규제 등이 도입되며 줄어든 서비스 지출로 확보되었던 소비여력을 소비할 수 있는 창구를 제한했고, 이것이 가계의 소비성향을 위축시킨 한 원인으로 추정된다. 전체 소매판매 성장률 둔화를 이끈 것이 규제 대상 유통업(대형마트 & SSM)이 주로 다루었던 식품의 부진이었기 때문이다. 음식품 소매판매는 2012년부터 2014년까지 성장률이 눈에 띄게 감소했다. 반면, 직접적인 영업 규제가 없었던 백화점 및 아울렛에서 주로 판매되는 의류/신발/가방 등 준내구재 지출은 2012년~2014년까지 높은 수준의 성장률을 유지하였다.

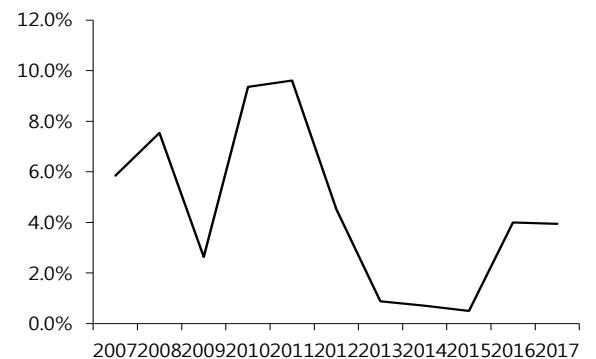
전체 소매판매액(자동차 제외) 추이



자료: 통계청, SK증권

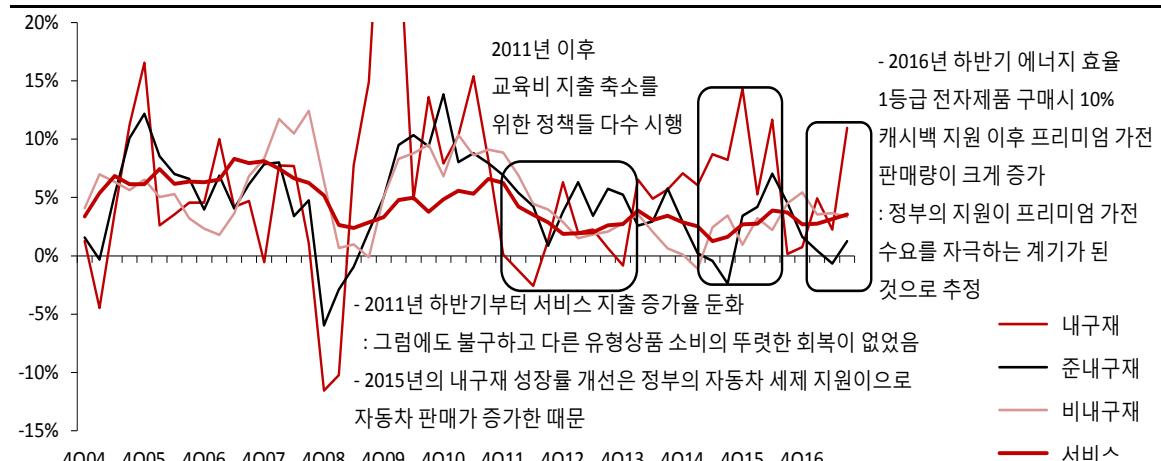
주: 2018년 기준 변경을 기준으로 2014년 이전 수치는 당사 추정치

전체 소매판매액(자동차 제외) 증가율 추이



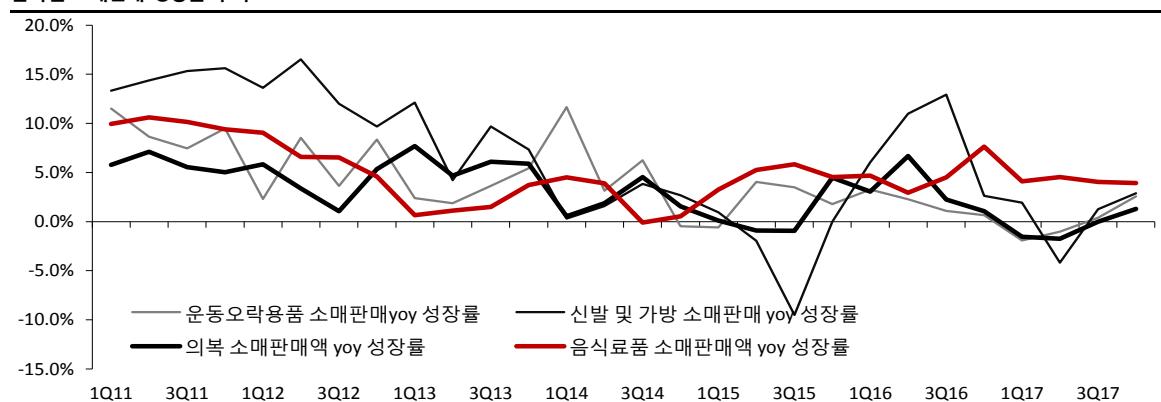
자료: 통계청, SK증권

분기별 형태별 가계소비 지출 yoy 증가율 추이



자료: 한국은행 SK 증권

품목별 소매판매 성장률 추이



자료: 통계청 SK 증권

(3) 통신비 부담 완화 정책, 단통법

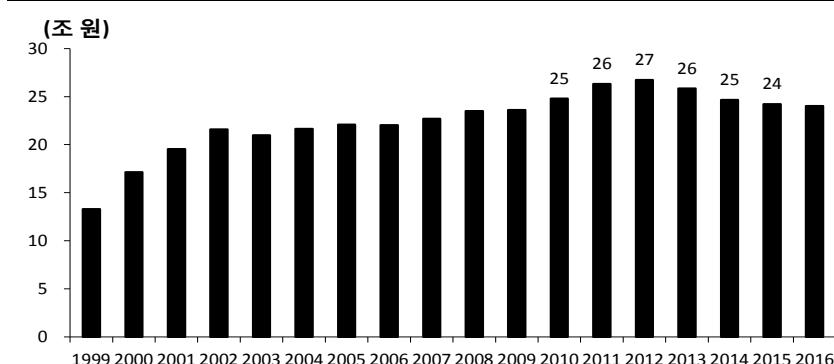
: 가계 통신비 지출 감소, 단통법의 효과로 보기 어려움

통신비 부담 완화를 위해 도입되었던 단말기유통구조개선법(단통법) 역시 정부는 통신비 부담을 완화한 것으로 평가하고 있다. 그러나 가계 통신비 지출 감소가 단통법의 효과라고 평가하기는 어려워 보인다. 왜냐하면 2012년 스마트폰 단말기 보급이 3,000만 명을 넘어서며 가계 통신비는 이미 그 지출이 줄어드는 구간에 접어들었는데, 2014년 말 단통법이 시행된 이후 의미 있는 추가 통신비 지출 감소가 있었다고 보기 어렵기 때문이다.

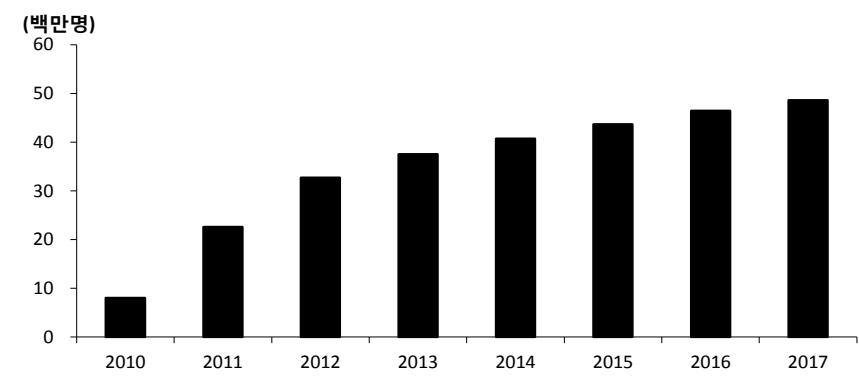
2002년 이후 이렇다 할 증가가 없었던 가계 통신비는 스마트폰 보급이 본격화된 2010년 이후 가파르게 증가하였고, 스마트폰 가입자 수가 3,000만명을 넘어선 2012년 말 이후 감소하였다. 특히, 2013년과 2014년의 가계 통신비 감소가 눈에 띠었는데, 이 시기는 단말기유통구조개선법이 도입(2014년 10월)되기 이전이었다. 실제로 통신기기 및 컴퓨터 관련 소매판매액 역시 스마트폰 보급이 가파르게 증가하였던 2010년 ~ 2012년까지 가파르게 증가하였으나, 2013년과 2014년에는 뚜렷하게 감소했다. 이후 단통법이 도입되었으나 2015년과 2016년 가계통신비는 소폭 감소했을 뿐이다. 또한 휴대폰 판매가 다시 증가한 2017년 3분기부터 가계 통신비는 크게 상승하고 있다.

또 하나 눈여겨 봐야 할 점은 단통법이 본격 시행된 2015년에 SK 네트웍스의 휴대폰 판매량이 2014년보다 많았다는 점이다. 단통법의 시행으로 중소 휴대폰 판매 사업자들의 핵심 경쟁력이었던 가격 결정권이 유통채널에서 회수되며 상위 사업자들의 경쟁력을 부각시킨 결과다. 이는 다음에서 논의하게 될 자영업 및 소상공인 보호라는 정부 정책에도 반한다. 결국, 규제를 통해 정부가 의도했던 결과를 얻지는 못했던 것이다.

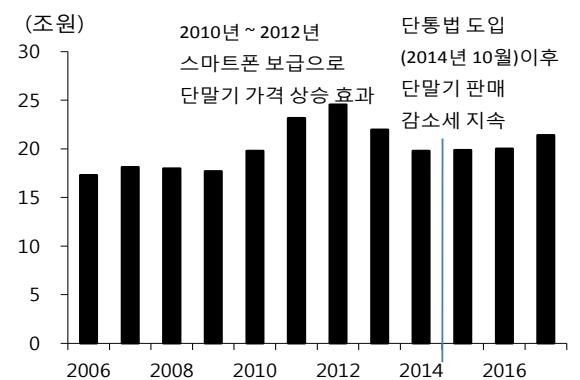
가계 통신비 지출 규모 추이



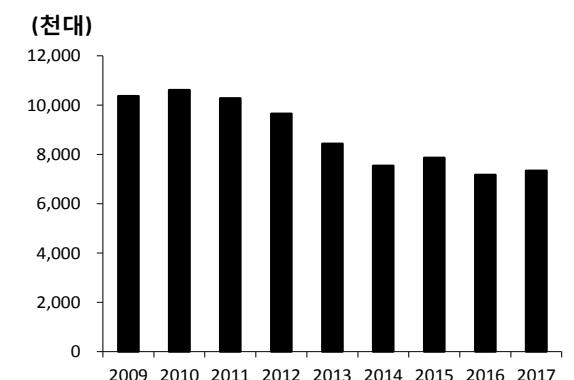
자료: 한국은행 SK증권

스마트폰 가입자 수 추이

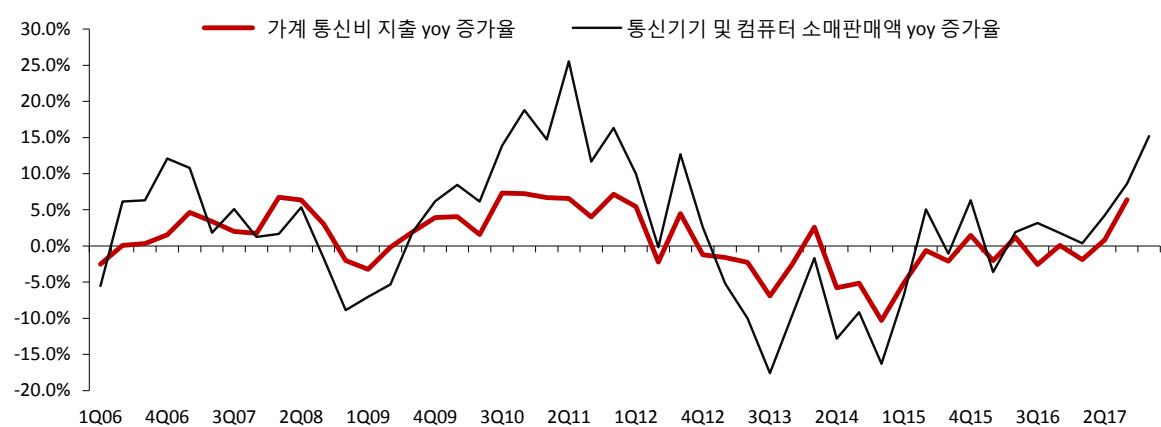
자료: 과학기술정보통신부 SK 증권

단통법 도입(2014년 10월) 이후 통신기기 및 컴퓨터 판매액 감소

자료: 통계청 SK 증권

단통법 도입(2014년 10월) 전후 SK 네트워크 단말기 판매량 : 대형사업자인 SK 네트워크의 판매량 오히려 증가

자료: SK 네트워크 SK 증권

가계 통신비 지출 증가율 vs 통신기기 및 컴퓨터 소매판매액 증가율

자료: 한국은행 통계청 SK 증권

2. 대형 사업자 규제를 통한 자영업자 보호 정책

: 일부 효과는 있었을 것이나 전체 소비는 위축

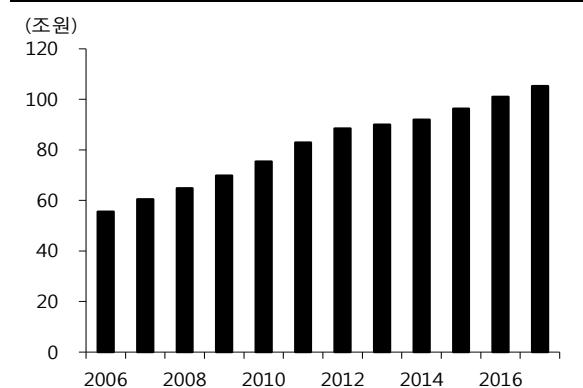
(1) 대형마트 등 유통업 규제: 음식료 지출 금액 증가율 둔화

2012년 편의점을 포함해 빵집 등 프랜차이즈 업체들의 출점 시 거리를 제한하는 규제를 도입했고, 대형마트에는 의무휴업 및 영업시간 규제를 도입한 것을 시작으로 2014년까지 유통업과 관련한 다양한 규제가 추가되었다. 대형마트에 대한 규제는 2013년에 강화되었는데, 대형마트의 의무휴업이 월 1회에서 2회로 확대되었고, 출점 역시 이전보다 까다로운 조건을 충족해야만 가능하게 되었다. 이후 대형마트와 편의점 매출의 절반을 차지하는 식료품의 소매판매액이 2014년까지 크게 둔화되었다.

2014년 하반기 편의점 출점 규제가 완화되며 2015년과 2016년에는 편의점의 공격적인 출점이 식료품 판매액의 증가율 회복을 이끌었다. 그러나 2017년 성장률은 다시 둔화되었는데, 2017년 하반기 확정된 2018년 최저 임금의 급격한 인상으로 편의점의 출점 여력이 낮아졌고 기존 점포의 수익성 악화도 우려되어 출점이 급격히 하락한 데 따른 영향으로 분석할 수 있다.

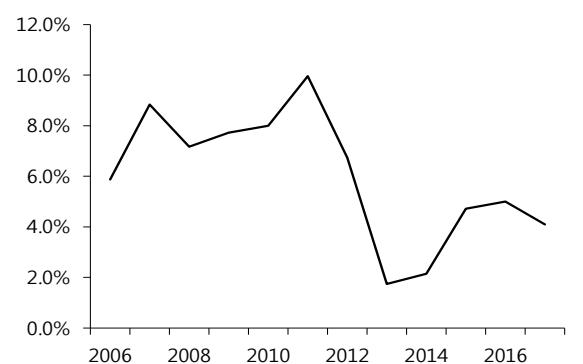
유통업종의 출점이 제한되는 것은 업체들의 실적 부진을 야기할 뿐만 아니라 소비자의 유통 채널 접근성을 떨어지게 하여 소비를 포기하게 한다. 이에 따라 앞서 논의한 바와 같이 교육비 등 서비스 지출이 상당 부분 감소하는 기간 동안 축소된 서비스 지출이 다른 소비로 전환되지 못해 전체 가계 소비 성장률이 둔화되었고, 이로 인해 내수 소비 부진이 이어지고 있는 것으로 볼 수 있다.

식료품 소매판매액 추이



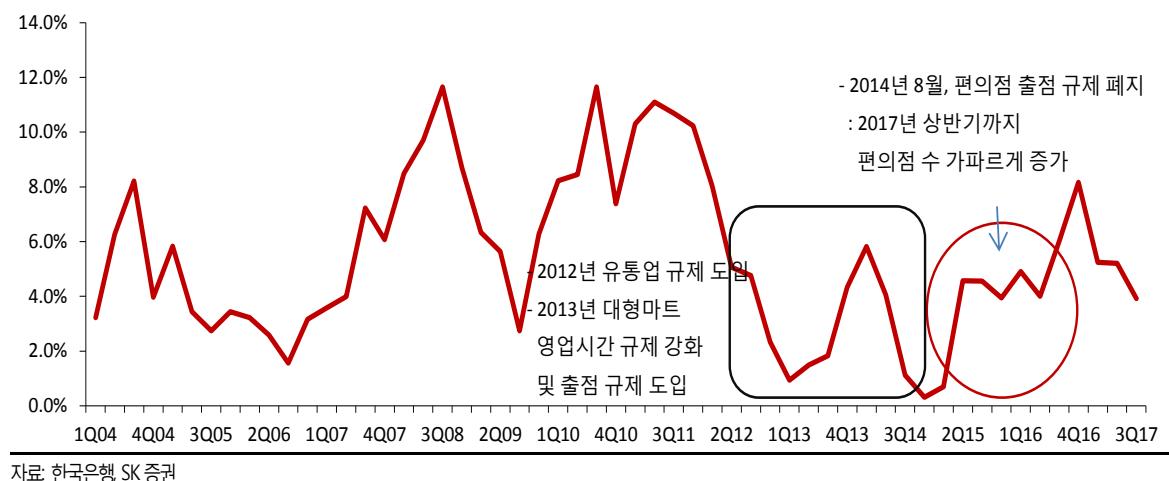
자료: 통계청, SK 증권

식료품 소매판매액 증가율 추이



자료: 통계청, SK 증권

식료품 및 비주류 음료품 가계소비 지출 yoy 증가율 추이



자료: 한국은행, SK 증권

2011년 ~ 2014년 유통업 규제 Time-Line

연도	주체	주요 내용
2010년	유통산업발전법	- 대형마트, 전통시장 1km 이내 출점 금지(기준 500m에서 강화)
2011년	공정거래위원회	- 백화점/홈쇼핑/할인점 입점 수수료 규제 - 대형마트 표준거래계약서 마련
2012년	공정거래위원회	- 대기업 빵집 규제로 시작된 프랜차이즈 업종별 모범거래기준 규정 (제과제빵, 치킨, 피자, 커피, 편의점 거리제한) - 백화점/할인점/홈쇼핑 입점수수료 추가 인하
	유통산업발전법	- 대형마트/SSM 의무휴업 도입(월 1회 이상 2일)
	공정거래위원회	- 납품업체 종업원 파견/사용 기준 - 대규모 유통업(직매입 관련) 판매 장려금의 종류 제한 - 유통업체 납품업체 간 인테리어(백화점/대형마트), ARS(TV홈쇼핑), 배송비 등 비용 분담에 관한 표준거래계약서 개정
2013년	유통산업발전법	- 대형마트/SSM 의무 휴일 매월 2일로 강화 및 출점 규제 강화
	동반성장위원회	- 중소기업적합업종에 제과점 및 음식점업 7개 포함 (대기업의 제과점 및 음식점업 신규 진출 및 확장 제한)
	가맹사업거래 공정화법	- 가맹본부가 가맹희망자에게 제공할 정보공개서를 공정거래위원회에 등록을 의무화
2014년	가맹사업거래 공정화법	- 편의점 심야 영업 강요 금지, 예상 매출액 범위 서면 제공 의무화, 영업지역 설정 의무화 - 2012년 공정거래위원회가 프랜차이즈 업종별 모범거래기준 폐지(출점 거리제한 폐지)

자료: 국회, 공정거래위원회, SK 증권 정리

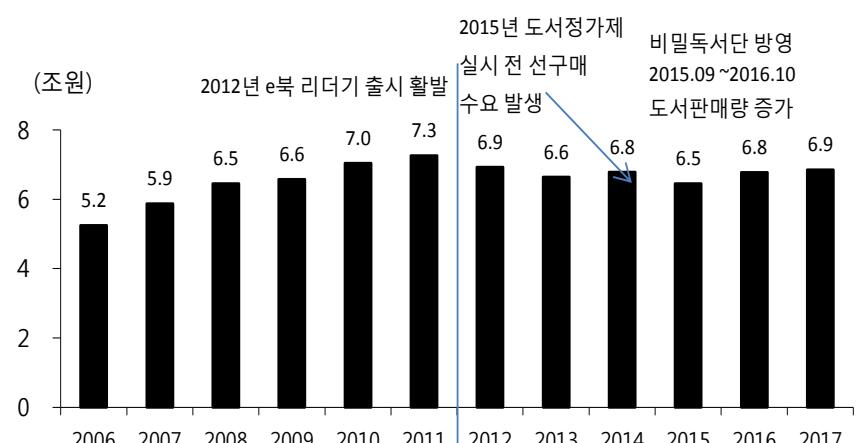
(2) 도서정가제

: 수요 위축, 그러나 책에 대한 사회적 관심이 조성되며 회복

‘도서정가제’란 책값의 과열 인하 경쟁에 따른 학술·문예 분야의 고급서적 출간이 위축되는 것을 막기 위해 서점들이 출판사가 정한 도서의 가격대로 팔도록 정부가 강제하는 제도를 말한다. 도입 취지에 따르면 도서정가제를 도입하고도 도서 구매량이 감소하지 않아 서적 판매금액이 늘어나고 이를 통해 고급서적을 출간을 활성화시킬 수 있어야 한다. 그러나 도서정가제를 도입한 이후에도 서적/문구류의 소매판매액은 이렇다 할 증가가 나타나고 있지 않다. 도서정가제가 도입된 첫 해인 2015년에는 오히려 판매액이 감소했다. 가격 인상 효과가 있었음에도 불구하고 판매액이 감소한 것은 도서판매량이 위축되었음을 의미하는 것이다. 결국, 도서 역시 가격에 민감한 제품이었던 것임을 인지하지 못한 정부의 개입이 의도한 결과를 가져오지 못함을 보여주었던 사례라 할 수 있다.

반면, 사회 분위기 조성을 통한 소비 활성화는 의미 있는 성과를 보이는 사례도 있다. 당사는 2015년 9월부터 2016년 10월까지 방영된 OtvN의 ‘비밀독서단’과 같은 방송이 책에 대한 관심을 확대했고, 그 결과 2016년과 2017년 서적/문구류의 판매금액이 증가했다.

서적 및 문구류 소매판매액 추이



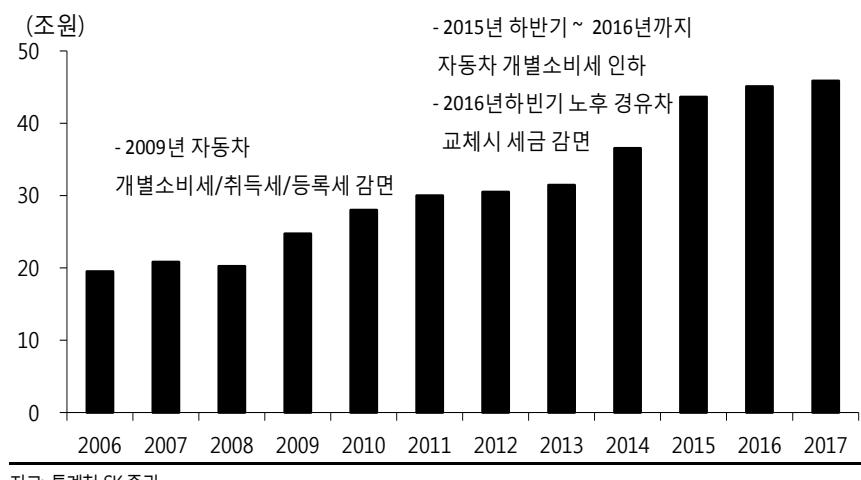
자료: 한국은행 SK증권

3. 정부의 세제 지원: 소비 자극에 효과적

정부가 직접적으로 소비를 지원한 정책은 가계의 유형상품 소비를 확대하여 소비활성화를 이끌었다. 2008년 발생한 금융위기에 따른 소비 위축을 극복하기 위해 2009년 대규모로 적용했던 자동차 구입시 세금감면은 자동차 구매를 크게 증가시키며 소비 활성화에 효과적으로 작용했다. 2009년과 같은 대규모 세금 감면이 아니더라도 2015년과 2016년에 있었던 자동차 구입에 대한 개별소비세 인하 역시 전반적인 소비의 확대로 이어졌다.

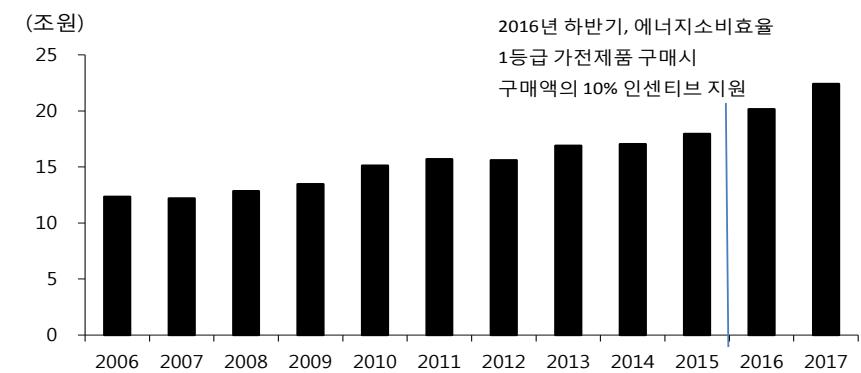
2016년 3분기에 진행했던 1등급 에너지효율제품에 대한 인센티브 지원 역시 프리미엄 가전 수요를 자극하며 2017년까지 전자제품 수요를 확대한 바 있다.

승용차 소매판매 규모 추이



자료: 통계청 SK증권

전자 제품 소매판매 규모 추이



자료: 통계청 SK증권

3. 일과 삶의 균형

: 국내 서비스 가격 상승과 함께 해외 여행 수요를 자극할 것

최근 소비와 관련해 또 하나의 큰 이슈는 노동 시간 축소 정책이다. 노동 시간 축소가 모든 근로자의 여가 여건을 개선시킬 수 있을지는 아직까지 판단이 어렵다. 근로시간 축소로 소득에 부정적인 영향을 받을 수 있기 때문이다. 그러나 사회 전반적으로 여가를 중요시 여기는 분위기는 그 동안 경제적인 여유가 있음에도 시간이 없어서 여가 활동을 하기 어려웠던 근로자들의 여가 사용 환경을 개선한다는 점에서 여행 수요에 긍정적이다. 더욱이 최근 나타나고 있는 국내 서비스 가격의 상승은 단기적으로 해외 여행의 매력도를 높이는 요인으로 2018년 해외 여행 수요의 고성장 전망에 힘을 실어준다.

1. 2017년 인구 대비 출국자 비중 51.7%, 추가 성장 여력은 충분

(1) 한국의 출국 수요, 소득에 영향 받는 단계를 지남

통상 여행 수요는 소득의 함수로 인지하는 경향이 강하다. 그러나 해외 여행 수요는 소득뿐만 아니라 국내 관광 컨텐츠의 양에도 영향을 받는다. 즉 일정 수준까지 소득이 상승하면 이후에는 소득의 증가가 뚜렷하지 않아도 국내에 여행 컨텐츠가 충분하지 않을 경우, 해외로 출국하는 수요는 지속적으로 증가한다. 대표적인 사례가 대만이다.

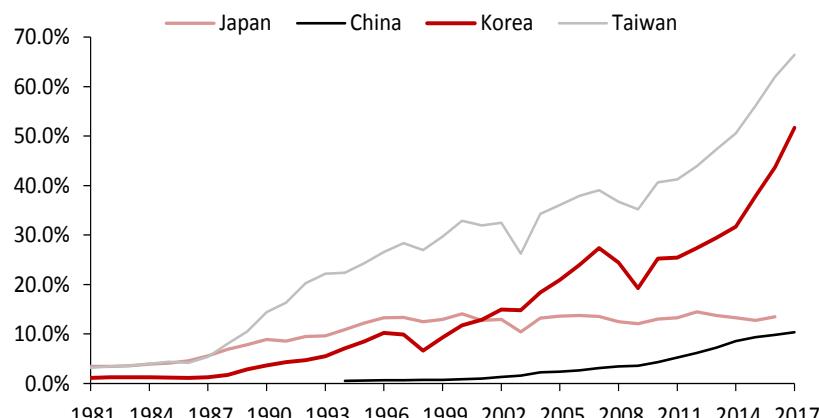
대만의 인구 대비 출국자 비중은 인당 GDP가 20,000 달리를 돌파한 2011년부터 급격히 증가하고 있다. 특히 눈 여겨 봐야 할 부분은 2011년 이후 인당 GDP가 눈에 띄게 증가하고 있지 못하다는 점이다. 심지어 2014년에서 2016년까지 대만의 인당 GDP는 정체 수준이었지만 출국자 수는 지속적으로 성장하고 있다. 이는 대만이 인당 GDP 20,000 달리 수준에서 확산된 여행 수요를 자국내의 여행 컨텐츠가 소화할 수 없는 단계에 접어들었기 때문으로 판단한다. 즉 매년 국내 여행을 가던 수요가 더 이상 국내에서 가 볼만한 곳이 없어지며 해외로 눈을 돌리기 시작한 것이다. 여러 번의 국내 여행보다 해외 여행 한번을 원하는 소비자도 증가했을 것으로 추정된다. 그 결과 인당 GDP의 성장 없이도 해외 여행 수요가 급격히 증가하는 모습으로 나타나고 있는 것이다.

당사는 대만이 인당 GDP 20,000 달리 수준에서 여행 수요가 대중화된 것처럼 한국은 인당 GDP 25,000 달리에서 국내 여행 컨텐츠가 확산된 여행 수요를 충분히 소화할 수 없는 수준에 도달한 것으로 판단한다. 인당 GDP가 25,000 달리에 도달한 2013년 이

후 인구대비 출국자 비중이 급격히 증가하고 있기 때문이다. 한국 역시 보편화된 여행 수요를 소화할 수 있는 국내 관광 컨텐츠가 충분하지 못해 해외로 여행을 떠나는 수요가 소득의 증가와 관계 없이 늘고 있는 것으로 추정된다.

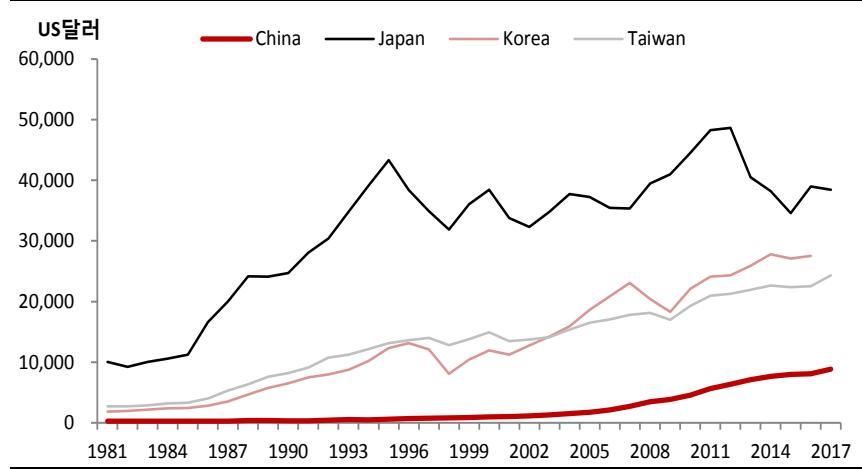
2017년 인당 GDP가 24,000 달러 수준인 대만의 인구 대비 출국자 비중이 66%를 상회하는 것을 고려할 때, 2017년 50%를 상회한 한국의 인구 대비 출국자 비중이 60% 이상까지 상승할 것으로 전망하는 것은 무리가 없다는 판단이다. 대만보다 국토 면적이 넓어 관광 컨텐츠가 상대적으로 많지만, 대만과 같이 자국민의 여행 수요가 보유한 관광 컨텐츠로 수용할 수 있는 수준을 넘어선 것으로 보이기 때문이다.

주요 아시아 국가 인구 대비 출국자 비중



자료 각 국, CEIC, SK증권

주요 아시아 국가 인당 GDP 추이



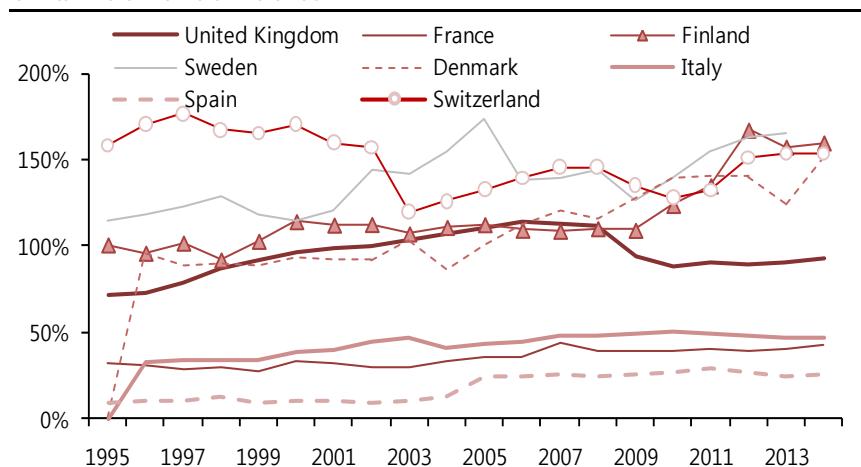
자료 각 국, CEIC, SK증권

(2) 여가 시간 보장 분위기 확대, 출국 수요 자극

한편, 최근 정부는 근로자의 여가를 보장하는 분위기를 조성하고 있다. 그동안 충분한 소득에도 불구하고 여가를 즐길 수 있는 시간이 부족했던 수요층의 여가 활동 확대가 예상된다. 해외 여행은 대표적으로 시간이 많이 필요한 여가 활동으로 ‘여가 시간 보장’이라는 사회 분위기의 최대 수혜 분야다.

실제로 여가 문화가 발달한 것으로 알려진 유럽 지역의 인구 대비 출국자 비중이 100%를 상회한다는 점을 고려하면 한국의 인구 대비 출국자 비중 51.7%는 현저히 낮은 수준이다. 물론, 유럽 지역에서도 자국 관광 컨텐츠를 풍부하게 보유하고 있는 프랑스나 스페인, 이탈리아는 상대적으로 인구 대비 출국자 비중이 낮은 반면, 상대적으로 관광 컨텐츠는 많지 않으면서 여가 시간은 많은 스웨덴, 덴마크 등의 인구 대비 출국자 비중은 100%를 상회하고 있다.

주요 유럽 국가 인구 대비 출국자 비중



자료: World Bank, SK 증권

주요 국가 국토 면적 및 인당 GDP

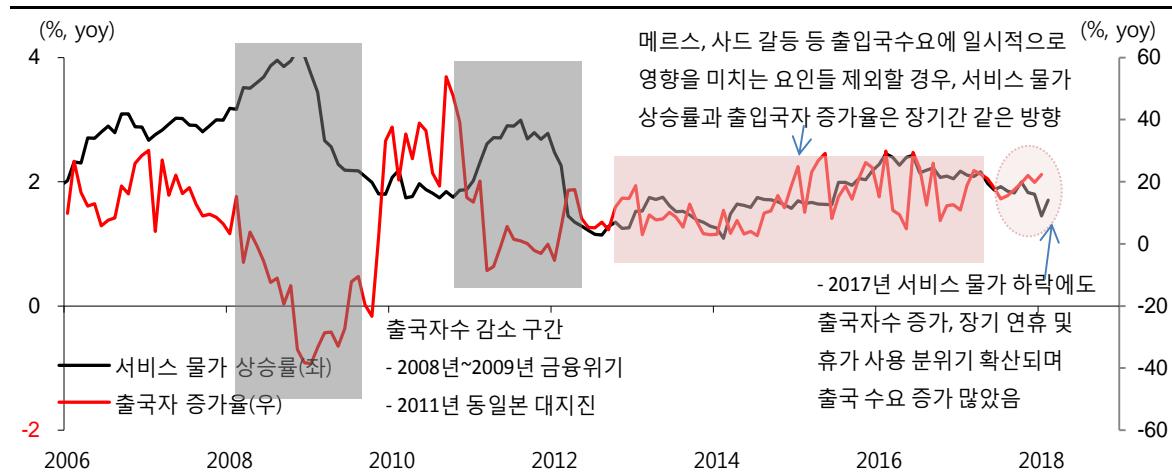
국가	면적	인당 GDP(USD)
한국	99,720 Km ²	27,221
대만	25,980 Km ²	22,294
일본	337,915 Km ²	32,477
France	643,801 Km ²	36,248
Spain	505,370 Km ²	25,831
Sweden	450,295 Km ²	50,272
Finland	338,145 Km ²	41,920
Italy	301,340 Km ²	29,847
United Kingdom	243,610 Km ²	43,734
Denmark	43,094 Km ²	52,002
Switzerland	41,277 Km ²	80,214

자료: World Bank, SK 증권 / 주: 2015년 기준

2. 국내 서비스 가격 상승, 해외 여행의 가격 경쟁력 확대

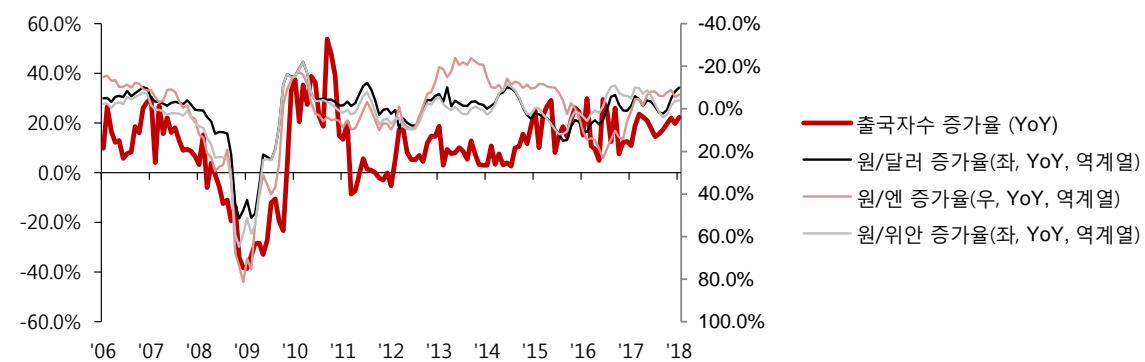
전반적인 해외 여행 수요 증가 추세와 더불어 최근 나타나고 있는 국내의 서비스 가격 상승이 해외 여행 수요를 더 자극할 전망이다. 국내 서비스 물가 상승률과 출국자 증가율을 비교해보면 2008년~2009년까지 영향을 미쳤던 금융위기와 2011년의 동일본 대지진이 있었던 시기 외에는 대체로 국내 서비스 물가 상승률과 출국자 증가율이 동행하는 경향이 있다. 이는 국내 서비스 가격 상승이 국내 여가 컨텐츠의 가격을 상승시켜 상대적으로 해외 여행의 가격 경쟁력을 높였기 때문으로 해석할 수 있다. 한편, 2017년 하반기 이후 상승한 원화 가치 역시 이전보다 해외 여행의 가격 경쟁력을 높여 출국수요를 촉진시킬 전망이다.

출국자수 증가율 vs 서비스 물가 상승률 추이: 2012년 이후 대체로 동행



자료: 통계청, 한국관광공사, 블룸버그, SK증권

출국자수 증가율 vs 원화 가치 변동: 원화가치 상승, 출국자수 증가율을 확대할 것



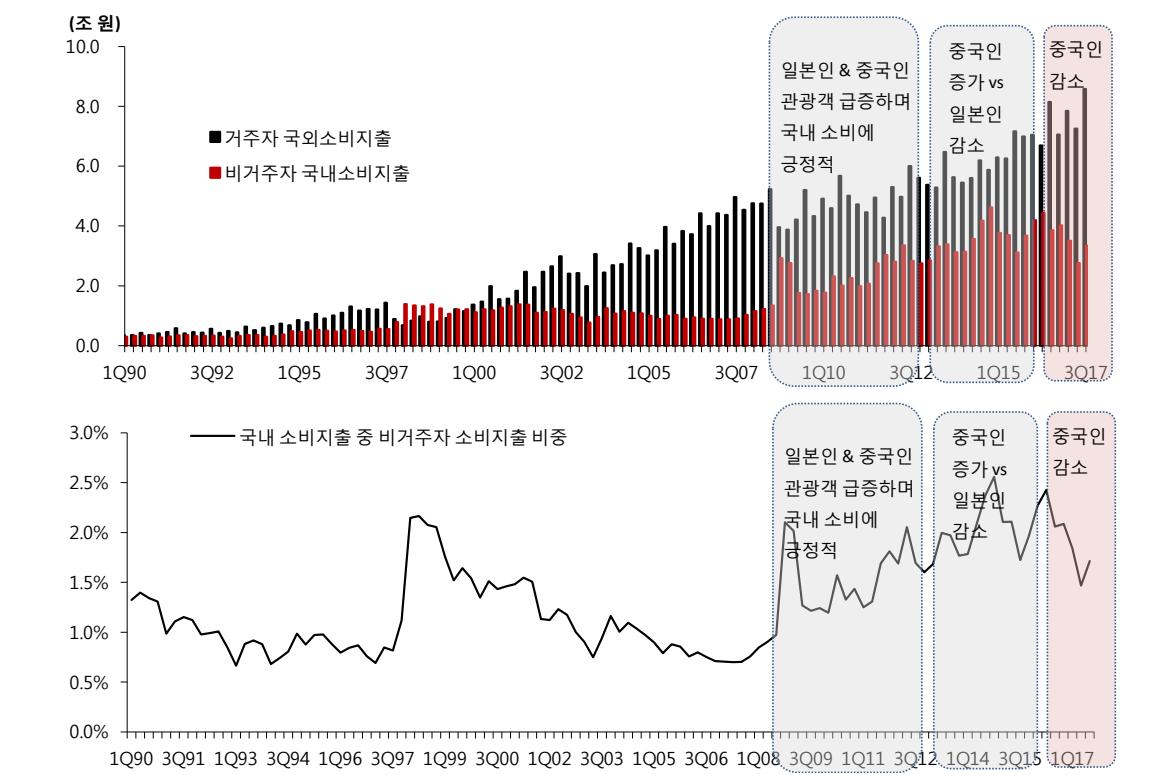
자료: 한국은행, 한국관광공사, 블룸버그, SK증권

4. 중국과 일본, 국내 소비 지출 회복에 기여할 것

주변국의 경제 환경 변화가 국내 소비 측면에서 일정 부분 우호적일 수 있어 보인다. 중국과 일본의 출국자수 증가가 감지되고 있어 국내로 입국하는 중국인과 일본인의 증가에 의한 국내 소비지출 성장률 개선이 가능하기 때문이다.

한국의 비거주자 국내 소비지출은 2008년 이후 가파르게 증가하다가 2014년 4분기 4.6조원을 최고로 2016년 상반기까지 정체를 보였고 2016년 하반기부터는 감소했다. 중국인의 구매력 변화가 핵심 원인이라 추정한다. 중국인의 달러 기준 구매력을 보여주는 달러 대비 위안화 가치가 2014년부터 2016년까지 가파르게 하락하였다. 다만, 2015년까지는 원화 가치 역시 절하되어 중국인의 원화 기준 구매력이 상대적으로 견조했다. 따라서 달러 기준 구매력 하락에도 불구하고 한국에서의 중국인 구매력은 견조하게 유지되며 한국 내 중국인의 소비 규모의 축소가 나타나지 않았던 것으로 판단된다. 반면, 2016년에는 원화 대비로도 위안화 가치가 하락하며 국내에서의 중국인 소비를 위축시켰으며, 2017년에는 사드 갈등으로 중국인 입국자 수가 가파르게 하락, 한국의 비거주자 국내 소비지출 규모를 크게 축소시켰다.

거주자 국외소비지출 vs 비거주자 국내소비지출, 그리고 국내 소비지출 중 비거주자 소비지출 비중 추이



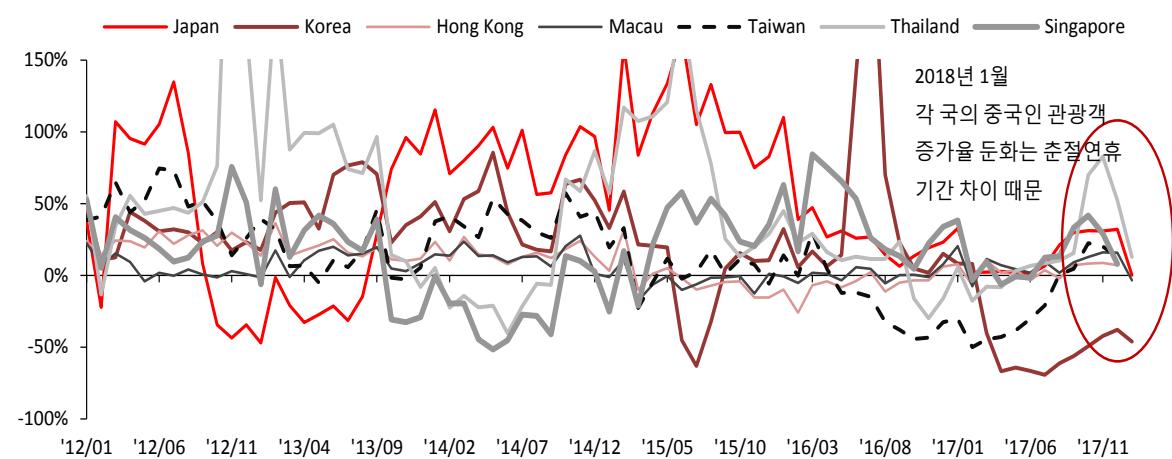
자료 각 국, SK증권

1. 위안화 강세, 중국의 출국자 수 증가세 강화 중

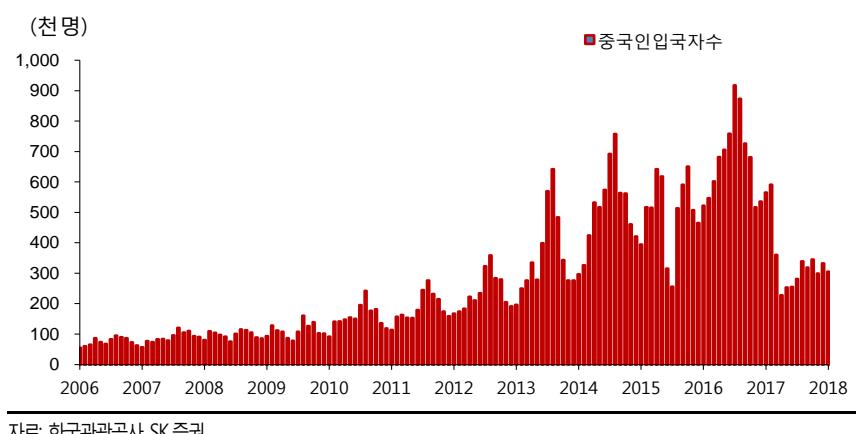
당사는 최근 나타나고 있는 사드 갈등 해소 분위기와 함께 2017년 하반기 이후 나타나고 있는 뚜렷한 위안화 강세가 중국인의 한국 방문 및 중국인의 국내 소비지출 기여를 빠르게 회복시킬 것이라 전망한다. 2017년 하반기 이후 위안화 가치가 빠른 속도로 절상되고 있는데, 위안화 가치의 상승이 중국인의 선택적 소비를 확대하고 있는 것으로 보인다. 적극적인 소비의 대표라 할 수 있는 중국인의 해외 관광이 증가하고 있기 때문이다. 위안화 가치가 상승한 2017년 하반기부터 주요 아시아 국가로 입국하는 중국인 수가 본격적으로 증가하고 있다. 같은 기간 한국 면세점의 매출 역시 가파르게 상승하고 있는데, 한국의 경우 중국인 입국자 수가 아직은 여전히 낮은 수준에 머물고 있음에도 불구하고 면세점 매출이 가파르게 증가하고 있다는 점은 중국의 구매력이 그 만큼 높아졌음을 의미하는 것이라고 해석할 수 있다. 따라서 사드 갈등이 본격적인 해소 국면에 접어들어 중국인 입국자 수의 회복이 가시적으로 나타날 경우, 중국인에 의한 국내 소비지출 기여는 이전보다 현저히 높아질 수 있을 전망이다.

한편, 중국의 선택적 소비 회복의 핵심인 위안화 강세는 다음과 같은 이유로 지속될 전망한다. 1) 국가 부채비율이 높은 중국이 보호무역주의가 확대되고 있는 국면에서 수출을 확대하기 위해 위안화 가치의 절하를 단행할 가능성이 높지 않아 보인다. 그리고 2) 3월 26일 예정되어 있는 중국의 원유선물 시장 개장 역시 위안화의 원유 결제 수요를 통해 위안화 가치를 안정시키고자 하는 의도가 있는 것으로 해석해 볼 때, 현재로서는 중국 정부가 위안화 가치의 절하를 원하지는 않는 것으로 판단한다. 물론 위안화의 원유 선물 시장이 활성화되어 위안화의 기축통화 지위가 확보될지 여부는 추후 지켜봐야겠지만, 현재 중국의 행보는 위안화 가치 하락을 원하고 있지는 않아 보인다.

주요 아시아 국가 중국인 입국자 증가율 추이



자료 각 국, SK 증권

한국의 중국인 입국자 수 추이

자료 한국관광공사, SK증권

원/위안 추이

자료 한국은행 SK증권

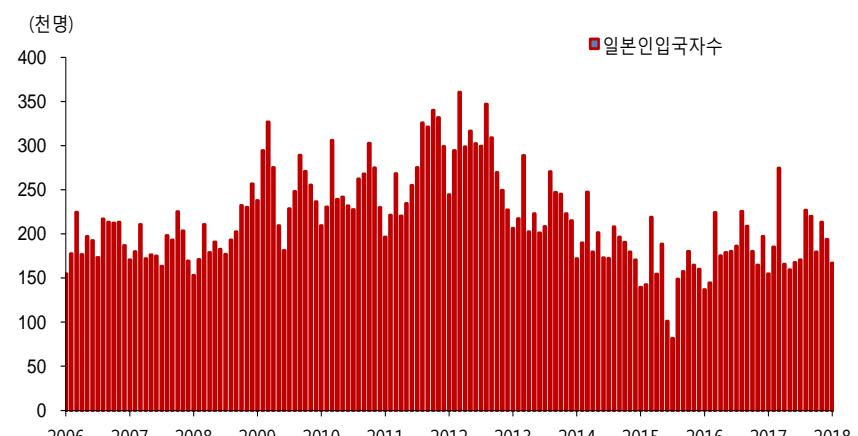
달러/위안 추이

자료 한국은행 SK증권

2. 일본 경기 회복, 일본의 출국자수 증가를 이끌고 있음

또 하나 당사가 주목하는 것은 일본인 입국자 수다. 이제까지 일본인 입국자 수는 엔화 약세가 이어지며 뚜렷한 성장이 없었다. 그러나 2015년까지 엔화 가치 하락이 일단락 되고, 낮은 엔화 가치를 기반으로 경기가 회복되며 한국을 방문하는 일본인 수 역시 꾸준히 증가하고 있다. 한국 내에서의 절대적인 구매액은 중국인에 비해 낮은 수준이지만, 일본인 역시 국내 소비지출에 상당 부분 기여한다. 엔화의 추가 하락이 없다면 한국으로 입국하는 일본인의 증가세 역시 이전보다 강해질 수 있을 전망이다. 일본의 출국자 수 측면에서도 그 숫자가 2015년까지는 감소하였지만, 2016년부터 증가가 이어지고 있다.

한국의 일본인 입국자수 추이



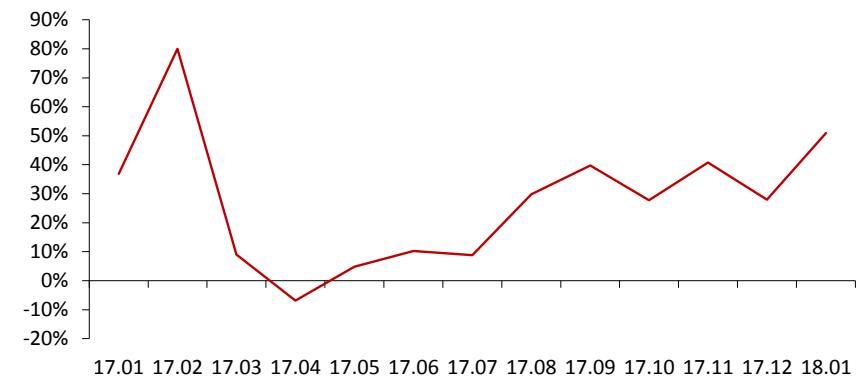
자료: 한국관광공사 SK증권

원/100 엔 추이



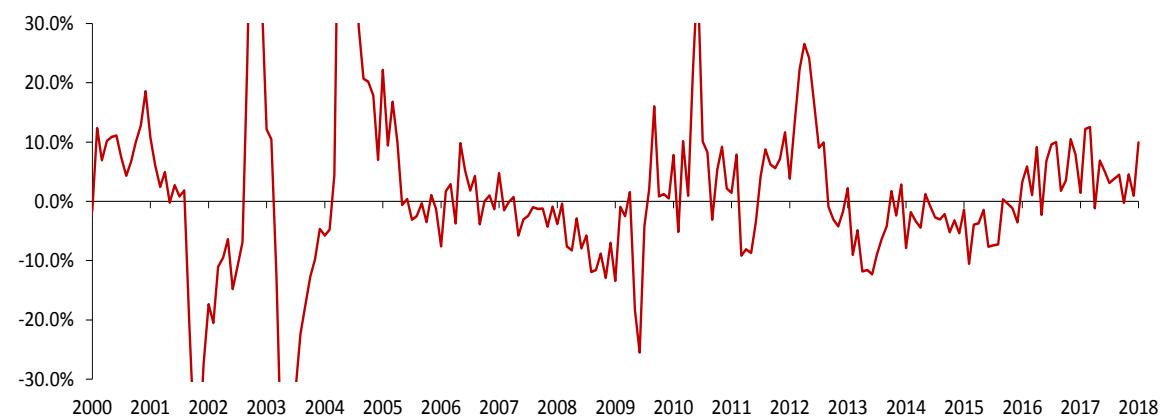
자료: 한국은행 SK증권

한국 면세점 외국인 매출 추이



자료: 한국면세점협회

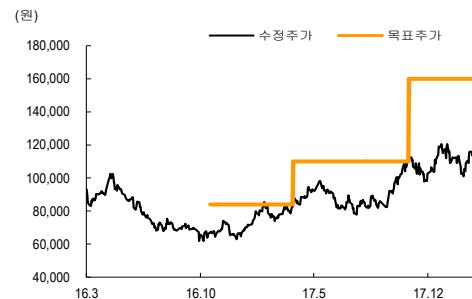
일본 출국자수 증가율 추이



자료: 일본 관광청, SK 증권

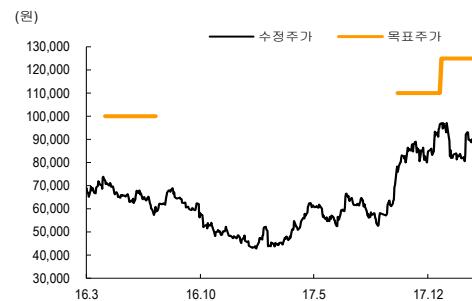
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리를 평균주가대비 최고(최저) 주가대비		
				괴리를 평균주가대비 최고(최저) 주가대비		
2018.03.26	매수	160,000원	6개월			
2018.01.22	매수	160,000원	6개월	-31.53%	-24.69%	
2017.12.01	매수	160,000원	6개월	-33.05%	-25.63%	
2017.11.22	매수	160,000원	6개월	-30.71%	-29.69%	
2017.08.29	매수	110,000원	6개월	-18.60%	1.36%	
2017.08.02	매수	110,000원	6개월	-20.10%	-10.73%	
2017.07.11	매수	110,000원	6개월	-19.02%	-10.73%	
2017.04.19	매수	110,000원	6개월	-17.44%	-10.73%	
2016.11.24	매수	84,000원	6개월	-12.36%	1.67%	
2016.11.15	매수	84,000원	6개월	-20.03%	-19.17%	
2016.08.05	담당자 변경					

하나투어



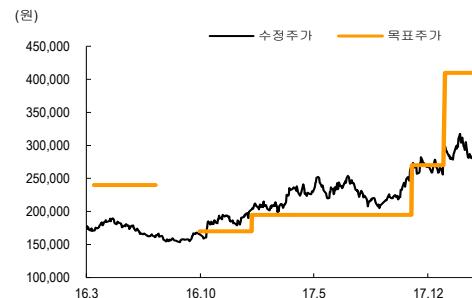
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리를 평균주가대비 최고(최저) 주가대비		
				괴리를 평균주가대비 최고(최저) 주가대비		
2018.03.26	매수	125,000원	6개월			
2018.02.28	매수	125,000원	6개월	-29.46%	-22.32%	
2018.01.22	매수	125,000원	6개월	-29.05%	-22.32%	
2017.12.01	매수	110,000원	6개월	-22.50%	-12.18%	
2017.11.01	매수	110,000원	6개월	-24.73%	-20.00%	
2016.08.05	담당자 변경					
2016.05.02	매수	100,000원	6개월	-42.78%	-21.70%	

호텔신라



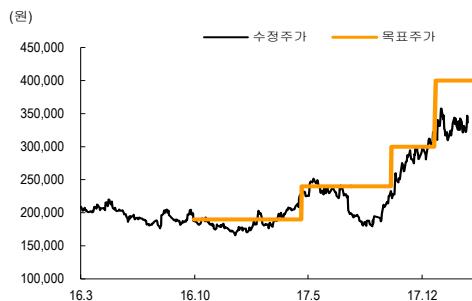
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리를 평균주가대비 최고(최저) 주가대비		
				괴리를 평균주가대비 최고(최저) 주가대비		
2018.03.26	매수	410,000원	6개월			
2018.01.29	매수	410,000원	6개월	-28.99%	-22.56%	
2017.11.28	중립	270,000원	6개월	-101%	9.07%	
2017.08.23	중립	195,000원	6개월	15.76%	38.21%	
2017.02.01	중립	195,000원	6개월	15.89%	30.26%	
2017.01.10	중립	170,000원	6개월	8.37%	19.41%	
2016.10.26	중립	170,000원	6개월	7.01%	14.71%	
2016.08.05	담당자 변경					
2016.04.11	매수	240,000원	6개월	-29.60%	-21.04%	

이마트



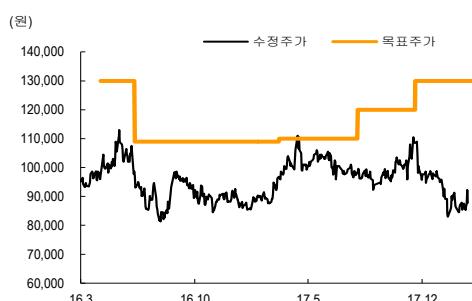
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	고리율		
				평균주기대비	최고(최저) 주기대비	
2018.03.26	매수	400,000원	6개월			
2018.02.28	매수	400,000원	6개월	-17.40%	-10.50%	
2018.01.29	매수	400,000원	6개월	-17.66%	-10.50%	
2018.01.22	매수	400,000원	6개월	-19.68%	-14.88%	
2017.12.01	매수	300,000원	6개월	-7.17%	7.67%	
2017.10.31	매수	300,000원	6개월	-15.09%	-4.33%	
2017.05.16	매수	240,000원	6개월	-9.59%	4.79%	
2016.10.26	증립	190,000원	6개월	-216%	2053%	
2016.08.05	담당자 변경					

신세계



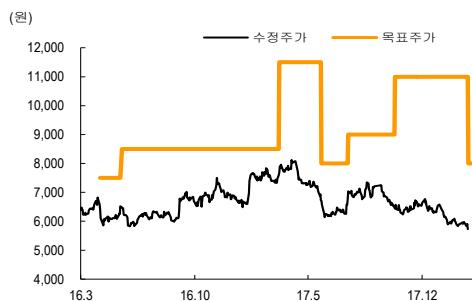
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	고리율		
				평균주기대비	최고(최저) 주기대비	
2018.03.26	매수	130,000원	6개월			
2017.12.15	매수	130,000원	6개월	-28.50%	-16.15%	
2017.09.06	매수	120,000원	6개월	-17.31%	-7.92%	
2017.08.29	매수	120,000원	6개월	-18.63%	-17.00%	
2017.04.04	매수	110,000원	6개월	-8.05%	0.91%	
2016.07.07	증립	109,000원	6개월	-17.47%	-9.54%	
2016.05.04	매수	130,000원	6개월	-20.58%	-13.08%	

코웨이

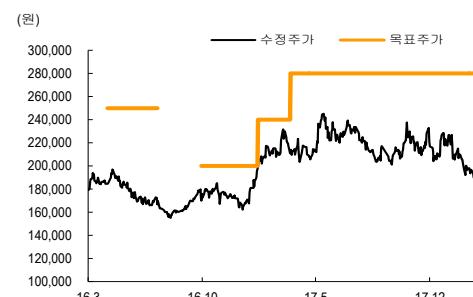


일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	고리율		
				평균주기대비	최고(최저) 주기대비	
2018.03.26	매수	8,000원	6개월			
2017.12.08	매수	11,000원	6개월	-42.76%	-38.45%	
2017.11.07	매수	11,000원	6개월	-41.74%	-40.27%	
2017.08.29	매수	9,000원	6개월	-22.91%	-18.33%	
2017.08.11	매수	9,000원	6개월	-22.72%	-21.67%	
2017.06.22	매수	8,000원	6개월	-20.79%	-15.63%	
2017.04.04	매수	11,500원	6개월	-34.73%	-29.39%	
2016.10.11	매수	8,500원	6개월	-20.91%	-7.76%	
2016.08.01	매수	8,500원	6개월	-26.94%	-17.88%	
2016.06.13	매수	8,500원	6개월	-28.06%	-23.76%	
2016.05.03	매수	7,500원	6개월	-18.15%	-13.07%	

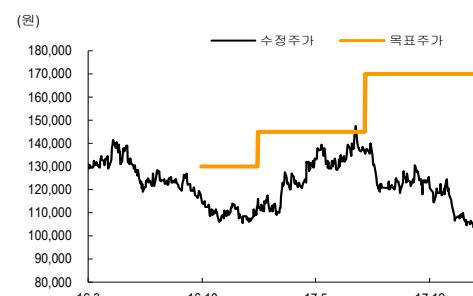
SK 네트웍스



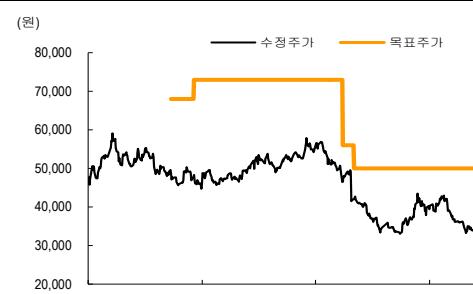
일시	투자의견	목표주가	목표가격			괴리를	
			대상시점	평균주기대비	최고(최저)주기대비		
2018.03.26	매수	280,000원	6개월			-22.53%	-12.43%
2018.01.09	매수	280,000원	6개월			-21.68%	-12.43%
2017.08.29	매수	280,000원	6개월			-20.07%	-12.43%
2017.04.11	매수	280,000원	6개월			-20.45%	-12.43%
2017.02.09	매수	240,000원	6개월			-10.92%	-3.46%
2017.02.01	매수	200,000원	6개월			-12.32%	-1.40%
2016.11.15	매수	200,000원	6개월			-12.97%	-7.45%
2016.11.02	매수	200,000원	6개월			-11.86%	-9.95%
2016.10.26	매수	200,000원	6개월			-12.76%	-10.90%
2016.08.05	담당자 변경						
2016.05.03	매수	250,000원	6개월			-31.18%	-21.20%

GS 홈쇼핑

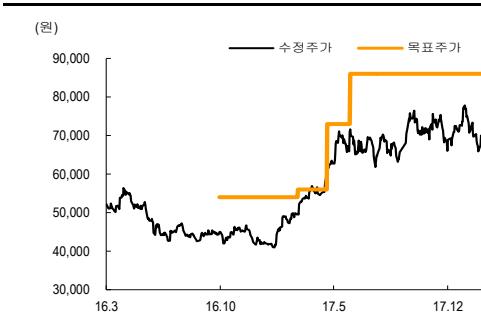
일시	투자의견	목표주가	목표가격			괴리를	
			대상시점	평균주기대비	최고(최저)주기대비		
2018.03.26	매수	145,000원	6개월			-29.35%	-17.65%
2018.01.09	매수	170,000원	6개월			-26.58%	-17.65%
2017.08.29	매수	170,000원	6개월			-12.38%	1.72%
2017.04.11	매수	145,000원	6개월			-20.45%	-12.07%
2017.02.09	매수	145,000원	6개월			-15.32%	-10.77%
2016.10.26	매수	130,000원	6개월				

현대홈쇼핑

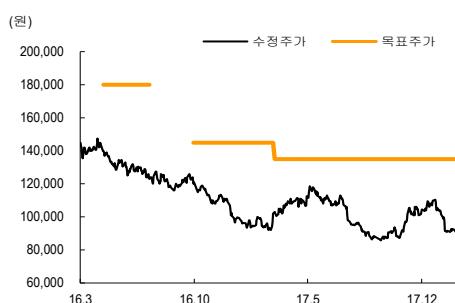
일시	투자의견	목표주가	목표가격			괴리를	
			대상시점	평균주기대비	최고(최저)주기대비		
2018.03.26	매수	50,000원	6개월			-24.67%	-13.00%
2017.08.08	매수	50,000원	6개월			-15.89%	-11.52%
2017.07.18	매수	56,000원	6개월			-30.56%	-20.68%
2017.05.16	매수	73,000원	6개월			-31.62%	-20.68%
2017.02.03	매수	73,000원	6개월			-34.46%	-28.77%
2017.01.10	매수	73,000원	6개월			-35.17%	-31.99%
2016.11.15	매수	73,000원	6개월			-34.94%	-31.99%
2016.10.28	매수	73,000원	6개월			-36.60%	-33.84%
2016.10.26	매수	73,000원	6개월			-36.34%	-33.84%
2016.10.12	매수	73,000원	6개월			-29.64%	-26.03%
2016.08.30	매수	68,000원	6개월				
2016.08.05	담당자 변경						

GS 리테일

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	고리율			롯데하이마트
				평균주기대비	최고(최저) 주기대비		
2018.03.26	매수	86,000원	6개월				
2017.10.27	매수	86,000원	6개월	-18.66%	-9.53%		
2017.07.31	매수	86,000원	6개월	-20.81%	-11.05%		
2017.06.28	매수	86,000원	6개월	-21.82%	-16.74%		
2017.05.16	매수	73,000원	6개월	-9.25%	-2.60%		
2017.03.22	매수	56,000원	6개월	-2.33%	7.32%		
2016.11.15	매수	54,000원	6개월	-17.04%	-7.59%		
2016.11.07	매수	54,000원	6개월	-19.47%	-16.67%		
2016.10.26	매수	54,000원	6개월	-19.40%	-16.67%		
2016.08.05	담당자 변경						



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	고리율			현대백화점
				평균주기대비	최고(최저) 주기대비		
2018.03.26	매수	135,000원	6개월				
2018.01.09	매수	135,000원	6개월	-25.20%	-12.22%		
2017.07.25	매수	135,000원	6개월	-24.73%	-12.22%		
2017.03.27	매수	135,000원	6개월	-19.07%	-12.22%		
2016.10.26	매수	145,000원	6개월	-28.05%	-16.55%		
2016.08.05	담당자 변경						
2016.05.10	매수	180,000원	6개월	-29.61%	-22.22%		



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 3월 26일 기준)

매수	89.51%	증립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----